



GRADO EN ECONOMÍA

TRABAJO FIN DE GRADO

¿Hasta qué punto el caso japonés respalda las tesis centrales de la Teoría Monetaria Moderna?

Política Económica Internacional

15 de mayo de 2026

Autor: Sergio Estañ Ruiz

Profesor/es: Adrián Mendieta Aragón

Contenido

RESUMEN / ABSTRACT	3
1. INTRODUCCIÓN Y OBJETIVO	4
2. MARCO TEÓRICO	5
2.1. ESQUEMA TEÓRICO	5
2.2. CRÍTICAS PRINCIPALES A LA TMM	7
3. EL CASO JAPONÉS	7
3.1. RASGOS ESTRUCTURALES DE LA ECONOMÍA JAPONESA.....	8
3.2. POLÍTICA MONETARIA.....	9
3.3. POLÍTICA FISCAL.....	11
4. DISCUSIÓN- ¿ES JAPÓN UNA APLICACIÓN EXITOSA DE LA TMM?	13
4.1. ARGUMENTOS A FAVOR.....	13
4.2. ARGUMENTOS EN CONTRA	14
4.3. BALANCE INTERPRETATIVO	16
5. CONCLUSIONES	17
6. BIBLIOGRAFÍA	17
7. ANEXOS	18
7.1. SERIES MACROECONÓMICAS JAPÓN	19

Resumen / Abstract

Resumen

Este trabajo analiza si el caso japonés puede utilizarse como evidencia a favor de las tesis centrales de la Teoría Monetaria Moderna (TMM). Para ello, se sintetiza el marco teórico de la TMM, se examinan los rasgos institucionales y macroeconómicos de Japón y se contrasta la experiencia japonesa con los principales argumentos de esta escuela. La conclusión provisional es que Japón respalda parcialmente algunas intuiciones de la TMM sobre soberanía monetaria y deuda en moneda propia, pero no constituye una aplicación completa ni fácilmente extrapolable de sus prescripciones.

Abstract

This dissertation examines whether Japan can be used as evidence to support the central claims of Modern Monetary Theory (MMT). It summarises the theoretical framework of MMT, analyses Japan's institutional and macroeconomic features, and compares the Japanese experience with the main claims of this school of thought. The provisional conclusion is that Japan partially supports some MMT insights regarding monetary sovereignty and domestic-currency public debt, but it should not be interpreted as a full or easily generalisable application of MMT policy prescriptions.

1. Introducción y objetivo

La Teoría Monetaria Moderna (TMM) ha adquirido relevancia en el debate de política económica porque cuestiona la visión ortodoxa sobre las restricciones presupuestarias del Estado y el papel del banco central en economías con soberanía monetaria (Tymoigne & Wray, 2013; Kelton, 2020). Desde Zack Polanski en Reino Unido a Alexandria Ocasio-Cortez en EEUU, diferentes figuras políticas de la izquierda han comenzado a utilizar la TMM como respaldo intelectual a ciertas políticas económicas (Contessa, 2022). Frente a la idea de que el gasto público está limitado por la recaudación previa o por la disposición de los mercados financieros a comprar deuda, la TMM sostiene que un Estado que emite su propia moneda fiduciaria no se enfrenta a una restricción financiera convencional. Sus límites principales serían reales: la disponibilidad de recursos productivos, la capacidad institucional y el riesgo de inflación (Kelton, 2020).

Japón ocupa un lugar central en este debate. Como veremos en el tercer capítulo, durante décadas Japón ha mantenido una deuda pública superior al 200% del PIB, tipos de interés muy reducidos y una presencia extraordinariamente elevada del Banco de Japón (BoJ, por sus siglas en inglés) en el mercado de deuda pública. A pesar de ello, no ha experimentado una crisis de insolvencia en moneda propia ni, durante buena parte del periodo reciente, presiones inflacionistas comparables a las que la ortodoxia podría asociar a un endeudamiento tan elevado. Por ello, algunos defensores de la TMM como Wray y Nersisyan (2021) presentan a Japón como un caso que confirma sus argumentos.

Sin embargo, esa lectura puede resultar simplificadora. La economía japonesa presenta rasgos institucionales, demográficos y financieros muy particulares: bajo crecimiento tendencial, envejecimiento, inflación persistentemente baja, elevado ahorro doméstico y una larga historia de políticas monetarias no convencionales según los datos presentados en el capítulo 3 y anexo. El objetivo de este TFG es examinar hasta qué punto el caso japonés puede utilizarse como ejemplo para defender las tesis de la TMM. Por lo tanto, este trabajo presenta la pregunta de investigación sobre si su experiencia es compatible con sus proposiciones principales y si puede servir como evidencia para defenderlas.

Para responder tal pregunta, este trabajo se divide fundamentalmente en tres partes. En primer lugar, en el segundo capítulo, hacemos una recopilación de las exposiciones modernas sobre la TMM para sintetizar las principales suposiciones y conclusiones de

la TMM. En segundo lugar, en el tercer capítulo, analizamos diferentes series macroeconómicas japonesas y en paralelo las políticas fiscales y monetarias de Japón para intentar elucidar si las respuestas dadas por la política económica japonesa se adhieren a los preceptos de la TMM. Por último, en el cuarto capítulo utilizamos las conclusiones de los últimos dos capítulos para exponer argumentos a favor y en contra de la pregunta central de la tesis. Concluimos que, aunque el caso japonés respalde algunas tesis descriptivas de la TMM, no podemos extraer conclusiones sobre las tesis normativas de la TMM analizando únicamente el caso japonés. Metodológicamente, seguimos un enfoque de estudio de caso, al ser una estrategia adecuada para analizar un fenómeno dentro de su contexto institucional y macroeconómico específico (Yin, 2018).

2. Marco Teórico

La Teoría Monetaria Moderna (TMM) es una teoría macroeconómica heterodoxa que recontextualiza el papel de la política monetaria y fiscal en países que emiten deuda en su propia moneda fiduciaria (Kelton, 2020). En la teoría económica ortodoxa, el gasto de un estado está sometido a una restricción presupuestaria dada por sus ingresos (Blanchard, Amighini, & Giavazzi, 2026). La diferencia entre los ingresos y los gastos ha de ser financiada mediante la emisión de deuda en los mercados financieros. En contraposición, la TMM se replantea la relación entre el Banco Central de un estado con moneda propia y el estado en cuestión. De manera simplificada, la TMM explica que un estado con moneda soberana no está limitado por los ingresos que pueda extraer de la economía, puesto que siempre puede emitir bonos financiados por su Banco Central para hacer frente a dichos gastos. En este paradigma, la política fiscal se convierte en una herramienta para controlar el exceso de liquidez del sistema y así evitar problemas inflacionarios (Kelton, 2020). En este apartado, profundizamos en el marco teórico de la TMM y exponemos brevemente algunas críticas.

2.1. Esquema teórico

La TMM es una escuela de pensamiento, con contribuciones a diferentes áreas teóricas y aplicadas de la economía. Además, existe cierta divergencia sobre qué es considerado TMM entre sus defensores y detractores. Por lo tanto, en este apartado nos limitamos a exponer algunas características de la TMM comúnmente aceptadas, sin adentrarnos en todos sus aspectos y prestando especial atención a aquellos

principios que tienen que ver con la normatividad. De este modo, ponemos el foco en aquellos aspectos que nos pueden servir para responder la pregunta central del TFG.

- (1) **Teoría del dinero: Neocartalismo.** La TMM pone el foco sobre economías cuyo Estado tiene el monopolio de la emisión de su moneda fiat. El Cartalismo entiende que el dinero fiduciario tiene valor porque el Estado así lo determina: la moneda es una “criatura del Estado” según Knapp (1924). Es a través del poder coercitivo del Estado para recaudar dinero en su propia moneda a partir del cual se crea demanda para dicha moneda, y por lo tanto valor. Por lo tanto, la TMM tiende a analizar el Tesoro y el Banco Central de un país de forma consolidada, aunque en la práctica existan separaciones institucionales relevantes (Wray, 2025).
- (2) **Finanzas funcionales de Abba Lerner y el rol de la política fiscal.** La TMM adopta el marco de las finanzas funcionales propuesto por Abba Lerner en *Functional Finance and the Federal Debt* (Lerner, 1955). En la macroeconomía ortodoxa, el Estado obtiene ingresos a través de herramientas como los impuestos que luego sirven para financiar ciertos gastos. Los posibles desajustes entre gastos e ingresos se financian a través de la emisión de deuda, pero ésta ha de ser sostenible. Se llega así al concepto de restricciones presupuestarias, por el cual la acción de un Estado está limitada por su capacidad recaudatoria.

La TMM transmuta estas restricciones *financieras* por restricciones *reales*. Sus defensores proponen que un Estado con soberanía monetaria siempre puede emitir moneda propia para financiar aquellos proyectos que creen una economía sana (Kelton, 2020). Las limitaciones no son financieras porque los gastos no tienen por qué depender de los ingresos que obtenga el Estado con anterioridad. Sin embargo, existen restricciones en la actuación gubernamental porque la monetización de la deuda puede generar inflación por el lado de la demanda. Es decir, un exceso de la demanda agregada puede dar pie a presiones inflacionarias (Blanchard, Amighini, & Giavazzi, 2026). Para los defensores de la TMM, la política fiscal, y los impuestos en particular, es una herramienta que debe ser utilizada para drenar el sistema de liquidez excesiva y contener la inflación.
- (3) **Bonos gubernamentales y mantenimiento de los tipos a corto plazo.** En la TMM, la financiación privada no juega un papel tan importante puesto que el Estado siempre puede financiarse a través del Banco Central. Aun así, los bonos gubernamentales siguen jugando un papel importante para controlar los

tipos de interés a corto plazo (Wray R. , 2025). En muchos países, los bancos comerciales depositan reservas obligatorias en el Banco Central. La cantidad se fija en proporción a los pasivos del banco comercial y depende del coeficiente de caja. Al final de cada día, un banco comercial puede encontrarse en déficit, por lo cual tendrá que pagar a tipo deudor. Asimismo, si se encuentra en una posición de superávit, recibirá a un tipo acreedor. Nace así el mercado de préstamos interbancarios donde los bancos comerciales puede prestarse capital a un tipo que se sitúe entre el tipo deudor y acreedor del Banco Central (Blanchard, Amighini, & Giavazzi , 2026).

Además, la TMM hace hincapié en el efecto del gasto público en este proceso. Cuando el estado gasta más de lo que recauda, se crea un exceso de reservas dentro del sistema privado. Esto empuja hacia abajo el tipo de interés a corto plazo hacia tipo acreedor.

(4) Propuestas normativas: el Job Guarantee como estabilizador automático.

La TMM considera la política fiscal como el medio principal para conseguir pleno empleo, lo cual se puede conseguir con un programa centralizado de garantía de trabajo. Éste actuaría como un estabilizador automático, contratando más en épocas recesivas, y liberando trabajadores al sector privado en épocas expansivas (Wray R. , 2025).

2.2. Críticas principales a la TMM

Las críticas principales a la TMM se concentran en tres puntos (Tymoigne & Wray, 2013; Mankiw, 2020). Primero, puede subestimar el riesgo de inflación si el gasto público no aumenta la capacidad productiva. Segundo, puede infravalorar restricciones institucionales relevantes, como la independencia del banco central o las reglas fiscales. Tercero, puede extraer conclusiones normativas demasiado amplias a partir de una descripción operativa del sistema monetario.

Aunque muchas de estas críticas sean válidas, algunas pueden interpretarse como resultado de diferencias terminológicas entre la TMM y la macroeconomía convencional. Por ejemplo, en (Mankiw, 2020), éste se muestra abierto a la idea de un Estado con moneda propia pueda técnicamente imprimir dinero ilimitado, pero que existen “restricciones presupuestarias intertemporales” que, según él, los defensores de la TMM no aprecian. Sin embargo, éstos entienden que, aunque el rol de la política fiscal no sea recaudar impuestos para obtener un presupuesto equilibrado, ésta existe en parte para frenar las posibles presiones inflacionistas que pueden surgir al imprimir dinero (Kelton, 2020).

3. Estudio de caso: Japón

En este apartado utilizamos la metodología del estudio de caso para contrastar hasta qué punto un caso históricamente relevante es compatible con las proposiciones descriptivas y normativas de la TMM (Yin, 2018).

3.1. Rasgos estructurales de la economía japonesa

Japón combina varios rasgos que lo convierten en un caso singular. Desde los años noventa ha experimentado bajo crecimiento tendencial, envejecimiento poblacional, inflación persistentemente baja y una larga secuencia de políticas monetarias no convencionales. Estos elementos son fundamentales para interpretar sus políticas fiscales y monetarias en las últimas décadas. El Anexo 1 incluye series temporales de estos agregados macroeconómicos para visualizar dichas tendencias. Todos los gráficos son de realización propia con datos de fuentes fiables como el FMI o el BoJ.

A mediados de siglo XX, Japón se posicionó como una potencia mundial, con tasas de crecimiento del PIB consistentemente de doble dígito en los años 60 (Figura 2, Anexo 1). Sin embargo, con el pinchazo de la burbuja inmobiliaria y de activos en 1991, Japón entró en una espiral deflacionaria, dando lugar a una década de bajo crecimiento, envejecimiento de la mano de obra y un rápido aumento de la deuda pública, como puede observarse en las Figuras 2-6 en el Anexo 1.

La deuda pública japonesa suele citarse como una anomalía aparente: supera ampliamente los niveles que en otros países se considerarían fiscalmente peligrosos, pero no ha desembocado en una crisis de deuda soberana (Davis & Ueno, 2025; Gupta, 2026). Una posible razón es su composición: una parte muy relevante está en manos domésticas, incluyendo instituciones financieras japonesas, fondos de pensiones, aseguradoras y el propio BoJ. Como resultado, es plausible pensar que el pago de la deuda puede verse menos afectado por shocks exógenos. La Crisis Latinoamericana de la década de los 80 y la Crisis Financiera Asiática de 1997 son ejemplos de crisis de deuda iniciadas o exacerbadas por ser denominadas en moneda extranjera (Sachs, 1985; Mishkin, 1999).

Además, el elevado endeudamiento no ha desembocado en la inflación predicha por la ortodoxia económica. Es más, la Figura 4 del Anexo I muestra como Japón ha estado sumergido en una coyuntura deflacionaria desde finales de los 90. Incluso con la intensa monetización de la deuda desde 2012 observable en la Figura 1, la inflación se ha situado cerca del 0% hasta 2021. En la sección 3.3., una vez que hayamos

analizado la política monetaria y fiscal japonesa de las últimas décadas, explicamos en más detalle la relación entre la deuda y la inflación japonesa. Entender esta relación es clave para entender si las suposiciones y conclusiones de la TMM son acertadas en el caso japonés.

3.2. Política monetaria

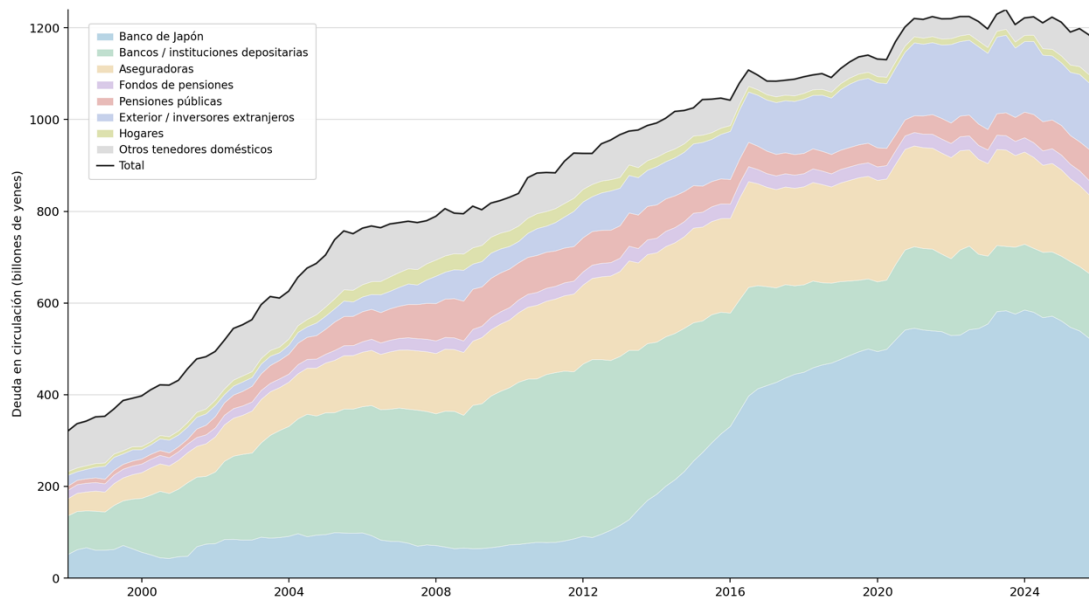


Figura 1: Evolución de la distribución de la deuda japonesa entre diferentes tenedores. Elaboración propia a partir de datos obtenidos por el Banco de Japón en <https://www.boj.or.jp/en/statistics/sj/index.htm>.

En este contexto deflacionario, el BoJ se convirtió durante 20 años en un “laboratorio de política monetaria” (Kowalewski & Shirai, 2023). A continuación, exponemos brevemente esta historia siguiendo el artículo de Kowaleski y Shirai (2023). En febrero de 1999, el BoJ introduce el *Zero Interest Rate Policy* (ZIRP) durante 18 meses para presionar los tipos a la baja, proporcionando abundante liquidez a la economía japonesa. Sin embargo, lo retira prematuramente al elevar el tipo de interés a 0.25% en agosto de 2000 ante falsas señales de recuperación. Tras el error de retirar el ZIRP, en marzo de 2001, el BoJ introduce el *Quantitative Easing Policy* (QEP), dando comienzo a 20 años de innovación en la política monetaria. Esto dio lugar a una transición de una política de tipos de interés cerca del 0% a programas de compra masiva de activos para incrementar la base monetaria y así estimular la demanda agregada. Se puede considerar el comienzo de la política monetaria no convencional que muchos otros bancos centrales alrededor del mundo copiarían más tarde.

El QEP termina en 2006, pero rápidamente Japón sufre un shock exógeno derivado de la gran crisis financiera de 2007. El BoJ vuelve a bajar los tipos de interés, pero

encuentra nuevas dificultades para luchar contra la deflación porque el yen se vuelve un valor refugio. Como resultado, el BoJ se embarca en nuevas compras masivas de activos, comenzando en ¥35 billones y aumentando repetidamente hasta alcanzar ¥111 billones en enero de 2013. Entre las compras, se encuentran los bonos del gobierno japonés (JGBs, por sus siglas en inglés). En la Figura 1 se observa como a partir de 2012 comienza un proceso de rápida monetización de la deuda hasta situar la participación del BoJ en torno al 50% de los JGBs en 2024.

Siguiendo con la cronología, en 2012, Shinzo Abe llega al poder con la intención de poner en marcha una serie de medidas conocidas ahora como *Abenomics*, basada en tres objetivos: expansión monetaria, políticas fiscales expansivas y reformas estructurales. Para alcanzar el primer objetivo, nombra a Haruhiko Kuroda como gobernador del BoJ, quien lanza inmediatamente la *Quantitative and Qualitative Monetary Easing* (QQE). La parte “cuantitativa” implicaba volver a centrar la política en la expansión de la base monetaria; mientras que la parte “cualitativa” se refería al cambio en la composición del balance del BoJ, empezando a incluir activos más arriesgados o deuda corporativa. El objetivo era elevar las expectativas de inflación, pero algunos factores como la subida del impuesto al consumo en 2014 tuvo un efecto contractivo que contrarrestaron la política monetaria. Asimismo, el BoJ anuncia en enero de 2016 un *Negative Interest Rate Policy* (NIRP) para reforzar el QQE y presionar a la baja los tipos a corto plazo. Poco después, en septiembre de 2016, el BoJ pone en marcha su tercera herramienta para hacer frente a la deflación: el *Yield Curve Control* (YCC). El objetivo del YCC era controlar los rendimientos de los bonos a largo plazo. Durante este periodo, el BoJ se comprometió a comprar una cantidad ilimitada de bonos a 10 años a un rendimiento fijo cerca del 0%, lo cual proporcionaba un techo a los rendimientos de los bonos. Al comprometerse a comprar la cantidad que fuera necesaria para mantener los rendimientos bajos, el BoJ creó una amenaza real que hizo que los rendimientos se quedaran por debajo del objetivo establecido sin tener que llevar a cabo una compra masiva de JGBs.

Por lo tanto, el nuevo marco sustituyó la base monetaria como objetivo operativo principal por dos objetivos de precio: un tipo negativo de $-0,1\%$ sobre parte de las reservas y un objetivo de rendimiento del bono japonés a 10 años alrededor de 0% . El BoJ también introdujo un compromiso de seguir expandiendo la base monetaria hasta que la inflación subyacente superara el 2% de forma estable. Kowalewski y Shirai subrayan una tensión interna: el QQE enfatizaba cantidades (compras masivas de JGBs), mientras que el YCC enfatizaba precios (el rendimiento a 10 años). Mantener

simultáneamente una cantidad fija de compras y un objetivo de rendimiento podía ser inconsistente. En la práctica, el BoJ fue reduciendo discretamente el ritmo anual de compras desde finales de 2016.

3.3. Política fiscal

De forma similar a la política monetaria, la política fiscal desde los años 90 puede leerse como una sucesión de intentos de estimular la demanda agregada y de llevar a cabo una consolidación fiscal según Fournier, Hisanaga y Nguyen (2022). En este apartado seguimos el artículo anterior para trazar la política fiscal japonesa de las últimas tres décadas.

Al igual que la apreciación del yen dificultaba los esfuerzos del BoJ como vimos en la sección anterior, los esfuerzos de consolidación fiscal se han visto interrumpidos constantemente por crisis: la asiática en 1997, la crisis financiera global de 2007, el terremoto de 2011, la pandemia de 2020 y los shocks energéticos posteriores. Por ejemplo, la *Fiscal Structural Reform Act* de 1997 pretendía reducir el déficit fiscal del 6% del PIB en 1997 al 3% en 2003. Sin embargo, la economía japonesa todavía estaba en una posición vulnerable tras el estallido de la burbuja japonesa, así que cuando en 1997/8 se produjo la crisis financiera asiática, la ley tuvo que ser suspendida y en 1998 el gobierno volvió a poner en marcha estímulos a gran escala.

Desde 2001, con Koizumi (Partido Liberal Demócrata) como primer ministro, reapareció una estrategia de consolidación fiscal a medio plazo a través de una contención del gasto público, especialmente la inversión pública. Este cambio es importante: en los noventa, la inversión pública había sido uno de los principales instrumentos de estímulo. En los 2000, pasa a ser una de las partidas más recortadas. La política fiscal japonesa empieza a girar desde un modelo de “obra pública para sostener la demanda” hacia un modelo en el que el problema central es cómo financiar el gasto social de una población envejecida.

Sin embargo, con la crisis financiera de 2007, se abandonan los objetivos de superávit primario, hasta el 2010, donde bajo un nuevo gobierno del Partido Democrático de Japón, se aprueba nueva legislación para alcanzar superávit primario para 2020. En 2012, se legisla para llevar a cabo incrementos sucesivos del impuesto al consumo. Aquí hay un cambio conceptual importante. Durante años, Japón había intentado contener el déficit sobre todo mediante control de gasto. Pero el envejecimiento hacía cada vez más difícil estabilizar las finanzas públicas solo por el lado del gasto. La subida del impuesto al consumo se justificó como una forma relativamente estable de

financiar el gasto social. En paralelo, en 2011 Japón sufre un shock fiscal significativo con el terremoto y tsunami. Aun así, el impacto fiscal fue parcialmente contenido porque los costes de reconstrucción fueron parcialmente financiados por impuestos especiales de reconstrucción. Este episodio es interesante porque muestra un enfoque distinto al de los estímulos generales de los noventa: ante un shock concreto, se crearon mecanismos específicos de financiación.

En 2012, vuelve el Partido Liberal Demócrata al poder, encabezado por Shinzo Abe. Como mencionamos en el apartado 3.2., uno de los tres objetivos principales del *Abenomics* era crear una política fiscal flexible. La tensión interna era evidente: por un lado, Abe quería estimular la economía para salir de la deflación; por otro, el Estado seguía comprometido formalmente con la consolidación fiscal. El gobierno mantuvo la primera subida del impuesto al consumo, del 5% al 8%, en abril de 2014. Pero la segunda subida, inicialmente prevista para octubre de 2015, fue pospuesta dos veces: primero a abril de 2017 y después a octubre de 2019, donde finalmente se aprobó. La subida de 2014 tuvo un efecto político muy importante porque, aunque aumentó ingresos, también fue asociada a una caída del consumo y a una interrupción de la recuperación. Esto reforzó la cautela frente a la segunda subida. El gobierno de Abe trató entonces de combinar credibilidad fiscal con estímulo macroeconómico: mantener la promesa de consolidación, pero retrasar cualquier ajuste que pudiera poner en peligro la salida de la deflación.

En 2020, la pandemia produce un giro fiscal significativo: el déficit primario pasa de aproximadamente el 2,5% del PIB en 2019 al 8% en 2020 y al 7% en 2021. Tras la pandemia, Japón entró en una fase nueva. Por primera vez en décadas, la inflación aumentó de manera visible, pero en gran parte por energía, alimentos, depreciación del yen y shocks externos. La respuesta fiscal incluyó medidas para amortiguar el coste de vida, especialmente subsidios energéticos y transferencias. En la actualidad, la política fiscal japonesa ya no está dominada solo por estabilización macroeconómica o gasto social pasivo. Aparecen nuevas prioridades: defensa, políticas de natalidad e infancia, política industrial, semiconductores, inteligencia artificial y transición verde.

En conclusión, Japón ha mantenido déficits fiscales durante prácticamente todo el ciclo económico, y la deuda pública bruta pasó de alrededor del 60% del PIB en 1990 a cerca del 240% en 2019; tras los paquetes fiscales de la pandemia, llegó aproximadamente al 260% del PIB. Los déficits estructurales tienen por lo tanto dos explicaciones. La primera son los estímulos discrecionales que se han puesto en

marcha para afrontar una secuencia de crisis que necesitaban de estímulos públicos. Sin embargo, el envejecimiento poblacional también ha tenido un impacto significativo sobre las arcas del estado: entre 1990 y 2020 el gasto en pensiones subió de alrededor del 4,5% al 10% del PIB, y el gasto en sanidad y cuidados de larga duración pasó de alrededor del 3,5% al 9% del PIB (Fournier, Hisanaga, & Nguyen, 2022).

4. Discusión: ¿es Japón una aplicación exitosa de la TMM?

4.1. Argumentos a favor

El principal argumento a favor de la TMM es que Japón muestra que un Estado con soberanía monetaria no se enfrenta a la misma restricción financiera que un Estado endeudado en moneda extranjera o que un hogar. Japón emite deuda denominada en yenes, tiene un banco central capaz de actuar como comprador de deuda pública y cuenta con un sistema financiero doméstico que ha absorbido históricamente una parte muy importante de los bonos del gobierno como observamos en la Figura 1. Esto ha permitido sostener niveles de deuda que podrían considerarse insostenibles en otros países. Por ejemplo, en la UE el Pacto de Estabilidad y Crecimiento pone como objetivo a los Estados miembros tener una deuda inferior al 60% del PIB (Comisión Europea, 1997; Wray R. , 2025).

Desde esta perspectiva, Japón respalda una tesis descriptiva importante de la TMM: la deuda pública en moneda propia no debe analizarse como si fuera equivalente a la deuda privada (Kelton, 2020). Un hogar, una empresa o un país endeudado en moneda extranjera pueden quedarse sin la unidad monetaria en la que deben pagar. En cambio, un Estado que emite su propia moneda y cuya deuda está denominada en esa moneda dispone de un margen de maniobra mucho mayor. Existen límites reales, pero no financieros.

El segundo argumento favorable es que Japón cuestiona la relación entre déficit público, expansión monetaria e inflación descrita por la economía ortodoxa. Durante buena parte de las últimas décadas, Japón ha combinado déficits persistentes, aumento de deuda pública y políticas monetarias altamente expansivas sin generar inflación elevada (Figura 2). Especialmente desde 2013, con el Quantitative and Qualitative Monetary Easing, el BoJ expandió enormemente su balance y compró cantidades masivas de deuda pública (Figura 1). Aun así, la inflación se mantuvo durante años por debajo del objetivo del 2%. Esto parece compatible con la crítica de la TMM a la idea de que la monetización de deuda induzca automáticamente a inflación.

El tercer argumento favorable tiene que ver con los tipos de interés. En Spencer y Yohe (1971), los autores describen la historia del pensamiento económico acerca del efecto *crowding out*, por el cual una política fiscal expansiva financiada con un aumento de la deuda pública puede desplazar la inversión privada, sobre todo en épocas de bajo desempleo. Japón parece ofrecer una experiencia distinta. La combinación de bajo crecimiento, elevada demanda doméstica de activos seguros y actuación del BoJ permitió mantener tipos de interés muy bajos durante un largo periodo. El *Yield Curve Control* discutido en el capítulo anterior comprometió al BoJ a controlar los rendimientos de los JGBs a diez años. Por tanto, Japón muestra que los tipos de interés de la deuda pública no son determinados únicamente por una oferta fija de ahorro privado. Dependen también del marco institucional, de la actuación del banco central, de la estructura del sistema financiero y de las expectativas macroeconómicas. Esta observación es coherente con la TMM, que insiste en que el banco central puede condicionar de forma decisiva el precio de la deuda pública emitida por el Estado.

También puede argumentarse que Japón confirma parcialmente la importancia de las restricciones reales frente a las restricciones financieras. El problema japonés no ha sido la incapacidad formal de financiar gasto público, sino la dificultad de transformar esa posibilidad de financiación en crecimiento sostenido, aumentos salariales y salida definitiva de la deflación. En este sentido, el caso japonés encaja con una intuición central de la TMM: el debate relevante no debe centrarse exclusivamente en si el Estado puede “pagar”, sino en si el gasto público moviliza recursos reales infrautilizados o, por el contrario, genera cuellos de botella e inflación.

4.2. Argumentos en contra

A pesar de estos elementos favorables, interpretar Japón como una prueba concluyente de la TMM sería excesivo. El primer problema es que Japón no ha seguido las prescripciones normativas principales de la TMM. No ha aplicado una política fiscal de finanzas funcionales orientada explícitamente al pleno empleo, ni ha introducido un programa de garantía de trabajo como estabilizador automático. De hecho, Wray y Nersisyan (2021) sostienen que Japón ha seguido una sucesión de estímulos temporales, consolidaciones parciales y respuestas pragmáticas a crisis concretas, pero en ningún caso las políticas normativas de la TMM.

En la esfera de la política fiscal, para la TMM, el gasto público debería calibrarse según el grado de utilización de los recursos reales, y los impuestos deberían actuar

como una herramienta para retirar capacidad de gasto del sector privado cuando aparezcan presiones inflacionarias. En Japón, sin embargo, las subidas del impuesto al consumo no se han utilizado principalmente como instrumento anticíclico para contener una inflación excesiva. Más bien han respondido a preocupaciones de sostenibilidad fiscal, financiación del gasto social y envejecimiento demográfico. La subida de 1997, la de 2014 y la de 2019 no pueden interpretarse como mecanismos para drenar liquidez excesiva en una economía recalentada. Los sucesivos gobiernos han promocionado el impuesto al consumo como una receta para terminar con déficit que ellos mismos consideran insostenibles a largo plazo (Fournier, Hisanaga, & Nguyen, 2022).

Además, la baja inflación japonesa no se puede explicar porque el Estado haya usado impuestos para extraer liquidez del sistema privado y evitar un exceso de demanda, como sugeriría el mecanismo normativo de la TMM. Al contrario, durante gran parte del periodo analizado Japón ha sufrido el problema opuesto: demanda débil, bajo crecimiento nominal y expectativas de inflación ancladas en niveles bajos. El BoJ ha descrito repetidamente esta situación como una “mentalidad deflacionaria” arraigada (Kowalewski & Shirai, 2023), en la que hogares y empresas formaban sus decisiones bajo la expectativa de que los precios no aumentarían de forma sostenida. Kuroda señaló que el objetivo del QQE era precisamente transformar esa mentalidad deflacionaria y elevar las expectativas de inflación hacia el 2% (Kowalewski & Shirai, 2023). Por lo tanto, parece que Japón no puede considerarse un ejemplo de un Estado que haya monetizado su deuda y controlado las presiones inflacionarias con una política fiscal eficiente. Las conclusiones que se puedan sacar de Japón no pueden servir como base normativa aplicable a otros países cuyas expectativas se formen de manera distinta.

Además, la composición de la deuda japonesa hace que el caso no sea fácilmente extrapolable. La deuda está denominada en yenes, una gran parte ha sido absorbida por instituciones domésticas y el BoJ ha intervenido de forma extraordinaria en el mercado de bonos. Japón también cuenta con una elevada credibilidad institucional, una base inversora doméstica amplia y una posición internacional distinta a la de economías emergentes con moneda propia. Por ello, no se puede concluir que cualquier país pueda reproducir la experiencia japonesa simplemente aumentando déficits o monetizando deuda.

Finalmente, la etapa reciente muestra que la sostenibilidad fiscal no es una cuestión cerrada. Mientras los tipos de interés eran cercanos a cero, el coste de financiar una

deuda pública muy alta era manejable. Sin embargo, el aumento de la inflación ha reabierto el debate sobre el coste futuro del servicio de la deuda. El FMI ha advertido que el aumento de los pagos de intereses puede convertirse en una presión relevante durante los próximos años y sugiere que Japón se embarque en una “consolidación fiscal compatible con el crecimiento” (International Monetary Fund, 2024). Esto no invalida la tesis de que Japón tiene más margen que un país sin soberanía monetaria, pero sí recuerda que la deuda pública elevada puede generar restricciones políticas, distributivas e institucionales incluso cuando no existe riesgo inmediato de insolvencia nominal.

4.3. Balance interpretativo

El caso japonés respalda parcialmente algunas tesis descriptivas de la TMM, pero no permite aceptar sus prescripciones normativas en bloque. Japón muestra que la deuda pública en moneda propia no debe entenderse como una deuda privada. También muestra que un banco central puede influir de forma decisiva sobre los tipos de interés de la deuda soberana y que no existe una relación automática entre expansión del balance del banco central, déficit público e inflación elevada.

Sin embargo, Japón no demuestra que el gasto público pueda expandirse indefinidamente ni que la inflación pueda controlarse siempre mediante impuestos. La baja inflación japonesa no se explica principalmente por una gestión fiscal funcional como defiende la TMM, sino por un conjunto de factores estructurales e institucionales: expectativas de inflación persistentemente bajas, baja demanda agregada, envejecimiento poblacional, etc. En este sentido, Japón se asemeja más a un caso de “trampa de baja inflación” que a una demostración del mecanismo fiscal antiinflacionario propuesto por la TMM.

El caso japonés también muestra que la soberanía monetaria amplía el espacio de política económica, pero no elimina todos los límites. Los límites no aparecen necesariamente como una crisis inmediata de solvencia, sino como problemas de crecimiento bajo, baja productividad, envejecimiento, presión sobre el gasto social, dependencia del banco central y dificultad para normalizar la política monetaria sin elevar el coste de la deuda. Por tanto, Japón obliga a distinguir entre tres afirmaciones distintas: que un Estado con moneda propia no puede quebrar involuntariamente en esa moneda; que puede mantener deuda pública muy elevada durante mucho tiempo; y que puede utilizar ese margen para alcanzar pleno empleo, inflación estable y

crecimiento sostenido. El caso japonés apoya parcialmente las dos primeras afirmaciones, pero no demuestra la tercera.

5. Conclusiones

Este trabajo ha analizado si el caso japonés respalda la Teoría Monetaria Moderna. La conclusión principal es que Japón puede utilizarse como evidencia de algunas tesis descriptivas de la TMM, pero no de sus prescripciones normativas en bloque. Por un lado, muestra que un Estado con soberanía monetaria, deuda denominada en su propia moneda y un banco central capaz de intervenir en el mercado de deuda dispone de un margen fiscal considerablemente mayor que el de un hogar, una empresa o un país endeudado en moneda extranjera. Además, la experiencia japonesa cuestiona una relación automática entre déficit público, expansión monetaria e inflación elevada, ya que Japón ha mantenido durante décadas deuda pública muy alta, tipos de interés reducidos y baja inflación.

Sin embargo, Japón no constituye una aplicación exitosa de la TMM en sentido estricto. No ha aplicado una política sistemática de finanzas funcionales, ni una garantía de trabajo, ni ha utilizado los impuestos principalmente como instrumento para retirar liquidez y contener la inflación. Por tanto, Japón debe entenderse como un caso con características institucionales muy específicas. El que una deuda elevada conviva con una inflación baja, no convierte a Japón en evidencia inmediata de las propuestas de la TMM.

Por último, este trabajo circunscribe su labor al estudio de caso, con un análisis cuantitativo limitado. Un estudio causal entre la monetización de la deuda y las presiones inflacionarias podría esclarecer la relación entre ambas. Asimismo, se podría extender el trabajo a otros países con deuda soberana para ampliar nuestro entendimiento sobre la monetización y la deuda. Al tener datos de diferentes países, se podría analizar cuantitativamente qué aspectos de la deuda contribuyen o no a generar presiones inflacionarias.

6. Bibliografía

Blanchard, O., Amighini, A., & Giavazzi, F. (2026). *Macroeconomics*. Pearson.

Center, N. S. (s.f.). *Portal Site of Official Statistics of Japan*. Recuperado el Mayo de 2026, de <https://www.e-stat.go.jp/en>

Contessa, G. (2022). *The Deficit Myth: Modern Monetary Theory and the Birth of the People's Economy*, Stephanie Kelton. Public Affairs, 2020, 325 pages. *Economics and Philosophy*, 315-320.

Internacional, F. M. (s.f.). *IMF Datamapper*. Recuperado el Mayo de 2026, de <https://www.imf.org/external/datamapper/profile/JPN>

Japan, B. o. (s.f.). *Flow of Funds*. Recuperado el Mayo de 2026, de <https://www.boj.or.jp/en/statistics/sj/index.htm>

Japón, M. d. (2025). *Japanese Public Finance Fact Sheet*.

Jean-Marc Fournier, T. H. (2022). *The Fiscal Stance in Japan*. IMF.

Kelton, S. (2020). *The Deficit Myth: Modern Monetary Theory and the Birth of the People's Economy*. Public Affairs.

Knapp, G. F. (1924). *The State of Money*. Macmillan and Co. Limited.

Lerner, A. P. (1955). Functional Finance and the Federal Debt. *The Series of Republished Articles on Economics*, 468-479.

Pawel Kowalewski, S. S. (2023). *History of Bank of Japan's More than Two Decades of Unconventional Monetary Easing with Special Emphasis on the Frameworks Pursued in the Last 10 Years*. Asian Development Bank Institute.

Shirai, S. (2019). *CEPR*. Obtenido de Modern money theory and its implementation and challenges: The case of Japan: <https://cepr.org/voxeu/columns/modern-money-theory-and-its-implementation-and-challenges-case-japan>

Tymoigne, É., & Wray, L. R. (2013). Modern Money Theory 101: A Reply to Critics. *The Levy Economics Institute Working Paper Collection*.

Wray, L. R. (2025). *Understanding Modern Money Theory: Money and Credit in Capitalist Economies*. Elgar.

Wray, L. R., & Nersisyan, Y. (2021). Has Japan Been Following Modern Money Theory Without Recognizing it? No! And Yes. *The Levy Economics Institute Working Paper Collection*.

Yin, R. K. (2018). *Case study research and applications: design and methods*. SAGE.

7. Anexos

7.1. Series macroeconómicas Japón

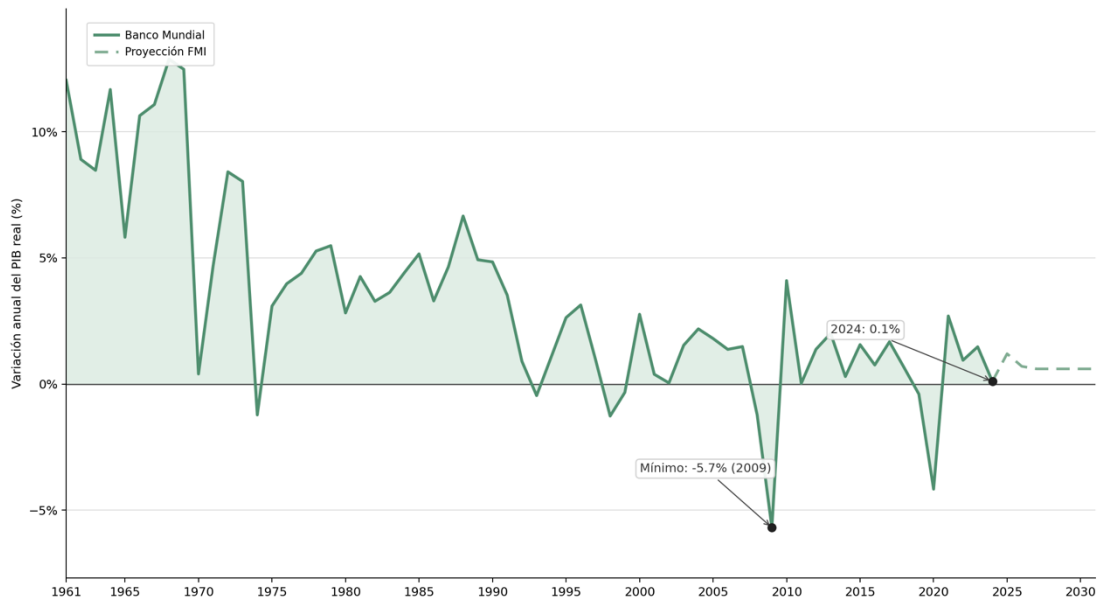


Figura 2: Evolución de la variación del PIB real de Japón. Elaboración propia a partir de datos del Banco Mundial en <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=JP> y para las proyecciones el FMI en <https://www.imf.org/external/datamapper/profile/JPN>.

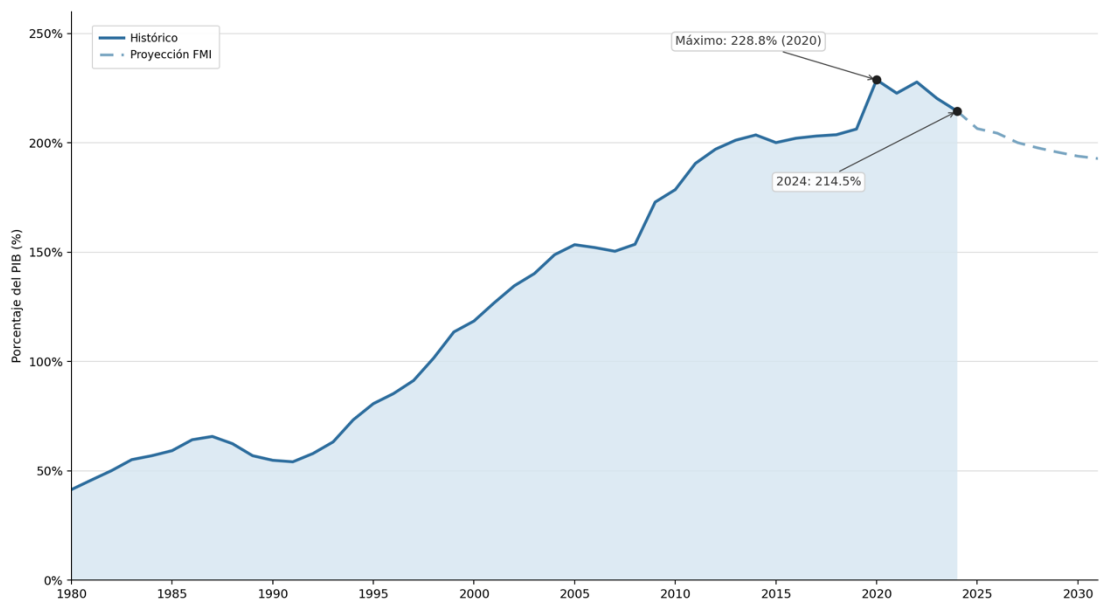


Figura 3: Evolución de la deuda pública sobre el PIB de Japón. Elaboración propia a partir de datos del FMI en <https://www.imf.org/external/datamapper/profile/JPN>.

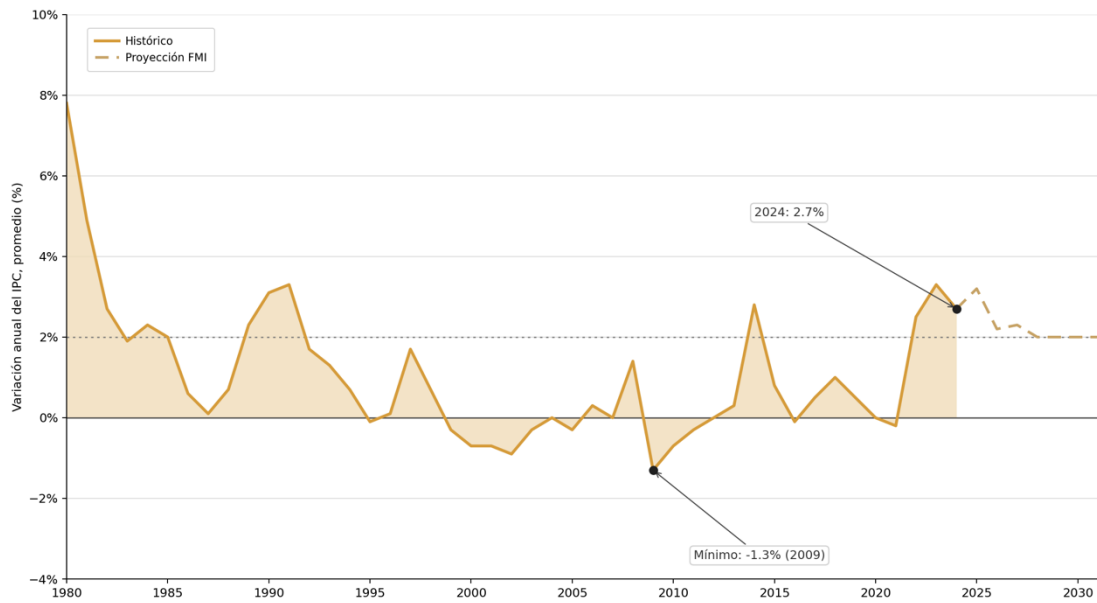


Figura 4: Evolución de la inflación de Japón. Elaboración propia a partir de datos del FMI en <https://www.imf.org/external/datamapper/profile/JPN>.

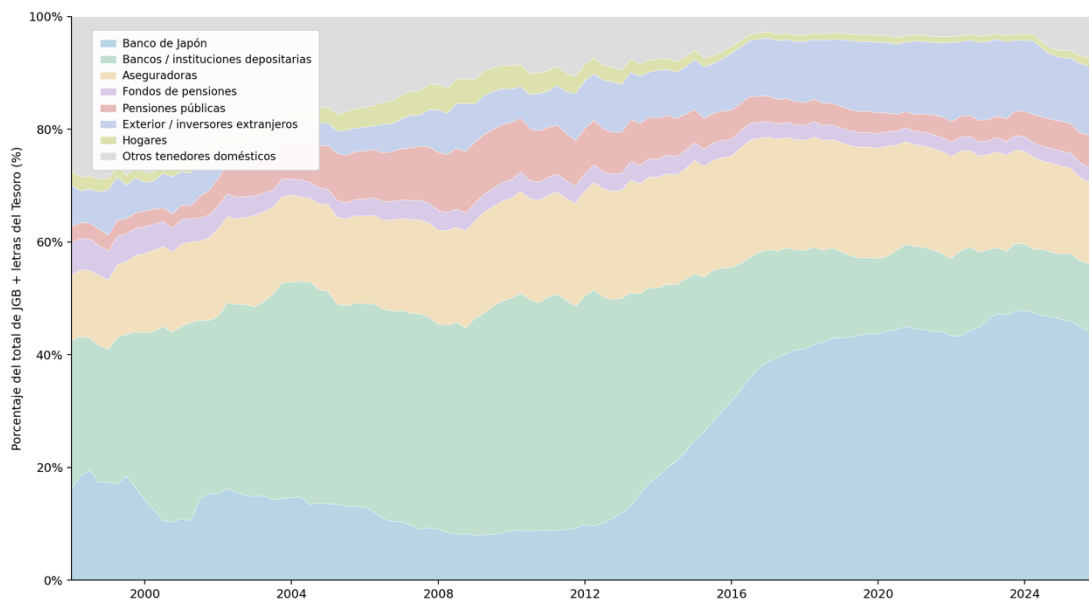


Figura 5: Evolución de la distribución de la deuda japonesa. Elaboración propia a partir de datos obtenidos por el Banco de Japón en <https://www.boj.or.jp/en/statistics/sj/index.htm>. Son los mismos datos que en la Figura 1, pero normalizamos para ver qué porcentaje de la deuda corresponde a cada categoría.

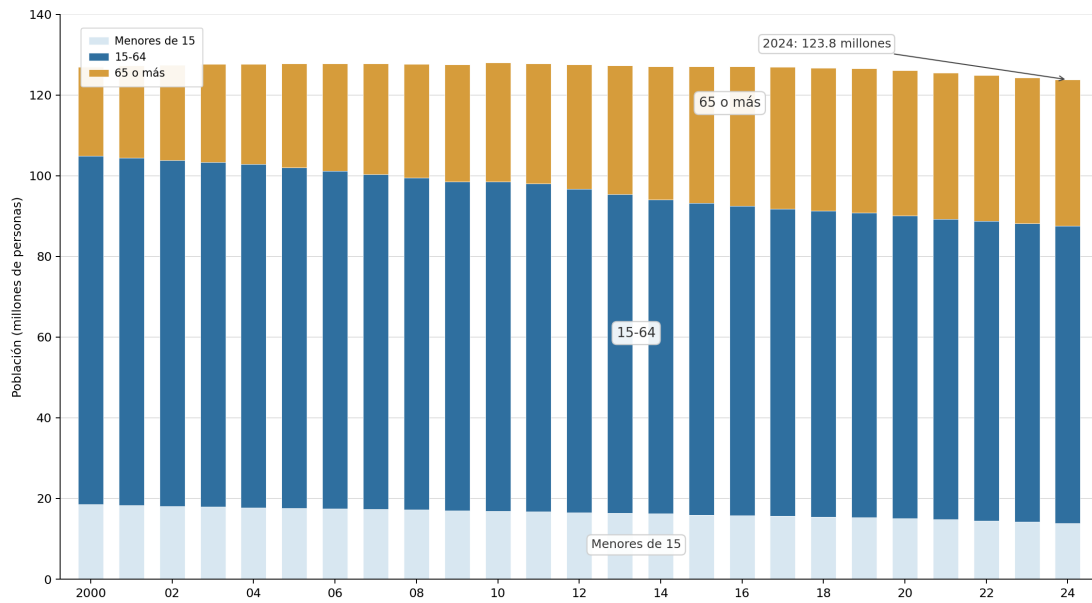


Figura 6: Evolución de la distribución demográfica por edades de Japón en el siglo XXI. Elaboración propia a partir de datos obtenidos por el National Statistics Center a través de <https://www.e-stat.go.jp/en>.