

Regresando a Sargent: Estados Unidos entonces, Europa ahora

José Juan Ruiz

**Documento
de trabajo**

Febrero
2026

Real Instituto Elcano

Inteligencia global en español

El Real Instituto Elcano es el *think tank* español líder en estudios internacionales y estratégicos, y un centro de pensamiento de referencia en Europa y en el mundo. Constituido en 2001 como fundación privada de interés general, nuestra misión es contribuir a la elaboración de respuestas innovadoras, rigurosas e independientes sobre los retos globales y su gobernanza, y sobre el papel de España en Europa y en el mundo, al servicio de los decisores públicos y privados, y de la sociedad en su conjunto.

La estructura organizativa del Real Instituto Elcano refleja los principales apoyos públicos y privados que hacen posible su labor y favorece el intercambio de ideas en un entorno plural e independiente. El más alto órgano de gobierno es su Patronato, bajo la presidencia de honor de S.M. el Rey Felipe VI. Dispone además de un Programa de Socios Corporativos.

www.realinstitutoelcano.org

Regresando a Sargent: Estados Unidos entonces, Europa ahora

José Juan Ruiz

**Febrero
2026**

© 2026 Real Instituto Elcano
C/ Príncipe de Vergara, 51
28006 Madrid
www.realinstitutoelcano.org

ISSN: 1699-3504
Depósito Legal: M-26708-2005

Impreso en Quinteral - Madrid

El papel utilizado en este documento tiene el
certificado del Forest Stewardship Council®



Índice

Presentación	5
1 El marco analítico de Sargent	7
2 Paralelismos detallados: EEUU (década de 1780-década de 1840) vs. UE (década de 1990-2026)	11
3 Los tres <i>shocks</i> simultáneos	17
4 La ecuación de Sargent aplicada a la UE	21
5 La distinción 1790-1840: la clave analítica	27
6 Coaliciones y unanimidad	31
Conclusiones: siete propuestas	33
Anexos	35
Bibliografía	43
Autor	49

Presentación

El 8 de diciembre de 2011, en plena crisis de deuda soberana europea, el economista Thomas J. Sargent (Pasadena, California, 1943) pronunció una conferencia con ocasión de la recepción del Premio Nobel, concedido por la Real Academia sueca por “su investigación empírica sobre causa y efecto en la macroeconomía”. El *timing* no podía ser más elocuente. Esa misma semana, los días 8 y 9 de diciembre, se celebró el Consejo Europeo donde Angela Merkel y Nicolas Sarkozy impulsaron el Pacto Fiscal (*Fiscal Compact*) que el Reino Unido de David Cameron vetó. Los 17 miembros de la zona euro y seis países candidatos acordaron un nuevo tratado intergubernamental con límites estrictos al gasto y el endeudamiento público. Los *spreads* italianos habían superado los 500 puntos básicos sobre el bund y los tipos de interés de la deuda pública rozaban el 3,7% en Francia, alcanzaban el 7% en Italia y España, el 15% en Irlanda, Portugal y Chipre, y superaban el 35% en Grecia. Silvio Berlusconi acababa de dimitir y ser sustituido por el tecnócrata Mario Monti. En septiembre de 2011, Jürgen Stark se había convertido en el segundo alemán, tras Axel Weber, en dimitir del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) ese mismo año, señal de las tensiones internas sobre la dirección de la política monetaria.

Con su conferencia, Sargent no estaba haciendo historia abstracta: estaba hablando directamente sobre una crisis constitucional en tiempo real. Lo notable de su discurso es que no prescribió una solución: presentó las dos experiencias estadounidenses (décadas de 1790 y 1840) y dejó que la audiencia extrajera las conclusiones. Pero el mensaje implícito era devastador para la arquitectura europea: una unión monetaria sin unión fiscal es inherentemente inestable, exactamente el problema que los Artículos de la Confederación revelaron antes de Alexander Hamilton.

Como señalaban los analistas de la época, los trabajos de Sargent sobre las conexiones entre política monetaria y fiscal eran directamente relevantes para entender la situación europea, ya que demuestran que política monetaria y fiscal están interconectadas: un gobierno puede financiarse con impuestos, deuda o impresión de dinero, y estas tres vías no son independientes.

Apenas siete meses después, el 26 de julio de 2012, Mario Draghi pronunció sus tres palabras más famosas (“*whatever it takes*”) cuando aseguró: “*Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough*”. La ironía era soberbia, porque lo que Draghi hizo fue exactamente lo que la “aritmética desagradable” de Thomas Sargent y Neil Wallace (1981) predice. La política monetaria tuvo que cargar con todo porque los otros elementos de una unión monetaria sostenible –sobre todo, una capacidad fiscal central para afrontar shocks asimétricos– estaban ausentes y ni siquiera fueron seriamente considerados durante mucho tiempo. Draghi tuvo que llevar los poderes del BCE al máximo para salvar el euro. El BCE sustituyó la capacidad fiscal que la Unión Europea (UE) no tenía por, precisamente, la coordinación opaca entre política fiscal y monetaria que Sargent identificó como fuente de incertidumbre.

La recepción institucional del discurso fue limitada. Sargent fue invitado a repetir la conferencia en la *Banque de France* el 1 de marzo de 2012. El debate europeo de esos meses estaba dominado por dos visiones contrapuestas que el discurso de Sargent encuadraba perfectamente: una corriente enfatizaba la disciplina fiscal como solución (la lectura tipo década de 1840), mientras que otra señalaba las raíces sistémicas de la turbulencia financiera. La respuesta política europea de diciembre de 2011 (el Pacto Fiscal) optó claramente por la lectura de los años 40 del s. XIX (disciplina, reglas, sanciones) sin abordar la interpretación de 1790 (capacidad fiscal compartida, ingresos comunes). Sargent habría señalado que una visión sin la otra era incompleta.

No hubo reacciones públicas directas de políticos europeos al discurso del Nobel –los líderes estaban demasiado ocupados con las crisis que se desataban en cada Consejo–, pero el marco analítico de Sargent permeó el debate académico e institucional en los meses siguientes. En junio de 2012, el Consejo Europeo lanzó el llamado “informe de los cuatro presidentes” (del Consejo, la Comisión, el Eurogrupo y el propio Draghi), que representó un momento de verdad al abrir la puerta a la unión bancaria, fiscal y política. Ese informe era, en esencia, una respuesta institucional al diagnóstico que Sargent había articulado en Estocolmo seis meses antes: sin alguna forma de unión fiscal, la unión monetaria no podía sobrevivir. La tragedia europea es que, 13 años después, esa unión fiscal sigue siendo un proyecto inacabado.

1. El marco analítico de Sargent

1.1. La restricción presupuestaria intertemporal

El argumento central de Thomas J. Sargent descansa sobre una ecuación que condiciona toda la arquitectura fiscal de una unión política: el valor de mercado de la deuda pública es igual al valor presente descontado de todos los superávits primarios futuros esperados.

Si los mercados no creen que el gobierno pueda generar superávits futuros suficientes, la deuda cotiza con descuento.

Esto es exactamente lo que ocurría con la deuda de Estados Unidos (EEUU) (bajo los artículos de la Confederación) en la década 1780 y lo que los *spreads* soberanos europeos revelaron en la crisis del euro de 2012.

1.2. Los cinco principios de Sargent

- La capacidad de endeudamiento depende de los ingresos futuros esperados, no de la deuda pasada.
- Existen problemas de *free-rider* entre gobiernos subordinados y gobierno central.
- Las buenas reputaciones son costosas de adquirir y fáciles de perder.

- Es difícil mantener reputaciones distintas con diferentes contrapartes simultáneamente.
- La coordinación fiscal-monetaria opaca genera incertidumbre (Sargent-Wallace, 1981).

1.3. Las dos experiencias estadounidenses

El discurso de Sargent al recibir el Premio Nobel en 2011 describía un típico problema de *chicken and egg* aplicado a la construcción de activos seguros: para que la deuda pública sea un activo seguro necesitas credibilidad fiscal, pero para construir credibilidad fiscal necesitas poder emitir deuda que el mercado acepte. Alexander Hamilton, primer secretario del Tesoro, resolvió el dilema en 1790 con un paquete simultáneo: asunción de deudas, monopolio federal sobre aranceles y compromiso constitucional.

La historia de aquel experimento grabó a fuego en la memoria de los economistas que para que la conversión de un activo en activo seguro tenga éxito no sólo debe de estar bien diseñado, sino que también debe incluir un acompañamiento institucional –tamaño de la base impositiva de los impuestos que aseguran el servicio de esa deuda, reglas claras e irreversibles sobre disciplina fiscal– y evidencia irrevocable de que los participantes están dispuestos a gastar capital político para asegurar el cumplimiento de su marco institucional, especialmente si aparecen crisis y turbulencias.

Hay pocos casos en la historia de activos seguros por decreto, pero sí una gran y sólida literatura sobre los requisitos necesarios para asegurar la credibilidad de los compromisos a largo plazo.

Para ilustrar el éxito del momento hamiltoniano, el análisis de Sargent se centra en dos experiencias concretas. Primero, la fundacional de 1790, con el rescate de Hamilton de la deuda total de las 13 Colonias: aproximadamente 80 millones de dólares (40% del PIB), que se descomponía en 55 millones de dólares de deuda federal y 25 millones de dólares de deuda de los estados. Hamilton propuso la asunción federal de deudas estatales, el monopolio federal sobre aranceles y el rechazo de discriminación entre acreedores. La justificación fue clara: la deuda contraída por una causa nacional compartida (la independencia) era elegible para la conversión. El resultado fue que el crédito federal se restauró y la inversión extranjera comenzó a fluir al nuevo país.

Sargent también pone el foco en una segunda experiencia: el rechazo del Congreso federal a realizar un segundo rescate tras la crisis de 1837. La consecuencia de aquella decisión fue que nueve estados suspendieron

los pagos de la deuda contraída por ellos para construir, básicamente, infraestructura en sus territorios. El Congreso determinó que esas deudas no se habían contraído para cumplir una “causa nacional”. Las consecuencias a medio plazo de aquellos *defaults* fue que más de la mitad de los estados reescribieron sus constituciones para exigir presupuestos equilibrados.

Esta distinción entre deuda por bienes públicos compartidos y deuda por decisiones locales es constitutiva del federalismo fiscal.

2. Paralelismos detallados: EEUU (década de 1780 - década de 1840) vs. UE (década de 1990 - 2026)

La conferencia de recepción del Nobel avanzó con una comparación entre la historia económica de los EEUU del siglo XVIII y la UE de la crisis fiscal de 2011-2014.

Es fascinante el *timing* de la conferencia y los paralelismos que ya se revelaban entonces entre los EEUU de 1780 y la Europa de la crisis soberana. Pero para ganar perspectiva y actualidad, hemos decidido que la comparación que hacemos en el cuadro adjunto se refiera a la UE actual. La de 2025-2026. Para ahorrar tiempo al amable lector no vamos a comentar en detalle cada una de las columnas del cuadro pero al final de este artículo se puede encontrar una extensa bibliografía guiada de cada una de las celdas de las dos columnas comparativas.

Figura 1.

Paralelismo institucional: artículos de Confederación vs. UE 2025-2026

Dimensión	EEUU Artículos Confederación (1781-1789)	UE (2025-2026)
Estructura constitucional	Confederación de estados soberanos	Unión supranacional <i>sui generis</i>
Capacidad fiscal central	Inexistente (sin poder tributario)	Muy limitada (contribuciones nacionales)
Presupuesto central (% PIB)	<1%	~1,0%
Fuente ingresos propia	Ninguna (requisiciones voluntarias)	Limitada (aduanas, IVA parcial, plástico)

Deuda problemática	Continental + estatal: ~77M\$	Nacional: FR €3,3T, IT €2,9T, ES €1,6T
Deuda/PIB agregada	~40%	Eurozona: 88,5% (Q3 2025)
Unión monetaria	<i>De facto</i> (dólar español)	Sí (euro, BCE desde 1999)
Orden de reformas	Fiscal primero (1790), monetario después (1791-92)	Monetario primero (1999), fiscal pendiente
Política comercial	13 políticas separadas	Unificada pero presionada (Turnberry verano 2025)
Unanimidad fiscal	Sí (para impuestos federales)	Sí (reformas de Tratado)
Amenaza externa	Gran Bretaña (discriminación comercial)	Triple: EEUU + China + Rusia
Gasto en defensa	Milicias estatales, sin ejército federal	~2,1% PIB; OTAN: 3,5%+1,5% para 2035
Deuda común	No (desacreditada)	Parcial: <i>NextGenerationEU</i> (NGEU) >700 Bn (temporal)
Rescate deudas subnacionales	Sí, 1790 (causa: independencia)	NGEU pandemia; no mecanismo permanente
Disciplina fiscal	Ninguna hasta post-1840	PEC reformado 2024
Banco central	No hasta 1791	BCE (1998)
Nº unidades constituyentes	13 estados	27 Estados miembros. (21 eurozona)
Heterogeneidad económica	Moderada (economía agraria)	Alta (PIB pc: Luxemburgo 10x Bulgaria)
Identidad compartida	Sí (Guerra de Independencia)	En construcción (sin <i>Glorious Cause</i>)

Fuente: elaboración propia.

La situación de deuda y déficit en los EEUU de entonces y la Europa de hoy también es muy reveladora (Figura 2). La última columna (Paralelo EEUU 1790) la hemos construido para reforzar ese paralelismo –y en buena media, la postura *ex ante* de los países europeos frente a la creación de un activo seguro europeo–, asignando a cada estado estadounidense del XVIII un país europeo actual. Por supuesto, esta correspondencia no tiene ninguna otra pretensión que subrayar que, por los caminos que hoy transitamos, ya han pasado antes otros.

Figura 2.
Deuda/PIB UE (Eurostat Q3 2025) con paralelismos estadounidenses de 1790

País	Deuda/PIB Q3-2025 (%)	Déficit/PIB 2024 (%)	Paralelo USA 1790
Grecia	149,7	-2,4	Massachusetts (alta deuda, beneficiario)
Italia	137,8	-3,4	Carolina del Sur (pago lento)
Francia	117,7	-5,8	Sin paralelo (peso sistémico único)
Bélgica	107,1	-4,2	Connecticut (deuda moderada-alta)
España	103,2	-3,2	New York (economía dinámica)
Portugal	95,0	0,5	Rhode Island (reformándose)
Austria	83,0	-4,6	New Jersey (posición intermedia)
Alemania	63,0	-2,5	Virginia (pagó deuda, OPUESTA)
Países Bajos	43,0	-1,8	Pennsylvania (favorable)
Irlanda	38,0	4,0	Maryland (deuda pagada)
EUROZONA	88,5	-3,1	Total confederal: ~40% PIB
UE-27	82,1	-3,1	N/A

Fuente: elaboración propia.

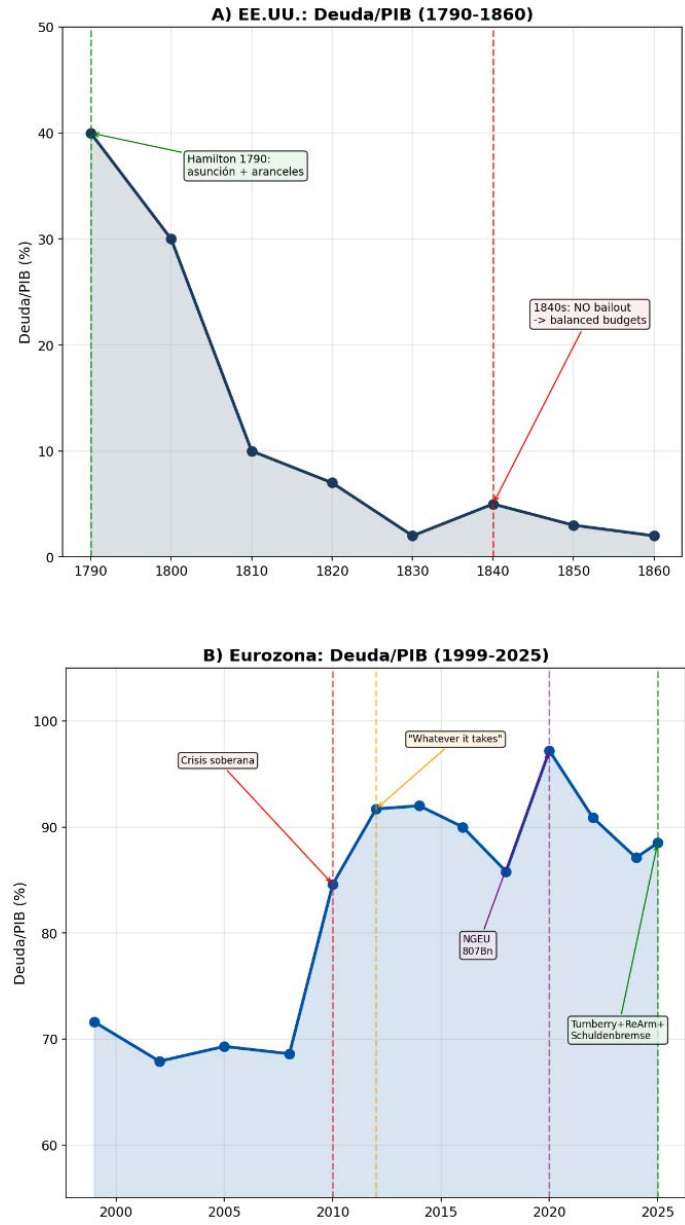
La nota histórica es que la oposición a la asunción hamiltoniana de 1790 vino de los estados que ya habían pagado su deuda (Virginia, Maryland, Georgia). En la UE de 2025, los países con baja deuda (Alemania 63%; los Países Bajos 43%; nórdicos) son los que tradicionalmente han sido muy activos en su oposición a cualquier variante hasta ahora conocida de mutualizar la deuda.

La dinámica política es idéntica, separada por 235 años, pero la escala es incomparable: la deuda combinada de Francia, Italia y España supera los 7,8 billones de euros; la deuda total de los 13 estados en 1790 era de 25 millones de dólares.

Como es bien sabido, la mutualización de Hamilton funcionó muy bien. Las figuras adjuntas muestran cómo la ratio deuda/PIB cayó desde el 40% del PIB a menos del 10% en 1830. Pero entonces les llegó la crisis de 1837¹ y todo el edificio se volvió a poner a prueba.

1 La crisis de 1837 fue una de las más severas del siglo XIX estadounidense. Para entenderla hay que retroceder a la década anterior. Entre 1825 y 1837, los estados se embarcaron en un ambicioso programa de inversión en infraestructura (canales, ferrocarriles, carreteras) financiado masivamente con deuda, buena parte de ella colocada entre inversores europeos, sobre todo británicos y neerlandeses. La lógica era que la infraestructura generaría crecimiento suficiente para pagar la deuda. Varios estados crearon bancos públicos que emitían bonos y otorgaban crédito vinculado a estos proyectos. El endeudamiento estatal se multiplicó: pasó de unos 13 millones de dólares en 1820 a más de 170 millones en 1838. El Pánico de 1837 fue detonado por una combinación de factores: la *Specie Circular* del presidente Jackson (1836), que exigía que las compras de tierras federales se pagasen en metálico y no en billetes de banco, provocó una contracción crediticia abrupta; la quiebra de bancos británicos redujo el flujo de capital hacia EEUU y el precio del algodón (columna vertebral de la economía sureña) se desplomó. La recesión resultante fue profunda: duró hasta 1843, los bancos suspendieron pagos en cadena y el desempleo se disparó en las ciudades. El impacto sobre las finanzas estatales fue devastador. Los ingresos fiscales cayeron justo cuando los vencimientos de deuda se acumulaban y los proyectos de infraestructura, muchos de ellos incompletos o mal gestionados, no generaban los retornos esperados. Durante la recesión de finales de la década de 1830, numerosos estados entraron en impago. Nueve estados (Arkansas, Florida, Illinois, Indiana, Louisiana, Maryland, Michigan, Mississippi y Pennsylvania) suspendieron el servicio de su deuda entre 1841 y 1842. Cuatro de ellos (Arkansas, Florida, Michigan y Mississippi) llegaron al repudio total: se negaron a reconocer la deuda como legítima. Los tenedores de bonos europeos descubrieron entonces que la Undécima Enmienda de la Constitución les privaba de protección ante los tribunales federales para reclamar contra estados soberanos. No podían demandar a un estado estadounidense en la Corte federal. Su única esperanza era que el gobierno federal asumiese esas deudas, como había hecho Alexander Hamilton en 1790. Y efectivamente, durante la década de 1840 se abrió un intenso debate en el Congreso sobre un posible segundo rescate (*bailout*) de las deudas estatales. Los defensores del rescate invocaron explícitamente el precedente hamiltoniano de 1790: si el gobierno federal había asumido las deudas de los estados una vez, debía hacerlo de nuevo para restaurar el crédito estadounidense en los mercados internacionales y proteger la reputación del país. Los banqueros europeos, con la casa Barings a la cabeza, presionaron intensamente por esta vía. Incluso el reverendo Sydney Smith, célebre escritor británico que había invertido en bonos de Pennsylvania, publicó una serie de cartas abiertas furiosas en los periódicos londinenses denunciando la inmoralidad del impago estadounidense. Pero los opositores ganaron el debate con un argumento que Sargent considera decisivo: la deuda de 1790 se había contraído por una causa nacional compartida (la Guerra de Independencia), mientras que la deuda de los años 1830 era el resultado de decisiones locales de inversión en proyectos dispares, muchos de ellos especulativos o corruptos. No había causa nacional que justificase la mutualización. Un rescate federal crearía un incentivo perverso (*moral hazard*): si los estados sabían que el gobierno federal los rescataría, gastarían sin restricción. El Congreso rechazó el rescate. Las consecuencias institucionales fueron profundas y duraderas. Más de la mitad de los estados reescribieron sus constituciones en los años siguientes para incluir alguna forma de *balanced budget amendment*, esto es, normas que limitaban o prohibían la emisión de deuda estatal sin aprobación popular directa (referéndum) o que exigían presupuestos equilibrados. Como observa Sargent, estas nuevas constituciones obligaban a los estados a renunciar a las ganancias de eficiencia del *tax smoothing* (la suavización intertemporal de impuestos teorizada por Robert J. Barro en 1979): un gobierno que no puede endeudarse tiene que subir impuestos en recesión y bajarlos en expansión, exactamente al revés de lo óptimo. Pero la disciplina del no-rescate resultó ser más importante que la eficiencia teórica. La lectura que Sargent extrae de este episodio para Europa es tan clara que no se necesita hacerla explícita: si la deuda no se contrajo por una causa compartida, no debe ser asumida colectivamente. Las deudas nacionales europeas acumuladas por decisiones domésticas (pensiones, gasto corriente, inversión local) no tienen justificación hamiltoniana para ser mutualizadas. La disciplina debe venir de reglas fiscales creíbles –el equivalente europeo de las *balanced budget amendments* estadounidense–, no de rescates incondicionales.

Figura 3.
Deuda/PIB comparada EEUU (1790-1860) vs. Eurozona (1999-2025)



Fuente: elaboración propia.

3. Los tres *shocks* simultáneos

La UE de 2025-2026 se enfrenta a tres *shocks* simultáneos sobre una arquitectura que, en términos de Sargent, sigue siendo esencialmente confederal.

3.1. *Shock* de seguridad

La cumbre de la Organización del Tratado del Atlántico Norte (OTAN), celebrada en La Haya en junio de 2025, estableció un objetivo de gasto en defensa del 3,5% del PIB como componente *core*, más un 1,5% de seguridad adicional, totalizando un 5% del PIB para 2035. El gasto en defensa de la UE en 2024 fue de aproximadamente 343.000 millones de euros (1,9% del PIB). La estimación para 2025 es de 381.000 millones (2,1%). La brecha hasta el 3,5% representa unos 250.000 millones de euros anuales adicionales, equivalentes a seis veces el presupuesto anual de la UE. El plan *ReArm Europe* moviliza 800.000 millones en préstamos y garantías, pero es insuficiente a largo plazo.

3.2. *Shock* comercial

Los aranceles acordados en Turnberry (julio 2025) imponen un 15% sobre las exportaciones europeas a EEUU. A cambio, la UE se comprometió a compras de energía estadounidense por 750.000 millones de dólares a 10 años y a adquisiciones de equipo militar estadounidense.

El efecto estimado por Goldman Sachs es de -0,4 puntos porcentuales del PIB de la eurozona a finales de 2026. La analogía con la discriminación comercial británica de los años 1780 es directa: una potencia exterior que explota la fragmentación del bloque.

3.3. Shock de competitividad

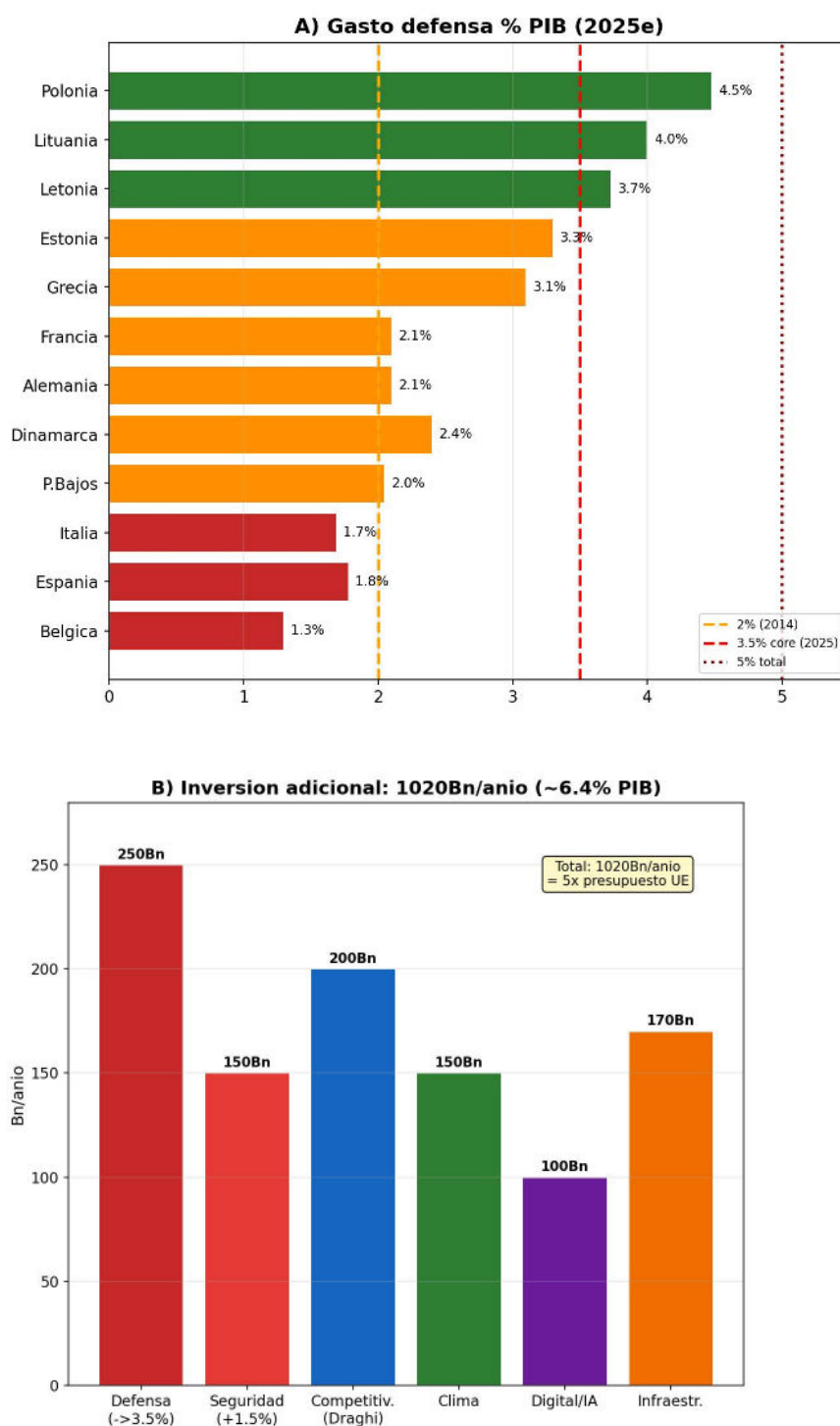
El Informe Draghi (2024) cuantificó la brecha de inversión europea en 800.000 millones de euros anuales, aproximadamente un 5% del PIB. Desglosada por componentes, queda de la siguiente manera: transición climática (150.000 millones/año), digital e inteligencia artificial (100.000 millones), infraestructura (170.000 millones) y competitividad general (200.000 millones). Sumando las necesidades de defensa (250.000 millones) y seguridad (150.000 millones), el total asciende a 1.020.000 millones de euros anuales, lo que equivale a 5,5 veces el presupuesto comunitario (las Figuras 4 y 5 sintetizan esta triple vulnerabilidad).

Figura 4.
Los tres shocks

Shock	Componente	Magnitud	Paralelo Sargent
SEGURIDAD	Objetivo OTAN La Haya	3,5% core + 1,5% = 5% PIB 2035	Causa nacional: justifica deuda común
	Gasto UE 2024	€343 Bn (1,9% PIB)	Insuficiente
	Gasto UE 2025e	€381 Bn (2,1% PIB)	Primera vez >2%
	Brecha hasta 3,5%	~€250 Bn/año adicionales	6x presupuesto UE
	ReArm Europe	~€800 Bn	Hamilton limitado para defensa
COMERCIAL	Aranceles Turnberry	15% exportaciones UE	Discriminación británica 1780s
	Compras energía USA	\$750 Bn a 10 años	Debilidad negociadora
	Impacto PIB (GS)	-0,4 pp fin-2026	Reduce superávits esperados
COMPETITIV.	Brecha Draghi	€800 Bn/año (5% PIB)	Inversión para {s_t} futuros
	Clima	€150 Bn/año	Bien público europeo
	Digital/IA	€100 Bn/año	Soberanía tecnológica
	Infraestructura	€170 Bn/año	Mix BP + nacional

Fuente: elaboración propia.

Figura 5.
Gasto en defensa e inversión adicional



Fuente: elaboración propia.

4. La ecuación de Sargent aplicada a la UE

¿Puede la UE en su conjunto generar un proceso de superávits primarios futuros consolidados creíbles? La respuesta requiere comparar la capacidad fiscal real actual de EEUU y de la UE/países europeos.

Figura 6.
Capacidad fiscal comparada EEUU federal vs. UE central, 2025

Indicador	EE.UU. federal	UE central	Ratio
Presupuesto/PIB	23,3%	~1,0%	23x
Presupuesto absoluto	\$7,0 T/año	€186 Bn/año	38x
Ingresos propios	>\$5 T (<i>income tax + payroll + corporate + tariffs</i>)	~€30 Bn (aduanas + plástico + IVA parcial)	>100x
Deuda/PIB gobierno central	~100% (<i>held by public</i>)	~4,5% (NGEU temporal)	22x
Transferencias interpersonales	Masivas (SS, Medicare, Medicaid)	Mínimas (<0,5% PIB)	>50x
Déficit/PIB	-5,9% (FY2025)	-3,1% (UE-27, 2024)	EEUU peor

Fuente: elaboración propia

La última columna (Ratio) cuantifica la asimetría entre ayer y hoy. En términos de presupuesto sobre el PIB, la actual posición europea es 23 veces superior y la diferencia en la ratio ingresos propios/presupuesto es más de 100 veces más elevada. En la segunda y tercera columna se capta la diferencia entre una federación y una confederación.

Los datos también nos muestran algo más actual: EEUU tuvo en 2025 un severo problema fiscal. Objetivamente es peor que el problema fiscal europeo (deuda del 121% del PIB; déficit del 5,9%). Sin embargo, la gran diferencia es que EEUU tiene una capacidad fiscal estructuralmente superior que la de la UE porque controla directamente sus ingresos.

Los mercados lo saben: por eso los *treasuries* siguen –por el momento– siendo un activo seguro global. También saben que la UE no es una federación sino una confederación y por eso resulta muy relevante observar los spreads nacionales de los países europeos frente al US10Y estadounidense y frente al *bund* alemán.

Los datos de los primeros días de febrero muestran que todos los bonos soberanos europeos cotizan por debajo del *treasury*.

Figura 7.

Spreads de países europeos frente al US10Y y el *bund* alemán

País	Yield 10Y (%)	Spread vs. EEUU treasury (bp)	Spread vs. bund (bp)	Rating (Fitch)	Deuda/PIB
EEUU treasury	4,17	—	+130	AA+	~121%
Alemania (<i>bund</i>)	2,87	-130	—	AAA	63%
Países Bajos	2,98	-119	+11	AAA	43%
Finlandia	~2,95	-122	+8	AA+	~75%
Austria	~3,05	-112	+18	AA+	83%
Irlanda	~3,00	-117	+13	A+	38%
Portugal	3,21	-96	+34	A-	95%
España	3,31	-86	+44	A-	103%
Bélgica	~3,25	-92	+38	AA-	107%
Grecia	3,48	-69	+61	BBB-	150%
Italia (BTP)	3,53	-64	+66	BBB	138%
Francia (OAT)	3,57	-60	+70	AA-	118%

Fuente: elaboración propia.

Pero hay que ser prudentes al interpretar ese *premium*. En él confluyen dos factores que interactúan entre sí: el riesgo crediticio y la política monetaria divergente de la Reserva Federal y el BCE.

Como es notorio, el BCE ha bajado tipos en los últimos trimestres un total de ocho veces –hasta el 2%– mientras la Reserva Federal ha aterrizado, por el momento, en un nivel de tipos en torno al 4%. Por otro lado, el tipo de cambio del dólar desde la elección de Donald Trump se ha depreciado frente al euro un 8,1%.

La combinación de ambos supone que para el inversor global que compró bonos europeos y estadounidenses el día de la elección de Trump –y los ha mantenido hasta ahora– el rendimiento en dólares estadounidenses de sus bonos europeos ha sido del 9,7% y el de sus bonos estadounidenses del 6,7%. Es decir, ha obtenido unos 300 puntos básicos de *spread* positivo sobre los bonos de los países de la UE.

Figura 8.

Desglose por países

País	Yield 10Y nov- 2024 (%)	Yield 10Y feb- 2026 (%)	Cupón acum. ~15m (%)	Var. precio est. (%)	Retorno € (%)	Efecto FX €/ US\$ (%)	Retorno total US\$ (%)
Alemania	2,40	2,87	+3,06	-4,23	-1,17	+8,1	+6,8
Países Bajos	2,55	2,98	+3,25	-3,87	-0,62	+8,1	+7,4
Francia	3,15	3,57	+4,02	-3,78	+0,24	+8,1	+8,3
Bélgica	3,05	3,25	+3,89	-1,80	+2,09	+8,1	+10,3
España	3,10	3,31	+3,96	-1,89	+2,07	+8,1	+10,3
Portugal	2,90	3,21	+3,70	-2,79	+0,91	+8,1	+9,1
Italia	3,55	3,53	+4,53	+0,18	+4,71	+8,1	+13,0
Grecia	3,30	3,48	+4,21	-1,62	+2,59	+8,1	+10,8
Irlanda	2,70	3,00	+3,45	-2,70	+0,75	+8,1	+8,9
Austria	2,75	3,05	+3,51	-2,70	+0,81	+8,1	+9,0
Media ponderada EZ	~2,95	~3,20	+3,77	-2,25	+1,52	+8,1	~+9,7
US treasury (ref.)	4,30	4,17	+5,49	+1,17	+6,66	—	+6,7

Fuente: elaboración propia.

Un desglose por países ilumina la mecánica de lo que está ocurriendo. El inversor estadounidense que compró *bunds* al 2,40% el día de la elección de Donald Trump ha obtenido un 6,8% en dólares –prácticamente lo mismo que el que invirtió en el *treasury* al 4,30%, que le ha rendido un 6,7%–, pero quien compró BTP italianos al 3,55% ha obtenido un 13%. Dicho de otro modo, el efecto cambiario (+8,1% de apreciación del euro) ha sido más potente que cualquier diferencial de tipos.

El mercado no sólo está evaluando los procesos de superávits nacionales europeos, sino que está simultáneamente reevaluando a la baja la posición fiscal de EEUU. Y por el momento, ese juicio se traduce en depreciación del dólar o, visto desde este lado del Atlántico, en una revaluación del euro. No hay mucho en la situación económica global que permita anticipar que esta tendencia vaya a detenerse.

La implicación es paradójica. Incluso si Europa no consigue crear su propio activo seguro, la erosión del estatus del dólar como moneda refugio genera entradas de capital en activos europeos de mayor rentabilidad que presionan al alza la moneda común. El efecto es perverso: todos los países de la zona euro pierden competitividad cambiaria por igual, pero las mejoras en los costes de financiación las captan desproporcionadamente los países con mayores *spreads* frente al *bund*. Es decir, aquellos a los que los mercados atribuyen más riesgo crediticio: los que acumulan mayores déficits y *stocks* de deuda.

La apreciación del euro socializa las pérdidas de competitividad; la compresión de *spreads* privatiza las ganancias financieras. Es una redistribución implícita que ningún tratado ha previsto. Los *spreads* frente al *bund* son, en esencia, la traducción de mercado de la ecuación de Sargent: reflejan la diferencia entre la credibilidad del proceso de superávits de cada país y la de Alemania. La convergencia reciente es notable. El *spread* BTP-*bund* cayó de 116 bp a principios de 2025 hasta 66 bp actualmente y los bonos italianos y españoles han alcanzado mínimos de varias décadas sobre el *bund*. El rendimiento total en dólares lo corrobora: Italia ha sido la mejor inversión soberana europea del período (+13% en dólares), precisamente porque combinó un *carry* superior con compresión de *spreads* y la apreciación común del euro.

Pero el dato más llamativo es la anomalía francesa. Francia cotiza a ~70 bp sobre el *bund*, peor que Italia (~66 bp), algo impensable antes de 2024. En la tabla de rendimientos, Francia (+8,3% en dólares) supera al *treasury*, pero queda significativamente por debajo de Italia (+13%) y España (+10,3%). El mercado está diciendo que el proceso de superávits esperados de Francia se ha deteriorado más que el de Italia. Un juicio que refleja el déficit del 5,8%, la inestabilidad política y la dificultad para aprobar una consolidación fiscal.

Sargent interpretaría estos movimientos como información sobre credibilidad constitucional, no sólo fiscal. Cuando los *spreads* intraeurozona convergen, el mercado está diciendo que ningún país contempla seriamente la salida de la UE y que las transferencias fiscales vía programa NGEU han funcionado como mecanismo de estabilización.

Pero cuando simultáneamente el dólar se deprecia un 8,1%, el mensaje es otro. Con un déficit del 5,9%, deuda al 121% del PIB, una incertidumbre arancelaria autoinfligida que ya es muy elevada y la creciente sospecha de politización de la Reserva Federal, lo que los mercados reflejan es exactamente lo que Sargent-Wallace (1981) predicen: si la política fiscal domina, la credibilidad monetaria se deteriora y el tipo de cambio lo refleja.

La ironía histórica es considerable. Europa, que Sargent utilizó en 2011 como caso de estudio de una unión fiscalmente incompleta, está viendo cómo sus *spreads* convergen, su moneda se aprecia y sus bonos generan retornos superiores en dólares. EEUU, que Sargent utilizó como modelo de resolución exitosa del problema fiscal (Hamilton, 1790), está viendo cómo su moneda se deprecia, su déficit se dispara y los inversores empiezan a exigir una prima por mantener *treasuries* a largo plazo. Los papeles se están invirtiendo parcialmente.

Pero la convergencia europea es frágil: gran parte de la mejora periférica se debió a las transferencias NGEU, que se agotan después de 2026. Sin un sucesor permanente –sin completar el Hamilton europeo con ingresos propios y deuda común para bienes públicos–, los *spreads* podrían volver a abrirse. Y si lo hacen justo cuando el efecto cambiario positivo se disipa (porque el dólar se estabiliza o rebota), el rendimiento en dólares de los bonos europeos caería abruptamente. Y esto revelaría que la convergencia era cíclica, no estructural.

La pregunta es si estamos ante un punto de inflexión hamiltoniano, donde Europa completa su arquitectura fiscal y la convergencia se vuelve permanente, o ante un espejismo coyuntural donde la debilidad relativa de EEUU disimula la debilidad absoluta de Europa.

La restricción presupuestaria de Sargent no admite ambigüedad: o Europa genera ingresos propios suficientes para respaldar deuda común (los 290.000-480.000 millones de euros anuales que hemos estimado) o la deuda común heredaría el peor perfil crediticio del conjunto cuando la próxima crisis revele que el proceso de superávits europeo sigue siendo tan insuficiente como en 2011. El reloj del NGEU marca 2026. Después de eso, o hay Hamilton o hay década de 1840.

5. La distinción 1790-1840: la clave analítica

La lectura más productiva de la experiencia americana completa (década de 1790 y década de 1840) para Europa no es ni el Hamilton pleno ni el *statu quo*. Es la solución intermedia:

- Deuda común permanente para bienes públicos europeos genuinos (defensa, transición climática, soberanía tecnológica) con justificación hamiltoniana.
- Reglas fiscales nacionales reforzadas (Pacto de Estabilidad y Crecimiento –PEC–, reformado 2024) para deuda acumulada por decisiones domésticas, cumpliendo la función de las constituciones estatales post-década 1840.
- Nuevos ingresos propios de la UE para respaldar la deuda común sin los cuales el proceso de superávits no es creíble.

El giro fiscal alemán de marzo de 2025 (la *Schuldenbremse* reformada más fondo de 500.000 millones de euros) rompe un tabú: si Alemania acepta deuda masiva para defensa a nivel nacional, el argumento contra la deuda común europea para esos mismos fines pierde fuerza lógica.

Figura 9.
Distinción 1790 vs. 1840 aplicada a Europa

Criterio	1790 (SÍ rescate)	1840 (NO rescate)	Aplicación UE 2025-26
Naturaleza deuda	Guerra: causa nacional compartida	Infraestructura local	DUAL: defensa/clima = compartida; deuda nacional = decisiones locales
Justificación	Todos contribuyeron a bien público común	Proyectos dispares sin dimensión nacional	Defensa y clima SÍ tienen justificación hamiltoniana; gasto corriente nacional, NO
Riesgo moral	Bajo: causa única e irrepetible	Alto: incentiva gasto irresponsable	Bajo si son bienes públicos europeos; alto si generalizado
Resultado	Crédito federal restaurado; <i>treasuries</i> apreciados	>50% estados adoptan <i>balanced budget amendments</i>	Si defensa común: paso a unión fiscal parcial
Condiciones de credibilidad	Hamilton: monopolio federal sobre aranceles	Disciplina fiscal emergente del no-rescate	Ingresos propios UE (IVA europeo, carbono, tasa digital)
Lógica Kareken-Wallace	No aplica: rescate acompañado de capacidad fiscal	Aplica: rescate incondicional = <i>moral hazard</i>	PEC reformado 2024 + condicionalidad = versión europea de 1840

Fuente: elaboración propia.

Figura 10.
Tres escenarios en términos de Sargent

Dimensión	E1: <i>Statu quo</i>	E2: Hamilton parcial	E3: Hamilton pleno
Descripción	Reglas nacionales + UE ~1%	Fondo permanente: defensa, clima, inversión + ingresos propios	Transferencia masiva de competencias fiscales
Paralelo americano	Art. Confederación mantenidos	Hamilton 1790 para BP + disciplina 1840s	Constitución 1787 + Hamilton completo
Presupuesto UE (% PIB)	~1,0-1,2%	~2,0-3,0%	>5%
Deuda común	NGEU expira	Permanente para bienes públicos (€200-300 Bn/a)	Asunción parcial + emisión permanente
Ingresos propios	Sin cambio	IVA europeo + carbono + tasa digital	Impuesto renta europeo
Proceso {s_t} UE	Insuficiente	Medio: mejora progresiva	Alto: convergencia tipo <i>treasury</i>
<i>Spreads</i> soberanos	Persistentes y volátiles	Reducción gradual	Eliminación (bono europeo)

Autonomía estratégica	Imposible	Parcial (defensa + tech)	Plena
Vulnerabilidad	Máxima (Turnberry permanente)	Reducida significativamente	Mínima
Viabilidad política	Alta (inercia)	Media-alta (giro alemán)	Muy baja a corto plazo
Horizonte	Default	2026-2030	>2035

Fuente: elaboración propia.

Figura 11.

Balance de fuerzas

Factor	Descripción	Efecto	Peso
Escala del Estado	Estados miembros. gastan ~50 % PIB; federal USA 1790 ~2 %	OBSTÁCULO	-5
Heterogeneidad económica	PIBpc: Luxemburgo 10x Bulgaria	OBSTÁCULO	-4
Identidad política	Sin equivalente a <i>Glorious Cause</i>	OBSTÁCULO	-4
Unanimidad (Art. 48 TUE)	Cualquier Estado miembro. tiene poder de veto	OBSTÁCULO	-5
Orden invertido	Monetario primero, fiscal pendiente	OBSTÁCULO	-3
COVID experiencia común	<i>Shock</i> compartido (2020)	CATALIZADOR	+2
NGEU como precedente	>700 Bn en deuda común emitida	CATALIZADOR	+4
<i>Schuldenbremse</i> reformada	País más conservador cambió (mar-2025)	CATALIZADOR	+5
Triple amenaza existencial	EEUU + China + Rusia simultáneos	CATALIZADOR	+5
Coste visible de inacción	Turnberry: sin autonomía = debilidad	CATALIZADOR	+4

Fuente: elaboración propia

Una simple agregación de los valores numéricos que arbitrariamente hemos atribuido a obstáculos y catalizadores muestra que el balance neto genera un equilibrio de economía político muy precario: la suma de unos y otros da -1.

Lejos de inducir a la melancolía, lo que este resultado puede también asociar es a insistir por activa y por pasiva que lo que hoy son recelos, mañana pueden ser apoyos. Tan sólo se necesita que se perciban de forma más contundente y descarnada los riesgos reales que suponen las amenazas externas que hoy nos asedian. Descubrir realmente lo que nos estamos jugando debería cambiar lo

que en otros análisis hemos llamado los “umbrales de dolor” de los distintos países de la UE y abrir la puerta a, como ha dicho Draghi, a que podamos pasar del miedo a la esperanza.

No nos quedan muchas balas distintas a esta de generar, por las buenas, bien y con un adecuado desarrollo institucional, el activo seguro que puede permitirnos hacer reformas e inversiones para reducir drásticamente nuestras vulnerabilidades en una era dominada por la economía de la coerción.

Nos jugamos tanto que antes de concluir merece la pena reflexionar sobre cómo podría formarse la coalición que apoyara este cambio institucional en la actual UE: ¿por unanimidad o conformándonos con una coalición de los que quieren? La experiencia estadounidense del siglo XVII también nos ofrece inspiración.

6. Coaliciones y unanimidad

La Convención de Filadelfia de 1787 resolvió el problema de la unanimidad confederal con un mecanismo audaz: la ratificación de la nueva Constitución requería sólo de nueve de los 13 estados, no la unanimidad que exigían los Artículos de Confederación. Esto permitió que una coalición suficiente –pero no universal– impulsara la reforma, dejando a los estados reticentes ante la opción de sumarse a un hecho consumado o quedarse fuera. Rhode Island, que no envió delegados a la Convención, acabó ratificando en mayo de 1790, la última de las 13, cuando la alternativa era quedar aislada de una unión que ya funcionaba sin ella.

La UE se enfrenta a un problema análogo, pero institucionalmente más rígido. Las reformas de los tratados exigen unanimidad (Artículo 48 Tratado de la Unión Europea, TUE), lo que otorga poder de veto a cada uno de los 27 Estados miembros. En un marco de teoría de juegos cooperativos, a cada jugador se le asigna un valor que es proporcional a su capacidad de convertir una coalición perdedora en ganadora. Con unanimidad, todos los jugadores tienen el mismo poder. Esto significa que Malta tiene formalmente la misma capacidad de bloqueo que Alemania, una distorsión que paraliza reformas donde los costes y beneficios son asimétricos.

La vía de salida ya existe en el propio Tratado: la cooperación reforzada (Artículo 20 TUE), que permite a un mínimo de nueve Estados miembros avanzar en una integración más profunda sin requerir la participación de todos. No es un precedente teórico: la propia eurozona fue, de facto, una cooperación reforzada. Schengen también lo fue. El Acuerdo de Prüm sobre cooperación policial, igualmente.

La cuestión no es si el mecanismo es legal –lo es–, sino si existe una coalición mínima viable dispuesta a dar el paso hacia una capacidad fiscal compartida. El Figura 12 identifica esa coalición.

Figura 12.

Coalición mínima viable para eurozona fiscal

País	Deuda/PIB	Defensa %PIB	Disposición
Alemania	63,0	2,10	SÍ
Francia	117,7	2,10	SÍ
Italia	137,8	1,69	SÍ (condicional)
España	103,2	1,78	SÍ
Países Bajos	43,0	2,05	POSIBLE
Bélgica	107,1	1,30	SÍ
Polonia	N/A EZ	4,48	SÍ (defensa)
Portugal	95,0	1,55	SÍ
Grecia	149,7	3,10	SÍ
Finlandia	~75,0	2,20	POSIBLE
Irlanda	38,0	2,00	RETICENTE
Austria	83,0	2,10	POSIBLE

Fuente: elaboración propia.

El cálculo para una coalición de 9-12 países muestra que los cuatro grandes (Alemania, Francia, Italia, España) son decisivos: sin cualquiera de ellos, la coalición no es viable. Pero la adhesión de países medianos comprometidos con la defensa (Polonia, Grecia, Finlandia) o con tradición federalista (Bélgica, Portugal) puede generar una coalición que represente más del 80% del PIB de la eurozona. A partir de ese umbral, la presión sobre los no participantes se invierte: el coste de quedarse fuera supera al coste de sumarse, exactamente como le ocurrió a Rhode Island en 1790.

En el anexo a esta nota se recogen otras extensiones del modelo que hemos descrito en nuestro análisis.

Conclusiones: siete propuestas

1. La autonomía estratégica requiere capacidad fiscal. Alexander Hamilton entendió que una política comercial exterior creíble requería ingresos federales. La UE no puede aspirar a autonomía estratégica frente a EEUU y China sin capacidad fiscal central que financie bienes públicos europeos.

2. El orden importa, pero la inversión ya está hecha. Hamilton: fiscal y luego monetario. Europa: monetario y luego fiscal. No se puede deshacer, pero sí se puede completar. La presión de 2025-2026 puede ser el catalizador.

3. La distinción 1790 y 1840 es la brújula. Deuda común para bienes públicos europeos genuinos (defensa, clima, tecnología) sí tiene justificación hamiltoniana. Mutualización general de deudas nacionales, no. Las reglas fiscales reformadas de 2024, si se aplican con credibilidad, cumplen la función de las constituciones estatales de la década de 1840.

4. Las crisis como catalizadores constitucionales. La tríada de presiones de 2025 (aranceles de Turnberry, competencia china, amenaza rusa) funciona como equivalente de la crisis fiscal de la década de 1780. El giro fiscal alemán y el plan *ReArm* Europe señalan que la presión está alcanzando el umbral de reforma institucional.

5. Sin ingresos propios, la deuda común no es creíble. Sin un proceso de superávits creíble a nivel central, la deuda común hereda los peores perfiles crediticios nacionales. Nuevos recursos propios (IVA europeo, impuesto fronterizo de carbono, tasa digital) son imprescindibles para respaldar entre 290.000 y 480.000 millones de euros anuales.

6. La coordinación fiscal-monetaria es ineludible. El BCE no puede ser independiente a largo plazo de la política fiscal agregada de los Estados miembros (Sargent-Wallace, 1981). Los arreglos actuales son opacos: exactamente la situación que Sargent advierte como generadora de incertidumbre.

7. La restricción presupuestaria intertemporal no es sólo una ecuación. Es un lenguaje que expresa dilemas constitucionales de uniones políticas. ¿Es la UE una comunidad de destino dispuesta a compartir riesgos para generar bienes públicos comunes o una asociación de conveniencia donde cada miembro minimiza sus contribuciones? Hamilton respondió esa pregunta para EEUU en 1790. Europa aún no ha respondido la suya. Pero los datos, la brecha de defensa, la vulnerabilidad comercial, la amenaza desde el este están forzando una respuesta.

Anexos

I. Extensiones del análisis

Hemos considerado tres extensiones (EXT) del modelo que hemos desarrollado en las secciones anteriores:

1. Desarrollo de la EXT-1: restricción presupuestaria con bienes públicos diferenciados

La extensión más directa descompone la restricción de Sargent en dos niveles. Nivel UE (bienes públicos europeos): la deuda común se respalda con superávits generados por ingresos propios dedicados a defensa, clima y tecnología. Nivel nacional: cada Estado miembro respalda su deuda con sus propios superávits. La clave: el tipo de descuento de la deuda común será inferior al de las deudas nacionales si y sólo si los ingresos propios de la UE son suficientes. Sin ellos, la deuda común hereda el peor perfil crediticio del conjunto.

2. Desarrollo de la EXT-2: restricción de participación geopolítica

Cada Estado miembro compara el valor de permanecer en la UE con la mejor alternativa bilateral. A medida que EEUU ofrece condiciones bilaterales atractivas y China ofrece acceso preferencial, el valor de la opción exterior sube. Si la UE

no mejora su oferta (porque carece de capacidad fiscal para proveer defensa, competitividad y protección comercial), la restricción se viola para los Estados miembros más expuestos.

3. Desarrollo de la EXT-3: orden invertido fiscal-monetario

La credibilidad monetaria requiere respaldo fiscal. Europa invirtió el orden: euro (1999) sin unión fiscal. El BCE opera con 21 fiscalidades heterogéneas. Cuando estalla una crisis soberana, el BCE se ve forzado a actuar como prestamista de último recurso (Transacciones Monetarias Directas, OMT, 2012; Programa de Compras de Emergencia Pandémica –PEPP–, 2020): exactamente la coordinación fiscal-monetaria opaca que Sargent identifica como fuente de incertidumbre. La independencia del BCE es una ficción a largo plazo sin convergencia fiscal.

Las ideas sobre posibles extensiones del análisis están sintetizadas en el cuadro siguiente:

Figura 13.

Extensiones marco analítico

Extensión	Idea central	Formalización sugerida	Relevancia 2025-26
EXT-1: Bienes públicos diferenciados	Descomponer $\{s_t\}^{UE}$ en componentes: defensa + clima + tech + nacional. Cada uno con diferente justificación para deuda común.	$b^{EU} = \sum R^{(-j)} E[s^{EU-BP}] + \sum R^{(-j)} E[\tau^{nac}]$. Dos restricciones paralelas.	Permite aplicar simultáneamente 1790 (defensa/clima) y 1840s (disciplina nacional).
EXT-2: Competencia geopolítica	Amenaza externa genera restricción de participación: $V(UE) \geq V(bilateral)$. Si UE no provee, EEMM buscan alternativas.	$V_i(UE) \geq \max\{V_i(USA), V_i(China)\}$. Modelo salida endógena.	Italia/Hungría negocian bilateralmente. Turnberry ilustra.
EXT-3: Orden invertido fiscal-monetario	Hamilton: fiscal $\rightarrow$ monetario. Europa: monetario $\rightarrow$ fiscal. Credibilidad monetaria requiere respaldo fiscal.	Juego secuencial. π^{BCE} depende de $E[\{s_t\}^{fiscal-agregado}]$.	BCE: OMT 2012, PEPP 2020 = sustitución de capacidad fiscal.

Fuente: elaboración propia.

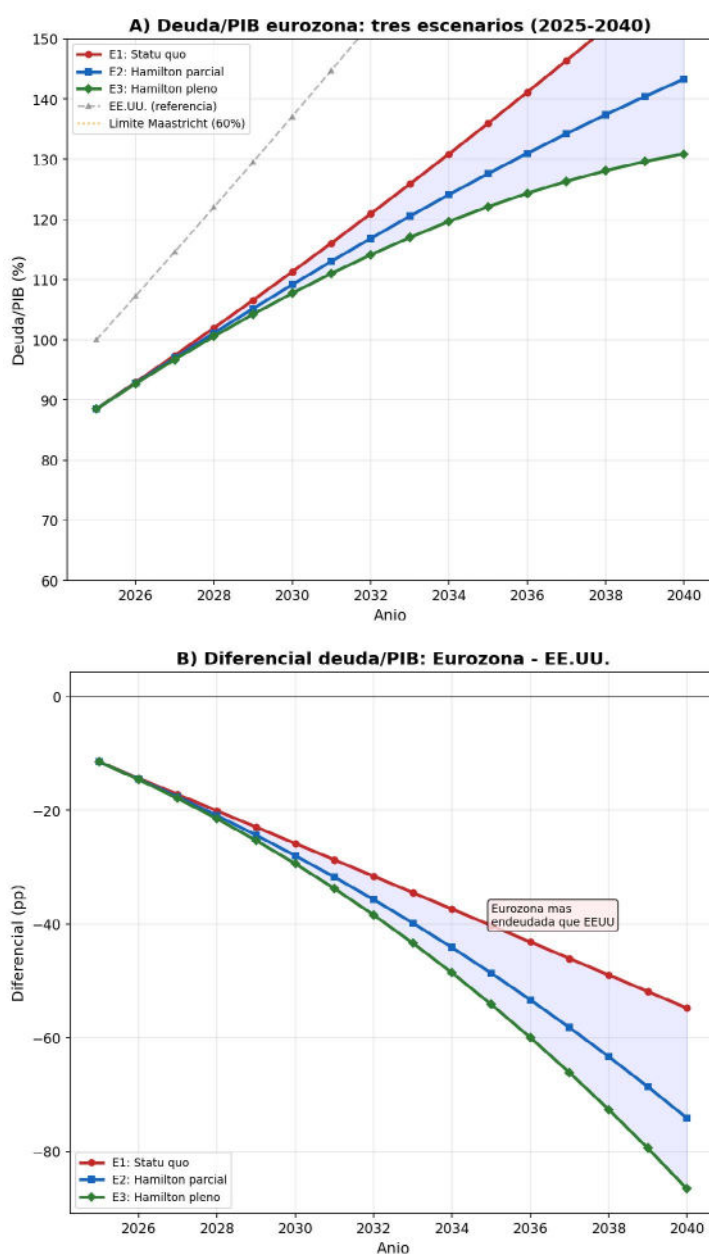
II. Simulaciones Modelo

Trayectorias de deuda bajo los tres escenarios

Simulamos la evolución de la deuda sobre PIB de la eurozona bajo cada escenario (2025-2040), incorporando las necesidades de inversión adicional y las diferentes capacidades de generación de superávits primarios. El Escenario 1 (*statu quo*) lleva la deuda por encima del 110% del PIB; el Escenario 2 (Hamilton parcial) la estabiliza; el Escenario 3 la reduce gradualmente.

Figura 14.

Trayectorias de deuda/PIB eurozona bajo tres escenarios, 2025-2040



Ingresos propios necesarios

Para que la deuda común sea creíble en términos de Sargent, la UE necesita ingresos propios que generen un proceso de superávits suficiente.

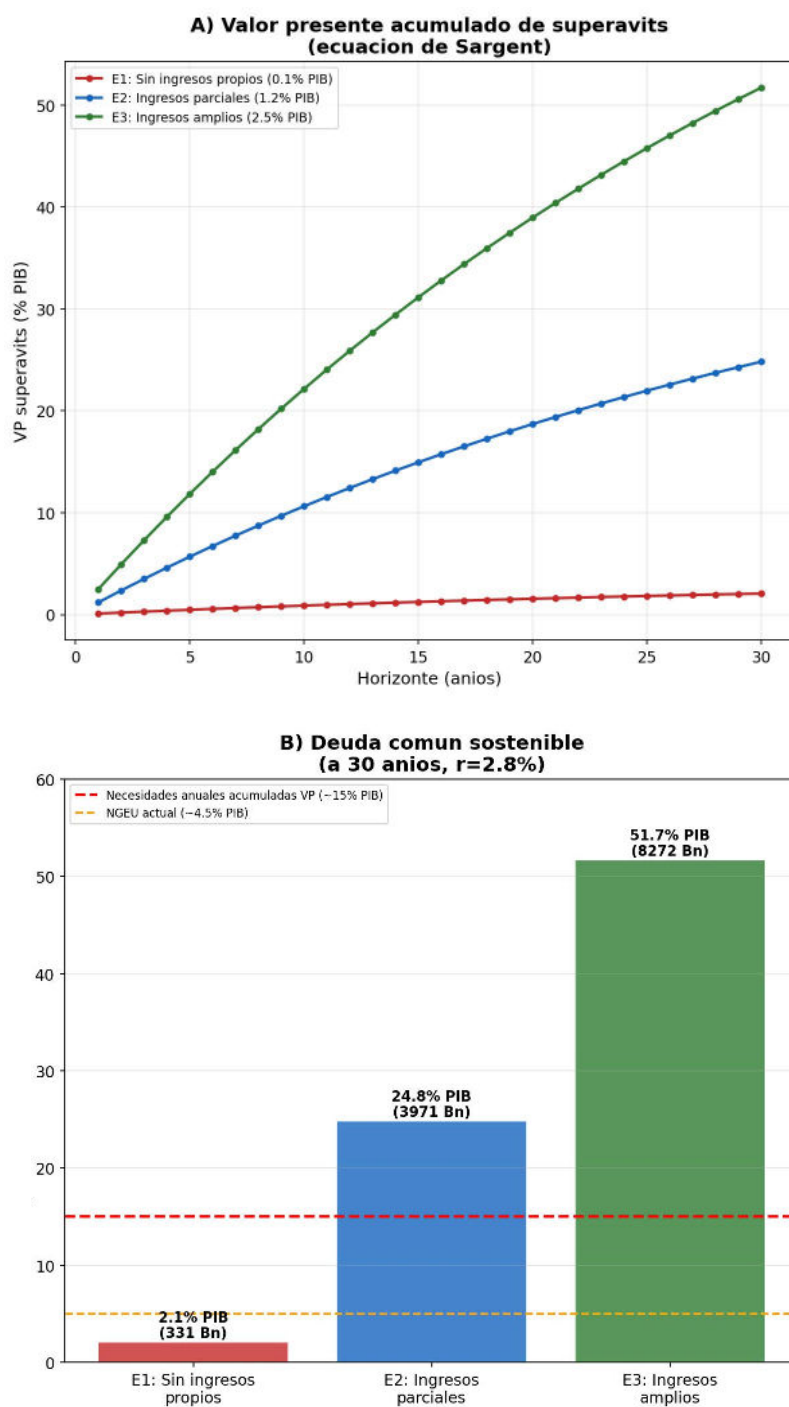
Figura 15.
Propuestas de ingresos propios UE

Fuente	Recaudación est. (€ Bn/a)	Viabilidad	Paralelo hamiltoniano
IVA europeo armonizado (1pp adicional)	~140	Alto	Aranceles federales: base fiscal más amplia
CBAM ampliado (impuesto carbono fronterizo)	~40-60	Medio-Alto	<i>Excise taxes</i> de Hamilton
Tasa digital / servicios digitales	~15-25	Medio	Gravar valor donde se genera
Contribución defensa (nuevo recurso)	~50-80	Medio	Ingresos <i>earmarked</i> para bien público
Impuesto transacciones financieras	~15-30	Bajo	Impuesto sobre <i>whiskey</i> (1791)
Beneficios BCE (señoreaje)	~20-30	Medio	Ingresos monetarios como complemento
Derechos aduaneros ampliados	~10-15	Alto	Monopolio hamiltoniano sobre aranceles
TOTAL ESTIMADO	290-480		Hamilton: ~5% PIB; UE necesita ~2-3%

Fuente: elaboración propia.

Figura 16.

Valor presente de superávits y deuda sostenible bajo tres niveles de ingresos propios



Fuente: elaboración propia.

Análisis de sensibilidad

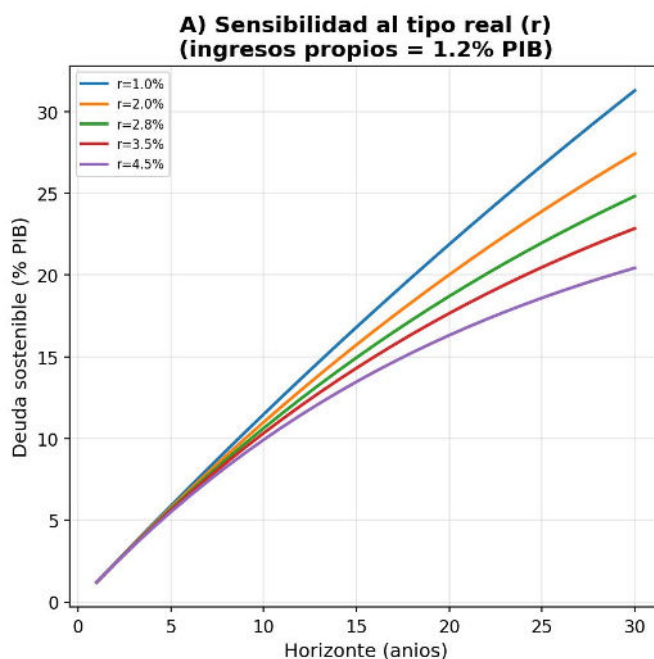
La viabilidad de la capacidad fiscal común depende críticamente de tres variables:

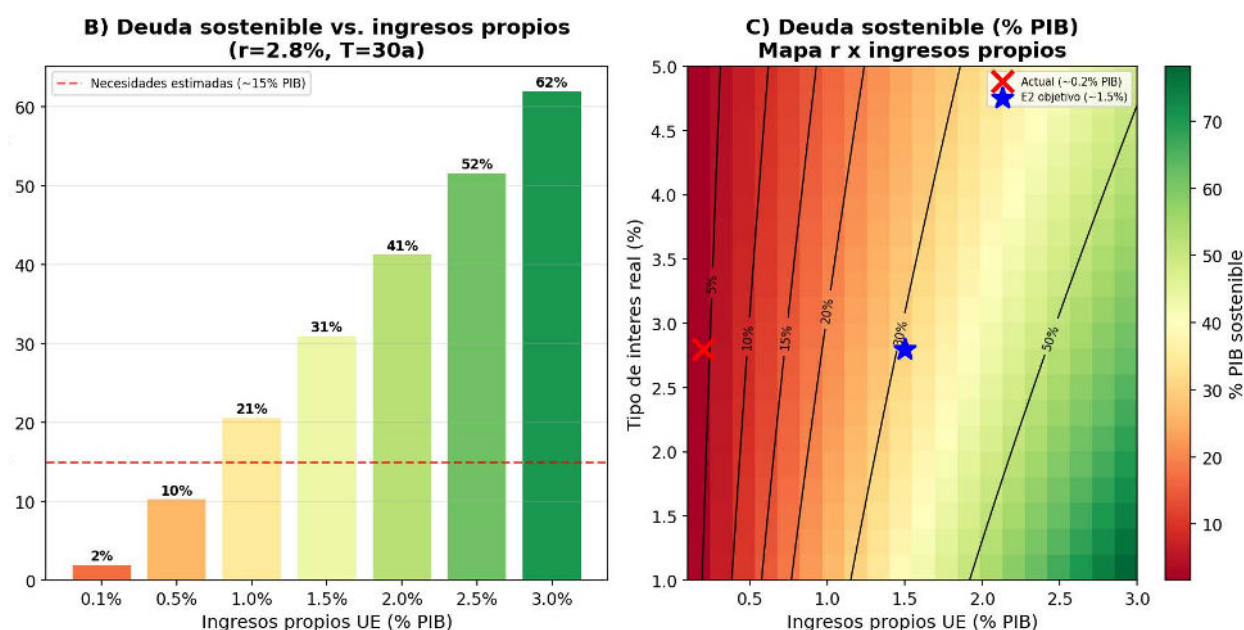
- El tipo de interés real.
- El crecimiento.
- Los ingresos propios.

Con ingresos de 1,5% del PIB y un tipo real del 2,8%, la UE puede sostener deuda común de aproximadamente el 32% del PIB, suficiente para financiar el Escenario 2. El mapa de calor muestra que la deuda sostenible oscila entre un 2% y un 65% del PIB, según la combinación de parámetros.

Figura 17.

Análisis de sensibilidad-deuda sostenible, según tipo real e ingresos propios





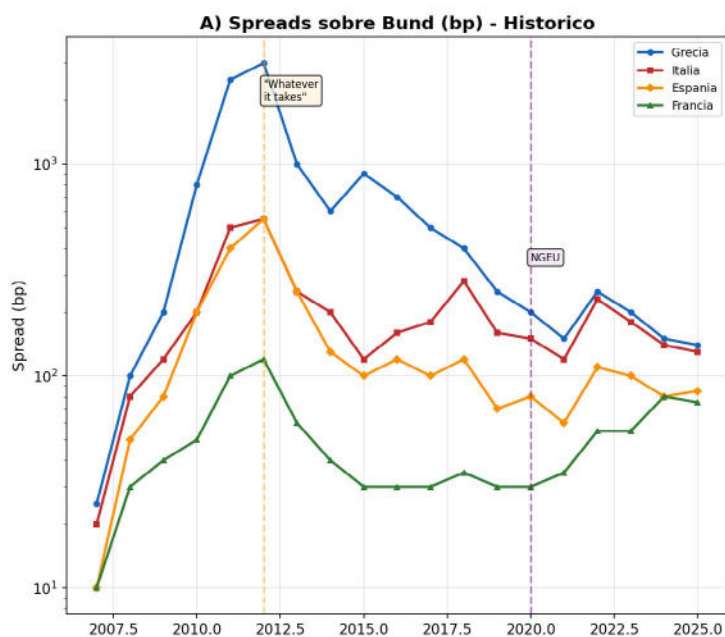
Fuente: elaboración propia.

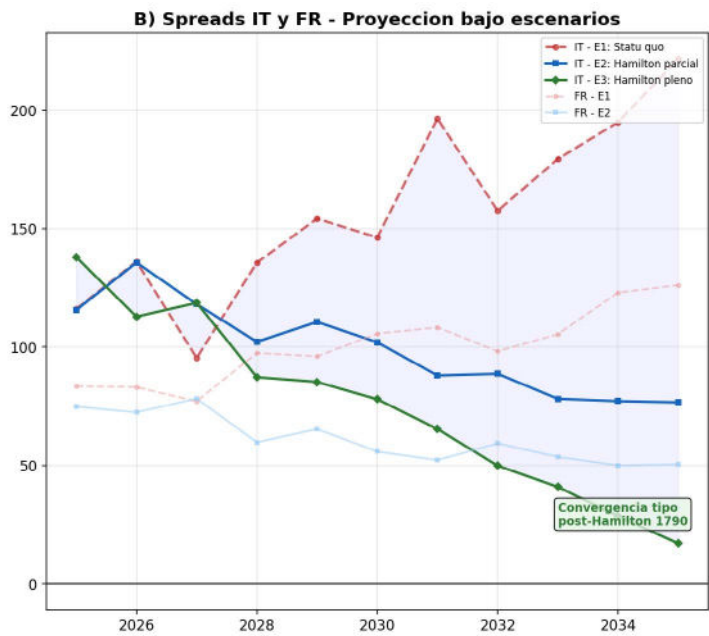
Spreads soberanos

Los *spreads* sobre el *bund* alemán son la traducción de mercado de la ecuación de Sargent: miden la diferencia en credibilidad de los procesos de superávits nacionales. Si la UE adquiriese capacidad fiscal creíble, los *spreads* deberían converger, como los tipos estatales convergieron tras Hamilton en 1790. En el Escenario 3 (Hamilton pleno), la convergencia es rápida; en el Escenario 2, gradual; en el Escenario 1, los *spreads* se mantienen o amplían.

Figura 18.

Spreads soberanos-históricos y proyección bajo escenarios





Fuente: elaboración propia.

Bibliografía

La bibliografía se organiza en dos bloques, separando las fuentes para profundizar sobre la experiencia estadounidense y sobre la europea. Cada bloque está ordenado por su relevancia y por su condición canónica en la literatura académica.

I. EEUU: Artículos de la Confederación, crisis fiscal y momento hamiltoniano

Fuentes primarias clásicas:

- **Sargent, T. J. (2012)**, “United States Then, Europe Now”, *Journal of Political Economy*, 120(1), 1-40.

El propio *paper* del Nobel. Imprescindible.

- **Hamilton, A. (1790)**, *First Report on the Public Credit*, Disponible en *Founders Online (National Archives)*.

El documento original donde Hamilton propone la asunción de deudas y el monopolio arancelario).

- **Sargent, T. J. y Velde, F. (1995)**, “Macroeconomic Features of the French Revolution”, *Journal of Political Economy*, 103(3), 474-518.

Sobre la Confederación y la crisis fiscal de la década de 1780:

- **Edling, M. M. (2003)**, *A Revolution in Favor of Government: Origins of the U.S. Constitution and the Making of the American State*, Oxford University Press.

El mejor libro sobre por qué los Artículos de Confederación fracasaron fiscalmente y cómo eso llevó a la Constitución de 1787. Directamente relevante para la columna del cuadro sobre capacidad fiscal inexistente, requisiciones voluntarias y unanimidad.

- **Rakove, J. N. (1996)**, *Original Meanings: Politics and Ideas in the Making of the Constitution*, Vintage.

Premio Pulitzer. Explica el diseño institucional de la Convención de Filadelfia y la lógica de la regla de mayoría (9/13) frente a la unanimidad confederal.

- **Jensen, M. (1950)**, *The New Nation: A History of the United States During the Confederation, 1781-1789*, Knopf.

El clásico sobre el período confederal. Detalla las 13 políticas comerciales separadas, las milicias estatales y la incapacidad de cobrar impuestos.

Sobre Hamilton y la asunción de deudas:

- **Chernow, R. (2004)**, *Alexander Hamilton*, Penguin.

La biografía definitiva, muy legible. Cubre el Grand Bargain (asunción de deudas a cambio de la capital en el Potomac) y la creación del First Bank.

- **Sylla, R., Wright, R. E. y Cowen, D. J. (2009)**, “Alexander Hamilton, Central Banker: Crisis Management during the U.S. Financial Panic of 1792”, *Business History Review*, 83(1), 61-86.

Hamilton como gestor de la primera crisis financiera estadounidense.

- **Hall, G. J. y Sargent, T. J. (2014)**, “Fiscal Discriminations in Three Wars”, *Journal of Monetary Economics*, 67, 148-166.

Sargent profundiza sobre cómo se gestionó la deuda de guerra en tres episodios americanos.

Sobre la crisis de 1837 y el rechazo al rescate (la columna de la década de 1840):

- **Wallis, J. J. (2005)**, “Constitutions, Corporations, and Corruption: American States and Constitutional Change, 1842 to 1852”, *Journal of Economic History*, 65(1), 211-256.

El paper de referencia sobre las balanced budget amendments estatales post-1840.

- **English, W. B. (1996)**, “Understanding the Costs of Sovereign Default: American State Debts in the 1840s”. *American Economic Review*, 86(1), 259-275.

Cuantifica los costes del *default* estatal y el rechazo al rescate.

- **Ratchford, B. U. (1941)**, *American State Debts*, Duke University Press.

El estudio clásico sobre endeudamiento estatal en el siglo XIX. Cubre los nueve estados en *default* y el repudio de los cuatro.

- **Sargent, T. J. (2012)**, *Nobel Lecture: United States Then, Europe Now*.

En particular las secciones 4-6 sobre la década de 1840, donde cita extensamente a Ratchford y a William Gouge.

II. UE: arquitectura fiscal, crisis del euro y reformas actuales

Sobre la arquitectura fiscal europea y sus debilidades:

- **De Grauwe, P. (2018)**, *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, 13ª ed.

El manual de referencia sobre por qué una unión monetaria sin unión fiscal es incompleta. Directamente relevante para las filas de “orden de reformas” y “capacidad fiscal central”.

- **Draghi, M. (2024)**, *The Future of European Competitiveness*, Comisión Europea.

El informe que cuantifica la brecha de inversión de €800 Bn/año y que alimenta la columna del cuadro sobre competitividad.

- **Pisani-Ferry, J. (2024)**, *A New Governance for a Changing European Union*.

Informe encargado por Emmanuel Macron sobre la reforma institucional de la UE, incluyendo cooperación reforzada y nuevos ingresos propios.

Sobre la crisis del euro y el “whatever it takes”:

- **Brunnermeier, M. K., James, H. y Landau, J. P. (2016)**, *The Euro and the Battle of Ideas*, Princeton University Press.

El libro definitivo sobre el choque entre las visiones francesa (solidaridad) y alemana (reglas) de la eurozona. Directamente relevante para las filas de heterogeneidad y unanimidad.

- **Tooze, A. (2018)**, *Crashed: How a Decade of Financial Crises Changed the World*, Viking.

Cubre la crisis del euro entre 2010 y 2015 con detalle institucional. Muy bueno sobre el *Outright Monetary Transactions* (OMT) de Draghi y la coordinación fiscal-monetaria opaca.

- **Sandbu, M. (2015)**, *Europe's Orphan: The Future of the Euro and the Politics of Debt*, Princeton University Press.

Argumenta que la crisis del euro fue evitable y que el problema es político, no económico. Relevante para “identidad compartida: en construcción”.

Sobre deuda común, NGEU y el momento hamiltoniano europeo:

- **Bénassy-Quéré, A., Brunnermeier, M. et al. (2018)**, *Reconciling Risk Sharing with Market Discipline: A Constructive Approach to Euro Area Reform*, CEPR Policy Insight, 91.

El llamado “7+7 paper” (siete economistas franceses y siete alemanes). Propone la combinación de disciplina fiscal y deuda segura europea que está detrás del Escenario 2 del cuadro.

- **Grund, S. y Steinbach, A. (2023)**, “The EU's Hamiltonian Moment? A Critical Appraisal of NGEU”, *European Law Journal*, 29(1), 21-42.

Evalúa hasta qué punto el NGEU constituye un momento hamiltoniano genuino o un precedente temporal.

- **European Fiscal Board (2024)**, *Annual Report 2024*.

Datos actualizados sobre el PEC reformado, trayectorias de deuda y déficit y la condicionalidad fiscal. Fuente directa para varias filas del cuadro.

Sobre defensa, seguridad y la dimensión geopolítica:

- **Biscop, S. (2024)**, *European Defense: How Much Is Enough?*, Egmont Security Policy Brief, 178.

Cuantifica la brecha de defensa y evalúa *ReArm Europe*.

- **Fiott, D. (2025)**, *The EU's Defense Investment Gap: From Ambition to Implementation*, EU Institute for Security Studies.

Directamente relevante para la fila de gasto en defensa del cuadro.

III. Trabajos puente que conectan ambas columnas:

- **Henning, C. R. y Kessler, M. (2012)**, *Fiscal Federalism: US History for Architects of Europe's Fiscal Union*, Peterson Institute Working Paper, 12-1.

Probablemente el artículo que más directamente conecta las dos columnas del cuadro. Analiza las lecciones de la experiencia fiscal americana para el diseño europeo.

- **Bordo, M. D., Markiewicz, A. y Jonung, L. (2013)**, *A Fiscal Union for the Euro: Some Lessons from History*, CESifo Economic Studies, 59(3), 449-488.

Compara la construcción fiscal de EEUU, Alemania, Suiza y la UE.

- **Sargent, T.J. (2023)**, *Fiscal Histories*, conferencia en la Federal Reserve Bank de Minneapolis.

Sargent actualiza su marco con nuevos datos y reflexiones post-COVID. Directamente relevante para el estado actual.

Autor

José Juan Ruiz, presidente Real Instituto Elcano

Cita recomendada:

Ruiz, J. J. (2026), “Regresando a Sargent: Estados Unidos entonces, Europa ahora”, *Documento de trabajo*, Real Instituto Elcano.

Patronato



Socios protectores



Socios colaboradores



Real Instituto Elcano
C/ Príncipe de Vergara, 51
28006 Madrid
www.realinstitutoelcano.org



REAL INSTITUTO
elcano
ROYAL INSTITUTE

25
AÑOS • YEARS