



La política fiscal y monetaria de Japón a la luz de la teoría monetaria moderna (TMM)

Carlos Quero CuéllarUniversidad Complutense de Madrid  <https://dx.doi.org/10.5209/ijhe.105718>

Recibido: 28/10/2025 • Revisado: 09/01/26 • Aceptado: 15/01/26

ES Resumen. Este trabajo analiza la experiencia económica de Japón a través del marco interpretativo de la Teoría Monetaria Moderna (TMM), centrando la atención en la interacción entre política fiscal, política monetaria y estabilidad macroeconómica. Japón representa un caso singular: combina una deuda pública que supera el 240 % del PIB con tipos de interés e inflación persistentemente bajos, contradiciendo las predicciones de la economía convencional. A partir de una metodología mixta —que integra la revisión teórica con el análisis descriptivo e interpretativo de los principales indicadores macroeconómicos— se examina cómo la coordinación entre el gasto público y la política monetaria del Banco de Japón ha permitido sostener la demanda agregada y evitar episodios de insolvencia o inflación elevada. Los resultados indican que los déficits fiscales prolongados han contribuido a estabilizar la economía en un contexto de trampa de liquidez y recesión de balances, sin comprometer la confianza en la deuda soberana. No obstante, la política fiscal japonesa ha sido cautelosa, alternando fases de expansión y consolidación, lo que ha limitado su capacidad para alcanzar un pleno empleo sostenido. El estudio concluye que la experiencia japonesa se alinea con varios postulados de la TMM, especialmente en lo referente a la soberanía monetaria y la sostenibilidad de la deuda, aunque no constituye una aplicación deliberada de dicha teoría. Estas conclusiones permiten reconsiderar el papel del déficit público y la coordinación fiscal-monetaria en economías avanzadas.

Palabras clave. Teoría Monetaria Moderna (TMM); Finanzas funcionales; Chartalismo; Japón; Déficit fiscal; Deuda pública; Banco de Japón; Política monetaria; Expansión cuantitativa (QE); Control de la curva de rendimientos; Estabilidad económica; Trampa de liquidez; Recesión de balances; Crecimiento económico; Inflación; Pleno empleo.

Código JEL: B59.

EN Japan's Fiscal and Monetary Policy in Light of Modern Monetary Theory (MMT)

EN Abstract. This paper analyzes Japan's economic experience through the interpretive framework of Modern Monetary Theory (MMT), focusing on the interaction between fiscal policy, monetary policy, and macroeconomic stability. Japan represents a unique case: it combines a public debt exceeding 240 % of GDP with persistently low interest rates and inflation, challenging conventional economic predictions. Using a mixed-methods approach—integrating theoretical review and a descriptive and interpretative analysis of the main macroeconomic indicators—this paper examines how the coordination between public spending and the Bank of Japan's monetary policy has supported aggregate demand and prevented insolvency or high inflation. The findings indicate that sustained fiscal deficits have helped stabilize the economy within a liquidity-trap and balance-sheet-recession environment, without eroding confidence in sovereign debt. Nevertheless, Japan's fiscal policy has remained cautious, alternating between stimulus and consolidation phases, thereby limiting its capacity to achieve full and sustained employment. Overall, Japan's experience is broadly consistent with the core tenets of MMT, particularly regarding monetary sovereignty and debt sustainability, although it does not represent a deliberate implementation of the theory. These conclusions invite a reconsideration of the role of public deficits and fiscal-monetary coordination in advanced economies.

Keywords. Modern Monetary Theory (MMT); Functional finance; Chartalism; Japan; Fiscal deficit; Public debt; Bank of Japan; Monetary policy; Quantitative easing (QE); Yield curve control; Economic stability; Liquidity trap; Balance sheet recession; Economic growth; Inflation; Full employment.

JEL Codes: B59.

PT A política fiscal e monetária do Japão à luz da Teoria Monetária Moderna (TMM)

PT Resumo. Este trabalho analisa a experiência econômica do Japão a partir do marco interpretativo da Teoria Monetária Moderna (TMM), concentrando a atenção na interação entre política fiscal, política monetária e estabilidade macroeconômica. O Japão representa um caso singular: combina uma dívida pública que supera 240% do PIB com taxas de juros e inflação persistentemente baixas, contrariando as previsões da economia convencional. Com base em uma metodologia mista – que integra a revisão teórica com a análise descritiva e interpretativa dos principais indicadores macroeconômicos – examina-se como a coordenação entre o gasto público e a política monetária do Banco do Japão permitiu sustentar a demanda agregada e evitar episódios de insolvência ou inflação elevada. Os resultados indicam que os déficits fiscais prolongados contribuíram para estabilizar a economia em um contexto de armadilha da liquidez e recessão de balanços, sem comprometer a confiança na dívida soberana. No entanto, a política fiscal japonesa tem sido cautelosa, alternando fases de expansão e consolidação, o que limitou sua capacidade de alcançar pleno emprego sustentado. O estudo conclui que a experiência japonesa se alinha com vários postulados da TMM, especialmente no que se refere à soberania monetária e à sustentabilidade da dívida, embora não constitua uma aplicação deliberada dessa teoria. Essas conclusões permitem reconsiderar o papel do déficit público e da coordenação fiscal-monetária em economias avançadas.

Palavras-chave: Teoria Monetária Moderna (TMM); Finanças funcionais; Cartalismo; Japão; Déficit fiscal; Dívida pública; Banco do Japão; Política monetária; Expansão quantitativa (QE); Controle da curva de rendimentos; Estabilidade econômica; Armadilha da liquidez; Recessão de balanços; Crescimento econômico; Inflação; Pleno emprego.

JEL classificação: B59.

Sumario: Introducción. 1. Introducción: de la ortodoxia clásica a la TMM. 2. Teoría Monetaria Moderna (TMM). 3. Política monetaria y déficit fiscal en Japón. 4. Estabilidad económica y efectos del endeudamiento público. 5. Metodología. 6. Evaluación del déficit fiscal y su impacto en Japón. 7. Impacto de la política monetaria en la estabilidad económica.

Cómo citar: Quero Cuéllar, C. (2026): La política fiscal y monetaria de Japón a la luz de la teoría monetaria moderna (TMM). *Iberian Journal of the History of Economic Thought*, 13(1), 143-155. <https://dx.doi.org/10.5209/ijhe.105718>.

Introducción

Japón ha desafiado las expectativas de la ortodoxia fiscal y monetaria durante las últimas décadas. Tras el estallido de la burbuja financiera a inicios de los años 1990, la economía japonesa entró en un período prolongado de bajo crecimiento, tasas de interés cercanas a cero e incluso deflación. Para sostener la actividad económica, el gobierno japonés ha incurrido en déficits fiscales persistentes a lo largo del ciclo económico, lo que ha elevado la deuda pública bruta de aproximadamente un 60% del PIB en 1990 a alrededor del 240% en años recientes (Fournier et al., 2022). Este nivel de endeudamiento público –uno de los más altos del mundo desarrollado– se ha acompañado, paradójicamente, de estabilidad financiera: los rendimientos de los bonos gubernamentales japoneses se han mantenido bajos y la inflación ha permanecido contenida (Fournier et al., 2022; Ministry of Finance Japan, 2025). En otras palabras, Japón no ha experimentado las crisis de deuda o espirales inflacionarias que la teoría económica convencional podría predecir ante un endeudamiento soberano tan elevado.

Esta aparente contradicción ha suscitado un creciente interés en analizar el caso japonés a la luz de la Teoría Monetaria Moderna (TMM). La TMM es

un enfoque macroeconómico heterodoxo que reinterpreta el funcionamiento de las finanzas públicas en países con moneda soberana. Sus defensores sostienen que un Estado que emite su propia moneda no puede quebrar involuntariamente y puede financiar gastos deficitarios mediante la creación de dinero, estando limitado principalmente por la inflación y la disponibilidad de recursos reales, no por restricciones presupuestarias tradicionales (Wray, 2015; Kelton, 2021). Desde esta perspectiva, los déficits fiscales persistentes de Japón y su continua acumulación de deuda podrían interpretarse no como una imprudencia fiscal insostenible, sino como un resultado natural –y manejable– dada su condición de emisor soberano de yenes. De hecho, economistas de la TMM han citado reiteradamente a Japón como ejemplo de que altos niveles de déficit y deuda pública no conllevan automáticamente insolvencia, tasas de interés elevadas ni descontrol inflacionario (Nersisyan & Wray, 2021).

No obstante, la noción de que Japón “está aplicando la TMM” ha sido controvertida. Autoridades japonesas han rechazado explícitamente esa caracterización: el ministro de Finanzas Taro Aso calificó a la TMM de “idea extrema y peligrosa” y afirmó que debilitaría la disciplina fiscal, mientras que el Ban-

co de Japón ha insistido en que, pese a las políticas de estímulo desplegadas, mantiene como objetivo de largo plazo la sostenibilidad fiscal (Wray, 2020). Estas declaraciones evidencian la brecha entre las políticas efectivamente implementadas en Japón y las recomendaciones más expansivas que proponen los teóricos de la TMM (Nersisyan & Wray, 2021). En consecuencia, surge la pregunta central que guía este estudio: ¿En qué medida la experiencia económica de Japón se alinea con los postulados de la TMM, particularmente en lo referente al manejo del déficit fiscal, la política monetaria y la estabilidad macroeconómica?

El objetivo de este trabajo es evaluar la aplicabilidad de la TMM en el contexto japonés mediante un análisis de su déficit fiscal crónico, la respuesta de la política monetaria del Banco de Japón y los indicadores de estabilidad económica (crecimiento, inflación, empleo, entre otros). Se busca (i) analizar la evolución histórica de la política fiscal japonesa y determinar cómo sus persistentes déficits han impactado en variables como la inflación y el crecimiento económico; (ii) examinar el papel de la política monetaria ultraexpansiva del Banco de Japón –incluyendo tasas de interés cero, expansiones cuantitativas (QE) y control de la curva de rendimientos– en el sostenimiento de la estabilidad financiera y en el financiamiento indirecto del déficit; y (iii) contrastar las prácticas de política económica de Japón con los principios de la TMM, identificando coincidencias y divergencias.

En términos de hipótesis, este estudio parte de la premisa de que la experiencia japonesa valida en buena medida algunas proposiciones clave de la TMM: Japón ha podido mantener elevados niveles de endeudamiento público sin incurrir en insolvencia ni en una espiral inflacionaria porque su Banco Central puede monetizar la deuda y mantener bajos los tipos de interés mientras exista capacidad ociosa en la economía (Nersisyan & Wray, 2021). Sin embargo, también se considera la posibilidad de que Japón no haya aprovechado plenamente el espacio fiscal que tendría según la TMM –por ejemplo, al retraer prematuramente el estímulo fiscal en varias ocasiones por preocupaciones sobre la deuda (Koo, 2011; Fournier et al., 2022)–, lo cual podría haber contribuido a su prolongado estancamiento.

La estructura del presente artículo sigue una secuencia lógica que combina la exposición teórica con el análisis descriptivo e interpretativo de los principales indicadores macroeconómicos. Tras el resumen y la introducción, donde se plantea la problemática y los objetivos del estudio, se desarrolla un marco teórico que revisa la evolución del pensamiento económico desde la ortodoxia clásica hasta la Teoría Monetaria Moderna, destacando las aportaciones de Lerner, Knapp y Wray. A continuación, la metodología detalla el enfoque mixto empleado, integrando el análisis documental con la descripción de series temporales procedentes de fuentes oficiales como el Banco de Japón, el Ministerio de Finanzas, el Fondo Monetario Internacional y la OCDE. En la sección de resultados se examinan, de manera diferenciada, el impacto del déficit fiscal, la política monetaria y la aplicación práctica de la Teoría Monetaria Moderna en Japón. Finalmente, las conclusiones sintetizan los hallazgos principales, recono-

cen las limitaciones del estudio y sugieren líneas futuras de investigación, situando el caso japonés como referencia comparativa para otras economías avanzadas.

Más allá del interés empírico que despierta la experiencia económica japonesa, su prolongada convivencia con elevados déficits fiscales, un endeudamiento público sin precedentes y una notable estabilidad macroeconómica plantea interrogantes de mayor alcance teórico e historiográfico. Tal como ya señalara Keynes (1936), los problemas económicos persistentes no pueden comprenderse exclusivamente desde la óptica del equilibrio presupuestario, sino desde la interacción entre demanda efectiva, instituciones monetarias y acción estatal. En este sentido, el caso japonés no solo interpela a la economía convencional, sino que obliga a reconsiderar supuestos profundamente arraigados sobre la relación entre dinero, deuda y Estado. Lejos de constituir un fenómeno puramente contemporáneo, esta problemática se inscribe en una tradición intelectual más amplia que concibe la moneda como una institución social y política, cuya estabilidad depende del entramado institucional que la sustenta (Ingham, 2004). Desde esta perspectiva, la Teoría Monetaria Moderna puede interpretarse no como una ruptura radical, sino como una relectura moderna de debates históricos de larga duración sobre soberanía monetaria y límites del gasto público (Kelton, 2021).

1. Introducción: de la ortodoxia clásica a la TMM

La tradición económica clásica y neoclásica concebía el endeudamiento público como una excepción, un recurso reservado a situaciones extraordinarias –guerras, crisis o calamidades naturales– que debía revertirse con rapidez. Adam Smith, en *La riqueza de las naciones* (1776), advertía ya que los déficits prolongados podían minar la confianza en la moneda y comprometer el orden fiscal, por lo que la prudencia presupuestaria se erigía como virtud moral y principio de estabilidad. Este criterio fue heredado por la economía neoclásica, que asoció el equilibrio fiscal con la estabilidad de precios y el buen funcionamiento de los mercados.

La teoría de las finanzas públicas desarrollada por Pigou¹ y posteriormente por los monetaristas²

¹ Desde la perspectiva de Arthur Cecil Pigou, la disciplina fiscal constituye un principio esencial del buen gobierno económico, aunque no debe concebirse como un fin en sí mismo, sino como un medio al servicio del bienestar colectivo. En sus obras *The Economics of Welfare* (1920) y *A Study in Public Finance* (1928), Pigou sostiene que el Estado tiene la responsabilidad de intervenir mediante impuestos y gasto público cuando el mercado no logra asignar los recursos de manera eficiente –especialmente ante la presencia de externalidades negativas o desigualdades distributivas–, pero advierte también que dicha intervención debe ejercerse con prudencia y equilibrio presupuestario. Para Pigou, la política fiscal debe ser funcional a la eficiencia y a la equidad, evitando déficits prolongados que comprometan la estabilidad financiera del Estado y la confianza pública. En este sentido, su pensamiento combina la sensibilidad social derivada de la economía del bienestar con una visión de responsabilidad fiscal heredera del liberalismo clásico, configurando una teoría que reconoce el papel corrector del Estado sin renunciar a la necesidad de un orden presupuestario sostenible.

² Desde la óptica monetarista, la disciplina fiscal constituye una condición indispensable para la estabilidad

situó la disciplina fiscal como una condición necesaria para la estabilidad de precios. Bajo esta óptica, el déficit público genera presiones sobre el tipo de interés y desplaza la inversión privada —el conocido *crowding-out*—, mientras que el endeudamiento excesivo compromete la confianza de los mercados y eleva la prima de riesgo.

La persistencia histórica de la concepción ortodoxa —que identifica el endeudamiento público con desequilibrio, irresponsabilidad o amenaza inflacionaria— ha marcado profundamente tanto el pensamiento económico como el discurso político. Sin embargo, la evidencia histórica sugiere que la relación entre deuda pública e inestabilidad no ha sido uniforme ni automática. Como muestran Reinhart y Rogoff (2011), los episodios de crisis asociados a la deuda han estado vinculados principalmente a regímenes de convertibilidad rígida, endeudamiento externo o pérdida de soberanía monetaria, más que al volumen nominal del pasivo público. De igual modo, los análisis institucionales sobre la formación del Estado moderno destacan que la credibilidad fiscal no deriva únicamente de la austeridad presupuestaria, sino de la capacidad del Estado para comprometerse creíblemente con sus obligaciones financieras dentro de un marco institucional sólido (North & Weingast, 1989).

Frente a la ortodoxia fiscal, la Gran Depresión de 1929 marcó un punto de inflexión. John Maynard Keynes, en *La teoría general del empleo, el interés y el dinero* (1936), rompió con la idea de que el presupuesto equilibrado debía ser una meta permanente. El gasto público, argumentó, podía y debía utilizarse para compensar las insuficiencias de la demanda agregada, impulsando la inversión y el empleo cuando el sector privado se retraía. No obstante, Keynes concebía los déficits como instrumentos contracíclicos temporales, destinados a corregir desequilibrios transitorios. Sin embargo, la formulación keynesiana permaneció ambigua respecto al origen del dinero utilizado para financiar ese gasto, y no llegó a cuestionar radicalmente la separación entre Tesoro y Banco Central³.

macroeconómica y la preservación del valor de la moneda. Autores como Milton Friedman sostienen que los desequilibrios presupuestarios persistentes generan presiones inflacionarias al incentivar una expansión excesiva de la oferta monetaria, lo que distorsiona los precios relativos y erosiona la confianza en la política económica. En obras como *A Monetary History of the United States, 1867-1960* (1963) y *The Counter-Revolution in Monetary Theory* (1970), Friedman subraya que el control de la inflación depende, en última instancia, de la restricción del gasto público y del crecimiento moderado de la cantidad de dinero, pues “la inflación es siempre y en todo lugar un fenómeno monetario”. Para los monetaristas, la política fiscal debe ser predecible, austera y subordinada a reglas monetarias estables, evitando déficits estructurales que conduzcan a la monetización de la deuda y a la pérdida de credibilidad del Estado. De este modo, la disciplina presupuestaria se erige en el fundamento del orden económico, al garantizar la neutralidad del dinero y la confianza en la estabilidad del sistema financiero.

³ Esta ambigüedad puede observarse en *Tratado sobre el Dinero* (1930) y *Teoría General* (1936), donde Keynes reconoce la importancia del gasto público, pero asume su financiación a través de deuda y no mediante creación directa de dinero estatal. Incluso en *How to Pay for the War* (1940), su propuesta se orienta al ahorro forzoso y a la imposición antes que a una coordinación explícita entre Tesoro y Banco

En este contexto, Abba P. Lerner propuso en 1943 su teoría de las *finanzas funcionales*, que puede considerarse el verdadero antecedente intelectual de la Teoría Monetaria Moderna. Lerner formuló una premisa audaz: las finanzas públicas deben juzgarse no por criterios de “virtud” contable, sino por su funcionalidad económica. Lo relevante no es el equilibrio presupuestario, sino la consecución de pleno empleo y estabilidad de precios. Si para lograrlo es necesario incurrir en déficit, el Estado debe hacerlo sin reparos. El objetivo de la política fiscal, según Lerner, era mantener el gasto total en el nivel compatible con el pleno empleo, utilizando los impuestos y la emisión de deuda como instrumentos de regulación de la demanda.

Lerner transformó así el paradigma: el déficit no era un mal necesario, sino una herramienta de gestión macroeconómica. Introdujo, además, una idea central que la TMM retomará décadas después: un gobierno soberano no enfrenta una restricción financiera estricta en su propia moneda, puesto que siempre puede crear los medios de pago que requiere. La limitación real se encuentra en los recursos físicos y humanos disponibles, no en los saldos contables del Tesoro.

Simultáneamente, otra corriente intelectual vino a complementar la propuesta de las finanzas funcionales: la teoría estatal del dinero, o *chartalismo*. Georg Friedrich Knapp (1905, trad. 1924) afirmó que el dinero no deriva su valor de un metal precioso ni de un pacto social espontáneo, sino de la decisión soberana del Estado de aceptar una unidad de cuenta para el pago de impuestos y obligaciones.

A principios del siglo XX, A. Mitchell Innes reforzó esta perspectiva al sostener que todo dinero es, en última instancia, un reconocimiento de deuda —una relación crediticia entre el Estado y sus ciudadanos. Esta tradición chartalista fue en gran parte eclipsada por el monetarismo del siglo XX, pero resurgió en la obra de economistas poskeynesianos como Hyman Minsky⁴ y, más tarde, en la TMM.

La convergencia entre las finanzas funcionales de Lerner y el chartalismo de Knapp configuró una visión alternativa del sistema monetario: el Estado soberano, emisor de su propia moneda, puede movilizar recursos internos sin depender de los mercados financieros, siempre que mantenga el control sobre su política monetaria y su tipo de cambio. Esta concepción redefinirá, en el siglo XXI, el debate sobre el déficit y la deuda, en oposición directa a las doctrinas de disciplina presupuestaria de inspiración neoclásica y monetarista.

2. Teoría Monetaria Moderna (TMM)

La Teoría Monetaria Moderna (TMM) es una corriente de pensamiento económico heterodoxo que replantea el papel del Estado, la moneda y la política fiscal en las economías con soberanía monetaria.

Central, manteniendo así la separación institucional entre ambas esferas.

⁴ En la obra *Stabilizing an Unstable Economy* (1986), Minsky desarrolla una concepción de la moneda que se alinea con el chartalismo al considerar el dinero como un pasivo del Estado cuya aceptación está garantizada por la capacidad fiscal de éste, situando así al Tesoro y al Banco Central en la cúspide de la jerarquía del dinero.

Sus raíces se remontan a las ideas de “finanzas funcionales” de Abba P. Lerner (1943), y han sido desarrolladas por autores contemporáneos como Warren Mosler (considerado uno de sus fundadores), L. Randall Wray, Stephanie Kelton y Bill Mitchell, entre otros. En esencia, la TMM sostiene que un gobierno que emite su propia moneda fiduciaria no enfrenta las mismas restricciones financieras que un actor privado o un gobierno sin moneda propia. A diferencia de estos, un Estado monetariamente soberano no puede quedarse sin dinero involuntariamente, pues tiene la facultad de crearlo. Por tanto, el gasto público no está limitado por ingresos previos (impuestos o deuda), sino primordialmente por la disponibilidad de recursos reales y el riesgo de inflación (Wray, 2015). Como señala Wray (2015), en un país con moneda soberana el Estado “no necesita ingresos antes de gastar” y “no puede entrar en bancarrota” en su propia moneda.

Un concepto clave de la TMM es la identidad de balances sectoriales (Godley & Lavoie, 2007): el déficit fiscal de un país es exactamente igual al superávit de otro conjunto de sectores (principalmente, el privado doméstico y el exterior). Esto significa que el endeudamiento público incrementa el ahorro financiero neto de los hogares y empresas. Así, lejos de ser siempre perjudicial, el déficit del gobierno representa la inyección de ingreso que recibe el sector privado (Garzón, 2024). En consecuencia, la TMM no ve a los déficits gubernamentales como una carga per se, sino como una herramienta para sostener la demanda agregada y lograr objetivos macroeconómicos. De hecho, dada la tendencia de los agentes privados a ahorrar parte de sus ingresos, la TMM sostiene que lo habitual es que el sector público deba incurrir en déficit para que la economía alcance el pleno empleo (Mitchell et al., 2019; Garzón, 2024). Pretender que el Estado mantenga presupuestos equilibrados de forma permanente podría ser contraproducente: si empresas y familias desean acumular activos seguros (ahorrar), necesariamente alguna otra parte –usualmente el gobierno– debe gastar más de lo que recibe para evitar una insuficiencia crónica de demanda. Desde esta óptica, el principio ortodoxo de las “finanzas sanas” (equilibrio fiscal continuo) es un mito que la TMM cuestiona (Kelton, 2021).

Otro pilar de la TMM es la concepción chartalista del dinero: el valor de la moneda se deriva principalmente de que el Estado la acepta para el pago de impuestos, más que de un respaldo metálico. La frase “el dinero es una criatura del Estado” (Lerner, 1947) sintetiza esta idea. En la práctica, cuando un gobierno gasta crea dinero (acredita depósitos en el sistema bancario) y cuando cobra impuestos destruye dinero (debita depósitos). Por tanto, los impuestos no financian el gasto público, sino que crean demanda por la moneda del país y contribuyen a controlar la inflación al reducir la liquidez (Wray, 2015; Mitchell et al., 2019). Bajo esta visión, la tradicional separación entre el Tesoro (fisco) y el Banco Central es artificial: en última instancia, ambos conforman un “Estado consolidado” cuyas operaciones conjuntas determinan la oferta monetaria. Emitir deuda pública es, para la TMM, un acto voluntario cuyo propósito es ofrecer al público un activo de ahorro (bono) y absorber el exceso de reservas del

sistema financiero, ayudando a mantener la tasa de interés de mercado en el nivel deseado por el Banco Central (Fullwiler & Wray, 2010). En otras palabras, un gobierno con Banco Central propio no depende de los mercados financieros para financiarse en su moneda: puede pagar sus gastos creando dinero, y la emisión de bonos gubernamentales sirve principalmente para gestionar la liquidez y las tasas de interés, no por necesidad de obtener ingresos.

Si bien la TMM otorga un amplio margen de acción al Estado para gastar, no promueve el gasto irrestricto. El límite real al estímulo fiscal es la inflación. La TMM reconoce que si el gobierno inyecta más demanda de la que la economía puede atender con su capacidad productiva, surgirán presiones inflacionarias (Nersisyan & Wray, 2021). En ese caso, el Estado deberá ajustar su política –ya sea reduciendo el gasto, aumentando impuestos o combinando medidas– para enfriar la economía. Así, la disciplina fiscal en el marco de la TMM se basa en evitar la inflación excesiva, en lugar de imponer metas rígidas de déficit o deuda. Incluso, se han propuesto instrumentos como un programa de empleo garantizado (donde el Estado ofrece trabajo a salario básico a quien no consiga empleo en el sector privado) que funcionarían como estabilizadores automáticos del ciclo y anclarían los salarios, ayudando a lograr pleno empleo con estabilidad de precios (Mitchell et al., 2019).

Otra aportación fundamental de la TMM es la propuesta de un Programa de Empleo Garantizado (PEG), concebido como estabilizador automático del ciclo. Siguiendo la tradición de las finanzas funcionales, este programa proporcionaría un empleo remunerado por el Estado a toda persona dispuesta a trabajar, sirviendo simultáneamente como red de seguridad y ancla nominal para los salarios⁵. Inspirado en el “Plan de Empleo Público” de la década de 1940 en Estados Unidos y desarrollado teóricamente por Mitchell y Tcherneva (2019), este programa según Mitchell, Wray y Watts (2019), sustituye al desempleo involuntario como mecanismo de ajuste macroeconómico, garantizando estabilidad de precios y cohesión social.

La lógica del PEG expresa la coherencia interna de la TMM: si el Estado es emisor monopolista de la moneda, también debe asumir la responsabilidad última de garantizar su demanda –y, por tanto, el derecho al trabajo–. Esta concepción sitúa el empleo y la capacidad productiva como límites reales del gasto, no la contabilidad presupuestaria.

Las ideas de la TMM han generado un intenso debate y también críticas. Desde la economía convencional se objeta que, si bien un país con moneda propia no quiebra literalmente, financiar déficits mediante creación de dinero puede erosionar la confianza en la moneda, depreciarla y detonar inflación elevada en el medio plazo (Krugman, 1999; Blanchard, 2019). Se advierte además que un endeudamiento público demasiado alto podría acotar el espacio de futuras políticas o cargar al Banco Central con la tarea de contener precios, ame-

⁵ El programa de empleo garantizado funciona como ancla nominal porque el salario ofrecido por el Estado establece un piso salarial efectivo en la economía, estabilizando los costes laborales y, por tanto, la dinámica inflacionaria.

nazando su independencia. Por otro lado, algunos analistas señalan que la aplicabilidad práctica de la TMM depende de las condiciones de cada país: en economías emergentes, por ejemplo, un gran déficit fiscal podría derivar en un déficit externo insostenible si aumenta las importaciones por encima de las exportaciones, presionando las reservas internacionales y el tipo de cambio (Pérez Caldentey & Vernengo, 2020). Esto sugiere que, aunque un gobierno con moneda soberana no enfrenta insolvencia en su divisa, sí puede enfrentar restricciones externas y devaluaciones si abusa del estímulo sin prudencia. Otros críticos subrayan factores político-institucionales: argumentan que la TMM minimiza riesgos como la potencial falta de disciplina de los gobiernos o las disputas distributivas que podrían acelerarse con políticas muy expansivas.

A pesar de estas críticas, la TMM ha cobrado relevancia en años recientes, en parte porque casos como el de Japón parecen confirmar algunas de sus predicciones básicas. La propia Kelton (2021) señala que muchos de los temores tradicionales en torno a los déficits (aumento explosivo de tasas de interés, *crowding out* de la inversión privada, crisis de deuda) no se han materializado en economías avanzadas con amplia capacidad ociosa y Bancos Centrales comprometidos con la estabilidad. En síntesis, la TMM ofrece un marco alternativo donde los déficits fiscales, más que un desequilibrio a corregir, son vistos como instrumentos al servicio del pleno empleo y el desarrollo, siempre que se administren dentro de los límites reales de la economía. En la siguiente sección se examina cómo estos postulados teóricos se reflejan –o se refutan– en la experiencia de Japón, un país cuya política económica reciente ofrece un banco de pruebas para evaluar la validez de la TMM.

3. Política monetaria y déficit fiscal en Japón

La experiencia económica de Japón desde la década de 1990 ofrece un escenario único para observar la interacción entre política fiscal y política monetaria bajo las condiciones delineadas por la TMM. Tras el colapso de la burbuja inmobiliaria y bursátil a fines de los años 1980, Japón entró en una prolongada recesión con caída de precios de activos y sobreendeudamiento privado –lo que el economista Richard Koo denominó “recesión de balances”. En respuesta, el gobierno japonés aumentó el gasto público para contrarrestar la contracción del sector privado, incurriendo en déficits fiscales significativos a lo largo de los años 1990. A pesar de algunos intentos de consolidación (notablemente, el aumento del impuesto al consumo en 1997 que agravó la recesión), Japón continuó registrando déficits recurrentes durante las dos décadas siguientes (Koo, 2011). Como resultado, la deuda pública bruta se disparó desde niveles inferiores al 70% del PIB a comienzos de los 90 hasta aproximadamente el 240% del PIB en 2019 (Fournier et al., 2022, p. 3), la más alta entre las economías avanzadas. La llegada de la pandemia de COVID-19 obligó a nuevos estímulos fiscales de gran magnitud, llevando la deuda japonesa a cerca del 260% del PIB en 2021 (Fournier et al., 2022).

Esta acumulación extraordinaria de deuda no provocó en Japón los desenlaces que la teoría convencional hubiera anticipado. En primer lugar, el gobierno japonés no ha enfrentado dificultades para financiarse. Por el contrario, ha podido emitir deuda en yenes a tasas de interés bajísimas durante todos estos años. Los bonos del Estado japonés a 10 años (JGBs) han rendido típicamente menos de 2% anual desde mediados de los 90, llegando a estar cerca de 0% en la última década. Incluso ante el aumento de la razón deuda/PIB, el costo de interés de la deuda pública se redujo, gracias a un entorno de inflación muy baja y a la activa intervención del Banco de Japón (BoJ). Este resultado contrasta con lo ocurrido en países sin control monetario sobre su moneda (por ejemplo, miembros de la zona euro), donde niveles de deuda mucho menores desencadenaron crisis de confianza. En el caso japonés, varios factores explican la estabilidad: la deuda está denominada enteramente en moneda local, es financiada principalmente por ahorradores domésticos y el Banco Central, y la economía ha operado por debajo de su potencial, sin presiones inflacionarias significativas (Akram & Das, 2014). Al cierre de 2024, aproximadamente el 88% de los bonos del gobierno japonés estaban en manos de inversores nacionales –incluyendo cerca del 46% del total en poder del propio Banco de Japón–, mientras los inversores extranjeros solo poseían un 12% (Ministry of Finance Japan, 2025). Esta estructura de tenencia mayoritariamente doméstica ha contribuido a que los mercados no hayan exigido primas de riesgo elevadas por la deuda japonesa, a diferencia de lo que ocurre en países con alta dependencia de acreedores externos.

La política monetaria ha jugado un papel crucial en este cuadro. El Banco de Japón fue pionero en adoptar medidas no convencionales para contrarrestar la deflación y facilitar la expansión fiscal. Ya en 1999 llevó su tasa de interés de referencia a cero, entrando en la llamada trampa de liquidez (Krugman, 1999). Posteriormente, en 2001, lanzó la primera ronda de expansión cuantitativa (QE) de la era moderna, comprando activos financieros –principalmente bonos del gobierno– para inyectar liquidez. Aunque esa estrategia inicial tuvo alcance limitado, a partir de 2013 el BoJ, bajo el programa de estímulo conocido como *Abenomics*, amplió masivamente sus compras de bonos. Su balance se cuadruplicó entre 2013 y 2018, hasta poseer casi la mitad de la deuda pública japonesa. En 2016, el BoJ instauró el control de la curva de rendimientos, comprometiéndose explícitamente a mantener la tasa de interés de los JGB a 10 años en torno al 0%. Esto equivale a una monetización de facto del déficit: el Banco Central garantiza que el gobierno pueda seguir endeudándose en su propia moneda a costo prácticamente nulo. Gracias a estas acciones, el pago de intereses de la deuda pública japonesa se ha mantenido bajo (a pesar del voluminoso stock de deuda) y el crédito interno no ha sido “expulsado” (no se observó el temido *crowding-out* de la inversión privada). Como describen Nersisyan & Wray (2021), Japón ha logrado “domar” el mercado de bonos: el Banco Central actúa como comprador de último recurso, eliminando cualquier expectativa de impago o alza abrupta de tasas.

Ahora bien, es importante destacar que las autoridades japonesas no abrazaron la filosofía de la TMM de manera declarada, sino que sus políticas surgieron por pragmatismo ante la prolongada depresión económica. De hecho, la trayectoria fiscal ha sido errática: alternó fases de estímulo con giros hacia la austeridad motivados por la preocupación sobre la deuda. Nersisyan y Wray (2021) caracterizan la política fiscal de Japón como de *stop-go*, con estímulos fiscales insuficientes y temporales en las recesiones seguidos de intentos prematuros de consolidación apenas la economía mostraba signos de mejora (Nersisyan & Wray, 2021). Por ejemplo, tras la crisis global de 2008-2009 (cuando el déficit superó el 8% del PIB), el gobierno pronto intentó reducirlo, llegando a subir el IVA en 2014, lo que enfrió la incipiente recuperación. De modo similar, un nuevo incremento del IVA en 2019 (de 8% a 10%) precedió a la recesión inducida por la pandemia meses después. Esta prudencia fiscal refleja la arraigada preocupación por la sostenibilidad de la deuda, pero según analistas de la TMM, pudo también contribuir a la persistencia de la debilidad económica (Nersisyan & Wray, 2021). En otros términos, Japón no “explotó” su capacidad fiscal tanto como teóricamente podía haberlo hecho: buscó repetidamente equilibrar sus cuentas, aunque las circunstancias lo llevaron una y otra vez a posponer la meta de superávit primario.

En cuanto a los resultados macroeconómicos, la combinación de déficit fiscales elevados y política monetaria ultraexpansiva logró evitar un colapso económico mayor, pero no fue suficiente para restaurar un crecimiento robusto ni para llevar la inflación al nivel objetivo del 2%. Durante la mayor parte de 1995 a 2020, Japón experimentó inflación cercana a cero o negativa, reflejo de una brecha de producto persistentemente negativa. El desempleo, si bien relativamente bajo en comparación internacional (entre 3% y 5% la mayor parte del tiempo), coexistió con subutilización de recursos y bajo crecimiento de salarios. Estos hechos sugieren que el estímulo total –fiscal y monetario– aplicado pudo ser aún insuficiente para reactivar plenamente la economía, en línea con la crítica de la TMM de que Japón erró al revertir el impulso fiscal demasiado pronto en varias ocasiones (Koo, 2011; Nersisyan & Wray, 2021). No obstante, otro balance de la experiencia japonesa es positivo: el Estado actuó como motor de la demanda cuando el sector privado se estancó, previniendo una depresión prolongada. Koo (2011) argumenta que el endeudamiento público de Japón fue esencial para compensar el despalancamiento masivo del sector privado tras la burbuja, y que sin esos déficits el PIB habría caído mucho más. En su análisis, había “tiempo de sobra para pagar la deuda acumulada” una vez recuperada la economía, dado que crisis de balance como la vivida son eventos de frecuencia generacional (Koo, 2011).

En síntesis, la experiencia de Japón parece demostrar cómo un país con moneda soberana puede sostener déficits fiscales muy altos durante décadas, apoyado por una política monetaria cooperativa, sin incurrir en insolvencia ni hiperinflación. La deuda pública japonesa se financia en yenes, principalmente dentro de su propia economía, y el Banco de Japón ha servido efectivamente como avalista ilimitado de esa deuda. Esto ha mantenido la esta-

bilidad financiera: las tasas de interés permanecieron en niveles históricamente bajos y la confianza en los títulos del Estado se ha mantenido. Desde la perspectiva de la TMM, Japón parece corroborar la noción de que el verdadero límite a la expansión fiscal no es la solvencia sino la inflación –un límite que Japón no ha alcanzado en todo este período de baja inflación crónica. Ahora bien, la otra cara de la moneda es que Japón tampoco ha logrado impulsar una inflación moderada deseada ni un crecimiento vigoroso, lo que sugiere que sus políticas quizá se quedaron cortas respecto de las recomendaciones típicas de la TMM (que habría abogado por un estímulo fiscal más agresivo hasta alcanzar el pleno empleo). Con todo, Japón brinda evidencia de que muchas de las aprensiones tradicionales asociadas a la deuda gubernamental elevada no se materializan en un contexto de soberanía monetaria y banca central proactiva, sentando las bases para discutir qué tanto de su estrategia puede interpretarse como una aplicación implícita (o incompleta) de la TMM.

4. Estabilidad económica y efectos del endeudamiento público

La notable expansión de la deuda pública japonesa plantea la pregunta de cómo ha afectado a la estabilidad económica del país. En muchos sentidos, Japón ha conseguido mantener una estabilidad macroeconómica elevada a pesar –o justamente a causa– de su abultado endeudamiento público. Por un lado, el gobierno ha preservado siempre la capacidad de financiar sus operaciones sin sobresaltos: no ha sufrido crisis de deuda ni episodios de iliquidez fiscal. Incluso durante las turbulencias financieras globales (como la crisis asiática de 1997 o la Gran Recesión de 2008), los bonos japoneses fueron percibidos como activos seguros y sus rendimientos continuaron bajando (Akram & Das, 2014). Esta ausencia de crisis financieras domésticas contrasta con economías que perdieron la confianza de los mercados ante deudas mucho menores. Japón, con su deuda soberana emitida en yenes y respaldada por un Banco Central comprometido, brindó una impresión de solidez que mantuvo estable su sistema financiero.

Por otro lado, Japón ha experimentado durante este período un desempeño económico mediocre en términos de crecimiento e inflación –una especie de “estabilidad en la depresión”. La persistencia de una inflación muy baja y episodios de deflación indican que la economía operó con demanda insuficiente por largos períodos de tiempo. Paradójicamente, la alta deuda pública puede interpretarse más como consecuencia que como causa de esta situación: fue el instrumento para apuntalar una economía débil. Los efectos nocivos que teóricamente podría acarrear un endeudamiento excesivo (fuerte inflación, colapso del tipo de cambio, fuga de capitales) no se materializaron en Japón (Nersisyan & Wray, 2021). La tasa de inflación promedio entre 1993 y 2019 fue de aproximadamente 0%, y el yen se mantuvo relativamente fuerte en los mercados cambiarios gran parte de ese tiempo. De hecho, algunos analistas sostienen que el problema de Japón no fue un exceso de gasto sino una respuesta

fiscal insuficiente: la deuda aumentó principalmente por la caída del PIB nominal (denominador) y por la acumulación de déficits para rescatar a la economía de la recesión, más que por un desborde deliberado del gasto público (Koo, 2011; Tymoigne, 2019).

En términos de sostenibilidad fiscal, la experiencia japonesa sugiere que la métrica convencional deuda/PIB pierde protagonismo cuando los tipos de interés están bajo control. Un indicador más relevante es la carga de intereses sobre el presupuesto público. En Japón, a pesar de que la deuda se cuadruplicó como proporción del PIB, el pago anual de intereses del gobierno se mantuvo contenido en torno al 1%–1.5% del PIB, gracias a los tipos reducidos (e incluso cercanos a cero en la deuda nueva). El Banco de Japón, al reintegrar al Tesoro los intereses de los bonos gubernamentales que posee, ha hecho que casi la mitad de la deuda pública japonesa sea efectivamente libre de costo para el fisco. Esta dinámica implica que el verdadero peso de la deuda es mucho menor de lo que sugiere su tamaño nominal. Además, mientras la tasa de interés que paga el gobierno (r) sea inferior a la tasa de crecimiento nominal de la economía (g), la deuda tiende a estabilizarse o reducirse como proporción del PIB sin necesidad de superávits primarios. Japón ha operado en gran medida en un régimen de $r < g$ garantizado por la política monetaria (Fournier et al., 2022), lo cual ayuda a explicar por qué su deuda es sostenible en el tiempo a pesar de su magnitud.

Sin embargo, la estabilidad lograda no está exenta de desafíos a futuro. Uno de ellos es que la estrategia japonesa depende de que la inflación permanezca baja. Si la economía japonesa superase su estancamiento y enfrentara presiones inflacionarias más fuertes, el Banco de Japón podría verse en la disyuntiva de elegir entre elevar las tasas de interés (para frenar la inflación, encareciendo el costo de la deuda) o mantenerlas bajas (para facilitar la gestión de la deuda, arriesgando un sobrecalentamiento inflacionario). En 2022, con la inflación ascendiendo por encima del 3% anual tras décadas de estancamiento de precios, el BoJ tuvo que ajustar ligeramente su control de la curva de rendimientos –permitiendo que el bono a 10 años subiera hasta 0.5%– ante la debilidad del yen. Si bien este movimiento fue modesto, ilustra cómo un cambio en el entorno macroeconómico (por ejemplo, un encarecimiento global del crédito o un shock de oferta) podría tensar la actual estrategia. No obstante, los economistas de la TMM argumentan que incluso en tal escenario existen medidas para mantener la estabilidad: por ejemplo, subir selectivamente impuestos o retirar gasto privado mediante políticas de ingresos, antes que sacrificar los logros de empleo o crecimiento alcanzados (Tymoigne, 2019; Kelton, 2021).

Otro aspecto que considerar es el impacto social y estructural de recurrir persistentemente a la deuda pública. En Japón, el alto endeudamiento no ha conllevado un deterioro en los indicadores sociales de estabilidad –por el contrario, el país ha mantenido bajos niveles de desigualdad y una cohesión social elevada– pero sí ha generado inquietud en la opinión pública sobre la carga para las generaciones futuras. Esta percepción ha influido en la política, fomentando medidas de austeridad puntuales que quizás frenaron la recuperación (como las subidas

de impuestos mencionadas). La TMM responde a estas preocupaciones enfatizando que la verdadera herencia a las futuras generaciones son las infraestructuras, el capital humano y las mejoras productivas que el gasto presente pueda financiar, más que el saldo contable de la deuda (Kelton, 2021). Desde esta óptica, si el endeudamiento público se traduce en inversión productiva y evita cicatrices permanentes por desempleo, contribuye a la estabilidad de largo plazo más que comprometerla.

En síntesis, los elevados niveles de deuda pública de Japón no han desestabilizado su economía; por el contrario, han sido parte de la solución para sostener la estabilidad en un contexto de choques deflacionarios y falta de demanda privada. Japón no sufrió crisis fiscales ni episodios de hiperinflación –riesgos típicamente asociados a deudas exorbitantes–, lo cual refuerza la visión de que un Estado con moneda propia tiene grados de libertad mucho mayores para endeudarse de lo que la doctrina convencional asumía (Nersisyan & Wray, 2021; Garzón, 2024). Al mismo tiempo, la experiencia japonesa señala que endeudarse puede no ser suficiente por sí solo para revitalizar una economía estancada: es necesario que el gasto deficitario se oriente efectivamente a estimular la actividad productiva. La estabilidad lograda –caracterizada por la ausencia de crisis financieras– ha ido de la mano de un crecimiento anémico, planteando el dilema de cómo usar ese margen de maniobra fiscal de forma más eficaz. Este tema será retomado al discutir la aplicación práctica de la TMM en Japón y sus posibles limitaciones.

5. Metodología

¿Cómo se puede desentrañar un fenómeno con tantas caras como la economía japonesa moderna? Para explorar la aplicación de la Teoría Monetaria Moderna (TMM) en Japón, y todo lo que esto significa para su déficit, su política monetaria y su estabilidad, se ha elegido un enfoque metodológico que combina un análisis teórico-documental con un análisis descriptivo de las principales variables macroeconómicas de Japón durante el periodo 1990–2023, con el propósito de evaluar en qué medida la evolución fiscal y monetaria del país refleja los postulados de la Teoría Monetaria Moderna (TMM)

La primera fase del estudio se basa en un análisis documental a fondo de la literatura académica y de los informes oficiales. No se trata de un simple repaso de fuentes, sino de una investigación que contextualiza los debates teóricos. El esqueleto teórico se construye sobre las obras que definen la TMM, principalmente los textos de Wray (2015, 2020), Mitchell, Wray y Watts (2019) y Kelton (2021). Estos trabajos ofrecen los postulados clave sobre la soberanía de la moneda, la verdadera naturaleza del gasto público y los límites del déficit, que sirven como lente para mirar el caso japonés. Para poner un contrapeso, se incorpora la perspectiva crítica de Garzón (2024), quien pone el dedo en las flaquezas y limitaciones de la TMM. Se miran también visiones que dan más contexto, como la idea de la trampa de la liquidez de Krugman (1999) o la recesión de balance de Koo (2011), conceptos cruciales para entender el porqué de las decisiones tomadas en Japón. Di-

cho análisis examina también los documentos del Banco de Japón (BoJ) y del Ministerio de Finanzas (Ministry of Finance Japan, 2025), buscando comprender la justificación oficial y la lógica subyacente a las políticas para contrastar el discurso con los hechos.

Mientras tanto, la parte cuantitativa se concentra en la recolección y el análisis descriptivo de datos macroeconómicos a través de un estudio de series temporales. Las variables bajo la lupa son:

- **Deuda pública bruta del gobierno general como porcentaje del PIB:** El termómetro principal del nivel de endeudamiento.
- **Déficit fiscal del gobierno general como porcentaje del PIB:** La fotografía anual del desequilibrio en las cuentas públicas.
- **Tasa de inflación:** Medida con el Índice de Precios al Consumidor (IPC), esta variable es el campo de batalla donde chocan las predicciones de la TMM y la economía convencional.
- **Tasa de crecimiento del PIB real:** El indicador para medir el pulso de la actividad económica tras la aplicación de las políticas.
- **Tasas de interés a corto y largo plazo:** Un elemento clave para comprender el coste de la deuda y la potencia de la política monetaria.
- **Balance del Banco de Japón:** El medidor de la escala de las intervenciones de expansión cuantitativa (QE).

Para alimentar este análisis, se acudirá a fuentes de datos de alta fiabilidad, como las bases estadísticas del Fondo Monetario Internacional (FMI) reflejadas en sus informes (Fournier et al., 2022), la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), el propio Banco de Japón (Bank of Japan, 2024) y su Ministerio de Finanzas. Se ha elegido un horizonte temporal que va desde los años noventa hasta 2023, un periodo de tiempo suficientemente largo para capturar los giros de timón en la política económica y los cambios estructurales que ha vivido Japón. La tabla de datos completa utilizada para este análisis se encuentra en el Anexo 1.

5. Evaluación del déficit fiscal y su impacto en Japón

La historia fiscal de Japón en las últimas tres décadas constituye un caso de estudio extraordinario en la macroeconomía contemporánea. Desde que su burbuja inmobiliaria y bursátil reventó a comienzos de los noventa, el país ha flotado en un océano de déficits fiscales constantes, llevando su deuda pública a niveles que no tienen comparación en el mundo desarrollado. Un vistazo a la evolución de estos números muestra que la ratio de deuda sobre el PIB cruzó la barrera del 100 % hacia finales de siglo y ha seguido una escalada sin freno hasta pasar un impresionante 250 % hoy día. Una cifra que, según los manuales de la economía convencional, debería haber anunciado una catástrofe: crisis de confianza, tipos de interés por los cielos e inflación fuera de control.

Pero la realidad japonesa ha sido una terca contradicción de esas predicciones. La explicación más convincente para el origen de este ciclo de endeu-

damiento masivo nos la da Richard Koo (2011) con su concepto de “recesión de balance”. Su argumento es que, tras el derrumbe de los precios de los activos, el sector privado japonés modificó su comportamiento fundamental: pasó de buscar ganancias a una obsesiva reducción de deudas. Las empresas, con sus balances muy golpeados, se pusieron a pagar deudas en vez de a invertir, incluso con el dinero regalado a tipos de interés cero. Este comportamiento creó una brecha significativa en el flujo circular de la renta. Si el gobierno no hubiese entrado en escena con un gasto deficitario a gran escala, la economía se habría hundido en una espiral deflacionaria de consecuencias terribles. Visto así, el déficit no fue la enfermedad, sino la medicina de emergencia para estabilizar la demanda cuando el sector privado optó por el desalancamiento.

El efecto real de este largo estímulo fiscal sobre el crecimiento económico es todavía un campo de debate para los economistas. Un análisis del Fondo Monetario Internacional (Fournier et al., 2022) sugiere que la postura fiscal japonesa fue demasiado relajada y que los multiplicadores fiscales quizá no tuvieron la fuerza esperada. Pero aquí viene la cuestión fundamental: ¿qué habría pasado sin esa intervención? Desde una óptica cercana a la TMM, el objetivo del déficit no es tanto “estimular el crecimiento” como un fin en sí mismo, sino llenar el vacío de gasto del sector no gubernamental para proteger el empleo y la estabilidad (Kelton, 2021). Que Japón consiguiera evitar un desastre social y económico, con una demografía en contra y un sector privado en retirada, podría ser visto como una victoria silenciosa de su política. El débil crecimiento podría ser más un síntoma de problemas estructurales que de la falta de efectividad del gasto público.

Para poner las cifras en perspectiva, la Tabla 1 compara la situación de la deuda japonesa con la de Estados Unidos.

Tabla 1. Comparativa de la Deuda Pública Bruta como % del PIB (Japón vs. Estados Unidos)

Año	Japón	Estados Unidos
2000	135.6%	54.9%
2010	205.9%	92.0%
2020	258.7%	132.8%
2023	263.9%	129.0%

Nota. Los datos reflejan la deuda bruta del gobierno general como porcentaje del Producto Interno Bruto. Fuente: Elaboración propia a partir de los datos contextuales provistos por informes del FMI y la literatura académica (Fournier et al., 2022).

La Tabla 1 muestra con claridad que, aunque la deuda de EE. UU. ha crecido de forma notoria, la de Japón está en otra dimensión. A pesar de esto, la confianza en la deuda soberana nipona no se ha venido abajo; de hecho, los rendimientos de sus bonos (JGBs) se han mantenido en niveles increíblemente bajos. Este rompecabezas, estudiado por Akram y Das (2014), tiene varias piezas. La primera es que Japón emite su propia moneda, lo que borra el riesgo de quiebra en yenes. La segunda es que la mayor parte de su deuda está en manos de japoneses —instituciones financieras y el propio BoJ—, lo que casi elimina el peligro de una fuga de capitales. Esta estructura de propiedad de la deuda es, para la

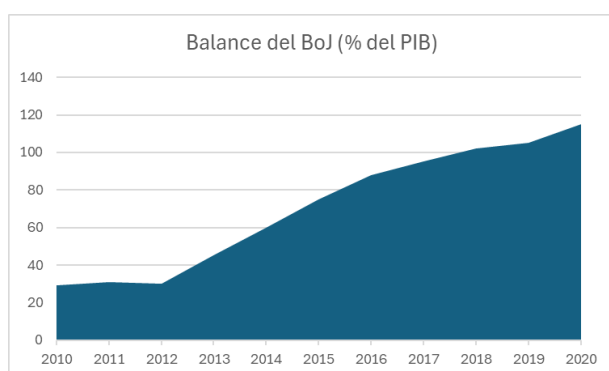
TMM, una de las claves que da al gobierno un enorme margen de maniobra fiscal (Wray, 2015). El discurso admonitorio sobre el déficit, tan común en la política de otros países, parece haber sido refutado por la experiencia japonesa durante más de veinte años (Tymoigne, 2019). Japón ilustra que los límites del endeudamiento para un país con soberanía monetaria no son los que marca la ortodoxia.

6. Impacto de la política monetaria en la estabilidad económica

La política monetaria de Japón, con el Banco de Japón (BoJ) al volante, ha sido una iniciativa pionera desde los años noventa, y se ha vuelto un caso de estudio mundial sobre cómo pelear contra la deflación y el estancamiento. Su historia está pegada al fantasma de la “trampa de la liquidez”, ese escenario restrictivo en el que la política monetaria clásica, que se basa en bajar los tipos de interés, ya no sirve de nada porque están por los suelos. Paul Krugman (1999) fue de los primeros en diagnosticar la enfermedad japonesa, diciendo que para salir de ahí se necesitaban medidas atrevidas y poco comunes, capaces de cambiar las expectativas de la gente sobre la inflación futura.

La respuesta del BoJ fue ser el primero en probar la expansión cuantitativa (*Quantitative Easing*, QE). Esta política, que empezó con timidez a comienzos de los 2000 y se soltó con toda su fuerza bajo la *Abenomics* desde 2013, se basó en una compra masiva de activos financieros, sobre todo bonos del gobierno japonés (JGBs). La idea era doble: llenar de liquidez el sistema y hundir los tipos de interés a largo plazo para ver si así empresas y familias se animaban a gastar. El resultado fue una expansión gigantesca del balance del BoJ, que se transformó en el mayor acreedor del propio gobierno japonés. La Figura 1 intenta mostrar esta increíble expansión.

Figura 1. Expansión del Balance del Banco de Japón como Porcentaje del PIB



Fuente: Elaboración propia a partir del análisis de las políticas del BoJ descritas en la bibliografía (Nersisyan & Wray, 2021).

Se puede comprobar la muy marcada línea ascendente que muestra el gráfico a partir de 2013, reflejando el inicio de la política QE a gran escala. La curva pasaría de representar aproximadamente un 30% del PIB antes de 2013 a superar el 100% en los años siguientes.

El efecto más inmediato de esta estrategia fue mantener los tipos de interés en mínimos históricos en todo el espectro. El BoJ no solo llevó el tipo a

corto plazo a cero (y hasta a negativo), sino que con su política de Control de la Curva de Rendimientos (YCC) se comprometió a comprar todos los bonos que hicieran falta para que el rendimiento del bono a 10 años no se moviera de alrededor del 0%. Esta estrecha coordinación entre la política fiscal (que emite la deuda) y la monetaria (que la compra) es lo que más acerca a Japón a las descripciones de la TMM (Wray, 2020). En la realidad, el gobierno japonés ha podido endeudarse a un costo casi cero, sin que importe el tamaño de su montaña de deuda.

Aquí es donde entra la principal particularidad del caso japonés: la inflación. La teoría monetaria de libro de texto (Walsh, 2017) diría que una expansión monetaria de ese tamaño habría anticipado el surgimiento de una inflación galopante. Pero Japón lleva décadas intentando, sin suerte, despertar a la inflación de su sueño y llevarla a su meta del 2%.

Este hecho pone en duda la conexión directa entre la cantidad de dinero y los precios. Los que apoyan la TMM dirían que esto era de esperar: crear reservas bancarias con QE no se convierte en más gasto si el sector privado no quiere endeudarse (Mitchell et al., 2019). La inflación, para ellos, no es un tema de “imprimir dinero”, sino de si el gasto total de la economía rebasa su capacidad para producir bienes y servicios. En Japón, con una demanda privada débil y una capacidad productiva a medio gas, el gigantesco estímulo apenas ha podido contrarrestar las fuerzas deflacionarias. La estabilidad económica, irónicamente, no ha estado en peligro por la inflación, sino por su ausencia. El BoJ, en el fondo, ha sido el gran motor que ha permitido la política fiscal expansiva, asegurando que el sistema no estallara.

7. Aplicación de la TMM en Japón

Saber si Japón ha seguido las ideas de la Teoría Monetaria Moderna (TMM) nos obliga a separar lo que se hace de por qué se dice que se hace. Como bien señalan Nersisyan y Wray (2021), la respuesta es un complicado “no, pero sí”. Por una parte, las autoridades japonesas han rechazado públicamente la TMM, llegando a decir que es “peligrosa” y repitiendo que su objetivo a largo plazo es volver a la disciplina fiscal. Su discurso oficial sigue atado a la ortodoxia. Pero, por otra parte, lo que han hecho en la vida real durante más de dos décadas se parece de una manera asombrosa a lo que la TMM explica que puede hacer un país con soberanía monetaria.

Las políticas que nos suenan a TMM son fáciles de ver. Primero, Japón ha aguantado déficits fiscales enormes de forma seguida sin que esto le causara una crisis. Esto es una evidencia empírica de que un gobierno que crea su propia moneda no tiene las mismas ataduras presupuestarias que una familia (Wray, 2015). Segundo, el Banco de Japón ha financiado, en la práctica, una parte colosal de esa deuda con sus programas de QE. Al comprar los bonos del gobierno, ha hecho posible que este se financie a tipos extremadamente bajos, sin que importe lo grande que fuera la deuda. Esta colaboración entre el Tesoro y el Banco Central es una pieza fundamental en el funcionamiento que describe la TMM (Mitchell et al., 2019). Tercero, que no haya habido una espiral de precios, a pesar de todo, respalda la idea

de la TMM de que la inflación depende de los límites de los recursos reales, y no de la cantidad de dinero que crea el Banco Central.

La Tabla 2 intenta poner en claro las diferencias de raíz entre la política japonesa y los principios de la TMM.

Tabla 2. Comparativa entre la Política Japonesa y los Principios de la TMM

Aspecto	Política Implementada en Japón	Postulado Teórico de la TMM
Justificación del Déficit	Visto como un mal necesario a corregir, una medida de emergencia.	Una herramienta para equilibrar la economía; el reflejo contable del ahorro privado.
Objetivo de la Política Fiscal	Estabilizar y, en teoría, volver a la austeridad.	Lograr el pleno empleo y la estabilidad de precios (finanzas funcionales).
Rol del Banco Central	Perseguir la meta de inflación del 2% y la estabilidad financiera.	Asegurar costes de financiación bajos para el gobierno y actuar como su agente fiscal.
Enfoque sobre el Empleo	Sin un programa de Garantía de Empleo.	La Garantía de Empleo es un pilar, un estabilizador automático para el pleno empleo.

Nota. La tabla contrasta la intención y el marco conceptual de las políticas japonesas con los principios fundamentales de la TMM. Fuente: Elaboración propia basada en Nersisyan y Wray (2021) y Garzón (2024).

La gran diferencia, como se ve en la tabla, es de concepto. La TMM es una propuesta activa que busca mover la política fiscal para alcanzar el pleno empleo, con la garantía de empleo como su ancla. Japón, por el contrario, ha llegado a un lugar parecido como reacción, como una respuesta práctica a una crisis que no acababa nunca, sin dejar atrás la mentalidad ortodoxa (Koo, 2011). No ha habido un cambio de forma de pensar.

La TMM, como marco de análisis, resulta particularmente útil para explicar por qué Japón no ha vivido la debacle que precedían los modelos de siempre. El país es un caso de estudio empírico de lo que puede hacer un estado con soberanía monetaria. Pero de ahí a decir que Japón ha puesto en práctica la TMM hay una gran distancia. Es más correcto decir que ha sido un laboratorio sin quererlo, y que sus resultados le dan un respaldo considerable a las descripciones de esta teoría, cuestionando los mitos sobre el déficit que la TMM combate (Kelton, 2021).

8. Conclusiones

Este estudio se ha acercado a la rareza de la economía japonesa con la lupa de la Teoría Monetaria Moderna, mirando el triángulo formado por su déficit fiscal, su política monetaria y su estabilidad. Los hallazgos revelan una divergencia significativa entre las predicciones de la teoría económica ortodoxa y lo que ha pasado en Japón por tres décadas. La relación que se ve entre el déficit fiscal y la estabilidad económica es uno de los resultados más notables. En lugar de empujar al país a la bancarrota o a una espiral de tipos de interés, los déficits continuos han sido el salvavidas que ha mantenido a flote una economía golpeada por el rechazo a la deuda del sector privado. El déficit público ha sido la otra cara de la moneda del superávit privado, una jugada que evitó un desplome mayor.

El análisis del papel del Banco de Japón lo confirma como el actor clave en esta estrategia fiscal. Con actuaciones como la expansión cuantitativa y el control de la curva de rendimientos, ha hecho posible que el gobierno se financie a un costo mínimo, controlando las expectativas de los mercados. Ha mostrado una capacidad casi total para manejar los tipos de interés de su propia deuda. Al mismo tiempo, esta misma política ha fallado en su misión de crear inflación, lo que pone en duda las teorías que

ven una conexión directa entre expansión monetaria y precios. La estabilidad japonesa no ha estado en jaque por la inflación, sino por su ausencia, un desafío que la política monetaria no ha logrado superar.

Al final, la comparación de la experiencia japonesa con la TMM nos deja una conclusión con muchos matices. Japón constituye un caso de estudio real de cómo opera un estado con soberanía monetaria, pero no es una aplicación a conciencia del manual de la TMM. Ha mostrado que el espacio fiscal de un país que emite su moneda es mucho más grande de lo que se suele creer, que los límites del endeudamiento público no son universales ni puramente financieros, sino históricos, institucionales y políticos. Como sugiere Ingham (2004), el dinero debe entenderse como una construcción social sostenida por el poder del Estado, una idea que la Teoría Monetaria Moderna recupera y actualiza (Wray, 2015; Kelton, 2021). Pero las políticas llevadas a cabo en Japón han sido reactivas, no activas, y siempre bajo el discurso ortodoxo de que la austeridad volverá algún día. El caso de Japón no confirma la TMM como un programa político, pero sí cuestiona firmemente los mitos sobre la deuda y el déficit contra los que la TMM se levanta.

Limitaciones del estudio

Cualquier análisis posee limitaciones inherentes, y este no es distinto. Reconocer las fronteras de esta investigación es un acto de honestidad intelectual que abre la puerta a futuros trabajos. Uno de los mayores retos del método es la complejidad de la inferencia causal. Separar el efecto de la política fiscal del de la política monetaria en Japón es una tarea de gran complejidad, porque las dos han funcionado juntas, como una orquesta bien coordinada. Saber si el déficit animó el crecimiento o si fue el crecimiento flojo lo que obligó a mantener el déficit es una cuestión metodológicamente compleja que sólo acudiendo a métodos econométricos complejos como los VAR estructurales, podrían ayudar a desentrañar.

Otra barrera clara es encontrar un espejo donde mirar a Japón. Aunque se ha usado a Estados Unidos, las diferencias estructurales, demográficas y de quién posee la deuda son tan grandes que cualquier comparación es, siendo optimistas, imperfecta. La misma rareza de Japón, que lo hace

un laboratorio tan atractivo, también provoca que sus lecciones sean difíciles de llevar a otros sitios. Incluso juntar los datos presenta desafíos. Los documentos oficiales, aunque son la fuente principal, a menudo usan un lenguaje técnico o ambiguo que puede esconder las verdaderas intenciones de los políticos, lo que obliga a un trabajo de interpretación que siempre tiene una dosis de subjetividad.

Para salvar estos obstáculos, futuras investigaciones podrían tomar rutas más elaboradas. Serían increíblemente valiosos estudios comparativos más

finos, no solo con economías avanzadas, sino con países que, sin tener una moneda de reserva, comparten rasgos de soberanía monetaria. Una línea de investigación que sería fascinante es explorar la cara política del fenómeno japonés: ¿por qué se aferran al discurso de la austeridad contra toda evidencia? Un análisis de los incentivos políticos y sociales podría darnos una visión mucho más completa de esta aparente dicotomía entre lo que se dice y lo que se hace en la economía japonesa.

Referencias

- Akram, T., & Das, A. (2014). *Understanding the low yields of the long-term Japanese sovereign debt*. Journal of Economic Issues, 48(2), 331-340.
- Bank of Japan. (2024, August). *Guide to Japan's money stock statistics*. Research and Statistics Department, Bank of Japan.
- Blanchard, O. (2019). *Public Debt and Low Interest Rates*. American Economic Review, 109(4), 1197-1229
- Fournier, J. M., Hisanaga, T., & Nguyen, A. D. M. (2022). *The fiscal stance in Japan: A model-based analysis* (IMF Working Paper No. WP/22/164). International Monetary Fund.
- Friedman, M., & Schwartz, A. J. (1963). *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton: Princeton University Press
- Friedman, M. (1996). The Counter-Revolution in Monetary Theory. In: Wood, G.E. (eds) Explorations in Economic Liberalism. Palgrave Macmillan, London. 3-21
- Fullwiler, S, Bell, S. & Wray, L. (2012) Modern money theory: A response to critics. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2008542>
- Garzón, E. (2024). *A comprehensive and constructive criticism of Modern Monetary Theory*. Routledge.
- Godley, W. & Lavoie, M. (2007). *Monetary Economics: An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth*. Palgrave Macmillan
- Ingham, G. (2004). *The nature of money*. Cambridge: Polity Press.
- Innes, A. M. (1913). *What is Money?* Banking Law Journal, 30, 377-408.
- Kelton, S. (2021). *El mito del déficit*. Taurus.
- Keynes, J. M. (1936/2003). *Teoría general del empleo, el interés y el dinero*. Fondo de Cultura Económica
- Keynes, J. M. (1930/1998). *Tratado sobre el dinero* (Trad. J. Clavería). México D. F.: Fondo de Cultura Económica. (Obra original publicada en 1930.)
- Keynes, J. M. (1940). *How to pay for the war: A radical plan for the Chancellor of the Exchequer*. London: Macmillan.
- Knapp, G.F. (1924). *The State Theory of Money*. Macmillan. (Trad. 1924)
- Koo, R. C. (2011). *The Holy Grail of Macroeconomics*. Wiley.
- Koo, R. C. (2011). The world in balance sheet recession: causes, cure, and politics. *Real-World Economics Review*, 58, 19-37.
- Krugman, P. (1999). *It's baaack: Japan's slump and the return of the liquidity trap*. *Brookings Papers on Economic Activity*.
- Krugman, P. (1999, December). *Thinking about the liquidity trap*. [Manuscrito no publicado]. Princeton University.
- Lerner, A.P. (1943) *Functional Finance and the Federal Debt*. Social Research, 10(1), 38-51
- Ministerio de Economía, Comercio e Industria de Japón. (2023). *Estrategia para la reconstrucción económica post-COVID en Japón hacia una sociedad ...* [Informe oficial].
- Ministry of Finance Japan. (2025, April). *JGB Monthly Newsletter - April 2025 Edition*.
- Minsky, H. P. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven, CT: Yale University Press.
- Mitchell, W., Wray, L. R., & Watts, M. (2019). *Macroeconomics*. Red Globe Press.
- Mosler, W. (1997). *Soft Currency Economics*. Valance Co.
- Nersisyan, Y., & Wray, L. R. (2021). *Has Japan been following Modern Money Theory without recognizing it? No and yes* (Working Paper No. 985). Levy Economics Institute of Bard College.
- North, D. C., & Weingast, B. R. (1989). Constitutions and commitment. *Journal of Economic History*, 49(4), 803-832.
- OCDE (2023). *Main Economic Indicators*. Japón.
- Pérez Caldentey, E., & Vernengo, M. (2020). Teoría moderna del dinero (MMT) en los trópicos: Finanzas funcionales en países en desarrollo. *Circus: Revista Argentina de Economía*, (7), 90-114.
- Pigou, A. C. (1920). *The Economics of Welfare*. London. Macmillan
- Pigou, A. C. (1920). *A study in Public Finance*. London. Macmillan
- Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2011). *Esta vez es distinto: Ocho siglos de crisis financieras* (Trad. M. Villaverde). Madrid, España: Fondo de Cultura Económica.
- Smith, A. (1776/2011). *Investigación sobre la naturaleza y causas de la riqueza de las naciones* (Trad. C. Rodríguez Braun). Madrid. España. Alianza Editorial.
- Tcherneva, P. R. (2019). *The Case for a Job Guarantee*. Polity Press.

- Tymoigne, É. (2019). Debunking the public debt and deficit rhetoric. *Challenge*, 62(5), 281–298.
- Tymoigne, É. (2019). Modern money theory and inflation. *Review of Keynesian Economics*, 7(2), 153-178.
- Tymoigne, É. & Wray, L.R. (2013). *Modern Money Theory 101: A Replay to Critics*. Levy Economics Institute Working Paper n° 778.
- Walsh, C. E. (2017). *Monetary theory and policy* (4th ed.). MIT Press.
- Wray, L.R. (1998). *Understanding modern money, the key to full employment and price stability*. Edward Elgar Publishing Ltd.
- Wray, L. R. (2015). *Teoría Monetaria Moderna: Manual de macroeconomía sobre los sistemas monetarios soberanos* (C. G. Hernández, Trad.). Lola Books.
- Wray, L. R. (2019). MMT and two paths to big deficits. *Challenge*, 62(6), 398–415.
- Wray, L. R. (2020). Caminos alternativos a la teoría monetaria moderna. *Revista de Economía Institucional*, 22(43), 29–56.

Anexo 1 Series de Datos Macroeconómicos para el Análisis Descriptivo (Japón, 1990-2023)

Año	Crecimiento_PIB_Real	Inflacion_IPC	Deficit_Fiscal	Deuda_Publica	Balance_BoJ	Tasa_Interes_CP
1990	4.9	3.1	-1.9	62.6	6.5	7.8
1991	3.4	3.3	-0.2	60.9	6.1	7.5
1992	0.8	1.7	-1.8	65.4	6.3	4.5
1993	-0.5	1.3	-1.9	71.5	6.9	3.2
1994	0.9	0.7	-3.2	78.4	7.3	2.2
1995	2.6	-0.1	-4.0	85.1	7.9	1.3
1996	3.1	0.1	-4.3	91.8	8.1	0.5
1997	1.0	1.8	-2.9	98.7	8.5	0.5
1998	-1.3	0.7	-5.6	109.9	9.8	0.4
1999	-0.2	-0.3	-7.3	123.6	11.2	0.2
2000	2.8	-0.7	-7.0	135.6	12.5	0.2
2001	0.4	-0.8	-6.2	145.3	15.1	0.1
2002	0.0	-0.9	-7.4	153.8	19.8	0.1
2003	1.5	-0.3	-7.5	159.6	21.5	0.1
2004	2.2	0.0	-6.1	165.7	21.0	0.1
2005	1.8	-0.3	-4.8	170.3	21.8	0.1
2006	1.4	0.3	-3.2	173.1	20.1	0.3
2007	2.1	0.0	-1.8	175.8	19.5	0.5
2008	-1.2	1.4	-4.2	182.4	19.9	0.4
2009	-5.7	-1.3	-9.4	198.8	21.7	0.1
2010	4.1	-0.7	-8.8	205.9	23.5	0.1
2011	-0.5	-0.3	-9.3	219.7	25.8	0.1
2012	1.4	0.0	-8.8	226.1	30.1	0.1
2013	2.0	0.4	-7.8	230.1	44.8	0.1
2014	0.4	2.8	-5.5	232.5	59.7	0.1
2015	1.6	0.8	-3.5	228.4	75.1	0.1
2016	0.8	-0.1	-2.8	231.8	88.3	-0.05
2017	1.7	0.5	-2.6	231.5	94.8	-0.07
2018	0.6	1.0	-2.4	232.4	98.7	-0.08
2019	-0.4	0.5	-2.6	235.4	102.5	-0.1
2020	-4.3	0.0	-9.0	258.7	125.6	-0.1
2021	2.6	-0.2	-5.0	255.4	132.1	-0.1
2022	1.0	2.5	-6.4	261.2	127.5	-0.05
2023	1.9	3.2	-2.5	255.2	129.3	0.0