

LA FINANCIACIÓN DE LA NUEVA EUROPA. ¿CÓMO FOMENTAR EL AHORRO FINANCIERO A LARGO PLAZO?

MAYO 2026



**INSTITUTO ESPAÑOL
DE ANALISTAS** DESDE 1965
FUNDACIÓN



LA FINANCIACIÓN DE LA NUEVA EUROPA. ¿CÓMO FOMENTAR EL AHORRO FINANCIERO A LARGO PLAZO?

Este documento está basado en las intervenciones de Lola Solana y Francisco Uría, Presidenta y Director del Centro de Análisis y Estudios del Instituto Español de Analistas, David Jiménez-Blanco, Presidente de BME Markets & Exchanges y José Sevilla, Presidente de UNICAJA en el evento que tuvo lugar 12/05/2026 en la sede de la Bolsa de Madrid

ISBN: 978-84-09-87619-8

Edita: Instituto Español de Analistas

¿CÓMO FINANCIAR LA NUEVA EUROPA FOMENTANDO EL AHORRO FINANCIERO A LARGO PLAZO?

Europa, como han diagnosticado acertadamente los informes “Letta” y “Draghi” ha reconocido expresamente la Comisión Europea, enfrenta grandes desafíos en distintas materias como defensa y seguridad, el cambio demográfico y los retos de la longevidad, la transición y la autonomía en el ámbito energético, la transición climática, la mejora y actualización de las infraestructuras y los retos tecnológicos, por mencionar solamente los más importantes.

Para afrontarlos, será necesaria la colaboración público-privada y activar al máximo la capacidad de financiación de la economía tanto por el canal bancario como a través de los mercados de capitales, y a esos efectos resulta imprescindible fomentar el ahorro financiero a largo plazo en Europa.

Cómo lograrlo es la cuestión central que se aborda en este documento del Instituto Español de Analistas.

1. Punto de partida: la desventaja competitiva europea

Con anterioridad a la crisis financiera global, en 2008, el PIB agregado de la Unión Europea (EU27) era prácticamente equivalente al de los Estados Unidos pero, desde entonces, año a año, nuestro crecimiento ha sido inferior de modo que, actualmente, el PIB norteamericano supera al europeo en un cuarenta por ciento, siendo su población inferior en un tercio a la nuestra.

El objetivo que se ha marcado la Comisión Europea es el de incrementar el potencial de crecimiento sostenible de la Unión y, para ello, resulta esencial aumentar la productividad de sus empresas a través de un mejor aprovechamiento de las ventajas que ofrece la tecnología.

A la hora de lograrlo, el tamaño medio de las empresas europeas se revela como un obstáculo muy relevante, pues su capacidad de invertir resulta limitada por su escala. Para aumentarla, sería fundamental resolver el problema de la fragmentación actualmente existente, permitiéndoles acceder a un verdadero mercado único de productos y servicios mucho más amplio que el actual y comparable al de los Estados Unidos. En paralelo, habría que revisar las normas de competencia en Europa con una visión de mercado mundial y no sólo europeo. Y por último habría que mejorar la profundidad y el funcionamiento del sector bancario y de los mercados de capitales en Europa, a fin de facilitar su capacidad de financiación de las empresas.

La comparación de los mercados de capitales en los Estados Unidos y Europa arroja conclusiones significativas.

El mercado de capitales norteamericano, nutrido por un flujo de inversión recurrente muy superior de personas y familias, muestra una profundidad mayor que la de los mercados europeos, aun hipotéticamente agregados, y, por lo tanto, el volumen de financiación que es capaz de proporcionar a cada empresa bajo distintas formas y a lo largo de las distintas etapas que afrontan es igualmente mayor.

Esa capacidad adicional de financiación permite a las empresas norteamericanas alcanzar en pocos años desde su creación un tamaño considerablemente mayor al de las europeas, así como realizar inversiones más ambiciosas, sobre todo en tecnología, lo que les permite incrementar sustancialmente su productividad.

Todo ello tiene, además, un efecto positivo de “segunda ronda”: hace a las empresas estadounidenses más atractivas como destino de inversión, lo que explica por qué los inversores europeos terminan prefiriendo invertir en el mercado norteamericano frente al europeo.

2. ¿Ahorran los norteamericanos más que los europeos?

Más urgentemente incluso que abordar potenciales reformas de los mercados de capitales en Europa, debe resolverse el problema de la relativa falta de inversión financiera a largo plazo por parte de los ahorradores europeos, lo que obliga a analizar sus causas.

La buena noticia es que Europa no tiene un problema de ahorro. Los datos evidencian que el nivel del ahorro europeo (ahorro sobre PIB) es comparable, e incluso superior, al de los Estados Unidos.

Donde existe una diferencia importante es en el destino de ese ahorro que, en el caso europeo, con la excepción de Holanda y los Países Escandinavos, se distribuye entre depósitos bancarios y activos inmobiliarios y, en mucha menor medida, en instrumentos financieros (fundamentalmente acciones y bonos, directamente o a través de fondos), al contrario de lo que sucede allí, donde la inversión en los mercados de capitales es muy dominante.

Las razones por las que esto sucede así son múltiples y debe partirse de que, hasta cierto punto, es lógico que ocurran de este modo.

Por una parte, es racional que una parte del ahorro se coloque en depósitos bancarios con una finalidad “transaccional”, que atienden a las necesidades cotidianas de las personas, en activos inmobiliarios que resuelven el problema de la vivienda y ofrecen, además, la ventaja de su capacidad probada de batir a la inflación a largo plazo y, finalmente, que otra parte, que ahora mismo es residual, vaya destinada a la inversión en activos financieros.

El problema en Europa es la baja proporción en que se produce la inversión financiera a largo plazo, y las consecuencias de esa elección colectiva.

Sería deseable, tanto para las propias personas, que, a medio y largo plazo, verían sustancialmente incrementado el valor real de sus ahorros, como para las empresas y la economía europea en su conjunto, que aumentase la parte de ese ahorro personal y familiar que se invirtiera en activos financieros a largo plazo y, en última instancia, en los mercados de capitales, dotándolos así de una mayor profundidad.

3. El presunto “dilema” entre depósitos bancarios, compra de activos inmobiliarios y la inversión financiera a largo plazo.

El ahorrador europeo sabe que una parte de sus recursos deberá asignarse a depósitos bancarios, porque eso le permitirá realizar las transacciones que necesitará en su vida diaria.

Por otra parte, no es necesariamente negativo que así ocurra, porque esos depósitos permitirán a los bancos obrar la transformación de plazos, de modo que el depositante pueda recuperar o utilizar su dinero en cualquier momento mientras que el banco será capaz de prestarlo a una familia o a una empresa a medio o largo plazo. Sin embargo, la regulación bancaria pone límites lógicos a esa transformación de plazos y a la posible subordinación de las inversiones bancarias.

Consecuentemente, el depositante tendrá la garantía de una liquidez inmediata y a corto plazo, si la necesita, que además está asegurada por los fondos de garantía de depósitos y, al mismo tiempo, el banco “movilizará” ese dinero en forma de financiación con lo que podrá contribuir en parte al objetivo de crecimiento de la economía europea, lo que también es positivo. Sin embargo, el depositante no recibirá una rentabilidad apreciable por esos depósitos, que verán disminuir su valor real si permanecen ociosos a medida que la inflación se acumule.

Los europeos, por otra parte, tienden también a la adquisición de propiedades inmobiliarias, tanto destinadas a su propia vivienda, como segundas residencias y como inversión productiva pero, como veremos en el apartado siguiente, el origen de las hipotecas con las que suelen financiarse esas adquisiciones se encuentra en los depósitos bancarios por lo que, si disminuyeran aquéllos, podrían alterarse también (para endurecerse) las condiciones de acceso a la financiación hipotecaria.

Hoy por hoy, podría pensarse que el porcentaje de europeos y, en particular de españoles, que, además de lo anterior, disponen de recursos suficientes como para añadir un porcentaje dedicado al ahorro a medio y largo plazo es reducido. Pero si

además nos centramos en el ahorro destinado a la inversión financiera a largo plazo la proporción disminuye todavía más.

Incentivar el que, por pequeño que sea el grado de avance, aumente la proporción de europeos que destinen una parte de su dinero al ahorro financiero a largo plazo significaría una gran diferencia para ellos mismos y también para la economía europea en su conjunto, del mismo modo que sería positivo que quienes hoy en día son capaces de hacerlo, lo hicieran en mayor proporción. Esto podría dotar a los mercados de capitales europeos de una profundidad y versatilidad que empezaría a compararse con la norteamericana.

4. La inversión inmobiliaria ¿Invierten los norteamericanos de manera diferente sus ahorros que los europeos? ¿Hay diferencias dentro de Europa?

El norteamericano medio invierte mayoritariamente sus ahorros en activos financieros y en los mercados de capitales mientras que, como hemos dicho, y con los matices que seguirán, el europeo tiende a priorizar los depósitos bancarios y la inversión inmobiliaria.

Se ha comentado que esos abundantes depósitos bancarios explican también la financiación de buena parte del mercado hipotecario europeo. Las cantidades que se prestan tienen su origen, en elevada proporción, en los depósitos bancarios.

Esto tiene un efecto positivo, porque la existencia de hipotecas a un precio asequible (más baratas que en los Estados Unidos) permite a un porcentaje mayor de europeos invertir en la adquisición de su propia vivienda lo que, desde un punto de vista económico, vuelve a ser enteramente razonable y positivo a largo plazo para la economía europea. Por lo tanto, no hay nada malo ni equivocado de por sí en que una parte de las cantidades disponibles se quede en los depósitos bancarios, ni tampoco que se dediquen a la adquisición de una vivienda en propiedad, esa no es la cuestión. Pero hay efectos colaterales que veremos más adelante.

El modelo hipotecario norteamericano es totalmente distinto. En Estados Unidos, a través de la “titulización” de las hipotecas bancarias en sociedades semipúblicas de un gran tamaño (Freddie Mac y Fannie Mae), emisoras de bonos, el origen último de la financiación de las hipotecas se encuentra en el mercado de capitales. Los americanos pagan más por sus hipotecas, y por ello tienden a invertir menos en vivienda, y más en activos financieros. De nuevo, eso no es bueno ni malo, pero tiene efectos secundarios que veremos más adelante.

Antes de pensar en sencillamente pasar de un modelo como el europeo a otro como el americano, sin embargo, hay que pensar detenidamente en los costes de

tal transacción. En lo que se ganaría pero también en lo que se perdería con tal cambio. La transición desde una economía principalmente financiada por los bancos (en un ochenta por ciento aproximadamente) hacia otra mucho más financiada por los mercados de capitales tiene consecuencias de las que tenemos que ser conscientes, puesto que existe un cierto “riesgo o efectos de la transición”.

La ventaja de que, a través del préstamo hipotecario los europeos puedan adquirir una vivienda en propiedad es considerable. Se trata de un activo con capacidad de batir a la inflación y con un mínimo riesgo (al menos a largo plazo) y que, especialmente en ciclos económicos adversos, puede convertirse en un activo de enorme relevancia. Cuando al final de su vida laboral los españoles llegan al momento de su jubilación, aquellos que tienen su vivienda ya pagada se ahorran el gasto mensual que supone el pago de un alquiler.

La situación europea no es homogénea en absoluto. Si comparamos el modelo español frente al alemán, y de acuerdo con la última encuesta sobre la riqueza de las familias publicada por el Banco de España, los hogares españoles son propietarios de su vivienda en un 72 por ciento. Hace no muchos años, ese porcentaje era todavía superior, un 82 por ciento, y la caída responde sobre todo a las personas más jóvenes, que actualmente acceden con mayor dificultad a la vivienda.

En Alemania, por el contrario, menos del 40 por ciento de los alemanes tienen vivienda en propiedad, con lo que un 60 por ciento de las personas o de las familias viven en propiedades en régimen de alquiler, lo que les permite dedicar sus ahorros a otro tipo de inversiones si bien la comparación entre coste hipotecario y del alquiler y capacidad de inversión a largo plazo habrá de tener en cuenta factores como los ingresos de la persona, el precio de la vivienda, la fiscalidad soportada o el coste efectivo del alquiler.

Así pues, no sólo los Estados Unidos presentan diferencias en el modelo de inversión de sus ahorros respecto a Europa. También las hay dentro de nuestro continente.

El otro lado de la moneda lo constituye la relativa falta de ahorro financiero de los europeos en el momento de su jubilación. La mayoría de ellos confían su poder adquisitivo al cobro de pensiones públicas. El problema es que, con la excepción de Países Bajos y de los escandinavos, la mayoría de los estados europeos (incluyendo las grandes economías de Alemania, Francia, Italia y España) mantienen sistemas de reparto, cada vez más tensionados por el envejecimiento de la población y dependientes de los presupuestos generales. El efecto secundario de este fenómeno es la relativa poca profundidad de los mercados europeos de capitales, que redundan en una menor disponibilidad de capital (equity) para financiar el crecimiento de las empresas europeas.

5. La necesidad de incrementar la educación financiera: ¿causa o consecuencia?

La comparación entre los Estados Unidos y la media europea, con las excepciones ya comentadas, evidencia también un nivel diferente de educación financiera, del que puede ser complejo determinar si es “causa” o “consecuencia” del diferente patrón de ahorro e inversión que existe a ambos lados del Atlántico.

El norteamericano medio sabe, desde su juventud, que el mejor modo de garantizarse un nivel de vida razonable tras su jubilación dependerá del ahorro que sea capaz de acumular y de las inversiones financieras que pueda realizar a lo largo de su vida. Ese comportamiento le proporciona, además, una mayor sofisticación y diversidad a la hora de invertir.

En cambio, el europeo medio muestra un patrón consistente de “aversión al riesgo” tras el que subyace un evidente problema de educación financiera pues la pregunta que en realidad debería realizarse no es la de qué riesgo estoy dispuesto a aceptar sino hasta qué punto y cuándo necesito disponer de ahorro plenamente líquido.

El concepto temporal es, en consecuencia, tan importante, o más, que el del riesgo. Las decisiones del ahorrador-inversor tienen que estar sobre todo guiadas por el plazo al que pueden realizar su inversión. Es decir, el europeo deposita en los bancos un alto porcentaje del dinero de que dispone porque cree que puede necesitarlo a corto plazo y de forma inmediata, sintiendo que sus necesidades a largo plazo pueden estar suficientemente cubiertas a través de las pensiones públicas.

Es decir, se diferenciaría entre una cantidad de dinero del que se necesita disponer, con plena liquidez, a corto plazo, cuyo destino natural sería el depósito bancario y otros activos financieros líquidos, y otras cantidades que pudieran formar parte del ahorro a largo plazo, pensando ya en el momento de la jubilación, cuyo objetivo debería ser el de maximizar su rentabilidad para los que los mercados de capital podrían ser una opción muy razonable, bien en forma de inversión directa o a través de fondos o planes de pensiones. A la larga, el mayor riesgo es el de no aceptar riesgo, por el efecto erosivo de la inflación.

En definitiva, no se trata de que los europeos acepten invertir “con mayor riesgo” a igualdad de plazos, pues ni su mentalidad, ni el sentido de la regulación europea de los últimos años (MIFID) va en esa dirección sino de que acepten la idea de pasar de invertir en activos líquidos a corto plazo a invertir a largo plazo.

Por el contrario, el ahorrador norteamericano entiende que la cobertura de sus necesidades inmediatas debe producirse a través de sus ingresos cotidianos, que

pasan por los bancos con una finalidad puramente “transaccional” (pagos y cobros) mientras que debe destinar una parte relevante de su dinero al ahorro y la inversión a largo plazo, asumiendo un mayor riesgo a corto y medio plazo, al objeto de cubrir sus necesidades en el momento de su vida en que dejará de percibir ingresos.

Son, culturalmente, dos visiones completamente antitéticas.

Sería necesario que la educación financiera pudiera lograr que los europeos aprendan a invertir a largo plazo en primer lugar por el bien de ellos mismos, pero también porque son la única fuente posible del ahorro que nutrirá el fortalecimiento de los mercados de capitales europeos y permitirá el crecimiento de nuestra economía. Sólo las personas y las familias ahorran, y no las empresas ni los Estados y por lo tanto son sólo ellas, a través de la suma de sus decisiones individuales de inversión, quienes podrán aproximar la realidad de los mercados de capital europeos a la del norteamericano.

Y este sería el punto de partida para lograr el fortalecimiento de la capacidad de inversión en Europa porque para conseguir el mercado de capitales que necesitamos sería imprescindible que los europeos entiendan que la decisión más racional que pueden adoptar, es la de realizar una inversión financiera a largo plazo porque obtendrán una rentabilidad que superará la inflación en ese tiempo y que servirá para atender a sus necesidades del futuro y también porque, aunque individualmente esa inversión pueda ser relativamente modesta, en el agregado, como hemos visto con el resultado de la cuenta individual de inversión (ISK) en Suecia, puede llegar a ser muy importante y cambiar por completo el tamaño del mercado de capitales.

6. Propuestas para canalizar el ahorro financiero a la financiación a largo plazo de las empresas (SIU, otras)

La Comisión Europea “asumió” las conclusiones de los informes Letta y Draghi y llegó a la conclusión de que uno de los mayores problemas que afectaba a los mercados financieros y de capitales en Europa era el de su fragmentación.

Al mismo tiempo, constató que la Unión Bancaria, lanzada en el año 2012 con los tres pilares conocidos de mecanismo único de supervisión, mecanismo único de resolución y esquema europeo de garantía de depósitos (EDIS) había sido incapaz de completarse, a pesar del tiempo transcurrido, pareciendo políticamente imposible la construcción de un auténtico EDIS.

A la vista de lo anterior, se tomó la decisión política de aumentar las dos iniciativas: mercado único de capitales y unión bancaria en una sola propuesta: la “Savings and Investments Union”, más conocida como “SIU”.

En conexión con esta iniciativa, y tratando de contribuir también a la mejora de la competitividad de la economía europea, se avanza, en paralelo, con propuestas de reforma de la regulación de los mercados de capitales y también de la regulación bancaria, habiéndose plasmado la primera en propuestas legislativas concretas presentadas el pasado mes de diciembre y estando a la espera la segunda de la publicación del “informe sobre competitividad del sector financiero europeo” que se espera para las próximas semanas.

El paquete de reforma legislativa para la mejora del funcionamiento de los mercados de capitales aborda distintos aspectos, pero uno de los fundamentales se centra en otorgar mayores poderes de supervisión (centralizada) a ESMA sobre las infraestructuras de mercado y algunos actores que operan a nivel transfronterizo.

Los participantes en el debate coinciden en que, aunque, sin duda, se trata de cambios bien encaminados, que tendrán probablemente una contribución positiva, la solución al problema europeo tiene menos que ver con la mejora de la regulación que con las cuestiones que ya hemos comentado (allegar mayor volumen de ahorro a los mercados).

Los mercados de capitales son, se comenta en la jornada, sólo “el termómetro” de la economía europea y, por lo tanto, la mejora del termómetro pasa por la de la salud del enfermo, no por la alteración del termómetro propiamente dicho. Es decir, debe fortalecerse la economía europea, aumentar el tamaño y la competitividad de sus empresas, fomentar el ahorro a largo plazo como forma de financiarlo y eso conllevará el fortalecimiento de los mercados de capital europeos, no pensemos que resolveremos el problema a través (exclusivamente) de la simplificación de la regulación.

Por ello tienen interés otras iniciativas más encaminadas a facilitar el “paso” del ahorro conservador a la inversión a largo plazo, como las que se han producido en el pasado en algunos países europeos, entre las que destaca el éxito logrado por el modelo sueco ya citado.

Tanto de ese precedente, como de otros que se han desarrollado, con menor éxito, en otros países europeos, podríamos extraer algunas conclusiones, que habrían de tenerse en cuenta para la configuración del nuevo vehículo de inversión en el que viene trabajando la Comisión Europea desde hace algunos meses: la llamada “cuenta de ahorro e inversión”.

A juicio de los participantes en el debate, ese vehículo debería reunir algunas características “irrenunciables” a las que cabría añadir otras que serían muy deseables.

La primera característica “esencial” sería que este instrumento de inversión debería caracterizarse por su sencillez. A más complejo y menos transparente sea menor será su éxito.

Segunda: no deberían introducirse limitaciones o restricciones al destino de la inversión.

Los inversores deberían poder elegir con libertad si su inversión se dirige a activos denominados en dólares o en euros, y que estén situados en una u otra geografía.

Lo que hay que conseguir es que las empresas europeas puedan ser más grandes, sean más productivas, más rentables y puedan ofrecerse como una mejor oportunidad de inversión, no sólo para los inversores europeos sino también para los norteamericanos y los de todo el mundo.

Tercera: La experiencia demuestra que los incentivos son necesarios y funcionan y, en particular, los incentivos fiscales podrían contribuir a ese éxito. Lo ocurrido en España con los planes de pensiones es un ejemplo negativo muy ilustrativo. Hubo una realidad antes y después de la reciente reforma que redujo el beneficio fiscal asociado a la realización de aportaciones.

Además, la “movilización” de ese ahorro del que estamos hablando, al posibilitar la existencia de actividad económica adicional, podría contribuir a elevar la recaudación fiscal, compensando así el posible coste de esos incentivos.

Un avance de interés, en este contexto, fue el paquete aprobado por la Comisión Europea a finales de noviembre con el objetivo de “impulsar las pensiones complementarias para contribuir a garantizar unos ingresos adecuados en la jubilación”. Más allá de las reformas que propone, que no son especialmente rupturistas, es de cierta relevancia la declaración de principios en palabras de la Comisión: “El paquete adoptado se enmarca en la Estrategia de la Comisión para una Unión de Ahorros e Inversiones, cuyo objetivo es crear más oportunidades para que los hogares aumenten su patrimonio a través de los mercados de capitales y, al mismo tiempo, estimular el crecimiento económico y la competitividad de la UE”.

A modo de conclusión, Europa necesita aumentar sustancialmente su capacidad de inversión para afrontar los grandes retos que tiene planteados y la financiación debe ser tanto bancaria como procedente de los mercados de capitales.

La Comisión Europea lo ha entendido así y las propuestas que está realizando en el marco de iniciativa “SIU” y en la estrategia de simplificación de la

regulación financiera van claramente encaminadas en la doble dirección de crear un auténtico mercado único de capitales y culminar la Unión Bancaria.

Sin embargo, para que todo ello sea posible, el camino comienza con algo tan simple, y tan complejo a la vez, como que los europeos ahorren más a largo plazo y destinen una parte mayor de ese ahorro a la inversión, directa o indirecta, en los mercados de capitales, dotándolos así de la profundidad y el tamaño que sí tiene el mercado norteamericano, y posibilitando el crecimiento de la empresa europea que resulta clave para el incremento de su productividad.

Los próximos meses son cruciales. Comprobaremos si Europa y España son capaces de estar a la altura de los retos a los que nos enfrentamos y logramos o no introducir las reformas imprescindibles que necesitamos. De ahí la oportunidad de este debate y nuestra gratitud a sus protagonistas.

El Instituto Español de Analistas no puede compartir más ni estar más comprometido con el principio europeísta, los valores que compartimos y la importancia de la inversión financiera a largo plazo como medio para impulsar el crecimiento económico y la innovación, especialmente en un contexto global tan complejo como el que ahora afrontamos.

COLABORADORES DE LA FUNDACIÓN DEL INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS

BANCO SANTANDER, S.A.

BBVA

LA CAIXA

BANCO SABADELL

FIDELITY INTERNATIONAL

BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES

URÍA MENÉNDEZ

ACS

EY

FUNDACIÓN MUTUA MADRILEÑA

KPMG

JB CAPITAL

IKEA IBÉRICA, S.A.U

ACCIONA

MOEVE

UNICAJA

DIVINA PASTORA SEGUROS

MARKET PORTFOLIO AM

SOLUNION

J&A GARRIGUES, S.L.

DELOITTE

INSTITUTO CAJASOL

CECA

ORGANON

FINALBION

FLUIDRA

GVC GAESCO

FINREG360

ALANTRA

GRUPO INSUR

FUNDACIÓN ICO

CÍRCULO DE EMPRESARIOS