



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
ICADE

Las causas del colapso y eficacia de la política monetaria: Un análisis de colapsos monetarios históricos, Trabajo Fin De Grado

Autor: Carmen Sofía Kiviet Fernández
Director: Diego Villafáñez Sagardoy

MADRID | Marzo 2026

Tabla de contenido

1. Resumen.....	4
2. Palabras clave	5
3. Introducción	6
4. Marco teórico	7
5. Objetivos	8
5.1 Objetivo general	8
5.2 Objetivos específicos.....	8
6. ¿Qué es el colapso monetario?	9
6.1. Causas y fases del colapso monetario	9
6.2 Ejemplo aplicado de colapso monetario.....	10
6.3 El colapso desde la perspectiva de Minsky.....	12
6.4 Conclusión sobre la teoría del colapso monetario	13
7. Analizando distintos tipos y causas de colapso monetario	13
7.1 Depresiones y recesiones.....	13
7.1.1 Depresiones desde la perspectiva de Friedman y Shwartz	13
7.1.2 Disminución de la oferta monetaria como causa de la Gran Depresión- Bernanke	14
7.2 Hiperinflación.....	15
7.2.1 Expectativas de inflación graduales como causa de hiperinflación	16
7.2.2 Emisión excesiva de una moneda como causa de hiperinflación.....	16
7.2.3 Los modelos de hiperinflación de Sargent	17
7.3 La dominancia fiscal como causa del colapso.....	17
7.3.1 Impresión de dinero forzada como causa de hiperinflación.....	18
7.3.2 Grandes déficits presupuestarios y la emisión masiva de dinero.....	18
7.4. La importancia de la independencia del Banco Central	19
7.4.1. La falta de independencia de los Bancos Centrales según Cagan	19
7.4.2 Necesidad de Bancos Centrales según Sargent.....	19
7.4.3 Culpabilidad de autoridad monetaria según Friedman y Schwartz.....	21
7.4.4. Política monetaria como causa de la pérdida de la independencia del Banco Central según Borio.....	21
7.4.5 Esquema conceptual de las teorías.....	22
8. La eficacia de política monetaria según el caso de Zimbabue	22
8.1 Según la teoría.....	22
8.1.1 Importancia de implementar políticas con agilidad.....	22
8.1.2 Importancia de mantener una responsabilidad fiscal	23

8.1.3 El límite de la emisión monetaria	23
8.2 Análisis de la eficacia de la política monetaria	24
9. Análisis individual de los casos	25
9.1 La hiperinflación en Zimbabwe	25
9.1.1. Introducción	25
9.1.2 Contexto	26
9.1.3 Hiperinflación en Zimbabwe:	26
9.1.4 Efectos de la hiperinflación:.....	27
9.1.5 Medidas adoptadas por el gobierno	28
9.1.6.1 Pérdida de independencia del Banco Central y la política monetaria aplicada	30
9.1.7 Eficacia de la política monetaria tras el análisis de Zimbabwe	38
9.2 Argentina.....	40
9.2.1. Introducción	40
9.2.2 Contexto	40
9.2.3 La recesión y crisis de convertibilidad-El corralito (2001-2002).....	42
9.2.4 Una recuperación inesperada (2003-2007)	47
9.2.6 La eficacia de la política monetaria tras el análisis de Argentina.....	52
10. Análisis comparativo: Zimbabwe y Argentina	55
10.1 Diferencias clave entre los dos procesos de colapso	56
10.2 Implicaciones para la eficacia de la política monetaria	56
11. Conclusiones finales	57
12. Recomendaciones	59
13. Limitaciones del estudio	60
14. Declaración del uso de IA.....	61
15. Bibliografía	62
16. Descripción de palabras.....	66

1. Resumen

Este trabajo analiza las causas del colapso monetario y crisis, y los límites de la política monetaria a través del estudio de los casos de Zimbabue y Argentina. La relevancia del tema se encuentra en la recurrencia de crisis inflacionarias en economías contemporáneas y en la necesidad de comprender si la política monetaria realmente puede prevenir y resolver estos episodios de crisis.

El objetivo principal de este trabajo es evaluar la eficacia de la política monetaria en contextos de crisis, identificando los factores que conducen al colapso y las condiciones bajo las cuales los instrumentos de una política monetaria pierden su capacidad de estabilización. Para ello, he utilizado una metodología cualitativa basada en el análisis comparativo de ambos países, apoyada en una revisión teórica de modelos económicos claves.

Los resultados muestran que, en ambos casos, los colapsos monetarios no pueden explicarse únicamente por la expansión de la oferta monetaria, sino por la interacción de déficits fiscales persistentes, pérdida de credibilidad institucional y cambios en las expectativas de los agentes económicos.

En conclusión, la política monetaria solitaria resulta insuficiente para prevenir o resolver crisis monetarias profundas. Su eficacia depende de la existencia de disciplina fiscal, instituciones creíbles y estabilidad de expectativas. Sin estos elementos, incluso las herramientas de política más sofisticadas pierden su capacidad de poder controlar la inflación y, por lo tanto, estabilizar la economía.

2. Palabras clave

Hiperinflación

Recesión y Depresión

Colapso monetario

Política monetaria

Crisis

Argentina

Zimbabue

3. Introducción

Las crisis monetarias representan uno de los fenómenos más extremos y reveladores de las limitaciones de la política económica. Estas muestran manifestaciones profundas de desequilibrios estructurales, fragilidad institucional y pérdida de confianza en las autoridades económicas. Casos como los de Argentina y Zimbabue enseñan cómo la inflación descontrolada no surge sólo de errores en la gestión monetaria, sino de la interacción entre factores fiscales, expectativas y credibilidad.

En este contexto, analizar estos episodios permite abordar una cuestión central en economía, de si la política monetaria es realmente capaz de garantizar la estabilidad o si su eficacia está condicionada por elementos que escapan su control.

El objetivo de este trabajo es evaluar críticamente la eficacia de la política monetaria en contextos de colapso, a través de un análisis comparativo de los casos de Zimbabue y Argentina. Se pretende profundizar en los mecanismos que conducen a la pérdida de control sobre la inflación para ayudar a entender las señales de advertencia y los límites estructurales de la acción monetaria. La aportación central consiste en integrar de forma coherente distintos marcos teóricos para ofrecer una visión más completa de las crisis monetarias. Así se supera la mirada fragmentada de los enfoques que analizan estos fenómenos por separado.

La metodología adoptada es de carácter cualitativa y se fundamenta en el análisis comparativo de casos. El trabajo se apoya en una revisión exhaustiva de literatura académica, incluyendo contribuciones teóricas fundamentales, estudios empíricos y evidencia procedente de organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional, así como informes de bancos centrales y fuentes estadísticas. Este enfoque permite reconstruir la evolución de ambos episodios, e interpretar sus dinámicas comparando y aludiendo a los marcos teóricos seleccionados, facilitando así una comprensión más detallada de los procesos de colapso monetario.

El trabajo tiene cuatro secciones principales. Primero, se desarrolla una revisión teórica que sienta las bases analíticas del estudio. En segundo lugar, se examinan en detalle los casos de Zimbabue y Argentina. Posteriormente, se presenta un análisis comparativo que identifica patrones comunes y diferencias relevantes entre ambos casos. Finalmente, se exponen las conclusiones y recomendaciones para mantener una estabilidad económica y eficacia de la política monetaria, proponiendo posibles vías para prevenir futuros colapsos. Para que el análisis sea más intuitivo he dividido las figuras y tablas de la sección de análisis de países por colores. Las gráficas correspondientes a Zimbabue incorporan el color rojo, mientras que las de Argentina el color azul. Aquellas gráficas de países externos son de color verde.

4. Marco teórico

Esta matriz integra las principales dimensiones que explican la dinámica de las crisis monetarias. Permite visualizar que las crisis monetarias no responden a una única causa, sino a una dinámica sistemática en la que diferentes factores se refuerzan mutuamente. Se puede describir como un proceso en el que la dominancia fiscal actúa como un tipo de detonante inicial. Las expectativas de los agentes amplifican las consecuencias, mientras que la inestabilidad acumulada facilita el colapso, y el fallo institucional lo hace irreversible.

Dimensión Analítica	Mecanismo Teórico	Que ocurre en la economía	Interacción con otras dimensiones	Posible resultado
Dominancia Fiscal	El déficit público se financia mediante emisión monetaria	Aumento sostenido de la base monetaria y presión inflacionaria	Refuerza la pérdida de credibilidad y alimenta las expectativas inflacionarias	Inicio del proceso inflacionario
Expectativa y Credibilidad	Los agentes anticipan inflación futura y ajustan su comportamiento	Caída de la demanda de dinero y aumento de la velocidad de circulación	Amplifica los efectos de la emisión monetaria y acelera la inflación	Dinámica inflacionaria autoreforzada
Inestabilidad Financiera	Acumulación de desequilibrios durante periodos de aparente estabilidad	Aumento del endeudamiento y vulnerabilidad ante shocks	Facilita la transición desde estabilidad a crisis cuando se activan otros factores	Fragilidad estructural del sistema
Shock Desencadenante	Evento que rompe el equilibrio (Crisis fiscal, caída de ingresos, conflicto, etc.)	Pérdida repentina de confianza y deterioro macroeconómico	Activa y acelera los mecanismos anteriores	Punto de inflexión hacia la crisis
Colapso Institucional	Pérdida de credibilidad en las instituciones económicas	Distorsión o abandono de estadísticas oficiales, Incertidumbre generalizada	Intensifica las expectativas negativas y reduce la efectividad de la política económica	Descontrol inflacionario
Espiral hiperinflacionaria	Interacción acumulativa de los factores anteriores	Inflación fuera de control, pérdida total del valor de la moneda	Retroalimentación entre emisión, expectativas y pérdida de confianza	Colapso monetario

Tabla 1: Matriz teórica de las crisis monetarias. Fuente: Elaboración propia

5.Objetivos

5.1 Objetivo general

Evaluar la eficacia de la política monetaria en contextos de colapso económico mediante el análisis comparativo de los casos de Zimbabwe y Argentina, identificando los factores que condicionan sus límites y su capacidad de estabilización.

5.2 Objetivos específicos

1. Analizar el contexto y la evolución económica de Zimbabwe y Argentina, combinando evidencia empírica con los principales marcos teóricos sobre crisis monetarias.
2. Identificar y comparar los errores de política monetaria y fiscal que contribuyeron a los procesos inflacionarios, así como la eficacia de las medidas adoptadas para contenerlos
3. Evaluar el papel de la independencia del banco central y la dominancia fiscal en el desarrollo de estas crisis.
4. Analizar la influencia de las expectativas y la credibilidad institucional en la dinámica de la inflación.
5. Formular conclusiones y recomendaciones de política económica orientadas a comprender los límites de la política monetaria y prevenir futuros colapsos

6. ¿Qué es el colapso monetario?

El colapso monetario ocurre cuando una moneda pierde su valor y confianza, llevando a grandes crisis económicas, que, dado el sistema globalizado actual, pueden afectar a millones de personas. Primero, voy a analizar distintos procesos y fases del colapso monetario, explicados por diversos economistas, para llegar a una comprensión exhaustiva de los factores que conducen al colapso y, en consecuencia, afectan la eficacia de la política monetaria.

6.1. Causas y fases del colapso monetario

Puede haber varias causas y fases de un colapso monetario. Kindleberger y Aliber (2005) explican cómo las crisis monetarias y financieras no surgen de la nada ni por casualidad. El colapso monetario forma parte del final de unos pasos y es un proceso que se ha repetido varias veces a lo largo de la historia. El patrón de este proceso siempre es claro: entusiasmo, miedo y crisis. Según estos autores, el colapso monetario viene sobre todo afectado por las emociones de la población.

Estos citan el modelo de Hyman Minsky, el cual describe cómo el colapso empieza por un cambio o circunstancia importante en la economía, como una guerra, nuevas normas financieras o nueva tecnología, ya que una gran alteración en la normalidad genera oportunidades para ganar dinero e impulsa la inversión. Esto genera un incentivo para los bancos y las instituciones, las cuales empiezan a dar un gran número de préstamos. Esta fácil y barata adquisición de dinero anima a inversores a comprar acciones, materias primas, o invertir en el mercado inmobiliario, todo con la intención de vender sus adquisiciones a un precio más alto en el futuro. Con el paso del tiempo, muchos agentes económicos llegan a niveles de endeudamiento tan altos que su capacidad de pago depende totalmente de la obtención continua de créditos, lo que los atrapa en un ciclo vicioso de endeudamiento. De esta forma, el sistema financiero se acaba volviendo cada vez más vulnerable, ya que su estabilidad empieza a depender del mantenimiento constante del crecimiento del crédito.

Esta primera fase de expansión comienza a debilitarse cuando se sufre otro acontecimiento o shock, el cual interrumpe el aumento de precio de los activos. Cuando pasa esto, los inversores empiezan a cambiar sus expectativas y su forma de pensar. Se dan cuenta de que los precios se han desvinculado de sus fundamentos económicos. Por lo tanto, la confianza se deteriora.

Los agentes económicos más endeudados se ven obligados a liquidar sus activos para enfrentarse a sus obligaciones financieras. Como consecuencia de estas ventas forzadas, los precios sufren una depreciación, lo cual solo causa aún más pérdidas y empeora la inestabilidad del sistema.

Posteriormente, se llega a una fase de pánico y miedo generalizado. Por miedo a la falta de liquidez, los inversores priorizan masivamente la conversión de sus activos en dinero en efectivo, lo cual acelera el desplome de los mercados.

Tras la caída de los precios, se reduce a gran escala el valor de las garantías utilizadas para respaldar los préstamos. Esto puede llegar a provocar una quiebra en casos extremos, como vimos en la crisis financiera de 2008. Esta contradicción crediticia acaba obligando a llevar a cabo nuevos procesos de liquidación, generando así un círculo vicioso de deuda, deflación, y devaluación.

Finalmente, una vez que se estalla la burbuja, los precios de los activos experimentan caídas muy altas. Al mismo tiempo, se incrementan las quiebras empresariales, se desacelera la actividad económica y aumenta abrumadoramente el desempleo. Esta dinámica de crisis se ve incrementada dado el contexto actual en el que vivimos, en el cual existe una gran globalización e interconexión entre los mercados internacionales. Esto implica que una crisis financiera relevante puede extenderse con rapidez a otras economías a través de los mecanismos de arbitraje, y flujos de capital.

6.2 Ejemplo aplicado de colapso monetario

Como he mencionado antes, un gran ejemplo que sigue este proceso paso a paso es el de la crisis de 2008. En los años previos, Estados Unidos vivía en una abundancia de crédito, sobre todo a través de hipotecas de alto riesgo. Esto llevó a un auge en los precios de los activos, y una excesiva toma de riesgos por parte de los inversores (Figuras 1 y 2), comportamientos los cuales se ven perfectamente en la fase expansiva descrita por Minsky. En el *IMF Global Financial Stability Report, April 2007*, se describe un contexto económico de crecimiento, con altos beneficios empresariales, balances sólidos y tipos de interés muy bajos. Todos estos factores crearon un contexto en el que las empresas disponían de abundante liquidez. Sin embargo, aunque hubiese mucho dinero y crédito barato, las empresas mostraban poco interés en invertir en capacidades productivas como nuevas fábricas, maquinaria o gente, por lo tanto, este alto nivel de dinero y crédito barato se usaba mayormente en fusiones, adquisiciones y operaciones apalancadas (*LBOs*), gracias a su alto nivel de confianza y a la aceptación aumentada del riesgo. Esto se ve claramente reflejado en los datos, ya que en 2006, la actividad global de M&A llegó a un máximo de \$3,8 trillones (*IMF Global Financial Stability Report, April 2007, p. 11*). Esto encaja en la etapa de expansión descrita por Minsky y por Aliber y Kindleberg, ya que muestra como un periodo prolongado de estabilidad y crecimiento genera un aumento en confianza y una disminución en la percepción de riesgo, lo cual incentiva a los agentes económicos de asumir niveles de endeudamiento mayores, y buscar la rentabilidad en operaciones financieras más arriesgadas, en vez de actividades productivas.

Sin embargo, cuando la burbuja inmobiliaria empezó a desinflarse, sumado a que los pagos de deuda se volvieron insostenibles, las pérdidas forzaron ventas masivas de activos, el crédito disminuyó y aumentó la percepción de riesgo. Esto desencadenó un proceso de pánico financiero y una disminución masiva de la actividad económica que se sufrió, y se sigue sufriendo internacionalmente.

Además, el alto nivel de protagonismo de los fondos de capital privado, junto con el incremento de los *LBOs* muestra esa transición hacia formas de financiación cada vez más frágiles. El problema viene de que muchas de estas operaciones dependen mayoritariamente

de la continuidad del crédito barato y de la revalorización de los activos, mucho más que de los ingresos generados por las empresas. De esta forma, la estabilidad del sistema financiero se empezó a apoyar poco a poco sobre las expectativas optimistas de los inversores y empresarios, y sobre un acceso permanente a la financiación, lo cual incrementó la estabilidad de este ante posibles cambios en el entorno económico.

Este proceso de colapso estuvo muy vinculado con el papel de la política monetaria. Los bajos niveles de los intereses, los cuales se mantuvieron durante un periodo de tiempo largo, redujeron el coste del endeudamiento, y de esta forma incentivaron indirectamente la inversión en los mercados financieros, en vez de la capacidad productiva empresarial. Por lo tanto, este gran colapso monetario, sufrido por millones de personas mundialmente nos genera esta gran duda de la real eficacia de la política monetaria, y el riesgo de su aplicación incorrecta y desinformada. Desde la perspectiva de Aliber y Kindleberg, una política monetaria excesivamente expansiva puede contribuir a la acumulación insostenible de deuda, y a la formación indirecta de burbujas financieras, denominadas así por su tendencia a explotarse.

Por lo tanto, para Kindleberger y Aliber, el colapso monetario es un proceso, el cual empieza con euforia, y acaba con catástrofes monetarias.

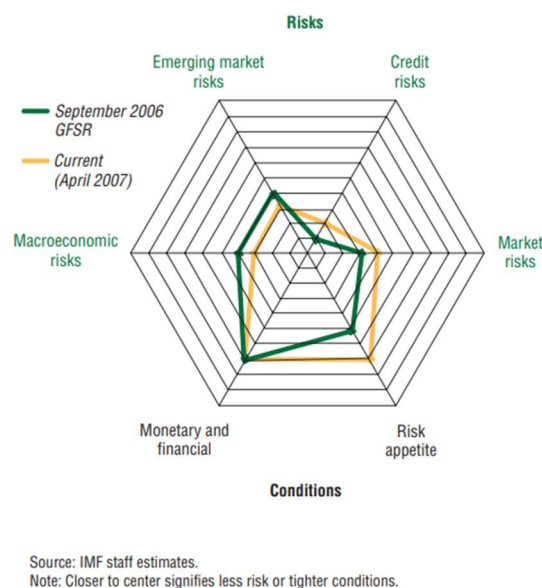


Figura 1. "Global financial stability map" Muestra como estaba subiendo el risk appetite (Fuente: IMF)

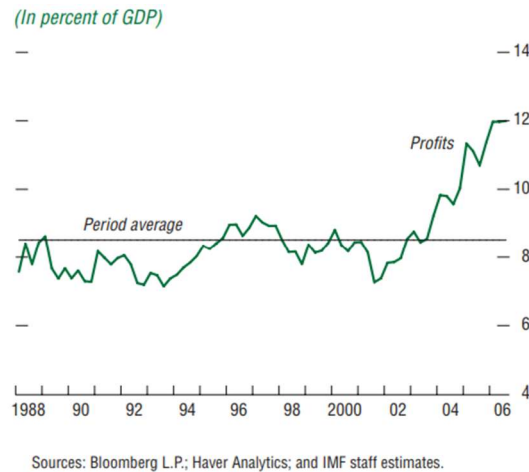


Figura 2, “Corporate Profits for Euro Area, Japan, and the US” Muestra como subieron los beneficios. (Fuente: IMF)

6.3 El colapso desde la perspectiva de Minsky

La teoría de Minsky (1979) es que se llega al colapso monetario y a la inestabilidad, tras periodos de estabilidad. Minsky relata que cuando la economía pasa una etapa realmente favorable y las empresas obtienen ingresos mayores, se genera una sensación generalizada de seguridad. Este nivel de seguridad lleva a que empresas e inversores confíen y aumenten su nivel de riesgo asumido, además del endeudamiento. Sin embargo, Minsky destaca ciertos factores que influyen en que esto acabe siendo una catástrofe.

Primero, Minsky sostenía que las economías capitalistas suelen generar inestabilidad desde las políticas interiores. Su teoría destaca cómo las crisis no surgen necesariamente por acontecimientos externos imprevistos, ni por shocks, ni decisiones de los gobiernos y los líderes. La causa real es el funcionamiento del sistema económico.

Durante los periodos de crecimiento y aparente estabilidad, las empresas, bancos e inversores suelen ir modificando su comportamiento. En un entorno favorable, aumenta la confianza, y se reduce la percepción del riesgo, lo cual impulsa a los agentes a asumir niveles de endeudamiento más altos, y a adoptar estrategias financieras más arriesgadas. Cuando pasa esto, las decisiones de inversión cada vez dependen más de la evolución de los mercados financieros, y del valor de los activos. La búsqueda de mayores beneficios lleva a aceptar estructuras de financiación que solo se pueden mantener si los ingresos siguen creciendo de forma constante. Consecuentemente, con el tiempo, esta dependencia hace que el sistema sea más vulnerable ante cualquier cambio en las condiciones económicas. Por lo tanto, para Minsky, las economías con sistemas financieros desarrollados presentan una tendencia inherente a generar episodios de inestabilidad, ya que su propio éxito incentiva comportamientos que debilitan su estructura e integridad.

6.4 Conclusión sobre la teoría del colapso monetario

Para concluir, la revisión teórica explica varios procesos distintos de colapso monetario, y posibles causas. En este análisis, me voy a enfocar en la hiperinflación, depresiones y recesiones, la dominancia fiscal y la independencia del banco central, y consecuentemente, si la política monetaria es realmente efectiva para disminuir los efectos de estas situaciones, y por lo tanto, evitar el colapso monetario.

7. Analizando distintos tipos y causas de colapso monetario

7.1 Depresiones y recesiones

Una recesión ocurre cuando la economía entra en una etapa de retroceso muy notable y extendida. Esto se refleja en la reducción del crecimiento, la disminución del consumo y la inversión, y el aumento del paro durante varios meses continuos. Una depresión representa una recesión grave y prolongada y se caracteriza por un colapso del empleo, una caída fuerte de la actividad productiva y una disminución general del PIB nacional.

7.1.1 Depresiones desde la perspectiva de Friedman y Shwartz

Friedman y Schwartz (1963) se enfocan en analizar e interpretar la Gran Depresión en EE. UU. Interpretan este colapso monetario como un fenómeno vinculado a una gran contracción monetaria. Según su análisis, la drástica disminución de los precios y los ingresos entre 1929 y 1933 no se puede explicar sin tener en cuenta la reducción significativa de la oferta monetaria. Estos autores destacan que los episodios de crisis económica más importantes en EE.UU. estuvieron acompañados por reducciones o movimientos significativos en la masa monetaria, lo cual refuerza su idea de que la contracción de dinero tomó un rol especial en la inestabilidad económica sufrida en estas épocas.

En consecuencia, se critica a la Reserva Federal, y se le atribuye una responsabilidad alta, ya que esta contaba con las herramientas necesarias para intervenir y estabilizar el sistema financiero, pero no las impuso de forma eficaz. La combinación de una acción oportuna con una comprensión limitada de los procesos económicos contribuye a la intensificación de los problemas económicos. Los autores aseguran que una política más proactiva e informada podría haber mitigado o evitado la magnitud de este colapso.

Friedman y Shwartz son ávidos defensores de la necesidad de mantener un crecimiento no sólo constante, sino predecible de la oferta monetaria, ya que cualquier fluctuación abrupta en esta cantidad genera inestabilidad en la actividad económica. Estos rechazan la teoría de que las tasas de interés puedan servir como una guía confiable para la política monetaria, ya que estas pueden brindar señales distorsionadas que no reflejan la verdadera posición

monetaria de la economía. Este fue el caso durante la Gran Depresión. Durante esta crisis, la contracción monetaria antecede a la caída del gasto y la producción, mientras que las tasas de interés se mantienen en niveles disminuidos, sin conseguir evitar la recesión, como se puede observar en el informe del *Federal Reserve Bank of St. Louis*. (1965).

Estudios empíricos posteriores muestran que los cambios monetarios en medidas amplias se correlacionan de forma consistente más con variaciones del PIB, incluyendo la inversión y el consumo, que con las fluctuaciones de los tipos de interés. Experimentos naturales y colapsos monetarios significativos demuestran que incrementos o disminuciones significativas en la liquidez son más efectivos en su efecto sobre el gasto agregado, mientras que ajustes en las tasas de interés no han podido, en varios casos, estimular la economía, en caso de que la base monetaria sea insuficiente, o si la confianza de los agentes es limitada. Un gran ejemplo de esto fue a posteriori de la crisis financiera de 2008. La implementación de una política monetaria ultra expansiva, a base de la reducción masiva de los tipos de interés a casi un 0%, no tuvo efectos significativos en la mejora del contexto económico global. Sin embargo, fueron la implementación de programas de expansión cuantitativa y su consecuente aumento de la liquidez en la economía, los cuales mostraron un impacto más claro sobre la actividad económica. Esto claramente respalda la idea de que el control de la cantidad de oferta monetaria tiene un efecto más directo sobre el PIB que la manipulación abrupta de tasas de interés.

Finalmente, Friedman y Schwartz sostienen que la estabilidad económica podría haberse logrado a través del uso de una política monetaria adecuada. Critican la visión Keynesiana de la implementación de instrumentos fiscales expansivos para mantener una estabilidad económica. Keynes destaca cómo las depresiones pueden ocurrir por varios factores, como el cambio en las expectativas del consumidor, y por esto propone como solución instrumentos fiscales expansivos. Sin embargo, Friedman y Schwartz argumentan que estos diagnósticos no consideran que, detrás de esa crisis, siempre hubo una contracción monetaria previa.

Por esto, no se requiere la implementación de una política fiscal con el uso del gasto gubernamental si se evita que la oferta monetaria colapse antes. Enfatizan la necesidad de prevenir antes de curar, y el poder y capacidad que la Reserva Federal tiene para actuar de esta forma, para compensar los efectos adversos y estabilizar la economía. De esta forma, la independencia monetaria se analiza como una responsabilidad que obliga a la autoridad a priorizar el control de la oferta monetaria frente a otras influencias. Con esta perspectiva, el colapso monetario durante la Gran Depresión puede explicarse en gran medida por un uso inadecuado del poder, una falta de conocimiento y aplicación técnica, y la discrecionalidad que la legislación ya otorgaba a la Reserva Federal.

7.1.2 Disminución de la oferta monetaria como causa de la Gran Depresión- Bernanke

Por otra parte, Bernanke (1983) reconoce la relevancia del enfoque monetarista desarrollado por Friedman y Schwartz, pero destaca que la gravedad y duración prolongada de la Gran Depresión no pueden explicarse únicamente a partir de la contracción de la oferta monetaria.

Desde su perspectiva, existen otros mecanismos adicionales que intensificaron la crisis y sus consecuencias.

Bernanke introduce el concepto del Coste de la Intermediación Crediticia. Esta hace referencia a los recursos necesarios para conectar a los prestamistas con los prestatarios, además de evaluar los riesgos de la financiación y gestionar información financiera. Durante la Gran Depresión, las quiebras bancarias y empresariales rompieron una gran parte de las redes de intermediación. Consecuentemente, este coste de la intermediación crediticia subió, reflejado en préstamos más caros y complejos, o incluso imposibles de realizar, sobre todo en el caso de hogares y empresas pequeñas.

Durante la Gran Depresión, una gran parte de la población retiró su dinero por miedo a perderlo. Por miedo a mayores fugas de depósitos y a la quiebra, los bancos empezaron a priorizar la acumulación de liquidez y a reducir drásticamente el crédito. Los bancos que lograron sobrevivir empezaron a asumir una visión y actitud altamente conservadoras, limitando así su actitud prestamista. Paralelamente, dada la deflación, el peso real de las deudas de los prestatarios aumentó, así debilitando más aún su situación financiera. La pérdida de valor de las garantías y el deterioro de los balances incrementaron el riesgo percibido por los prestamistas, por lo tanto, aumentaron más el coste del crédito, entrando en un ciclo vicioso del destrozamiento de la situación financiera.

El deterioro de bancos y deudores provocó una gran ruptura en la función del sistema financiero, así dañando el consumo, inversión y empleo. La reducción de crédito reflejaba una menor disponibilidad de dinero, además de una pérdida estructural de los mecanismos necesarios para transformar el ahorro en una actividad productiva de consumo e inversión. Bernanke también destaca que hasta mediados de la década de 1930 el mercado crediticio continuó funcionando de manera limitada. Después de este colapso hubo que hacer una reconstrucción del sistema financiero total, restaurando la confianza, rehabilitando a los deudores insolventes y sanando los balances, un proceso el cual tomó años de esfuerzo.

En conclusión, Bernanke reconoce el colapso monetario ocurrido entre 1930 y 1933, caracterizado por una fuerte disminución de la oferta monetaria como consecuencia de las quiebras bancarias. No obstante, destaca que la profundidad de la Gran Depresión fue el resultado de una combinación de los efectos monetarios, además de aquellos derivados del deterioro del mercado de crédito. De esta forma se puede ver que una política monetaria sería inútil en un caso de colapso extremo, pues se tuvo que realizar una reestructuración total del sistema financiero para generar esa confianza, ya que, sin esta, los instrumentos de la política monetaria serían de poco uso.

7.2 Hiperinflación

Según Cagan (1956), la hiperinflación empieza en el mes en que la inflación supera el 50% mensual, y termina cuando la inflación se mantiene por debajo de ese 50% durante al menos un año. El 50% marca un punto a partir del cual la gente pierde la confianza en la moneda y

el dinero deja de cumplir sus funciones normales de ahorro, unidad de cuenta y medio de pago.

7.2.1 Expectativas de inflación graduales como causa de hiperinflación

El saldo monetario, o la demanda de dinero, es la cantidad de dinero que la gente quiere tener en el bolsillo, o en cuentas, en términos reales ajustados a la inflación. En condiciones normales, la demanda del dinero depende del ingreso real (cuánto produce y gana la economía), las tasas de interés, los hábitos de pago, la tecnología, etc. Sin embargo, con hiperinflación, las variaciones en los saldos monetarios reales se explican casi exclusivamente por las variaciones en la tasa esperada de cambio de precios. Por ejemplo, si yo espero que los precios suban un 10%, mantengo algo de dinero guardado. Sin embargo, si espero que suban un 200%, voy a querer deshacerme del dinero inmediatamente, para que deje de perder valor. Por lo tanto, los saldos monetarios caen brutalmente y la gente empieza a comprar bienes, dólares y activos, cualquier cosa menos dinero local, provocando una devaluación monetaria. En conclusión, durante la hiperinflación, la demanda de dinero se mueve exclusivamente por expectativas de inflación, no por variables reales.

Por lo tanto, Cagan propone que las expectativas de inflación se forman mediante un proceso gradual o adaptativo. Según él, la tasa de inflación esperada por la gente cambia en proporción a la diferencia entre la inflación actual y la esperada anteriormente. Si la inflación actual es mayor a la esperada, la gente revisa al alza su expectativa, mientras que si es menor, la revisa a la baja. Por ejemplo, los precios suben un 10%, y la gente esperaba un 5%. Ahora sus expectativas de inflación son de un 10%. El siguiente mes, digamos que suben un 20%, la gente se empieza a preocupar y se espera un crecimiento del 20%. La inflación sube primero y la expectativa la persigue. Este retraso tiene resultados catastróficos, ya que, al superarse las expectativas, la gente se sorprende y ajusta sus expectativas al alza, causando un gasto más rápido y menos ahorro, lo cual lleva a la subida de precios. Esta psicología la vemos día a día. Cuando ocurre algo que nos marca, nos ponemos más alerta y cambiamos nuestras expectativas para la siguiente vez. Por ejemplo, tras el evento de la Filomena en España, cuando empieza a nevar algo más de lo normal, las expectativas enseguida son de que vuelva a ocurrir lo peor, analogía que se aplica de la misma forma a la economía, con casos como la crisis financiera de 2008.

7.2.2 Emisión excesiva de una moneda como causa de hiperinflación

Para Hanke y Krus (2013), el colapso monetario es un fenómeno donde la moneda local pierde totalmente su valor y funcionalidad dada la emisión excesiva de esta y su consecuente devaluación acelerada. Estos autores explican varios factores que suelen llevar al colapso monetario extremo. Estos incluyen la sustitución de moneda o dolarización, casos de conflicto y guerra, y la fragmentación monetaria.

Como resalta Cagan, en casos de colapso extremo, muchas economías tienen que dejar su moneda local y empezar a usar o la moneda de un país cercano, o el dólar, ya que es la

moneda global, aunque esta estrategia puede tener riesgos y puede no ser la más adecuada. Este fue el caso en países como Ucrania y Moldavia. Tras la caída de la URSS, muchos países seguían usando rublos. Ya que Rusia imprimía grandes cantidades de esta moneda, aunque los países externos no emitían moneda propia, se veían afectados por esta impresión masiva, lo que provocaba estas altas tasas de hiperinflación. Esto muestra cómo el uso de una moneda extranjera puede ser caótico, ya que no lo controlas, pero te ves impactado por sus decisiones. En casos de guerra, estos autores comentan ocupaciones, donde el país ocupante imprime masivamente su moneda para financiar los nuevos gastos incrementados, creando una devaluación de su moneda.

Adicionalmente, Hanke y Krus destacan cómo en contextos de hiperinflación, la Paridad del poder Adquisitivo (PPP) se aplica como herramienta de estimación cuando los datos oficiales de inflación no son confiables o han dejado de publicarse, lo cual suele ser el caso en épocas de hiperinflación. La PPP es una teoría que indica cómo a largo plazo el dinero debería valer más o menos lo mismo en todos los países, dependiendo de lo que se pueda comprar con él. En un contexto de hiperinflación, los precios suben a gran velocidad y el tipo de cambio se mueve y ajusta al mismo ritmo, así cumpliendo esta teoría en la realidad. Cuando los economistas usan la PPP para medir inflación, indican el fracaso de la política monetaria, ya que implica el fracaso del Estado en controlar su moneda, la inflación y el sistema, y con ello las expectativas de su población. Es una clara señal del colapso.

7.2.3 Los modelos de hiperinflación de Sargent

Asimismo, Sargent (1982) describe dos modelos de hiperinflación (Página 41, Sección 2.1). El primero lo llama la visión del *Momentum*, o la Inercia. Esta teoría está muy relacionada con las de Cagan, ya que sostiene que la inflación se impulsa de forma pasiva y automática, en base a las expectativas de las empresas y trabajadores sobre las tasas de inflación, sacadas de las tasas pasadas. Por lo tanto, según este modelo, reducir la inflación es muy difícil, y lleva a consecuencias desastrosas como el desempleo y la pérdida de Producto Nacional Bruto (PNB). Por consiguiente, desde esta perspectiva, la aplicación de una política monetaria resultaría totalmente inepta. El segundo modelo es el de la visión de “Expectativas racionales” (Página 42, Sección 2.1). Esta teoría explica lo opuesto, y destaca que no existe un impulso inherente en la inflación. Sostiene que la única razón por la que la gente tiene expectativas de una alta inflación es que las políticas gubernamentales actuales y futuras, como la expansión monetaria, le dan a entender eso y lo justifican. Desde el punto de vista de esta teoría, la inflación puede ser manejada ágilmente si se impone un cambio de régimen creíble y abrupto en la política fiscal y monetaria.

7.3 La dominancia fiscal como causa del colapso

La dominancia fiscal es una situación en la cual la política fiscal de un Estado se impone y gana poder sobre la política monetaria del Banco Central, limitando de esta forma su capacidad para controlar la inflación.

7.3.1 Impresión de dinero forzada como causa de hiperinflación

Cagan no usa el término moderno de dominancia fiscal en sí, pero analizando sus textos se puede descubrir este fenómeno. Con todo lo que he comentado, se llega a una conclusión desde el punto de vista de Cagan, de que la causa fundamental de la hiperinflación es la necesidad de los gobiernos de financiar sus grandes déficits presupuestarios. Estos pueden ser por varias causas, como tras guerras o revoluciones. La herramienta de la emisión monetaria debe usarse solo como último recurso, tras el fracaso del uso de impuestos y endeudamiento, en el que el gobierno se ve obligado a emitir dinero solo para poder cubrir los gastos básicos, como sueldos, pensiones y servicios. Por ejemplo, en los años 20, Alemania empezó a imprimir dinero de forma masiva para poder pagar a los aliados después de la Primera Guerra Mundial, llegando a un nivel de hiperinflación y devaluación monetaria masiva, donde el Mark acabó con un valor extremadamente bajo.

En un contexto de fragilidad monetaria, los ingresos tributarios del Estado suelen llegar con retraso y, cuando finalmente llegan, su poder adquisitivo ya se ha erosionado de forma significativa. Esta pérdida de valor obliga al gobierno a recurrir a la emisión monetaria para financiarse, lo que a su vez impulsa nuevas presiones inflacionarias. Así se configura un círculo vicioso en el que la inflación se retroalimenta y la política fiscal termina imponiéndose sobre la política monetaria. Este fenómeno plantea dudas sobre la verdadera eficacia de la política monetaria para mantener la estabilidad de precios cuando sus decisiones pueden verse fácilmente condicionadas por las necesidades fiscales del gobierno.

7.3.2 Grandes déficits presupuestarios y la emisión masiva de dinero

Del mismo modo, Sargent analiza cuatro episodios de hiperinflación extrema: Austria, Hungría, Polonia y Alemania. Encuentra en todos ellos un elemento común que explica el colapso monetario: déficits fiscales persistentes y de gran magnitud. Ante la incapacidad de financiar sus gastos por vías ordinarias, estos gobiernos recurrieron sistemáticamente a la emisión de dinero sin respaldo. El caso alemán es especialmente ilustrativo, ya que a finales de octubre de 1923, aproximadamente el 99% de los billetes en circulación habían sido impresos en apenas un mes (Sargent, pg. 75, sección 2,6). Esta expansión descontrolada de la base monetaria provocó una rápida y profunda depreciación de sus monedas.

Sargent subraya que el valor del dinero y de la deuda pública solo puede sostenerse si los ciudadanos confían en que, en el futuro, el Estado será capaz de respaldarlos mediante ingresos tributarios suficientes. Cuando esa expectativa desaparece, el sistema entero se vuelve inestable. Esta lógica guarda una estrecha relación con el llamado efecto Tanzi, que describe cómo la inflación erosiona el valor real de los ingresos fiscales durante el intervalo entre la determinación del impuesto y su recaudación efectiva. En términos reales, el Estado termina obteniendo menos recursos y, por tanto, dispone de menor capacidad para financiar su gasto sin recurrir a la emisión monetaria. En un contexto de dominancia fiscal, el banco central se ve obligado a emitir más dinero para cubrir ese vacío.

Las consecuencias de la dominancia fiscal son profundamente negativas. Cuando el banco central pierde independencia y queda subordinado a las necesidades fiscales del gobierno, se desencadena un ciclo vicioso. El gasto público presiona al alza la emisión monetaria, los precios aumentan, la confianza se deteriora y, debido al efecto Tanzi, la recaudación real cae aún más. La respuesta vuelve a ser imprimir dinero, alimentando una espiral inflacionaria que puede desembocar en un colapso monetario. En ese punto, la política monetaria pierde toda capacidad de actuación, porque la demanda por la moneda prácticamente desaparece.

7.4. La importancia de la independencia del Banco Central

7.4.1. La falta de independencia de los Bancos Centrales según Cagan

Cagan observa que los Bancos Centrales no son autónomos y les falta independencia de las autoridades monetarias durante las crisis. Los Bancos Centrales realmente están sometidos a varias presiones, tanto políticas como sociales, además de emergencias fiscales.

Suele ser el caso de que las autoridades justifiquen la emisión monetaria con la excusa de que tienen que proveer el dinero necesario para que la economía siga funcionando y creciendo frente al aumento de los precios. Al hacer esto, ignoran que la emisión de este dinero es la que lleva a esta trampa de aumento inflacionario.

Cagan describe claramente que la única forma en la que se puede llegar al fin del colapso monetario es con el uso de reformas monetarias y fiscales drásticas. Estas normalmente incluyen técnicas como el establecimiento de una nueva moneda local, o el uso de una moneda existente, y, crucialmente, una promesa creíble por parte del gobierno de una limitación de sus gastos, y así poder frenar las expectativas inflacionistas. Un gran ejemplo sobre el uso de una política drástica, pero efectiva, fueron las políticas monetarias extremadamente restrictivas de Volcker, para luchar contra la estanflación de los 70. Imponiendo unas tasas de interés extremadamente altas, Volcker redujo de forma sustancial la inflación, consiguiendo así formar una base para la posterior recuperación económica de Estados Unidos.

7.4.2 Necesidad de Bancos Centrales según Sargent

Según Sargent, un componente fundamental para detener episodios de hiperinflación es la creación de bancos centrales independientes. Estas instituciones tienen la responsabilidad legal de establecer un respaldo creíble para la emisión monetaria. En este sentido, deben negarse a otorgar crédito adicional no garantizado al gobierno, respaldar la emisión de dinero con activos, como metales preciosos, como el oro, o divisas extranjeras, y establecer límites estrictos a la circulación del dinero en la economía. El análisis de Sargent destaca que el final de estos episodios de hiperinflación no se produjo con ajustes graduales, sino a través de cambios drásticos en la administración y en el marco institucional de la política económica.

Asimismo, el autor identifica una serie de medidas de estabilización comunes. En primer lugar, destaca la reforma fiscal, mediante la cual los gobiernos aplican medidas severas para equilibrar el presupuesto público. Entre estas medidas se encuentran el aumento significativo de impuestos y la reducción del empleo público a gran escala. Aunque estas políticas pueden generar un incremento del desempleo, Sargent sostiene que el coste en términos de empleo fue considerablemente menor de lo que predecían los modelos de inercia inflacionaria previamente mencionados. Además, argumenta que parte del desempleo observado no se debió directamente a la política monetaria restrictiva, sino a las profundas dislocaciones económicas derivadas del contexto de posguerra.

No obstante, es importante analizar cómo estas dinámicas se observan en contextos actuales. Un ejemplo actual es el caso de Argentina, donde se han implementado reducciones significativas del empleo público como parte de un programa de estabilización destinado a reducir la inflación. Aunque se ha observado una desaceleración inflacionaria, surge la cuestión de cuál será el impacto final de estas medidas sobre el nivel de desempleo. Según Telesur, entre 2023 y 2025 el gobierno argentino eliminó aproximadamente 63.234 puestos de trabajo en el sector público.

El caso de Checoslovaquia ofrece otro ejemplo relevante. En este país se logró evitar un episodio de hiperinflación gracias a la adopción temprana de políticas fiscales conservadoras, que incluyeron la imposición de impuestos sobre la riqueza y la limitación de la emisión monetaria no respaldada. Este caso demuestra cómo una disciplina fiscal temprana puede prevenir un colapso monetario. A partir de esta experiencia surge una cuestión fundamental: ¿debe la política monetaria estar necesariamente respaldada por una disciplina fiscal sólida? En su análisis, Sargent subraya que la eficacia de la política monetaria depende en gran medida de su coordinación con la política fiscal y de la credibilidad del régimen institucional bajo el cual se implementa.

Finalmente, Sargent plantea varios puntos clave sobre la eficacia de las medidas de estabilización. En particular, sostiene que el uso limitado y de corto plazo de las herramientas de política monetaria resulta insuficiente para resolver crisis inflacionarias profundas. Aplicada de esta manera, la política monetaria actúa únicamente como una solución superficial ante un problema estructural mucho más profundo. Por ejemplo, una reducción temporal en la emisión monetaria por parte del gobierno o del Banco Central tiene efectos limitados si no está acompañada de cambios duraderos en el régimen fiscal. Si el público percibe que el gobierno continuará incurriendo en elevados niveles de gasto y déficits fiscales que eventualmente serán financiados mediante una mayor emisión monetaria, la credibilidad de cualquier intento de estabilización será mínima. En consecuencia, las expectativas inflacionarias permanecerán elevadas o incluso pueden intensificarse. En este contexto, incluso la aplicación de una política monetaria restrictiva puede resultar ineficaz, ya que la pérdida de confianza en la moneda incentiva a los agentes económicos a acelerar el gasto y reducir la demanda de dinero, reforzando así el ciclo inflacionario.

7.4.3 Culpabilidad de autoridad monetaria según Friedman y Schwartz

Además, Friedman y Schwartz se enfocan en la importancia de la independencia operativa de la Reserva Federal. Esta independencia hace hincapié especial en la capacidad efectiva del Banco Central para controlar la oferta monetaria frente a presiones externas no se refiere solo a la autonomía política frente al gobierno. Friedman y Schwartz muestran que muchos movimientos en la masa monetaria no fueron respuestas inevitables a cambios o factores fiscales o económicos externos, sino decisiones deliberadas de la autoridad monetaria. Sin embargo, la pérdida de figuras clave y la transferencia de poder a responsables con menos experiencia y comprensión disminuyeron la capacidad de actuación y favorecieron la adopción de decisiones ineficaces. De la misma forma, cambios en el liderazgo y la estructura interna de la Reserva Federal también tuvieron este efecto. Dada la elevada discrecionalidad de los dirigentes, se permitió que cometieran errores que se podrían haber evitado con una gestión más informada.

7.4.4. Política monetaria como causa de la pérdida de la independencia del Banco Central según Borio

Por el otro lado, Borio (2014) argumenta que puede ser que una política monetaria mal aplicada cause la pérdida de la independencia del Banco Central. El mantener políticas ultra expansivas durante un periodo alargado pone a riesgo la autonomía de este, sobre todo en casos de la aplicación de medidas no convencionales, ya que estas incentivan mayor interferencia política. El riesgo se genera cuando empieza a existir una ruptura entre las expectativas del público y los políticos y aquello que el Banco Central puede realmente lograr. Si el Banco Central no puede cumplir con estas demandas excesivas, su credibilidad, y legitimidad se empiezan a criticar y a ver amenazadas. Adicionalmente, cuando la población empieza a sufrir las limitaciones de una política monetaria, los bancos sufren la creciente presión de dar resultados y hacer más, lo cual dificulta la implementación de ciertas herramientas monetarias extremas.

7.4.5 Esquema conceptual de las teorías

Este esquema conceptual permite entender cómo las diferentes teorías analizadas en la revisión de la literatura se complementan para explicar la dinámica de las crisis monetarias.



Tabla 2: Marco conceptual de las teorías económicas sobre las crisis monetarias. Elaboración propia en base a la teoría analizada en la revisión teórica.

8. La eficacia de política monetaria según el caso de Zimbabue

8.1 Según la teoría

8.1.1 Importancia de implementar políticas con agilidad

Claudio Borio subraya que la política monetaria desempeña un papel complejo y cambiante, que puede dividirse en dos etapas: la fase inicial de la crisis y la fase de resolución. En el momento inicial del shock, la prioridad es actuar con rapidez y contundencia para evitar un colapso del sistema financiero. Para ello, los bancos centrales recurren a medidas como la reducción de los tipos de interés y la provisión amplia de liquidez, con el fin de sostener el crédito, estabilizar los mercados y contener el deterioro económico.

No obstante, Borio advierte que, una vez superado el momento más agudo de la crisis, la eficacia de la política monetaria disminuye de forma notable. Las herramientas expansivas, que en condiciones normales estimulan el endeudamiento y la actividad económica, pierden potencia cuando hogares y empresas arrastran balances debilitados. Aunque los tipos de interés sean muy bajos, la demanda de crédito sigue deprimida porque el objetivo dominante es reducir la deuda, no asumir nuevas obligaciones. En este contexto, los estímulos monetarios generan un impacto limitado sobre el consumo y la inversión.

A esta pérdida de eficacia se suman riesgos y efectos secundarios derivados de una política monetaria excesivamente cargada. Los tipos de interés persistentemente bajos reducen los márgenes de intermediación bancaria y pueden tensionar la situación financiera de aseguradoras y fondos de pensiones, cuya rentabilidad depende de rendimientos más elevados.

8.1.2 Importancia de mantener una responsabilidad fiscal

Como he mencionado, Sargent sostiene que la política monetaria sólo resulta verdaderamente efectiva cuando forma parte de un cambio de régimen abrupto y creíble. Esto implica la adopción de varias medidas institucionales clave. En primer lugar, la creación de un Banco Central con independencia real y la obligación legal de no conceder crédito no respaldado al gobierno. En segundo lugar, la política monetaria debe estar acompañada de un respaldo fiscal sólido. La estabilización de la moneda sólo es posible cuando el gobierno logra ordenar sus cuentas públicas y demostrar que puede financiar sus obligaciones sin recurrir a la emisión monetaria. De lo contrario, si los agentes económicos perciben que el déficit presupuestario seguirá financiándose mediante la creación de dinero, las expectativas de inflación se mantendrán elevadas y los agentes continuarán actuando en función de dichas expectativas.

Un hallazgo relevante del análisis de Sargent refuerza esta idea. Tras alcanzarse la estabilidad de precios en países como Austria, Hungría, Polonia y Alemania, la oferta monetaria continuó creciendo sin generar nuevos aumentos en la inflación. Este resultado sugiere que la expansión monetaria no es necesariamente inflacionaria cuando la emisión de dinero se encuentra respaldada por activos reales, como el oro o las divisas, y por un gobierno que mantiene una posición fiscal solvente. Bajo estas condiciones, la política monetaria expansiva puede resultar más efectiva, ya que la recuperación de la credibilidad institucional favorece un aumento en la demanda real de dinero por parte del público.

8.1.3 El límite de la emisión monetaria

Según Phillip Cagan, la emisión monetaria como instrumento de política monetaria expansiva puede generar ingresos para el Estado, pero también implica riesgos significativos. El Estado adquiere recursos sobre todo a través de impuestos, endeudamiento y creación de dinero. Sin embargo, existe una tasa de emisión que maximiza el ingreso real que el gobierno puede obtener a través del señoreaje. Cuando el gobierno supera este nivel e intenta financiarse mediante una emisión monetaria aún mayor, la demanda de saldos monetarios reales por

parte del público cae de forma significativa, lo que provoca que los ingresos totales derivados del señoreaje comiencen a disminuir.

Este fenómeno puede entenderse mediante una analogía con la *Curva Laffer*, aplicada en este caso a la inflación en lugar de a los impuestos. Con niveles moderados de inflación, los agentes económicos mantienen confianza en la moneda, continúan ahorrando y sostienen un nivel relativamente estable de consumo, lo que permite al gobierno obtener ingresos a través del impuesto inflacionario. Sin embargo, cuando la inflación alcanza niveles elevados, el comportamiento de los agentes cambia significativamente. Ante la expectativa de nuevas subidas de precios y el consecuente detrimento de valor del dinero, los individuos tienden a acelerar su gasto y reducir el ahorro. Este proceso deteriora la confianza en la moneda local, reduce su demanda y contribuye a su depreciación. Como resultado, la base sobre la que se aplica el impuesto inflacionario se reduce, disminuyendo también los ingresos obtenidos por el gobierno a través de la emisión monetaria.

En consecuencia, el uso de una política monetaria expansiva basada en el aumento de la oferta monetaria presenta un límite práctico claro. Cuando este límite se supera, el intento de financiar el gasto público mediante emisión puede terminar agravando la situación económica y desencadenar dinámicas inflacionarias cada vez más intensas, que en casos extremos pueden desembocar en episodios de hiperinflación.

8.2 Análisis de la eficacia de la política monetaria

Por lo tanto, la conclusión general es que la política monetaria tiene un límite en su eficacia y, además, conlleva un uso cuidadoso de esta para no llevar a un colapso monetario extremo. Hay que tener en cuenta la fase del colapso monetario, para poder analizar la real eficacia de la implementación de una política monetaria. Por ejemplo, en el caso de colapso monetario extremo tras un periodo largo de hiperinflación, la política monetaria sería totalmente inefectiva. La implementación estaría limitada por varios factores estructurales. Primero, la moneda nacional pierde la confianza de sus agentes económicos, por lo tanto la población no ahorra, no depositan fondos bancos, y no realizan préstamos con la moneda local. Muchas transacciones se acaban haciendo con divisas extranjeras o mediante mecanismos alternativos como el trueque. Por esta razón, las herramientas tradicionales como el aumento de las tasas de interés pierden eficacia, ya que no existen depósitos ni instrumentos financieros que puedan ser regulados por el Banco Central.

En segundo lugar, la mayoría de la circulación monetaria ocurre fuera del control del Banco Central. El dinero realmente transita por canales paralelos, como divisas extranjeras, lo cual implica que la autoridad monetaria pierde su control sobre la oferta y demanda del dinero. Finalmente, el problema ya no es solo monetario, sino también fiscal y político. Cuando el Estado sufre un déficit estructural extremo y la estabilidad de su sistema financiero es totalmente insostenible, cualquier intento de implementar una política monetaria sería ineficaz. En estos casos, como menciona Cagan, la estabilización solo se va a lograr con reformas extremas fiscales, institucionales y políticas, antes de que los instrumentos monetarios puedan ser eficaces contra la inflación.

Por consiguiente, una buena política monetaria debe estar ligada a una reforma fiscal, donde se elimine la dominancia del presupuesto sobre la creación del dinero. Además, hay que tener en cuenta el gran factor de las emociones y expectativas de la población, ya que una vez se pierde el control sobre estas, el colapso monetario es inevitable.

9. Análisis individual de los casos

9.1 La hiperinflación en Zimbabwe

9.1.1. Introducción

A principios del siglo XXI, Zimbabwe sufrió uno de los episodios de hiperinflación más devastadores registrados en la historia. Fue el resultado de varios factores, consecuencia de un proceso largo de deterioro institucional, déficit fiscal, decisiones políticas incorrectas, y la total pérdida de credibilidad monetaria. Primero voy a destacar el contexto, para entender bien todas las decisiones que llevaron a la hiperinflación, y las consecuentes medidas extremas que se tuvieron que tomar. Hay que darse cuenta de todas las decisiones que se tendrían que haber tomado de otra forma para poder ralentizar los efectos de la hiperinflación con el uso de una política monetaria efectiva, o si realmente hay cosas en las que herramientas como la subida de los tipos de interés no son efectivas.

9.1.2 Contexto

Contexto histórico / económico	Teoría económica relacionada
Colonización británica (finales s. XIX): Sistema económico dual con alta desigualdad en la tierra.	Kindleberger & Aliber: Los desequilibrios estructurales acumulados generan vulnerabilidad.
Independencia (1980): Expansión del gasto social y tensiones por la reforma agraria limitada.	Minsky: La estabilidad prolongada fomenta exceso de confianza y fragilidad financiera
Década de 1990: Ajuste estructural, aumento del desempleo y depreciación abrupta en 1997.	Friedman & Schwartz: Cambios bruscos en política económica pueden causar crisis. Sargent: Las expectativas sobre políticas futuras influyen en la inflación
Reforma agraria acelerada (2000): Caída de la producción agrícola y de las exportaciones.	Kindleberger: Los shocks productivos pueden desencadenar crisis.
Déficits fiscales persistentes: Emisión monetaria para financiar gasto	Cagan: La hiperinflación surge cuando los déficits se financian con emisión monetaria
Guerra en la R.D. del Congo (1998–2002): Aumento del gasto militar y endeudamiento.	Cagan: La pérdida de independencia del banco central alimenta la espiral inflacionaria
Leyes de indemnización y fuga de capitales: Escasez de divisas, corrupción y caída de la inversión.	Cagan y Borio: Cuando los desequilibrios se acumulan, la política monetaria pierde eficacia

Tabla 3: Resumen del contexto histórico y su relación con la teoría. Fuente: Elaboración propia usando datos de Agne, 2015 y Uncal, 2009.

9.1.3 Hiperinflación en Zimbabwe:

La mezcla de todos los acontecimientos comentados, desde el déficit fiscal y la impresión monetaria para financiar gastos innecesarios, generó una inestabilidad económica y monetaria, devaluando astronómicamente la moneda del país hasta un nivel de hiperinflación abrumador y desastroso. En la base de datos del RBZ se ve la media de IPC en Zimbabwe y se observa un incremento extremo en el nivel de IPC en Zimbabwe entre 1997 y 2001, mostrando cómo la hiperinflación en Zimbabwe se considera una de las más devastadoras y extremas de la historia. El gobierno dejó de publicar estadísticas oficiales del IPC en julio de 2008, por lo tanto, los investigadores han tenido que usar la PPP para poder estimar las cifras de inflación alcanzadas. Como he comentado, Hanke y Kwok (2009) destacan este fenómeno como una muestra de la existencia de una hiperinflación, y un colapso monetario que se

avecina. Para poder medir la inflación real, los autores compararon el precio de una acción que cotizaba simultáneamente en Harare y en Londres. Al comparar su precio, consiguieron sacar el tipo de cambio implícito basado en la PPP, lo que permitió que obtuviesen la tasa mensual real. Encontraron que esta era millones de veces mayor a la que se reportó oficialmente.

A mediados de noviembre de 2008, se estimó que la tasa mensual máxima de inflación llegó a un pico de 79,600 millones % (Hanke y Kwok, 2009). A la misma vez, en su peor punto, los precios subían a un ritmo del 98% diariamente, y, dada esta alta velocidad, los precios de la economía tardaban una media de solo 24,7 horas en duplicarse. Finalmente, la tasa interanual estimada el 14 de noviembre de 2008 se calculó en unos 89,7 mil trillones % (Hanke y Kwok, 2009). Estos impactantes datos muestran el extremo colapso monetario causado por la alta hiperinflación, donde la única posible respuesta fue la dolarización, donde el dólar y otras monedas extranjeras reemplazaron la moneda de Zimbabue. Adicionalmente, la necesidad de tener que esconder la tasa de IPC real muestra el conocimiento que tenían del efecto de sus acciones, y añade a la desconfianza de la gente en la moneda.

9.1.4 Efectos de la hiperinflación:

Esta hiperinflación descontrolada tuvo efectos devastadores sobre todos los sectores del país.

Entre 2000 y 2008, la producción nacional se redujo un 40%, causando un colapso en la mayoría de los servicios estatales y la infraestructura. El impacto fue tan alto que, para finales de 2008, muchos colegios y hospitales habían cerrado, y el transporte público y la electricidad funcionaban de forma muy limitada. Como consecuencia del cierre de los hospitales, se experimentó un brote de enfermedades. Por ejemplo, el cólera provocó la muerte de 4,000 ciudadanos (Kramarenko, Engstrom, Verdier, Fernandez, Oppers, Hughes, McHugh, and Coats. IMF, 2010).¹ Como suele pasar en los casos de hiperinflación, se destruyó el poder adquisitivo de los ahorros, los salarios y las pensiones, afectando así la calidad de vida de la gente e incrementando la inflación, ya que la gente consume más rápido por miedo a la pérdida de valor de su dinero. Esta también fue la causa de la formación de burbujas especulativas.

Ya que la moneda perdía valor por minuto, mucha gente decidió comprar activos como metales preciosos, casas, tierras o activos con la esperanza de mantener el valor de su dinero. Sin embargo, esta compra masiva y alta demanda por los activos hicieron que subieran los precios de estos artificialmente, por el miedo y la desesperación de la gente, causando inestabilidad en mercados, como el inmobiliario. De la misma forma, dado el efecto Tanzi, la recaudación fiscal en términos reales pasó del 28% del PIB en 1998, a menos del 5% 10 años después (IMF, 2010) (Coomer & Gstraunthaler, 2011). De esta forma, el gobierno perdió su capacidad para financiar sus actividades, incluso con impuestos, ya que en el periodo en que se recaudaban, los impuestos habían perdido su valor real, lo que llevó a una mayor emisión monetaria con el objetivo de pagar los gastos.

¹ En las siguientes referencias se cita como (IMF, 2010)

9.1.5 Medidas adoptadas por el gobierno

Frente a la crisis, el Estado intentó frenar la inflación a través de diversas estrategias, ninguna de ellas efectiva.

En primer lugar, el gobierno implementó controles de precios y de tipo de cambio, estableciendo límites a productos esenciales como el pan. Sin embargo, esta política resultó completamente ineficaz: en muchos casos, los precios fijados eran inferiores a los costes reales de producción, lo que obligó a los fabricantes a operar con pérdidas y, finalmente, a dejar de producir. La consiguiente reducción de la oferta alimentó el crecimiento de mercados paralelos y actividades de contrabando, donde los productores podían fijar sus propios precios. De este modo, el Estado perdió todavía más control sobre el sistema económico y sobre la población (Coomer & Gstraunthaler, 2011).

En Zimbabue, el sector informal constituía la principal vía de subsistencia para millones de personas. Este sector estaba formado, en gran medida, por población que vivía y trabajaba en la calle sin licencias, mediante pequeños puestos y comercios improvisados. En 2005, el gobierno lanzó la *Operación Murambatsvina*, cuyo objetivo declarado era ordenar el espacio urbano y reforzar la autoridad estatal. Mediante el uso de la policía y el ejército, se demolieron mercados y viviendas informales, lo que profundizó la pobreza y el resentimiento social. Miles de personas se vieron obligadas a abandonar sus actividades económicas, lo que redujo aún más la oferta de bienes y servicios, mientras que la oferta monetaria continuaba aumentando de forma astronómica. Aunque teorías como las de Cagan o Minsky destacan el papel de las expectativas y de las burbujas especulativas en los procesos de colapso, en este caso el gobierno de Zimbabue contribuyó decisivamente al deterioro económico a través de esta represión social y del uso de la fuerza contra su propia población. La operación no respondió a una lógica económica, sino a un mecanismo de control y coacción que destruyó los ingresos de millones de personas y disminuyó la oferta (Coomer & Gstraunthaler, 2011).

Esto, junto con el incremento de la migración debido a la desconfianza generalizada y la drástica caída en la calidad de vida, reflejada en el estancamiento demográfico de esos años, mostrado en la Figura 3, contribuyó a que el PIB nacional entrara en terreno negativo (Figura 4). La disminución de la producción y de la disponibilidad de bienes y servicios, combinada con un incremento acelerado de la emisión monetaria, alimentó directamente la hiperinflación. Con menos bienes producidos, también se redujeron las exportaciones, lo que disminuyó los ingresos reales del país, aumentó su endeudamiento y acentuó la devaluación de la moneda.

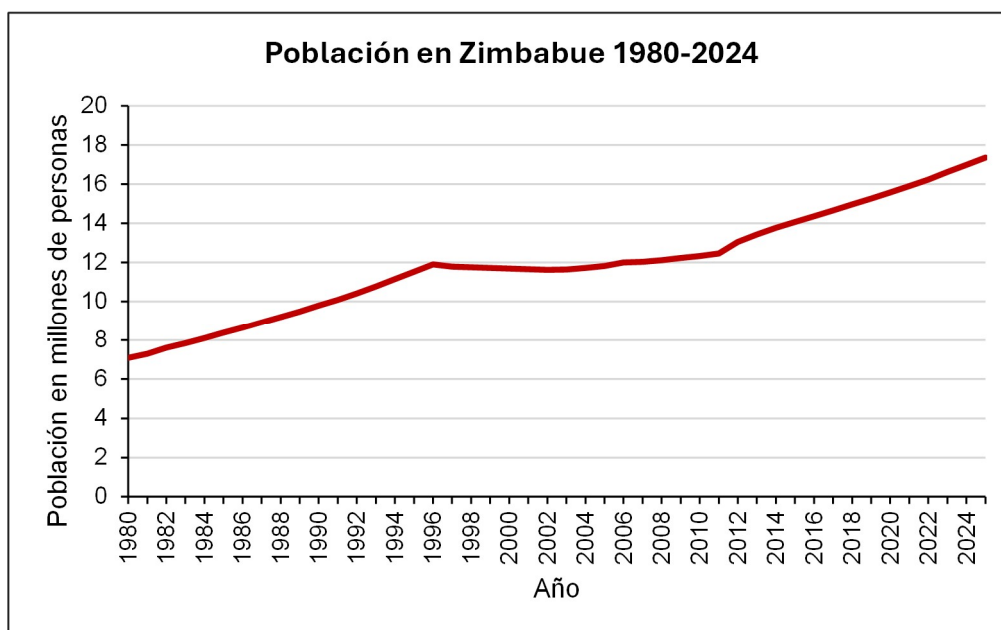


Figura 3: Población en Zimbabwe 1980-2025. Fuente: Elaboración propia usando datos de IMF

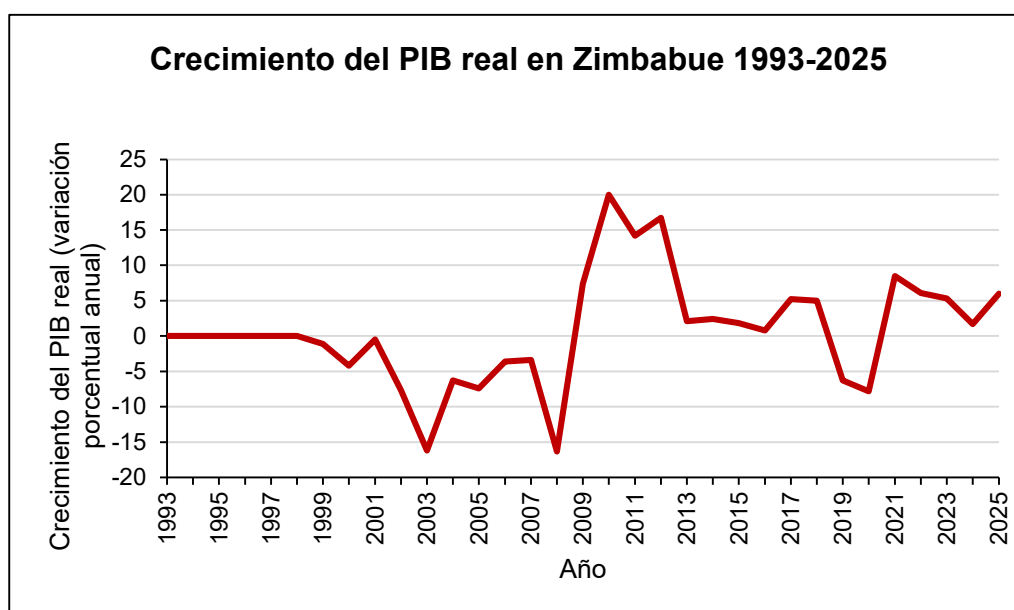


Figura 4: Crecimiento del PIB real. Fuente: Elaboración propia usando datos de IMF

Por último, en 2008, el Banco de la Reserva de Zimbabwe decidió cerrar temporalmente la bolsa de valores con el fin de contener la depreciación acelerada y el inminente colapso de la moneda nacional. Como he mencionado, ante la pérdida constante de poder adquisitivo, la población buscaba refugio en activos que pudieran conservar su valor, lo que convirtió la actividad bursátil en una burbuja especulativa. El objetivo del cierre era frenar la devaluación impidiendo que la ciudadanía siguiera vendiendo el dólar zimbabuense para adquirir activos, intentando así limitar la fuga de capitales. No obstante, la medida resultó ineficaz, ya que la

causa estructural del problema, la continua expansión de la oferta monetaria permanecía intacta. Además, el nivel de desconfianza era tan elevado que la población continuó deshaciéndose de la moneda local mediante canales alternativos, principalmente el mercado negro (Hanke & Kwok, 2009).

9.1.6.1 Pérdida de independencia del Banco Central y la política monetaria aplicada

El Banco Central de Zimbabue perdió progresivamente su autonomía al quedar sometido a la influencia del poder ejecutivo, convirtiéndose en un mecanismo de financiación del déficit en lugar de actuar como garante de la estabilidad de precios. Este proceso refleja claramente la teoría de Borio, ya que muestra cómo las políticas monetarias ultra expansivas prolongadas erosionan la independencia del banco central y generan un ciclo de dependencia mutua entre gobierno y autoridad monetaria. No obstante, puede argumentarse que dicha autonomía ya era limitada desde el inicio, dado que la impresión masiva de dinero respondió desde el principio a las necesidades del Estado.

El país comenzó a sufrir los efectos de la dominancia fiscal cuando el Banco Central asumió funciones propias del gobierno, como financiar servicios, créditos y programas públicos, mediante emisión monetaria, lo que expandió de manera descontrolada la base monetaria.

En este contexto, la política monetaria no solo fracasó en frenar el colapso económico, sino que se convirtió en un factor central en la aparición de la hiperinflación y la posterior destrucción del valor del dólar zimbabuense. Durante años, el gobierno financió déficits crecientes mediante la impresión de dinero para cubrir todo tipo de gastos, incluidos pagos no presupuestados y desembolsos militares como los asociados a la intervención en la República Democrática del Congo. Esta expansión sin respaldo monetario incrementó directamente la oferta monetaria y, con ello, los precios.

Posteriormente, el Banco Central dejó de cumplir sus funciones básicas y adoptó actividades cuasi fiscales, como gastos públicos no registrados en el presupuesto estatal. Entre ellas se incluían préstamos a empresas estatales y a exportadores seleccionados sin garantías de devolución, además de créditos con tasas reales negativas que, bajo una inflación extrema, equivalían prácticamente a transferencias gratuitas. Como se muestra en la Figura 5, entre 2000 y 2002, el crédito bancario llegó a representar un 84% del PIB. Una gran parte de este crédito procedía de dinero recién emitido, generando una burbuja crediticia. Se trata de un ejemplo claro de dominancia fiscal, en el que el Estado presionó al Banco Central para financiar sus necesidades, sacrificando su independencia. Entre 2002 y 2005, el crédito comenzó a desplomarse, reflejando el impacto de la hiperinflación.

Como he comentado, la inflación destruye el valor real del dinero, lo que incentiva a la gente a gastar en vez de ahorrar y a pedir préstamos. Podemos observar en la Figura 6 cómo se intentó aplicar la herramienta de política monetaria de incrementar los tipos de interés en los depósitos bancarios, con el objetivo de incentivar el ahorro sobre el gasto, y así tratar de parar el incremento de los precios, además de intentar tener depósitos para poder pagar crédito. Claramente, este instrumento fue totalmente inefectivo dado el Estado de pánico en el país,

y la alta tasa de inflación ya existente. Sin depósitos, no había crédito, y el sistema bancario colapsó.

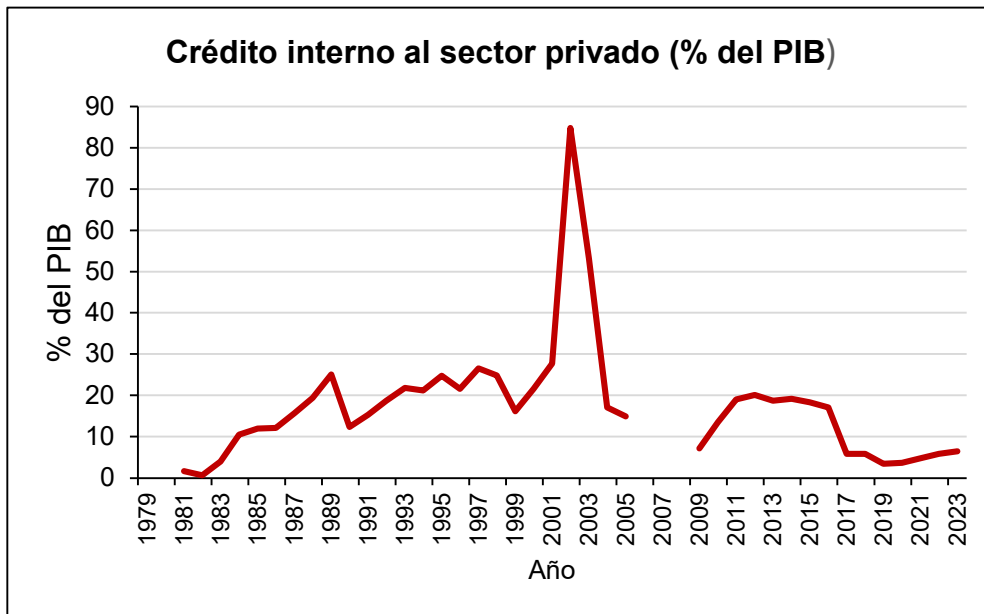


Figura 5- Crédito interno al sector privado otorgado por los bancos (% del PIB) (Elaboración propia usando datos de Grupo Banco Mundial)

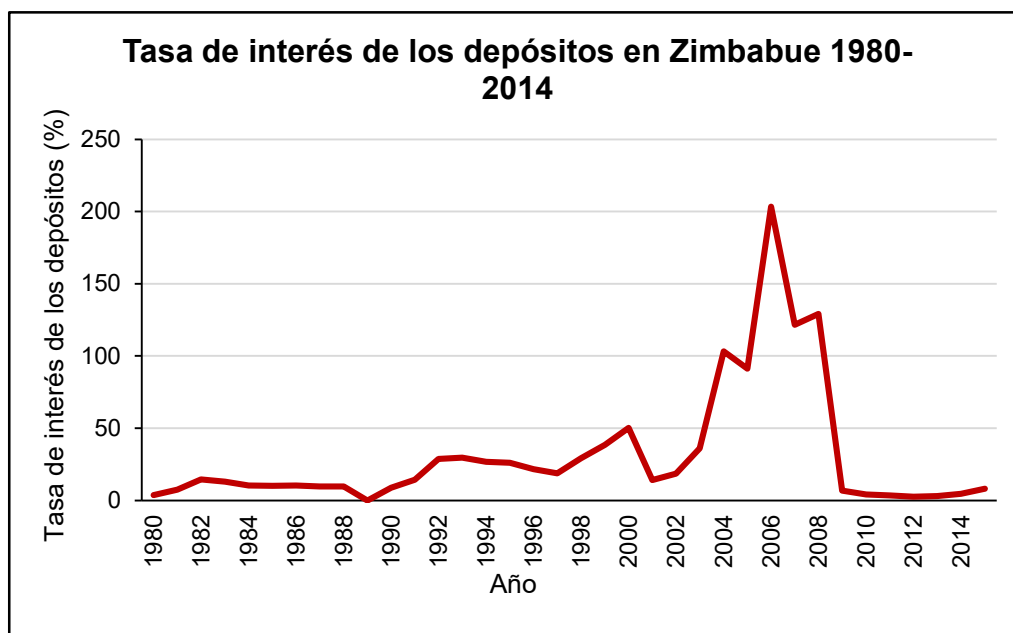


Figura 6- Zimbabwe - Tasa de interés de los depósitos (Elaboración propia usando datos de IndexMundi)

Por último, el RBZ financiaba varios sectores, como los combustibles baratos, los alimentos y la electricidad. Sin embargo, financiaba estos gastos públicos con impresión de dinero, no con impuestos. Esto muestra el gran riesgo y el efecto real de la dominancia fiscal. En el caso

de Zimbabue, el Estado no tenía ni crédito ni reservas, y sus impuestos cada vez valían menos, por lo tanto, empezó a usar al Banco Central como un tipo de cajero automático, financiando sus gastos a base del aumento de la oferta monetaria. Un aumento en el dinero circulante, mientras que la producción de bienes sigue igual o incluso disminuye, contribuyó al aumento mayor de los precios. (IMF, 2010). Irónicamente, la dominancia fiscal causada por el Estado fue un ataque propio contra sí mismo a través del efecto Tanzi. Cuando la inflación aumenta por la impresión masiva, el valor real de los impuestos que estaban recaudando disminuye exponencialmente, obligando de esta forma a imprimir más dinero, y generando así un círculo vicioso de colapso monetario.

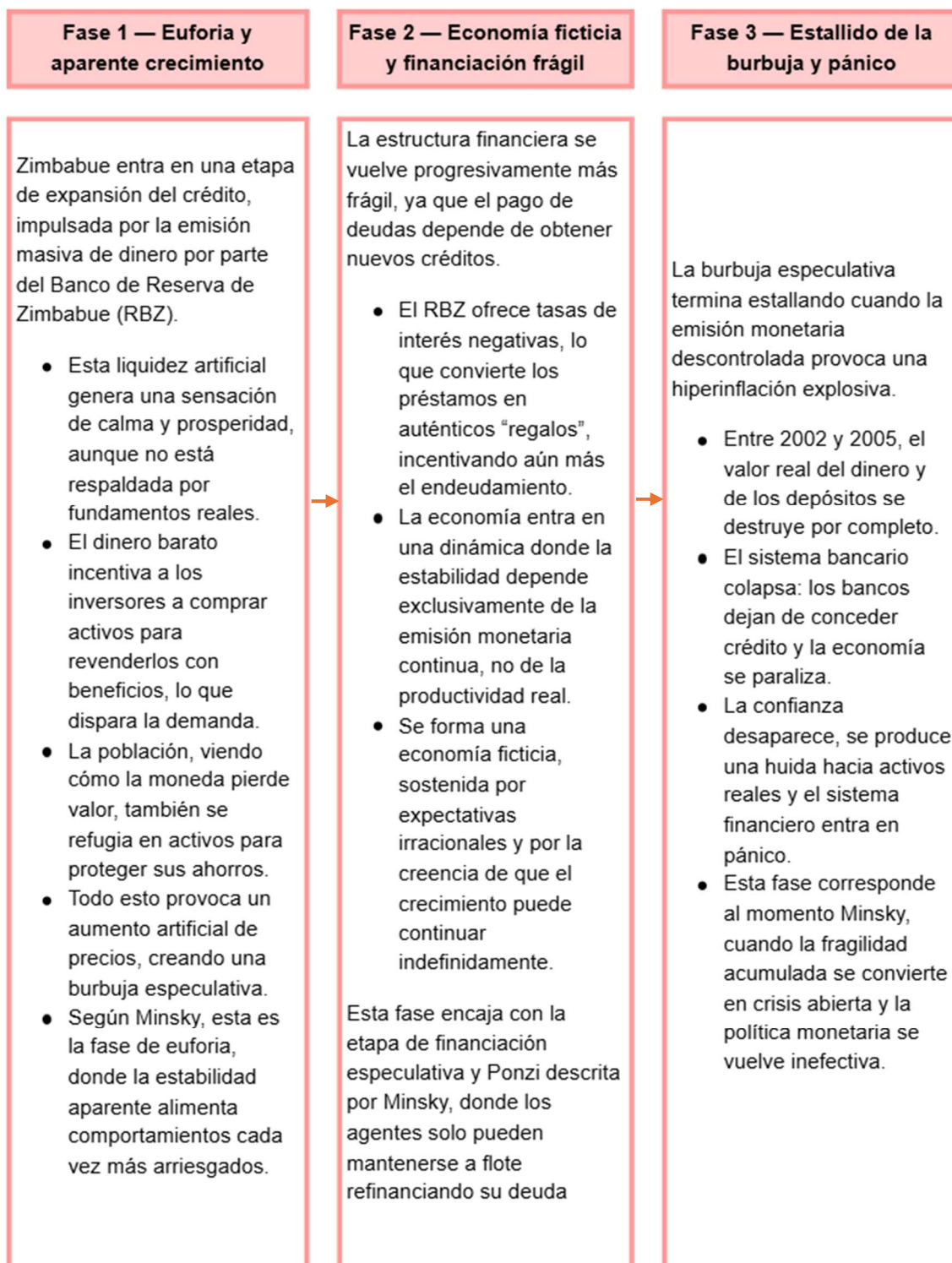


Tabla 4: Ciclo de crisis en Zimbabue apli la teoría de Minsky. Fuente: Elaboración propia.

9.1.6.2 La dolarización

Ante el colapso de la moneda, el Banco Central tomó la drástica decisión de abandonar el dólar zimbabuense en 2009. El gobierno legalizó el uso de monedas extranjeras, mayoritariamente del dólar estadounidense y del rand sudafricano, para su uso en transacciones comerciales (Agne, 2015).

Como he mencionado, antes de la dolarización, el gobierno controlaba los tipos de cambio y los ajustaba como veía adecuado, en muchas ocasiones empeorando la situación. Había restricciones en la venta y compra de dólares, y existían mercados paralelos con precios muy altos. Gracias a la dolarización, dejaron de existir estos controles forzosos, y los precios se formaban basados en la oferta y la demanda de la moneda. Además, cualquiera podía usar divisas extranjeras, por lo tanto, la confianza en la moneda se incrementó, así reduciendo la existencia de los mercados negros. Todo esto se ve reflejado en la Figura 4, vemos cómo tras muchos años de contracción, el país por fin empieza a disfrutar de varios años de crecimiento económico. Gracias a este instrumento monetario, se estabilizaron los precios y la inflación disminuyó drásticamente. La confianza y las expectativas positivas volvieron, y el crédito empezó a aparecer (Figura 5). Asimismo, durante la dolarización no existía una política monetaria independiente que el gobierno local pudiese controlar, así frenando la emisión monetaria e impresión masiva para financiar el déficit (Agne, 2015).

Adicionalmente, al usar una moneda extranjera, el banco ya no podía imprimir dinero libremente, lo que acabó con la principal causa de la hiperinflación en el país. Consecuentemente, los precios dejaron de crecer exponencialmente gracias a la eliminación de la moneda local y el uso de divisas fuertes, generando cierta previsibilidad del mercado y confianza en la gente, de esta forma estabilizando el coste de vida, los ahorros y los salarios. Gracias a esta herramienta monetaria, el gobierno tuvo que aprender a controlar sus gastos y priorizar ingresos reales, ya que ya no se podía financiar imprimiendo. Por lo tanto, se fue perdiendo cierto nivel de dominancia fiscal y se recuperó paralelamente una responsabilidad fiscal.

En este caso, la dolarización fue la política más adecuada y efectiva de usar, ayudando a llegar a cierta reforma fiscal, por lo menos temporalmente. Sin embargo, como he mencionado, Hanke y Kwok destacan los riesgos de mantener una moneda ajena en vez de la local, como ocurrió en Ucrania y Moldavia. De esta forma, también cuestionamos el límite de esta política, ya que, según el contexto, puede ser desastroso. En mi opinión, debe ser una medida temporal y sólo implementada si no queda más opción, ya que, a largo plazo, hace que un país pierda totalmente su independencia económica y monetaria y que dependa de un país ajeno y de sus decisiones, hasta que llegue un punto en el que no se pueda volver a ninguna moneda local ni a la autonomía, como está ocurriendo en Zimbabue.

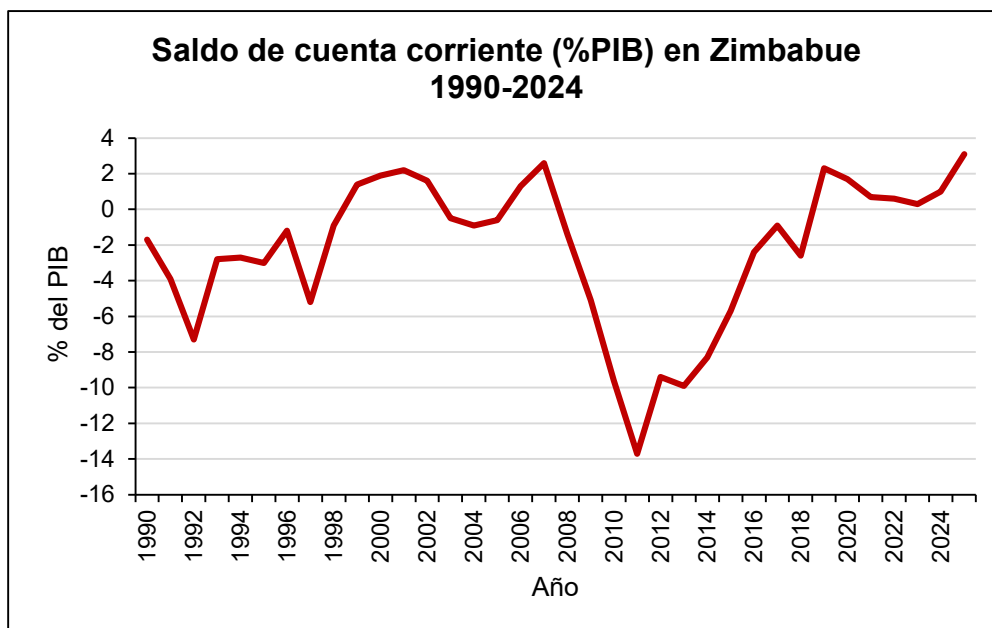


Figura 7: Saldo de cuenta corriente (%PIB). Elaboración propia usando datos de IMF

La Figura 7 muestra todo lo que he comentado, y la dualidad de la eficacia de esta política de dolarización extrema, ya que, aunque consiguió frenar la hiperinflación, no logró resolver los problemas estructurales de la economía. Entre 2010 y 2012, Zimbabwe se enfrentó a un gran déficit comercial y de cuenta corriente de -13,7 % (IMF) debido a estos errores estructurales. Tras un análisis del contexto histórico y económico del país, se me ocurren varias causas de este déficit, explicadas en el mapa conceptual de la Tabla 5.



Así, se intensifica el cuestionamiento sobre la eficacia de la política monetaria, dado que, si bien puede contribuir positivamente a ciertos aspectos de la economía, también puede generar efectos adversos que agravan desequilibrios estructurales.

Tabla 5: Posibles causas del déficit y su implicación sobre la política monetaria. Fuente: Elaboración propia.

9.1.6.3 Vuelta a la moneda local en 2019

En 2019, después de diez años usando divisas extranjeras, el gobierno retiró la dolarización, e introdujo su moneda local como medio legal de pago. Desde el principio, la moneda empezó a depreciarse rápidamente, ya que no había demanda ni confianza en ella y la gente prefería usar dólares (IMF, 2020). Su devaluación provocó una inflación alta, como podemos observar en la Figura 8. Aunque el nuevo dólar zimbabuense sí que estaba mínimamente respaldado por reservas de oro, esto no sirvió para restaurar la fe de la gente en esta moneda. Adicionalmente, en 2019, la ONU destaca cómo pasó de darle dinero a las personas, a darles alimentos directamente. Esto también puede servir como indicador de cómo la moneda local volvió a perder su credibilidad exponencialmente, por lo tanto, la alta hiperinflación implica que darles ayudas monetarias a la población no les va a ayudar realmente, ya que no garantiza que se puedan comprar alimentos y comida a tiempo, antes de que ese dinero ya no les sirva para comprar ni una barra de pan.

Aquí se evidencia la importancia de aplicar la teoría de Sargent. Como he mencionado, el economista destaca la ineficacia de cambios pequeños graduales, y la necesidad de implementar un cambio abrupto, además de creíble. Esto implica no solo dejar de imprimir masivamente para pagar el déficit, sino también crear un Banco Central totalmente independiente. Es importante que este demuestre solvencia fiscal y capacidad de restringir los requisitos absurdos del Estado, ya que, como vemos con Cagan, una política monetaria sólo puede ser efectiva si recupera la confianza de la población. Por otro lado, también se podría argumentar que la teoría de Sargent es incorrecta, y que lo que debería hacerse son pequeños cambios de forma proactiva, como dice Borio, para prevenir una crisis. Es muy plausible argumentar que una aplicación temprana y creíble de las recomendaciones del IMF, junto con una política monetaria contractiva y orientada a mantener la estabilidad en la base monetaria, habría contribuido a limitar las presiones inflacionarias, reduciendo así la probabilidad de este colapso monetario.

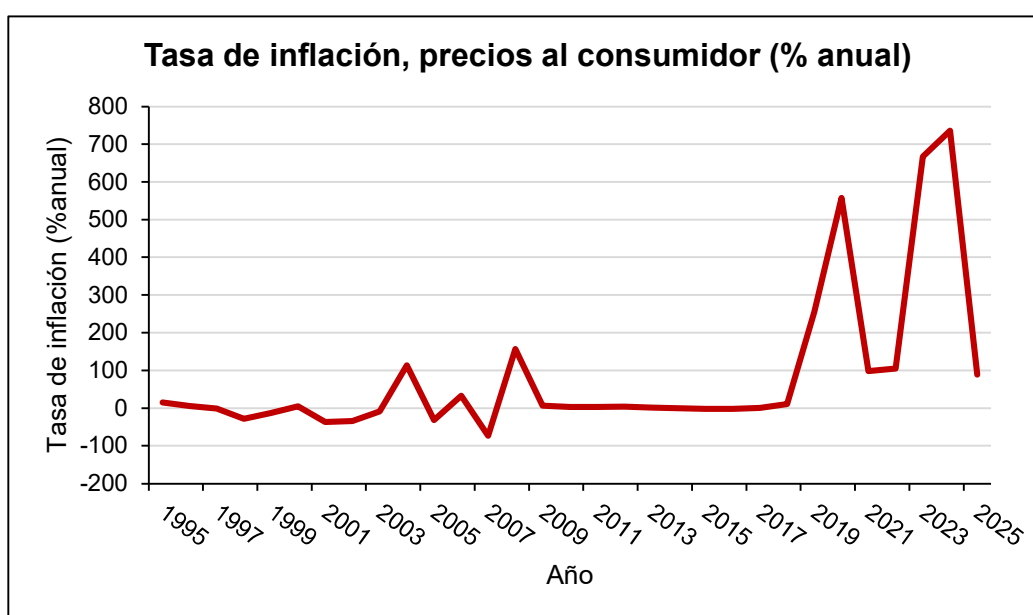


Figura 8. Inflación, precios al consumidor (% anual). Fuente: Elaboración propia usando datos de Zimbabwe Grupo Banco Mundial

No obstante, es importante destacar el factor de la corrupción en Zimbabwe. Es un gran problema en este país, y es una variable que puede afectar significativamente la eficacia de la política monetaria. En Zimbabwe, gracias al *Personal Monitors Program* del IMF, se realizó un seguimiento y asesoramiento constante sobre la deuda y políticas del país, con el objetivo de mantener una sostenibilidad fiscal y monetaria. Sin embargo, esto tuvo un impacto muy limitado, ya que el Estado de Zimbabwe no implementó estas reformas, y continúa hasta el día de hoy usando la política monetaria como una herramienta de destrucción económica y monetaria. Como podemos observar en la Figura 9, se está volviendo a cometer el error de la impresión masiva de dinero, además del incremento del endeudamiento (Figura 10), repitiendo los errores pasados. De esta forma demostramos que por muy informada que estén los asesores y una política monetaria, su implementación puede ser totalmente incorrecta.

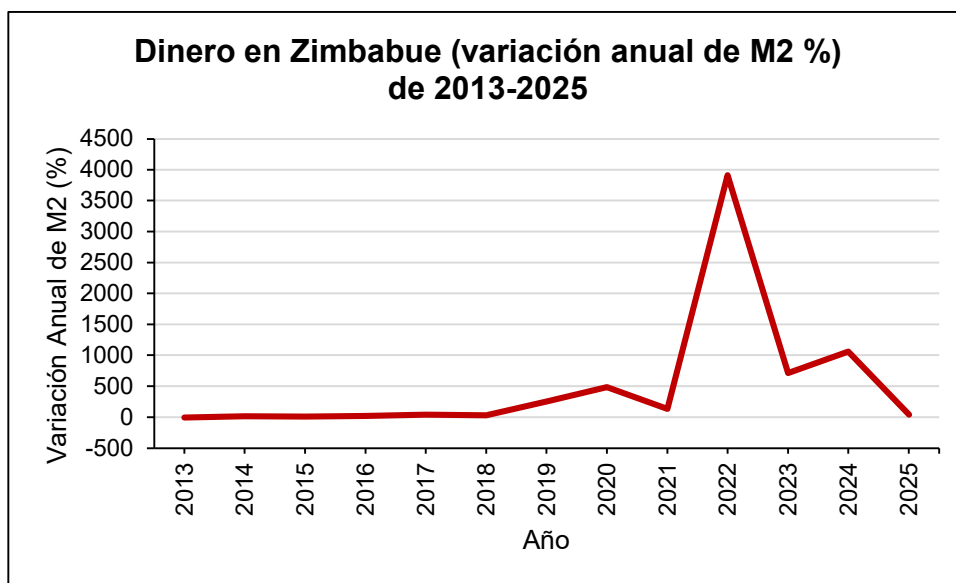


Figura 9. Dinero en Zimbabwe de 2013-2025 (var. anual de M2 %). Fuente: Elaboración propia usando datos de Focus Economics)

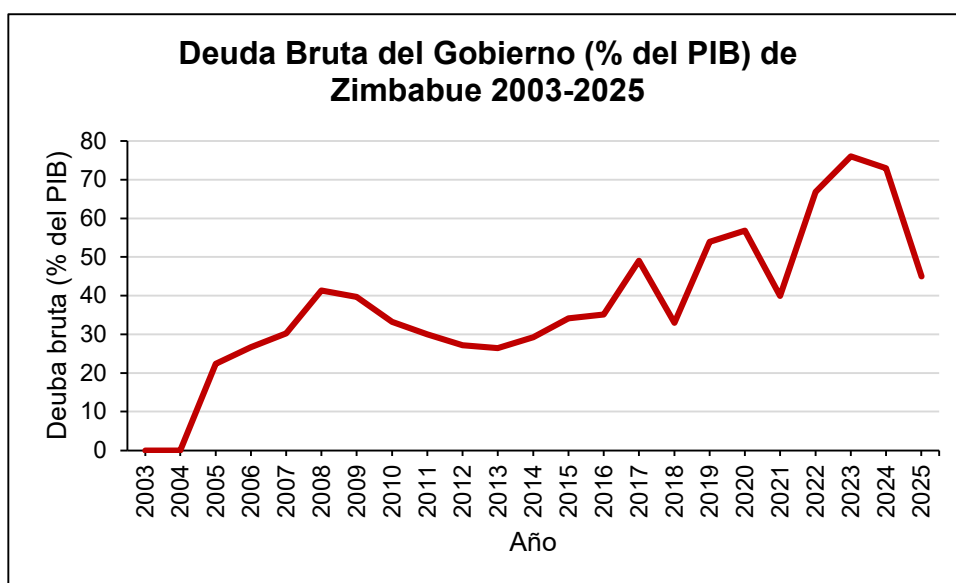


Figura 10: Deuda Bruta del Gobierno (% del PIB). Elaboración propia usando datos de IMF

9.1.7 Eficacia de la política monetaria tras el análisis de Zimbabwe

Por lo tanto, basada en la combinación de la teoría y la realidad, la eficacia de la política monetaria está abundantemente dependiente de la credibilidad del gobierno, el contexto institucional, y la coordinación con la política fiscal.

Primero, se llega a la conclusión de que los instrumentos monetarios sólo son realmente efectivos si se aplican junto con un cambio de régimen abrupto. Si se implementan muy lentamente o de forma aislada, sólo sirven como tiritas. Adicionalmente, en casos de colapso monetario extremo, como en Zimbabwe, las herramientas tradicionales como el cambio del tipo de interés no son eficaces, ya que no existe confianza en la moneda. Si la población y los inversores no confían en la moneda, habrá fuga de capitales y no habrá ahorros ni depósitos, y el sistema bancario acabará en colapso.

Friedman y Schwartz destacan que una política monetaria proactiva y predecible habría sido capaz de evitar desastres monetarios. Se puede criticar este punto, ya que la política monetaria en Zimbabwe era estable y predecible, ya que se basaba en la impresión masiva de dinero. Sin embargo, esta misma constancia fue la causa del colapso, mostrando cómo la política monetaria puede tener distintos finales.

Como vemos en este caso, la política monetaria no funciona cuando hay un caso de dominancia fiscal, cosa que empezó ya desde los años 80 con el mandato de Mugabe. Si el Banco Central queda subordinado a las necesidades y las demandas del Estado, y pierde su autonomía, cualquier intento de estabilización resultará en fracaso. El banco se vuelve el cajero automático del Estado y será una gran causa del colapso monetario. Por lo tanto, la eficacia requiere que el Estado demuestre solvencia y responsabilidad fiscal. En caso de que esto no ocurra, la población mantendrá sus expectativas de inflación y actuará acorde a esto, anulando así la implementación de una política monetaria. Se puede fácilmente concluir que la eficacia de la política monetaria está muy cercanamente relacionada con la independencia del Banco Central, y la confianza que se tiene hacia este. Como destaca Cagan, si la población cree que el gobierno va a seguir imprimiendo dinero con la misma constancia, una política monetaria contractiva no será efectiva, ya que la desconfianza tiene más poder, y acelera el gasto y la consecuente devaluación monetaria. Asimismo, una política monetaria expansiva no tiene por qué tener efectos inflacionistas si el dinero impreso está respaldado por activos y la población recupera la confianza en la moneda.

Por último, hay factores humanos e institucionales, como la corrupción y la falta de implementación de reformas técnicas, que invalidan los instrumentos de una política monetaria. Como he mencionado en este caso, el Estado de Zimbabwe no utilizó el asesoramiento internacional del FMI, y continuó usando la política monetaria como un propio ataque contra su país, para financiar sus gastos políticos.

Si juntamos y comparamos la teoría con la práctica en Zimbabwe, podemos llegar a la conclusión de que la política monetaria es muy poderosa, de forma positiva y negativa. Puede ser efectiva para mantener una necesaria estabilidad en sistemas, con la implementación de instituciones fuertes y disciplina fiscal. Sin embargo, una vez se pierde la confianza de la población y los inversores, y el Banco Central pierde su independencia, la política monetaria

se vuelve totalmente inefectiva, y solo se podrá garantizar el colapso monetario con el uso de políticas extremas, como la dolarización. Aunque en sí, esto también se podría considerar un colapso monetario total de la moneda local.

9.2 Argentina

9.2.1. Introducción

El caso de Argentina tiene varias fases. Empezamos desde el Peronismo con una perspectiva mercantilista, a mediados del siglo XX, hasta la actualidad con el nuevo presidente Milei, el cual adopta políticas totalmente liberalistas. Argentina ha pasado por varias etapas, llegando a un nivel de inflación de más de un 120% (FMI), evitando un colapso monetario al límite. Se han implementado varias políticas monetarias, tanto contractivas como expansivas, que han fracasado a largo plazo. Este análisis ha sido complicado, ya que fuentes oficiales como el INDEC y el BCRA han manipulado o escondido datos, lo cual también sirve como indicador del nivel de colapso sufrido por este país.

9.2.2 Contexto

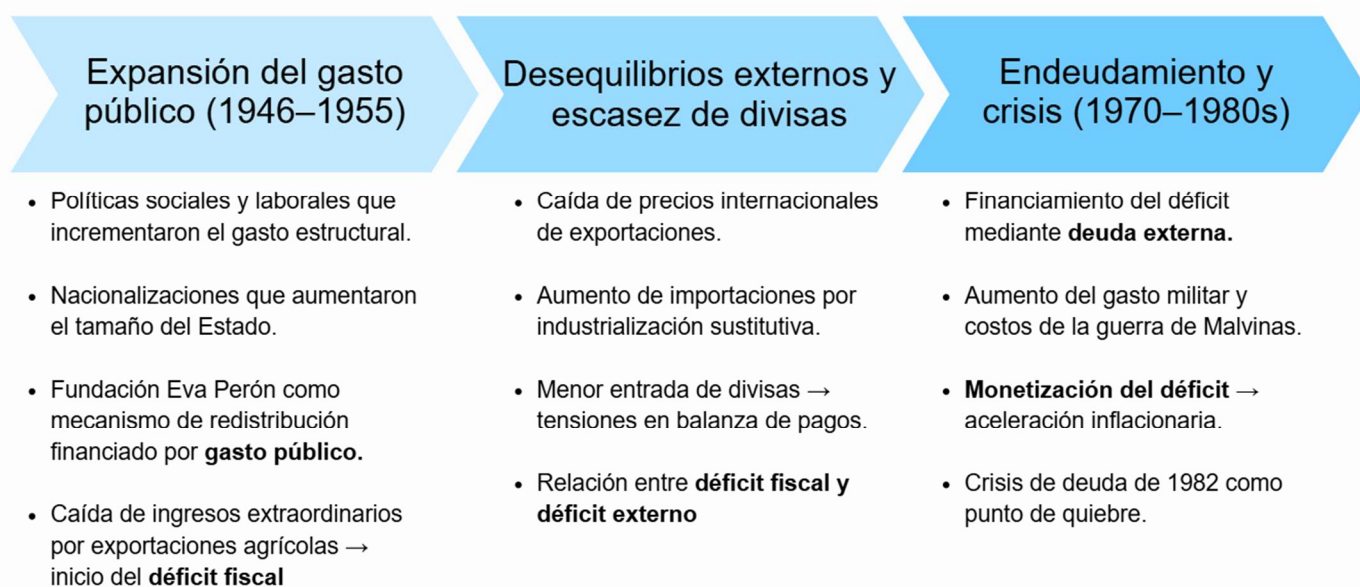


Tabla 6: Contexto histórico económico Argentina de 1946-1980s. Fuente: Elaboración propia usando datos de Alexander, 2019 y Mussa, 2002

Resumen de la Historia Económica de Argentina (1940-1990)

Periodos	Tipo de colapso	Razones	Política monetaria aplicada	¿Eficaz?
1940-1955	Inflación moderada a creciente	ISI Alto gasto público y aumentos salariales	Expansiva y subordinada al Tesoro	No
1955-1975	Inflación persistente Recesiones recurrentes	Deficit fiscal estructural Cambios entre gobiernos militares y civiles	Expansiva para financiar deficit- con emision monetaria y endeudamiento	No
1976-1983	Inflación alta Endeudamiento externo fuerte Crisis profunda en 1981-82	Apresiasi cambiaria Endeudamiento masivo en dolares Shocks externos- Crisis de deuda latinoamericana	Intento de ancla cambiaria Emision	No
1983-1990	Hiperinflación Recesión y colapso del salario real	Deficit fiscal cronico Financiamiento via emision Crisis de deuda externa	Muy expansiva 1. Bernardo Grinspun: economista de tendencia heterodoxa subio los impuestos con el objetivo de pagar el gran deficit fiscal + fijó precios para ralentizar inflacion 2. Plan Austral: eliminacion de peso, nueva moneda austral. Compromiso del gobierno de reducir la emision monetaria y reducir el deficit fiscal- en 1989, hiperinflacion y alta devaluacion de la moneda austral=pérdida total de credibilidad monetaria	No, se siguio emitiendo dinero y gasto publico incrementó

Tabla 7: La Historia Económica de Argentina (1940-1990). Fuente: Elaboración propia usando datos de Rossi, 2021 y 2025, Cantamutto & Schorr, 2022

Como podemos observar en la Tabla 7, Argentina ha pasado por varios episodios de inflación y recesión, llegando a experimentar ambos simultáneamente a lo largo de su historia. Tras un análisis histórico-económico y con el uso de la teoría, he podido identificar tres causas fundamentales que explican esta dinámica.

En primer lugar, destaca la inflación impulsada por el aumento de los costes de producción. Este fenómeno se ha desencadenado por varios factores durante la historia, como los incrementos salariales durante la primera etapa del peronismo, o las continuas devaluaciones monetarias, las cuales encarecen de forma sistemática los productos importados. De esta forma, el coste de la producción incrementa, impulsando los precios al alza. Esto genera un ciclo vicioso, en el cual los altos precios contraen la demanda interna, reduciendo así la actividad económica, mientras que las empresas se ven forzadas a encarecer aún más sus productos para sobrevivir.

Históricamente, para intentar frenar esta espiral, los gobiernos han recurrido a políticas monetarias o de control, como la fijación de precios y los acuerdos empresariales, medidas que también hemos observado en el caso de Zimbabwe. Sin embargo, estas acciones suelen fracasar, fomentando la aparición de mercados negros o paralelos. Además, estas restricciones abocan al cierre de muchas empresas pequeñas o medianas, lo que favorece la consolidación de monopolios por parte de las pocas empresas grandes que pueden sobrevivir. Consecuentemente, los monopolios tienen toda la posibilidad de incrementar aún más los precios, añadiendo a este riesgo de hiperinflación. Actualmente, según Luciana Glezer en la Política Online, entre noviembre de 2023 y septiembre de 2025, cerraron unas 19.114 empresas PYMEs en Argentina dada la alta hiperinflación. El resultado final es una

reducción de la producción y un incremento del desempleo, sumiendo a la economía en un escenario de recesión con inflación.

La segunda gran causa viene de la pérdida de confianza hacia la moneda nacional. Como advierten varios economistas, como Cagan, cuando la población pierde la fe en su divisa, busca desprenderse de ella rápidamente. Este comportamiento se traduce en la compra de dólares o en adelantar el consumo mediante la adquisición de activos, lo que acelera drásticamente la circulación del dinero. Como también se ha evidenciado en Zimbabue, esta dinámica genera burbujas especulativas, y un incremento de los precios, incluso cuando los niveles de producción permanecen estancados.

Finalmente, la tercera causa es el persistente déficit fiscal financiado mediante la emisión monetaria, un patrón común en la crisis tanto en Argentina como en Zimbabue. La inyección masiva de dinero incrementa la oferta monetaria sin un reemplazo equivalente en la producción. Como resultado, los precios suben, sin embargo, los salarios se mantienen, provocando una severa depreciación de su valor real. La disminución del poder adquisitivo reduce el consumo y el crecimiento económico, abriendo paso a la recesión. En este sentido, como argumentan Friedman y Schwartz, resulta fundamental mantener un crecimiento predecible de la oferta monetaria y aplicar una política monetaria informada y adecuada al contexto, evitando cambios bruscos. Por ejemplo, en un escenario de hiperinflación, resulta contraproducente que un Banco Central aplique herramientas expansivas, como aumentar la oferta monetaria, ya que esto solo acelerará el colapso económico del país.

Esta simultaneidad de recesión e inflación añade una notable complejidad a la evaluación de la eficacia real de la política monetaria. Desde el punto de vista de la teoría tradicional, la inflación requiere políticas restrictivas, como el aumento de los tipos de interés o la reducción de la oferta monetaria, con el objetivo de enfriar la economía y acercarla a un objetivo de inflación del 2%. Por el contrario, una recesión demanda políticas expansivas, como la bajada de tipos de interés y el aumento de la oferta monetaria, orientadas a estimular el consumo y la inversión para reactivar el mercado.

Ante esta encrucijada, surge la duda de qué política resulta adecuada aplicar. Un caso de éxito frente a un dilema similar fue la crisis de estanflación de los años setenta que he mencionado antes. En ese momento, Volcker fue el único que pudo detentar esta combinación de estancamiento e inflación mediante un cambio drástico, desafiando en, cierta medida, gran parte de las teorías comentadas. Implementó una política monetaria de carácter ultra restrictivo, elevando las tasas de interés hasta el 19% y 20% entre los años 1980 y 1981 (*FED*). A corto plazo, esta medida provocó una severa recesión y un alto desempleo. Sin embargo, a largo plazo permite restaurar la credibilidad del Banco Central, quebrar las expectativas inflacionarias, y controlar la oferta monetaria. De este modo, se devolvió la estabilidad económica al país, demostrando que, en determinadas circunstancias, una política drástica y violenta, pero siempre informada, puede ser una solución adecuada.

9.2.3 La recesión y crisis de convertibilidad-El corralito (2001-2002)

En 1991, durante el gobierno de Carlos Menem, se implementó el régimen de convertibilidad, el cual establece una paridad fija entre el peso argentino y el dólar estadounidense (1 peso = 1 dólar). Esta medida se implementó en un contexto de profunda inestabilidad

macroeconómica, con una economía caracterizada por episodios de hiperinflación a finales de la década de 1980 y una alta pérdida de confianza en la moneda local. Una gran parte de este análisis se basa en la información del informe sobre la evaluación del papel del FMI en Argentina. 1991-2001 (FMI, 2004).

El objetivo principal del régimen era estabilizar los precios con un ancla nominal creíble. Para poder realizar esto, se limitó la capacidad del Banco Central de emitir dinero sin respaldo, estableciendo que la base monetaria debía estar respaldada, sobre todo por reservas internacionales. De este modo, se buscaba disciplinar la política monetaria, reducir la incertidumbre inflacionaria y restaurar la confianza de los agentes económicos. Durante los primeros años, este régimen tuvo éxito y consiguió una rápida desinflación y la consecuente estabilidad de la economía. La caída de la inflación, junto con el proceso de reformas estructurales y apertura financiera, favorece la entrada de capitales externos, de esta forma impulsando la expansión del crédito, el consumo y la inversión. Argentina experimentó un periodo inicial de crecimiento económico sostenido, lo cual reforzó la percepción del éxito de este régimen a corto plazo, cosa la cual, como destaca Cagan, puede ser un riesgo.

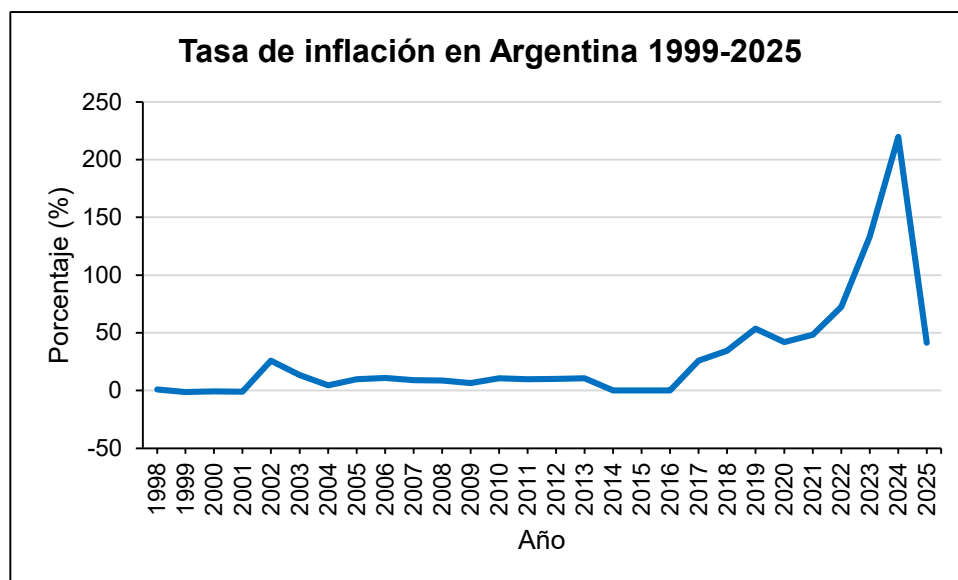


Figura 11: Tasa de Inflación en Argentina de 1999-2025. Elaboración propia usando datos de IMF

Primero, como he mencionado, la llegada masiva de capitales externos impulsó una expansión de la oferta monetaria. Este ingreso de fondos, junto con el retorno de crédito al consumo y la recuperación del valor de los salarios, reactivó el consumo y la inversión interna. De esta forma, se generó un fuerte impulso adicional a la actividad económica, y se disfrutó de un periodo de crecimiento acelerado. Similarmente al caso de Zimbabue, se refleja claramente la teoría de Minsky, que describe estos primeros años del nuevo milenio como una etapa de confianza y expansión, de cierta euforia en el país. Sin embargo, como destaca, la estabilidad es el comienzo de la inestabilidad. Aquí podemos ver la eficacia de una política monetaria extrema, a corto plazo, ya que el ahorro doméstico seguía en niveles bajos y el déficit externo aumentaba, lo que implica que gran parte del consumo y la expansión económica dependen del financiamiento que provenía del exterior.

No obstante, paralelamente, se generó una estructura económica dependiente del endeudamiento y extremadamente vulnerable a shocks externos. Por ejemplo, tras la crisis de México en 1994 y el 'efecto tequila', muchos inversores se asustaron y retiraron sus inversiones de muchos países latinoamericanos, incluida Argentina (Giron, 2009). Esta causó una fuga de capitales en forma de dólares y, como el peso estaba atado al dólar, no pudo devaluar su moneda para hacerla más atractiva y fomentar las exportaciones. Por lo tanto, para mantener la paridad, necesitaba un incremento progresivo de reservas o deuda. Esta crisis junta con la crisis asiática de 1997, y la crisis rusa de 1998, debilitaron la convertibilidad (Zettelmeyer, 2018). Cada crisis externa extraía dólares del sistema y, como la convertibilidad exigía tener un dólar por cada peso, Argentina empezó a endeudarse cada vez más, como se puede observar en la Figura 13. Entre 1993 y 2001, la deuda pública nacional incrementó más del 82%, de 63.250 millones de dólares en 1992, a 144.222 millones en 2001. Adicionalmente, el déficit fiscal subió de un 2% del PIB a mediados de los 90, a un 4,3% en 1998 (Rapoport, 2023). De esta forma vemos el colapso, el miedo y la inestabilidad descrita por Minsky, y su constante aplicación genera dudas sobre la real posible estabilidad en un sistema, y si la política monetaria puede realmente ser efectiva a largo plazo, o si siempre acaba en desastre.

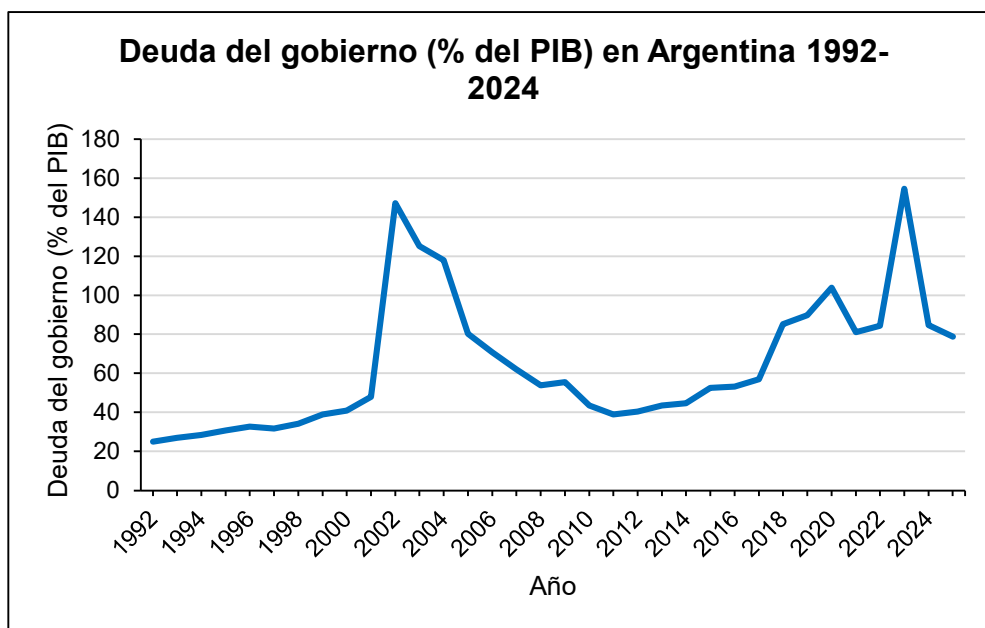


Figura 13: Deuda del gobierno (% del PIB). Fuente: Elaboración propia usando datos de IMF

El principal error de política seguramente fue el mantener déficits fiscales constantes dentro de un sistema de impuestos por ellos mismos, donde no se podía financiar gasto mediante emisión monetaria por el tipo de cambio fijo (Galvani, Heymann y Tommasi, 2002). Por otro lado, esto también se puede ver desde la perspectiva de que sirvió como un escudo, ya que, como hemos visto en Zimbabue, la emisión monetaria tiene altos riesgos. Como también observamos en Zimbabue, en vez de ajustar el gasto o flexibilizar el tipo de cambio, el Estado fue directamente a la solución del endeudamiento externo, generando así la dinámica y economía insostenibles. En definitiva, la inconsistencia entre un tipo de cambio fijo y un sector

público crónicamente deficitario fue un gran factor determinante en el colapso. Por lo tanto, se podría decir que su política monetaria en sí puede ser efectiva, pero no si no está bien acompañada por responsabilidad fiscal.

Por último, en este caso, la falta de independencia del Banco Central fue una de las mayores causas del fracaso de esta política monetaria. Dado el régimen de convertibilidad, el Banco Central perdió una de sus grandes capacidades, la emisión monetaria, y su perfil de prestamista. Ahora, estas responsabilidades dependen totalmente del respaldo en reservas internacionales. Esta restricción significó que el banco no pudo intervenir e impedir la creciente fuga de depósitos y no pudo responder a la crisis de liquidez del sistema financiero. La solución a la pérdida acelerada de reservas fue una medida extrema de emergencia impuesta por el gobierno, la denominada “El Corralito”. Se restringieron los retiros de depósitos bancarios de pesos y de dólares, y la gente no tenía acceso a su dinero depositado. Estas medidas tenían el objetivo de evitar la quiebra del sistema financiero, pero lo que realmente hizo fue empeorar el deterioro del ahorro de los argentinos e incentivar protestas constantes, de una forma que generó más desconfianza hacia la moneda que la previamente existente. Así mismo, vemos como la importancia de las expectativas adaptativas de Cagan influyen gravemente hacia el colapso, y estas son algo que una política monetaria no puede cambiar, ya que la demanda de la moneda llega a niveles diminutos, como en el caso de Zimbabue.

Por lo tanto, si bien la convertibilidad logró reducir mínimamente la inflación, su rigidez fue la causa del colapso al no poder realizar ajustes ante shocks externos e internos, agravando de esta forma la vulnerabilidad del sistema. Finalmente, el sistema colapsó, el presidente renunció, y Argentina tuvo que declarar el mayor default soberano de la historia hasta ese momento. En 2002, el país abandonó la convertibilidad, momento en el cual el peso se devaluó astronómicamente, los salarios perdieron su valor real y la pobreza y el desempleo llegaron a unos niveles altísimos, formando una de las peores crisis sociales y económicas del país (Zettelmeyer, 2018), donde se volvió a un nivel de inflación y reducción del PIB nacional simultánea (Figura 15). En la Figura 14 se puede observar un pico de casi un 20% de desempleo en 2003.

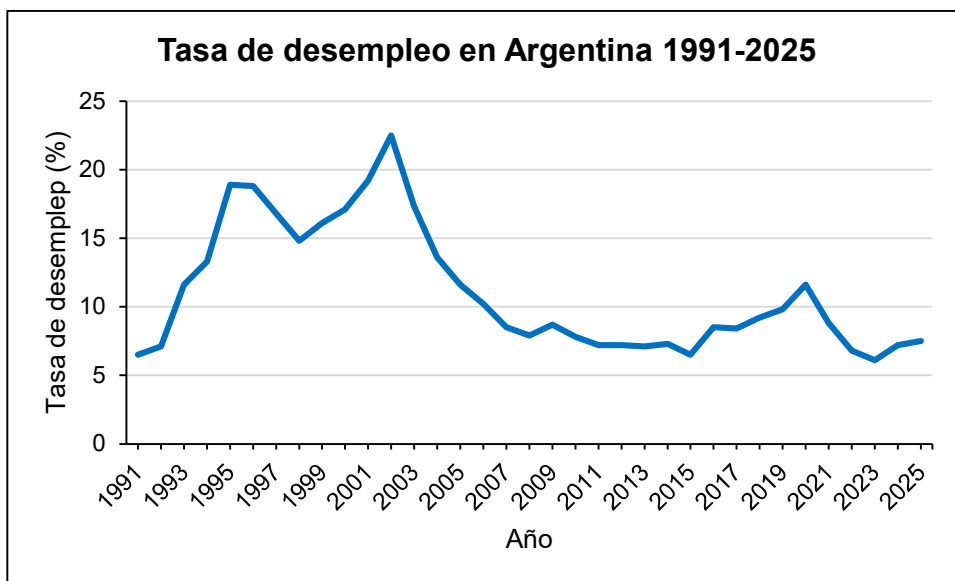


Figura 14: Tasa de desempleo (%). Fuente: Elaboración propia usando datos de IMF

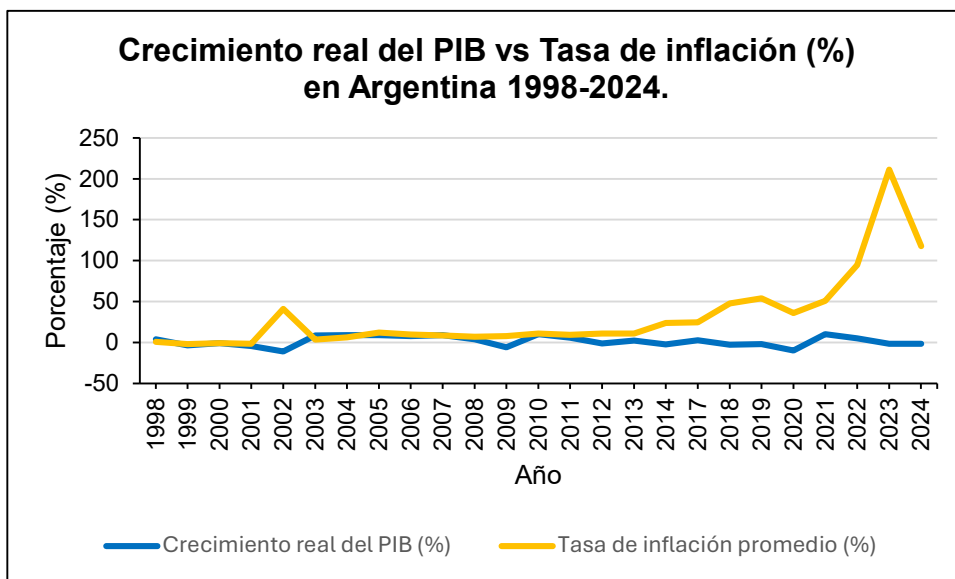


Figura 15: Gráfica comparando crecimiento real del PIB vs Tasa de inflación (%). Fuente: Elaboración propia usando datos de IMF

Desde un punto de vista teórico, este caso se puede analizar con los enfoques monetaristas y financieros sobre recesiones. Según Friedman y Schwartz, las recesiones graves están asociadas a contracciones monetarias significativas. Según ellos, una política monetaria estable y predecible puede prevenir recesiones y sus consecuentes colapsos profundos. En

este sentido, la convertibilidad implementó exactamente esto, evitando una expansión o contracción descontrolada del dinero. Sin embargo, el caso de Argentina va totalmente en contra de esta teoría, ya que muestra cómo la estabilidad monetaria por sí sola no garantiza la estabilidad macroeconómica. La dependencia de los ingresos de capitales y la poca flexibilidad del sistema son las que generaron vulnerabilidad, cosa que estos autores no mencionan. Esto sugiere que el esfuerzo de la política monetaria para mantener la estabilidad en la oferta monetaria puede ser insuficiente, si no va acompañado de sostenibilidad fiscal y resiliencia financiera. De esta forma, el caso argentino cuestiona la aplicabilidad universal del enfoque monetarista.

En conclusión, una política monetaria extrema para combatir una recesión solo puede ser efectiva a corto plazo, ya que a largo plazo puede generar una inestabilidad más perjudicial que la del principio. También vemos la teoría de Borio, resaltando como una política monetaria no puede ser realmente efectiva en la fase de resolución, una vez se ha sufrido ya una crisis. Es importante destacar que el resultado podría haber sido distinto en caso de que no hubiese shocks externos como las crisis sufridas, cosas las cuales están fuera del control del país. Aunque una política monetaria a lo mejor no es realmente tan poderosa, sí puede ser totalmente alterada por cualquier cambio externo. De todos modos, vemos en este caso, igual que en Zimbabue, cómo a causa de la aplicación de una política monetaria extrema, el país acaba en una situación económica perjudicial.

9.2.4 Una recuperación inesperada (2003-2007)

Los años tras la crisis de 2001-2002 representaron un gran cambio en la orientación de la política económica Argentina. El presidente Néstor Kirchner adoptó un enfoque heterodoxo con el objetivo de recuperar el crecimiento, fortalecer el mercado interno y, de esta forma, reducir la dependencia del mundo externo y recuperar la estabilidad económica. Este período implicó un cambio total del régimen de convertibilidad.

Primero, se adoptó un tipo de cambio real y estable. A diferencia del régimen anterior, el Banco Central promovió una política de administración cambiaria que mantuvo la moneda local, el peso, a niveles favorables para mantener la competitividad externa, teniendo en cuenta ciertos objetivos (Wylde, 2012).

En primer lugar, tenían un enfoque de estimular las exportaciones, sobre todo las de origen industrial, con el fin de reducir la sobre dependencia existente de los bienes primarios, y diversificar la estructura productiva. En segundo lugar, un tipo de cambio alto favorece la sustitución de importaciones, para de esta forma encarecer los productos extranjeros y generar incentivos para la producción local, así impulsando el crecimiento económico (Figura 16). Por último, se quería crear un margen de seguridad como protección en caso de que fueran a ocurrir otros shocks externos, de esta forma, aprendiendo de los errores del sistema de convertibilidad. Este esquema cambiario se pudo llevar a cabo gracias al alto nivel de intervención del Banco Central, el cual compraba divisas en el mercado para evitar la apreciación del peso. (Zettelmeyer, 2018).

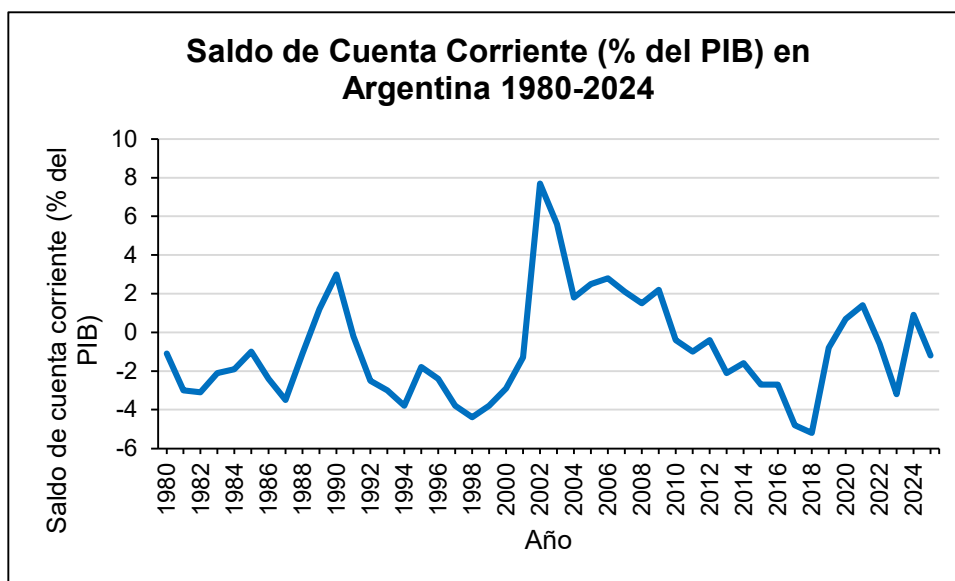


Figura 16: Saldo de cuenta corriente (% del PIB). Fuente: Elaboración propia usando datos de IMF

Como destaca Wylde, una gran parte del éxito de este nuevo régimen cambiario viene del macroentorno externo particularmente favorable. Durante esos años, países emergentes como India (Figura 17) e China (Figura 18) empezaron a expandirse y ganar cierto poder, y por tanto impulsaron una creciente demanda de materias primas. Esto generó un aumento en los precios internacionales de productos agrícolas, principalmente de la soja, producto el cual era la principal exportación Argentina (Wylde, 2012).

De esta forma, el valor de las exportaciones creció exponencialmente y permitió que se mantuvieran superávits por cuenta corriente. Dada la devaluación monetaria, y los factores económicos externos, observamos en la Figura 16 un pico de superávit por cuenta corriente en estos años, disfrutando de un incremento de exportaciones (Figura 19), las cuales hemos aprendido que son la base de la economía en Argentina. Aunque los productos primarios continuaron representando la mayoría de las exportaciones, el objetivo de diversificar la estructura productiva se fue logrando, ya que se registró un aumento en la producción industrial, lo cual contribuyó a la recuperación de sectores productivos afectados durante la década de 1990. Gracias a este contexto, se facilitó la acumulación de reservas internacionales, se fortaleció la posición externa, y se redujo la vulnerabilidad financiera del país (Wylde, 2012).

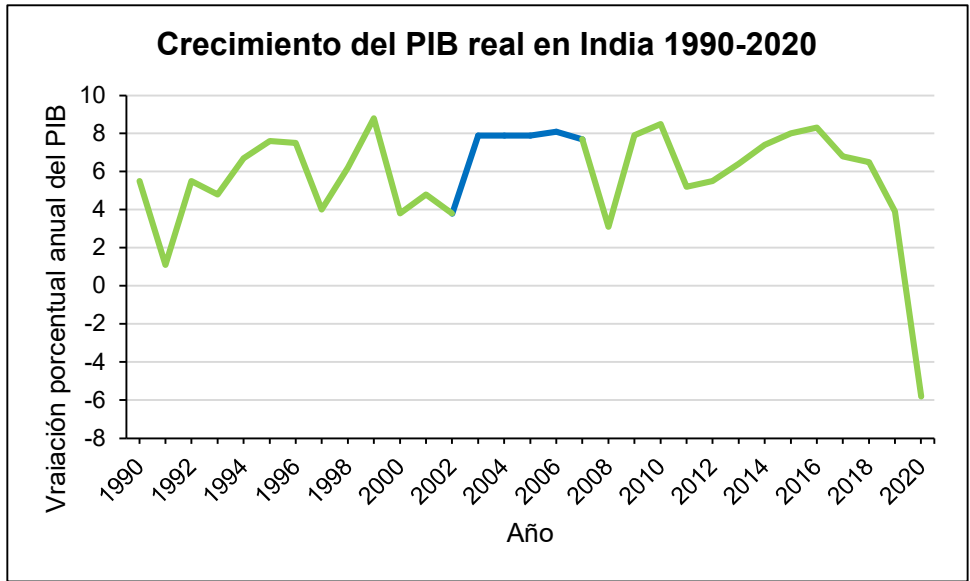


Figura 17: Crecimiento del PIB real en India 1990-2020. Fuente: Elaboración propia usando datos de IMF

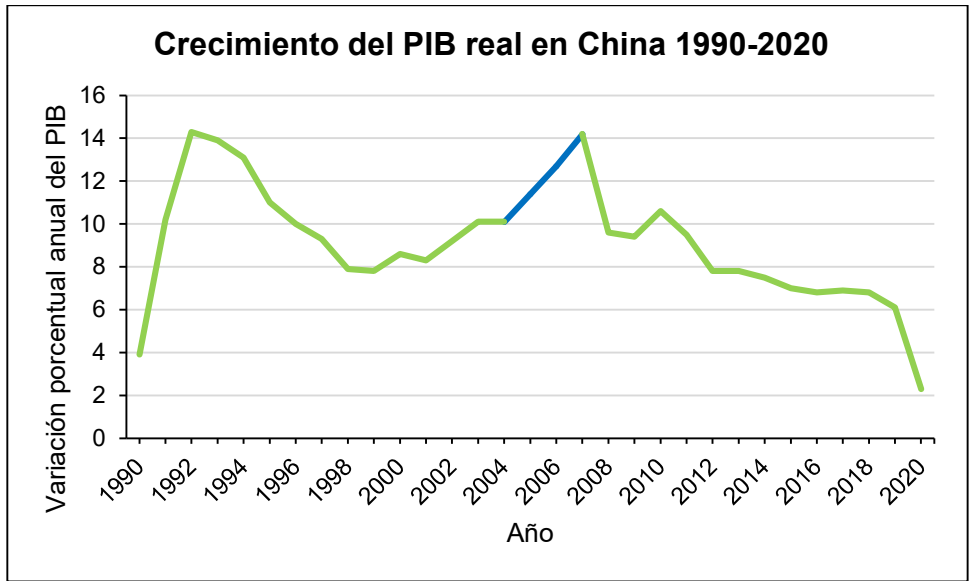


Figura 18: Crecimiento del PIB real en China de 1990-2020. Fuente: Elaboración propia usando datos de IMF



Figura 19: Evolución de las exportaciones totales de Argentina (1993-2025). Fuente: Elaboración propia usando datos de INDEC

En 2005, se introdujeron controles a los flujos de capital a corto plazo, con la visión de poder desalentar los movimientos especulativos que podrían generar desequilibrios macroeconómicos, para así reducir la volatilidad financiera y evitar presiones apreciadoras. Al limitar la entrada de capitales, el Banco Central disminuyó la necesidad de intervenir excesivamente en el mercado cambiario, lo cual contribuyó a contener el crecimiento de la base monetaria. De esta forma, se facilita la coordinación entre política monetaria y cambiaria, usando el control de capitales como una herramienta indirecta de estabilidad de precios (Wylde, 2012).

El Banco Central tomó un papel muy importante, interviniendo activamente en el mercado cambiario, como por ejemplo con la emisión de pesos para comprar divisas. Como vimos en el caso de Zimbabwe, la emisión monetaria masiva puede causar hiperinflaciones, no obstante, en Argentina se aplicaron mecanismos de política monetaria de esterilización para absorber liquidez, y de esta forma protegerse de presiones inflacionarias excesivas.

Primero, el instrumento principal que se usó fue la emisión de títulos de deuda propios del Banco Central, llamados las LEBAC (Letras del Banco Central). Los bancos compraban LEBAC con pesos, y esos pesos que ahora eran propiedad del Banco Central, se quedaban inmovilizados en el balance de este. De esta manera, se reducía la base monetaria y liquidez, reduciendo el impacto inflacionario de la impresión de dinero (Carrera, Maciel, & Rodríguez, 2020).

Seguidamente, el Banco Central realizó operaciones de mercado abierto, con la compra y venta de activos financieros para poder influir y controlar el dinero en circulación, enfocándose en el M2. En caso de exceso de liquidez, el Banco Central vendía activos al sistema financiero, y en su venta retiraba esos pesos ganados de la circulación monetaria. Adicionalmente, otro instrumento implementado por los Bancos Centrales fue el incremento

de los requerimientos de encaje. Cuando se subía el porcentaje de los depósitos que los bancos debían mantener en sus reservas del Banco Central, se podía de nuevo controlar la liquidez del sistema (Carrera, Maciel, & Rodríguez, 2020). Por lo tanto, a primera vista, la política monetaria pareció ser efectiva en proteger al país de la inflación y ayudar hacia el crecimiento económico del país y la recuperación de la crisis previa.

Por lo tanto, la combinación de políticas macroeconómicas activas junto con un macroentorno favorable ayudó a la recuperación y al crecimiento sostenido de Argentina. (Figura 20). Gracias a la expansión económica, se redujo significativamente el desempleo (Figura 14), y hubo una recuperación del salario real, de esta forma mejorando la calidad de vida de la población. Así pues, la conclusión inicial es que la política monetaria puede ser realmente efectiva en ciertos contextos, con una implementación adecuada y decisiones informadas, sin la necesidad de recurrir a políticas extremas (Wylde, 2012).

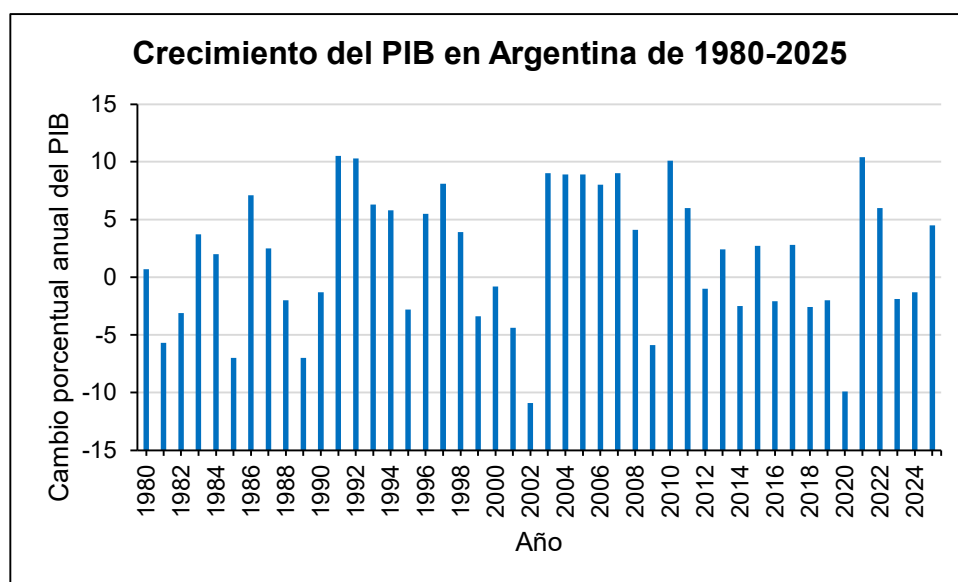


Figura 20: Crecimiento del PIB, cambio porcentual anual. Fuente: Elaboración propia usando datos de IMF

9.2.5 El deterioro económico

No obstante, estas mismas políticas que parecen tener efectos positivos sobre la economía, acabaron causando problemas.

Como he mencionado, el Banco Central emitía pesos para influenciar los tipos de cambio y mantener un entorno favorable. A la misma vez, absorbía esa liquidez con títulos como las LEBAC, para reducir el riesgo inflacionario. El problema viene cuando estos instrumentos pagan tasas de interés muy altas, implicando un coste financiero para el Banco Central, y causando un déficit cuasi fiscal (Carrera, Maciel, & Rodríguez, 2020). A corto plazo, esto no tiene por qué causar problemas, pero a largo plazo, el déficit puede obligar a la emisión de

dinero para cubrir esos compromisos, de esta forma, rompiendo la previa protección contra la inflación y causando un riesgo de esta.

Desafortunadamente, las LEBAC tenían vencimientos cortos, por lo que el Banco Central dependía de que los inversores decidiesen renovar sus posiciones. En caso de que los agentes optasen por no renovar, por varias razones, como la pérdida de confianza, estos recibían pesos que, en muchos casos, utilizaban para comprar dólares. Por lo tanto, se generaba presión sobre el tipo de cambio y creaba una fragilidad en el sistema, generando un alto riesgo de inestabilidad financiera y devaluación monetaria en caso de un cambio brusco en las expectativas de los inversores (Carrera, Maciel, & Rodríguez, 2020).

Adicionalmente, dada la alta tasa de interés de estos instrumentos de esterilización, atrajo la entrada de capitales especulativos a corto plazo, el *carry trade*, el cual suele tener movimientos capitales bruscos, de dinero caliente. Muchos inversores extranjeros ingresaban dólares y los convertían en pesos para poder obtener los altos rendimientos gracias a las tasas de interés elevadas. Sin embargo, esta estrategia depende de la estabilidad cambiaria. Como he mencionado, un cambio en las expectativas causa una rápida fuga de capitales, generando una alta demanda por las divisas, y reduciendo la demanda por el peso, de esta forma exponiendo la economía a una crisis de balanza de pagos.

Lamentablemente, esto ocurrió en Argentina. En 2018 se cambiaron las expectativas y las tasas subieron en EE. UU., causando una fuga de capitales masiva que desencadenó una crisis de balanza de pagos, y una consecuente devaluación monetaria del 43% (Carrera, Maciel, & Rodríguez, 2020). Al paso del tiempo, este régimen de esterilización se volvió insostenible. Mientras que el Banco Central acumulaba pasivos remunerados a intereses muy altos, el rendimiento de sus reservas estaba muy reducido, causando pérdidas crecientes. Este caso genera la duda de si la independencia del Banco Central es realmente crucial para la eficiencia de una política monetaria, o si realmente demasiada independencia puede llevar a aún más fracaso.

Como vemos en este caso, la combinación de un déficit cuasi fiscal elevado, junto con el riesgo de renovación de instrumentos a corto plazo, y la dependencia de capitales especulativos fue los factores que generaron una fragilidad en el sistema, todos causados por decisiones y políticas del Banco Central. Por lo tanto, cuando se deterioraron las condiciones financieras internacionales y se redujo la confianza en la economía local, hubo una gran fuga de capitales, ya que los inversores extranjeros retiraron sus fondos, y no renovaron sus posiciones. Esta fuga causó una devaluación del peso y una crisis de balanza de pagos, momento en el que Argentina tuvo que recurrir al FMI para evitar un colapso monetario (FMI). Claramente, la aplicación de esta política monetaria no era totalmente correcta e informada, ya que no se puede implicar una estrategia basada en la esterilización con deuda a corto plazo, en un contexto de apertura financiera.

9.2.6 La eficacia de la política monetaria tras el análisis de Argentina

Tras realizar este análisis de la evolución macroeconómica de Argentina, se puede llegar a la conclusión de que el colapso económico no puede atribuirse a un único factor, sino a la

interacción entre desequilibrios externos persistentes, fragilidad institucional, y limitaciones estructurales de la política macroeconómica. Argentina es un caso particular, en el cual los datos sobre el saldo de cuenta corriente refleja

n una economía constantemente expuesta a crisis externas, caracterizada por ciclos de déficits pronunciados seguidos de ajustes abruptos. Este patrón muestra cómo este país sufre una dependencia constante y estructural del financiamiento externo y, por lo tanto, una elevada vulnerabilidad ante cambios en las condiciones financieras internacionales. Uno de estos episodios más representativos es el de la crisis de convertibilidad de 2001-2002 mencionada, precedida por un fuerte aumento del endeudamiento público y por un deterioro progresivo de las cuentas fiscales. Entre 1993 y 2001, la deuda pública nacional aumentó más del 80%. Este incremento del endeudamiento estuvo acompañado de un déficit fiscal creciente, lo que debilitó la sostenibilidad del régimen económico, un factor clave para mantener la confianza en la moneda.

Uno de los factores centrales del colapso fue la dominancia fiscal. En este contexto, la política monetaria se vio condicionada por la necesidad de financiar déficits fiscales persistentes. Cuando el sector público depende del Banco Central para cubrir sus necesidades de financiación, la autoridad monetaria pierde la capacidad de priorizar la estabilidad de precios o la estabilidad financiera. Como resultado, las decisiones monetarias pasan a responder a necesidades fiscales de corto plazo, de esta manera, erosionando la credibilidad del marco de política macroeconómica.

De la misma forma, la limitada independencia del Banco Central desempeñó un papel clave. La evidencia sugiere que la credibilidad de la política monetaria depende en gran medida de la autonomía institucional de la autoridad monetaria. En el caso argentino, la interferencia política y los cambios constantes en el régimen monetario redujeron la capacidad del Banco Central para anclar las expectativas de inflación. Sin un compromiso creíble con la estabilidad monetaria, los agentes económicos tienden a tener estas expectativas inflacionarias de esta forma, amplifican los desequilibrios macroeconómicos.

Un factor muy importante que ha sido la causa del colapso o de la recuperación de Argentina, son los factores macroeconómicos externos. Igual que las crisis de los 90 fueron una gran causa del fracaso de la crisis de convertibilidad, el crecimiento económico de China e India fue la causa de la recuperación económica Argentina en los años posteriores. Claramente, el objetivo de la primera república de Perón no se cumplió, ya que Argentina se mantiene extremadamente dependiente de decisiones y situaciones económicas externas.

Otro factor relevante ha sido la debilidad institucional. En varias ocasiones, los organismos estadísticos y monetarios han presentado problemas de transparencia y credibilidad. Como destacan Hanke y Krus en el caso de Zimbabue, cuando las instituciones encargadas de producir información económica o de ejecutar la política monetaria pierden legitimidad ante los agentes económicos y población, las políticas adoptadas pierden impacto. En estos casos, incluso medidas contractivas pueden resultar insuficientes para estabilizar la economía y evitar un colapso monetario si los agentes no confían en la sostenibilidad de dichas políticas.

En conjunto, el caso argentino ilustra cómo la interacción entre desequilibrios fiscales, debilidad institucional y vulnerabilidad externa puede limitar significativamente la capacidad de la política monetaria para prevenir crisis económicas. Para que la política monetaria sea

efectiva, resulta necesario un marco macroeconómico coherente que incluya disciplina fiscal, instituciones monetarias creíbles y una estrategia de crecimiento que reduzca la dependencia del financiamiento externo.

10. Análisis comparativo: Zimbabwe y Argentina

Tras un análisis de los casos de Zimbabwe y Argentina, se puede identificar una serie de patrones comunes que confirman varias de las teorías revisadas, así como diferencias importantes que ayudan a comprender los distintos caminos que puede tomar un colapso monetario, y la consecuente eficacia real de una política monetaria.

En primer lugar. Ambos países muestran una relación muy clara entre déficits fiscales persistentes y pérdida de estabilidad monetaria. En Zimbabwe, el gobierno financió de forma sistemática su gasto público mediante la emisión monetaria, lo cual provocó un aumento excesivo de la oferta monetaria sin respaldo productivo. Esto llevó a la hiperinflación extrema que culminó en el colapso del dólar zimbabuense.

De forma similar, Argentina también experimentó repetidamente dominancia fiscal, en la cual las necesidades de financiación del Estado condicionan la política monetaria. Cuando el sector público depende del Banco Central para cubrir déficits fiscales, la autoridad monetaria pierde su capacidad para priorizar la estabilidad de precios, de esta forma reduciendo la credibilidad de la política monetaria.

En ambos casos, estos contextos afirman el argumento de Cagan y Sargent. Cuando el gobierno utiliza la emisión monetaria como herramienta para financiar el gasto público, se generan presiones inflacionarias que pueden acabar en crisis profundas.

Otra similitud importante es la pérdida de credibilidad institucional. En Zimbabwe, el Banco Central actuó como un instrumento directo del gobierno, financiando programas públicos y otorgando créditos sin respaldo, lo que debilitó totalmente su independencia. De forma comparable, en Argentina la interferencia política y los cambios frecuentes en el régimen monetario limitaron la capacidad del Banco Central para anclar expectativas de inflación.

Esta pérdida de credibilidad institucional coincide con las teorías de expectativas inflacionarias de Cagan. Cuando los agentes económicos anticipan que el gobierno continuará utilizando la emisión monetaria, ajustan su comportamiento reduciendo la demanda de dinero y acelerando el gasto, de esta manera, amplificando el proceso inflacionario. También vemos reflejada la teoría de Sargent de las expectativas racionales, ya que en ambos países, la razón por la que la gente mantiene expectativas de una alta inflación durante décadas es que las políticas gubernamentales actuales y futuras las justifican.

Añadiendo a la pérdida de credibilidad institucional, durante la crisis de Zimbabwe, el RBZ perdió la confianza de los agentes económicos debido a su financiación directa del gasto público mediante emisión monetaria. En Argentina, el INDEC fue cuestionado durante varios años por la manipulación de los datos oficiales de inflación. En este contexto, la teoría de Hanke y Krus sostiene que cuando una economía recurre a estimaciones alternativas como la paridad del poder adquisitivo (PPP) para medir la inflación real, ello refleja un fracaso de la política monetaria y de las instituciones encargadas de medirla.

Finalmente, ambos países también comparten la presencia de ciclos de confianza, expansión y colapso, un patrón que puede interpretarse a través de la hipótesis de inestabilidad de Minsky. En los 2 casos, periodos iniciales de estabilidad y crecimiento generaron una

sensación de seguridad que incentivó el endeudamiento y la expansión económica, pero esta estabilidad resultó ser frágil y terminó desembocando en crisis profundas cuando cambiaron las expectativas o condiciones externas.

10.1 Diferencias clave entre los dos procesos de colapso

A pesar de estas similitudes, sí que existen diferencias fundamentales entre ambos casos, especialmente en la intensidad del colapso monetario.

El caso de Zimbabue representa un colapso monetario extremo, caracterizado por una hiperinflación descontrolada que llegó a niveles de miles de millones por ciento anual. En esa situación, la moneda perdió completamente su función como medio de intercambio, unidad de cuenta y reserva de valor, lo que obligó al país a abandonar su moneda y adoptar un sistema de dolarización. En contraste, Argentina ha experimentado crisis recurrentes de inflación y recesión, pero sin llegar a un colapso monetario total comparable al de Zimbabue. Aunque el país haya registrado, y seguramente volverá a registrar, niveles de inflación muy elevados y múltiples crisis económicas, la moneda nacional ha continuado existiendo y el sistema monetario no ha sido reemplazado completamente por divisas extranjeras.

Otra diferencia importante es el papel de los factores externos. En el caso argentino, la economía muestra una fuerte dependencia del financiamiento externo y una elevada vulnerabilidad a shocks internacionales. Cambios en las condiciones financieras globales o crisis de balanza de pagos. Aunque en Zimbabue sí que ha existido una alta dependencia hacia el exterior, el colapso de Zimbabue estuvo mucho más vinculado a factores internos, como decisiones políticas, reformas agrarias mal planificadas, corrupción institucional y el uso del Banco Central para financiar el gasto público.

10.2 Implicaciones para la eficacia de la política monetaria

El análisis comparativo de ambos casos confirma que la política monetaria tiene límites claros cuando no está respaldada por disciplina fiscal e institucional creíbles. En Zimbabue, la política monetaria perdió completamente su eficacia cuando la confianza en la moneda desapareció y el Banco Central dejó de actuar como una autoridad independiente.

En Argentina, aunque la situación no llegó a un colapso extremo, la combinación de déficits fiscales, fragilidad institucional y dependencia externa ha limitado repetidamente la capacidad de la política monetaria para estabilizar la economía.

De esta forma, ambos casos refuerzan la conclusión de que la estabilidad monetaria no depende únicamente de la política monetaria, sino de un marco macroeconómico más amplio que incluya disciplina fiscal, instituciones creíbles y expectativas estables por parte de los agentes económicos.

11. Conclusiones finales

El análisis de los casos de Zimbabwe y Argentina sugiere que la política monetaria, por sí sola, no es suficiente para prevenir ni resolver colapsos monetarios cuando existen desequilibrios estructurales más profundos en la economía. En ambos países, la política monetaria terminó actuando más como un síntoma de la crisis que como su causa original. La emisión monetaria excesiva fue el mecanismo a través del cual se manifestó el colapso, pero sus raíces se encuentran principalmente en problemas fiscales persistentes, debilitamiento institucional y pérdida de credibilidad en las autoridades económicas.

En este sentido, la evidencia que he comentado en los análisis confirma que la eficacia de la política monetaria depende en gran medida de su contexto institucional y fiscal. Cuando el Banco Central se ve obligado a financiar déficits públicos de forma recurrente, su capacidad para controlar la inflación y estabilizar la economía se reduce drásticamente. En ambos casos analizados, la subordinación de la política monetaria a las necesidades fiscales terminó erosionando la confianza en la moneda y en las instituciones que la gestionan.

Adicionalmente, el análisis muestra que los colapsos monetarios suelen desarrollarse de forma gradual. Durante una primera fase, tal como describe Borio en su análisis de los ciclos financieros, las tensiones macroeconómicas se acumulan mientras la economía continúa funcionando con una cierta aparente normalidad. En esta etapa, la emisión monetaria puede incluso generar ingresos reales para el Estado a través del señoreaje. Sin embargo, tal como plantea Cagan en su modelo de hiperinflación, existe un punto a partir del cual el aumento de la inflación reduce la demanda de dinero y hace que el propio mecanismo de financiación monetaria se vuelva ineficaz. Una vez superado este umbral, el sistema monetario puede entrar en una dinámica inestable, con alto riesgo, y difícil de revertir.

Como he mencionado, Zimbabwe representa el caso en el que este proceso llegó a su extremo, produciendo un colapso total de la moneda. Por el otro lado, Argentina ilustra una situación diferente de una economía que no colapsa completamente, pero que permanece atrapada en ciclos recurrentes de inflación elevada, pérdida de credibilidad y crisis cambiarias.

Igualmente, ambos casos muestran que la estabilidad monetaria depende menos de la capacidad técnica de los bancos centrales que de la confianza en las instituciones que respaldan la moneda. Cuando esa confianza se erosiona, ya sea por políticas fiscales insostenibles, manipulación de datos económicos o intervenciones políticas constantes, la política monetaria pierde gran parte de su capacidad para estabilizar la economía.

Por lo tanto, la principal conclusión de este análisis es que la política monetaria puede ser una herramienta efectiva para mantener la estabilidad de precios, pero solo cuando opera dentro de un marco institucional creíble y con disciplina fiscal. Sin estas condiciones, incluso las políticas monetarias más sofisticadas tienen una capacidad muy limitada para evitar o resolver crisis monetarias profundas. En cualquier cosa, siempre es importante evitar el dogmatismo ideológico, y solo aplicar políticas monetarias intelectuales y adaptadas al contexto en el que se encuentra el país. Y, aunque políticas extremas como la dolarización,

pueden ser efectivas a corto plazo, es más importante mantener una política monetaria estable, predecible y de nuevo, confiable, para que mantenga su eficacia a largo plazo.

12. Recomendaciones

A partir del análisis de los casos de Zimbabwe y Argentina, puede concluirse que prevenir colapsos requiere ir más allá de las herramientas tradicionales de política monetaria. En particular, es necesario diseñar mecanismos institucionales que permitan detectar desequilibrios antes de que se conviertan en crisis.

Una posible innovación inspirada en el modelo de Cagan, sería desarrollar un indicador que permite detectar cuando una economía se acerca a un punto crítico de hiperinflación. Este indicador podría combinar variables como el crecimiento de la base monetaria, la inflación observada y la evolución de la demanda de dinero. El objetivo sería identificar el momento en el que el señoreaje deja de generar ingresos reales sostenibles para el Estado. Si el indicador muestra que la economía se aproxima a ese umbral, podrían activarse automáticamente ciertas medidas de estabilización, como limitar la financiación monetaria del déficit o introducir ajustes fiscales graduales, capando el gasto, la impresión y el endeudamiento. De este modo, la economía podría anticiparse a las dinámicas que suelen conducirlas.

Otra propuesta sería crear un índice de credibilidad monetaria que mida el nivel de confianza que los agentes económicos tienen en las instituciones encargadas de gestionar la política monetaria. Este índice podría incluir factores los cuales son los que afectan esta confianza y las expectativas de los agentes. Como, por ejemplo, la diferencia entre la inflación oficial y las estimaciones independientes, la estabilidad del tipo de cambio, la transparencia de los datos económicos, o el grado real de independencia del Banco Central. Si este indicador comenzara a deteriorarse de forma persistente, podría interpretarse como una señal temprana de que la política monetaria está perdiendo credibilidad y capacidad para influir en las expectativas.

Por último, en economías con un historial prolongado de inflación elevada, podría ser útil explorar regímenes monetarios híbridos que combinen disciplina con cierto margen de flexibilidad. Por ejemplo, sistemas que limiten la expansión de la base monetaria mediante reglas vinculadas a reservas internacionales o a objetivos de inflación verificables. Este tipo de mecanismos podría ayudar a reconstruir gradualmente la credibilidad de la política monetaria en contextos donde la confianza en las instituciones ha sido seriamente debilitada.

En conjunto, estas propuestas parten de una idea central de que evitar colapsos monetarios no consiste únicamente en reaccionar cuando la crisis ya ha estallado, sino en identificar a tiempo los desequilibrios que genera esta crisis y establecer reglas que limiten su desarrollo antes de que sea demasiado tarde, y se haga un daño irreversible.

13. Limitaciones del estudio

A pesar del esfuerzo por ofrecer un análisis riguroso y coherente, este trabajo presenta una serie de limitaciones que deben ser reconocidas.

Primero, el carácter cualitativo del estudio implica que las conclusiones se basan en la interpretación de evidencia histórica y teórica, lo que puede introducir cierto grado de subjetividad. Aunque lo he tratado de mitigar con el uso de múltiples fuentes académicas y empíricas, no se ha llevado a cabo un análisis econométrico que permita cuantificar exactamente las relaciones causales identificadas.

En segundo lugar, la selección de casos de Zimbabue y Argentina limita la capacidad de generalización de los resultados. Aunque estos dos casos hayan sido elegidos por su relevancia y sus contextos distintos, otros episodios históricos de hiperinflación podrían aportar matices adicionales o cuestionar algunas de las conclusiones a las que he llegado.

Adicionalmente, la disponibilidad y fiabilidad de los datos constituyen una limitación relevante, especialmente en contextos de crisis donde las estadísticas oficiales pueden estar distorsionadas o incompletas, como hemos visto en Zimbabue y Argentina.

14. Declaración del uso de IA

Por la presente, yo, Carmen Sofía Kiviet Fernández, estudiante de Administración de Empresas con Mención Internacional (E-4) de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado " Las causas del colapso y eficacia de la política monetaria: Un análisis de colapsos monetarios históricos ", declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación [el alumno debe mantener solo aquellas en las que se ha usado ChatGPT o similares y borrar el resto. Si no se ha usado ninguna, borrar todas y escribir "no he usado ninguna"]:

1. **Corrector de estilo literario y de lenguaje:** Para mejorar la calidad lingüística y estilística del texto.
2. **Generador previo de diagramas de flujo y contenido:** Para esbozar diagramas iniciales.
3. **Sintetizador y divulgador de libros complicados:** Para resumir y comprender literatura compleja.

Afirmo que toda la información y contenido presentados en este trabajo son producto de mi investigación y esfuerzo individual, excepto donde se ha indicado lo contrario y se han dado los créditos correspondientes (he incluido las referencias adecuadas en el TFG y he explicitado para que se ha usado ChatGPT u otras herramientas similares). Soy consciente de las implicaciones académicas y éticas de presentar un trabajo no original y acepto las consecuencias de cualquier violación a esta declaración.

Fecha: 25/03/2026

Firma: *Carmen Sofía Kiviet Fernández*

15. Bibliografía

Agne, M. C. (2015). *Zimbabwe de ayer a hoy: Desafíos y perspectivas de desarrollo político y económico*. Pre-bie3, (4), 33.

Alexander, R. J. (2019). *Juan Domingo Perón: A history*. Routledge.

Anušić, Z., & Švaljek, S. (1996). Olivera-Tanzi effect: Theory and its manifestation in the Croatian stabilization programme. *Croatian Economic Survey*, (3), 73–102.

Auditoría General de la Nación. (2017). *Endeudamiento LEBAC–NOBAC. Impacto de la esterilización en el Programa Monetario del BCRA: Estudio especial*.

Banco Mundial. (s. f.). *Crédito interno al sector privado (% del PIB)*. Recuperado el 20 de marzo de 2026, de Datos del indicador

Bernanke, B. S. (1983). *Non-monetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression* (NBER Working Paper No. 1054). National Bureau of Economic Research.

Borio, C. E. V. (2014). *Monetary policy and financial stability: What role in prevention and recovery?* Bank for International Settlements. <https://www.bis.org/publ/work440.htm> (bis.org in Bing)

Cagan, P. (1956). The monetary dynamics of hyperinflation. In M. Friedman (Ed.), *Studies in the quantity theory of money* (pp. 25–117). University of Chicago Press.

Cantamutto, F. J., & Schorr, M. (2022). El gobierno de Alberto Fernández: Balance del primer año de gestión. *Revista de Economía Política de Buenos Aires*, 1(1), 1–25.

Carrera, J. E., Maciel, G., & Rodríguez, E. (2020). La flexibilidad de un instrumento de política monetaria: El caso de las LEBAC en Argentina. En *LV Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política*.

Clausen, J. R., Coorey, S., Funke, N., Muñoz, S., & Ould-Abdallah, B. (2007). *Lessons from high inflation episodes for stabilizing the economy in Zimbabwe* (IMF Working Paper No. 07/099). International Monetary Fund.

Coomer, J., & Gstraunthaler, T. (2011). The hyperinflation in Zimbabwe. *Quarterly Journal of Austrian Economics*, 14(3), 311–346.

Damill, M., Dancourt, O., & Frenkel, R. (Eds.). (s. f.). *Dilemas de las políticas cambiarias y monetarias en América Latina*. Pontificia Universidad Católica del Perú.

Federal Reserve Bank of St. Louis. (1965). *Interest rates, 1914–1965* [PDF]. FRASER. https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/frbslreview/pages/1965-1969/62472_1965-1969.pdf

Ferrer, A., & Rougier, M. (1963). *La economía Argentina: Las etapas de su desarrollo y problemas actuales*. Fondo de Cultura Económica.

FocusEconomics. (s. f.). *Zimbabwe – Indicadores monetarios*. <https://www.focus-economics.com/es/country-indicator/zimbabwe/money/>

Friedman, M., & Schwartz, A. J. (1963). *A monetary history of the United States, 1867–1960*. Princeton University Press.

Girón, A. (2009). *Argentina: Su recurrente inestabilidad financiera*. CLACSO–UNAM.

Gómez, C. M. R. (2002). Conflicto en Zimbabwe. *Papeles de cuestiones internacionales*, (79), 97–112.

Hanke, S. H., & Krus, N. (2013). World hyperinflations. In R. Parker & R. Whaples (Eds.), *Routledge handbook of major events in economic history* (pp. 385–401). Routledge.

Hanke, S. H., & Kwok, A. K. F. (2009). On the measurement of Zimbabwe's hyperinflation. *Cato Journal*, 29(2), 353–364.

IMF. (2020). *Zimbabwe: Selected issues* (IMF Country Report No. 20/XX). International Monetary Fund.

IMF – Kramarenko, V., Engstrom, L., Verdier, G., Fernandez, G., Oppers, S. E., Hughes, R., & Coats, W. (2010). *Zimbabwe: Challenges and policy options after hyperinflation* (IMF African Department Paper No. 10/03). International Monetary Fund.

Informe sobre la evaluación del papel del FMI en Argentina, 1991–2001. (2004). International Monetary Fund.

IndexMundi. (s. f.). *Zimbabwe – Tasa de interés de los depósitos*. <https://www.indexmundi.com/es/datos/zimbabwe/tasa-de-inter%C3%A9s-de-los-dep%C3%B3sitos>

International Monetary Fund. (2007). *Global financial stability report: Market developments and issues – Chapter I* [PDF]. <https://www.imf.org/-/media/websites/imf/imported-flagship-issues/external/pubs/ft/gfsr/2007/01/pdf/chap1pdf.pdf>

International Monetary Fund. (s. f.). Countries. <https://www.imf.org/en/countries>

Kindleberger, C. P., & Aliber, R. Z. (2005). *Manias, panics, and crashes: A history of financial crises* (5.^a ed.). John Wiley & Sons.

Kulfas, M. (2019). *Los tres kirchnerismos: Una historia de la economía Argentina, 2003–2015*. Siglo XXI Editores.

- Maldonado, Á. S. C. (2020). Robert Mugabe, en tres momentos de la historia contemporánea de Zimbabwe. *Horizonte Histórico*, (21), 71–88.
- McGuire, J. W. (1999). *Peronism without Perón: Unions, parties, and democracy in Argentina*. Stanford University Press.
- Minsky, H. P. (1979). *The financial instability hypothesis: Capitalist processes and the behavior of the economy* (Working Paper No. 74). Jerome Levy Economics Institute.
- Morillo Bentué, J. (2012, 3 de noviembre). La libertad de moneda acaba con la hiperinflación de Zimbabwe. *Libertad Digital*. <https://www.libertaddigital.com/libremercado/2012-11-03/la-libertad-de-moneda-acaba-con-la-hiperinflacion-de-zimbabwe-1276473118/>
- Mussa, M. (2002). *Argentina and the Fund: From triumph to tragedy*. Institute for International Economics.
- Murphy, R. P. (2020, 28 de junio). Los keynesianos sobre la causa y la cura de las depresiones. *Mises Institute*. <https://mises.org/es/mises-wire/los-keynesianos-sobre-la-causa-y-la-cura-de-las-depresiones>
- Naciones Unidas. (2019, 12 de diciembre). Zimbabwe: La inflación sigue disparada y el hambre aumenta. *Noticias ONU*. <https://news.un.org/es/story/2019/12/1467291>
- Natanson, J. (2019). Argentina: Elecciones en tiempos de grieta. *Nueva Sociedad*, 281, 4–11.
- Palmisano, T., & Teubal, M. (2020). Aspectos generales de la política económica del gobierno de Mauricio Macri en Argentina (2015–2018). *Documentos de Trabajo del CEUR*, 1–25.
- Rapoport, M. (2023). El Plan de Convertibilidad y la economía Argentina, 1991–2001. *Ciclos en la historia, la economía y la sociedad*, 30(60), 5–49.
- Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2008). *This time is different: A panoramic view of eight centuries of financial crises* (NBER Working Paper No. 13882). National Bureau of Economic Research.
- Reserve Bank of Zimbabwe. (s. f.). *Inflation*. <https://www.rbz.co.zw/index.php/research/markets/inflation>
- Rossi, I. (2021). El Plan Austral en el proyecto de refundación democrática. *Revista Uruguaya de Historia Económica*, 19(XIX), 100–120.
- Rossi, I. (2025). Intersticios de política económica durante el gobierno de Alfonsín. *Boletín del Instituto de Historia Argentina y Americana Dr. Emilio Ravignani*, (63), 84–109.
- Sargent, T. J. (1982). The ends of four big inflations. In R. Hall (Ed.), *Inflation: Causes and effects* (pp. 41–98). University of Chicago Press.

Tanzi, V. (1998). Corruption around the world: Causes, consequences, scope, and cures. *IMF Staff Papers*, 45(4), 559–594. <https://doi.org/10.2307/3867585>

Turner, F., & Miguens, J. E. (Eds.). (1983). *Juan Perón and the reshaping of Argentina*. University of Pittsburgh Press.

The World Bank. (1991). *The macroeconomics of populism in Latin America* (R. Dornbusch & S. Edwards, Eds.). World Bank.
<https://documents1.worldbank.org/curated/en/823061468776408577/pdf/multi0page.pdf>

Uncal, L. (2009). Zimbabwe: Política contemporánea y el problema de la reforma agraria. En *XII Jornadas Interescuelas/Departamentos de Historia*. Universidad Nacional del Comahue.

Wylde, C. (2012). ¿Continuidad o cambio? Política económica Argentina posterior a la crisis y el gobierno de Néstor Kirchner, 2003–2007. *Íconos*, (43), 109–133.

Yellen, J. L. (2009, 1 de mayo). A Minsky meltdown: Lessons for central bankers. *FRBSF Economic Letter*, 2009-15. <https://www.frbsf.org/research-and-insights/publications/economic-letter/2009/05/minsky-central-bank-asset-price-bubbles/>

Zettelmeyer, J. (2018). Lessons from the 2000–2002 crisis in Argentina for the sustainability of the euro. *ifo DICE Report*, 16(3), 21–24.

16. Descripción de palabras

IPC- Índice De Precios al Consumo

RBZ- Banco de la Reserva de Zimbabue

FMI- Fondo Monetario Internacional

INDEC- Instituto Nacional de Estadística y Censos de la República Argentina

PIB- Producto Interior Bruto

PYMES- Pequeña y Mediana Empresa

FED- Federal Reserve System

LEBAC- Letras del Banco Central de la República Argentina

Carry Trade- una estrategia en la que pides dinero en una moneda con intereses bajos y lo inviertes en otra con intereses más altos para ganar la diferencia.

LBOs- Leveraged Buy Out/Compra apalancada, una operación en la que una empresa se compra principalmente usando deuda que luego se paga con los propios recursos de la empresa adquirida.