



COMILLAS

UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

Facultad de Ciencias Humanas y Sociales

Grado en Relaciones Internacionales

Trabajo Fin de Grado

Integración financiera en la Unión Europea.

Análisis de la Unión de Ahorros e Inversiones y su potencial para fortalecer la autonomía
estratégica europea

Estudiante: **Jorge Santander Ramos**

Directora: Prof. Analilia Huitrón Morales

Madrid, junio de 2026

Resumen

Este Trabajo de Fin de Grado analiza por qué el elevado ahorro de los hogares de la Unión Europea no se canaliza con suficiente eficacia hacia la inversión productiva. Parte de una hipótesis concreta: el problema europeo no es una escasez de ahorro agregado, sino las fricciones de asignación e intermediación que impiden que una parte suficiente de esos recursos llegue a las empresas, la innovación y los proyectos de largo plazo.

Para contrastarla, combina análisis descriptivo, comparativo e interpretativo a partir de datos secundarios de Eurostat, el Banco Central Europeo, la OCDE, la Comisión Europea y el European Stability Mechanism. Su aportación consiste en integrar esa evidencia en un diagnóstico propio, apoyado en la creación de tablas y gráficos, que compara la Unión Europea, la zona euro, varios Estados miembros y referencias externas como Estados Unidos, e incorpora una comparación internacional de los modelos de pensiones con los casos de México, Chile y Francia.

Los resultados muestran una brecha persistente entre el ahorro y la inversión de los hogares, un peso elevado de los depósitos en la riqueza financiera europea, una tenencia de activos de mercado concentrada en los hogares más ricos y una fuerte dependencia de la intermediación bancaria, factores que la fragmentación de los mercados refuerza. La comparación de los sistemas de pensiones añade una pieza clave, la forma de organizar el ahorro de largo plazo condiciona tanto la profundidad de los mercados como la llegada del ahorro a la inversión.

Las conclusiones de este trabajo de investigación son que la Unión de Ahorros e Inversiones solo será eficaz si combina mercados de capitales más profundos, productos de largo plazo comprensibles, una protección adecuada del inversor minorista y una dimensión distributiva capaz de ampliar la participación; y que movilizar el ahorro interno, más allá de su dimensión técnica, es también una cuestión de autonomía estratégica para la Unión.

Palabras clave: ahorro de los hogares, inversión productiva, mercados de capitales, Unión Europea, Savings and Investments Union (SIU).

Abstract

This dissertation analyses why the high level of household saving in the European Union is not channelled effectively into productive investment. The research is based on the hypothesis that Europe does not suffer from a shortage of aggregate savings, but from allocation and intermediation frictions that prevent a sufficient share of those resources from reaching firms, innovative projects and long-term investment.

To examine this hypothesis, the dissertation combines descriptive, comparative and analytical work using secondary data from Eurostat, the European Central Bank, the OECD, the European Commission and the European Stability Mechanism. Its contribution lies in bringing this evidence together into a coherent analytical framework, supported by tables and figures prepared by the author and comparing the European Union, the euro area, selected Member States and external references such as the United States, and including an international comparison of pension models drawing on the cases of Mexico, Chile and France.

The findings show a persistent gap between household saving and household investment, a high share of deposits in European household financial wealth, market-based assets concentrated among wealthier households, and strong dependence on bank intermediation. These factors are reinforced by the fragmentation of European financial markets. The international comparison of pension systems adds a further dimension: whether long-term saving is organised through funded or pay-as-you-go schemes shapes both the depth of capital markets and how far that saving reaches investment.

The conclusions of this analysis are that the Savings and Investments Union will only be effective if it combines deeper capital markets, understandable long-term investment products, adequate retail investor protection and a distributive dimension capable of broadening participation in capital markets; and that mobilising domestic saving is, beyond its technical dimension, a matter of strategic autonomy for the Union.

Key words: household saving, productive investment, capital markets, European Union, Savings and Investments Union (SIU).

Índice de contenido

1. Introducción	6
1.1. Motivación y justificación	6
1.2. Pregunta de investigación, hipótesis y objetivos	7
1.3. Estado de la cuestión.....	8
2. Marco conceptual	10
3. Marco metodológico	13
4. Análisis empírico y comparativo	17
4.1. Ahorro, inversión y heterogeneidad europea	17
4.2. Composición de activos y sesgo hacia los depósitos	20
4.3. Sistemas de pensiones, ahorro y bienestar: una comparación internacional	23
4.4. Desigualdad patrimonial y participación financiera	30
4.5. Dependencia bancaria, pymes y fragmentación financiera.....	32
5. Discusión e implicaciones de política económica	34
6. Conclusiones.....	37
Referencias	43
Anexo 1.	47

Índice de tablas

Tabla 1. Variables, indicadores y fuentes utilizados en el análisis.....	16
Tabla 2. Relación entre hipótesis e indicadores observables.....	16
Tabla 3. Composición de activos financieros de los hogares de la UE, 2024	21
Tabla 4. Comparación internacional del sesgo hacia los depósitos.....	21
Tabla 5. Modelos de pensiones en perspectiva comparada	25
Tabla 6. Propuestas vinculadas al diagnóstico	37
Tabla 7. Comprobación de la hipótesis de investigación	40
Tabla 8. Indicadores para evaluar el avance de la Savings and Investments Union (SIU) .	41

Índice de figuras

Gráfico 1. Ahorro e inversión de los hogares en la UE y la zona euro	18
Gráfico 2. Comparación entre tasa de ahorro e inversión de los hogares, 2024	19
Gráfico 3. Balance financiero agregado de los hogares de la UE, 2024	20
Gráfico 4. Activos de pensiones y peso de los depósitos en una muestra de países	24

Abreviaturas y acrónimos

Afore	Administradoras de Fondos para el Retiro (México)
BCE	Banco Central Europeo
CMU	Capital Markets Union (Unión de Mercados de Capitales)
ESM	European Stability Mechanism (Mecanismo Europeo de Estabilidad)
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos
PIB	producto interior bruto
p.p.	puntos porcentuales
pymes	pequeñas y medianas empresas
SAFE	Survey on the Access to Finance of Enterprises (encuesta del BCE)
SIU	Savings and Investments Union (Unión de Ahorros e Inversiones)
UE	Unión Europea

1. Introducción

1.1. Motivación y justificación

Pocas economías ahorran tanto como la europea y pocas encuentran tantas dificultades para convertir ese ahorro en futuro. Los hogares de la Unión Europea figuran entre los más ahorradores del mundo desarrollado y, sin embargo, el continente tropieza una y otra vez a la hora de financiar las prioridades que marcarán las próximas décadas, la transición energética, la innovación tecnológica o el refuerzo de sus capacidades de defensa. De esa aparente contradicción, la de una economía rica en ahorro que no consigue ponerlo a trabajar, nace este trabajo.

La pregunta que recorre las páginas siguientes no es cuánto ahorran los hogares europeos, sino qué ocurre con ese ahorro una vez generado. Una parte considerable permanece en instrumentos líquidos y de bajo riesgo en lugar de fluir hacia las empresas, la innovación y los proyectos de largo plazo. Si esto es así, el reto no consistiría tanto en ahorrar más como en asignar mejor lo que ya se ahorra. Y esa diferencia cambia por completo el tipo de respuesta que cabe esperar de la política económica. Determinar hasta qué punto esa intuición se sostiene en los datos es, precisamente, la tarea de este trabajo.

Aunque a primera vista pueda parecer una cuestión estrictamente financiera, el asunto pertenece de lleno a las Relaciones Internacionales. La capacidad de una potencia para financiar con recursos propios su seguridad, su tecnología y su transición ecológica forma parte de su autonomía estratégica. Es decir, de su margen para decidir sin depender en exceso de terceros. El informe Letta de 2024 llevó esta preocupación al centro del debate europeo al proponer que el ahorro privado del continente se movilizara de forma más eficaz hacia sus propias prioridades, en lugar de contribuir, en parte, a financiar el crecimiento de otras economías (Letta, 2024).

Ahora bien, movilizar el ahorro no significa empujar a las familias hacia productos arriesgados ni penalizar una prudencia financiera que, desde la perspectiva de cada hogar, resulta enteramente racional. Significa algo más exigente, un reto de diseño institucional que consiste en construir canales y productos comprensibles, regulados y accesibles, capaces de llevar una parte del ahorro de largo plazo hasta la economía productiva sin desproteger al pequeño inversor.

En el plano de la política económica, este debate ha cristalizado en torno a la Unión de Ahorros e Inversiones (Savings and Investments Union, SIU). La iniciativa no surge de la nada, sino que reformula y amplía la antigua Unión de Mercados de Capitales, impulsada desde 2015 con resultados modestos (European Commission, 2020). Frente a aquel proyecto, centrado sobre todo en las grandes empresas, la Comisión Europea concibe ahora la SIU como el paso que falta para que la unión monetaria se complete con una verdadera unión financiera (European Commission, 2025; Kaskarelis et al., 2025).

La aportación de este trabajo no reside en generar datos nuevos, sino en ordenar e interpretar la evidencia ya disponible. A partir de fuentes institucionales como Eurostat, el Banco Central Europeo, la OCDE, la Comisión Europea y el European Stability Mechanism, se construye un diagnóstico propio que conecta tres debates que rara vez se leen juntos, el comportamiento financiero de los hogares, la asignación macroeconómica del ahorro y el proceso de integración financiera europea. Solo al situarlos en un mismo marco puede entenderse por qué un continente que ahorra tanto financia tan poco de aquello que más necesita.

1.2. Pregunta de investigación, hipótesis y objetivos

La pregunta de investigación es la siguiente:

¿Por qué, pese a mantener niveles elevados de ahorro, los hogares de la Unión Europea no canalizan una parte suficiente de esos recursos hacia la inversión productiva?

La hipótesis central sostiene que el elevado ahorro de los hogares europeos se canaliza de forma incompleta hacia inversión productiva debido, en parte, al peso de los activos líquidos y de bajo riesgo, a la concentración patrimonial, a la dependencia bancaria y a la fragmentación de los mercados de capitales. A ello se añade, como condicionante estructural y transversal a las anteriores, la forma en que cada país organiza el ahorro de largo plazo, en especial su sistema de pensiones.

El objetivo general del trabajo es analizar por qué el ahorro elevado de los hogares europeos no se canaliza con suficiente eficacia hacia inversión productiva, atendiendo a la **composición de los activos financieros, la desigualdad patrimonial, la dependencia bancaria y la fragmentación de los mercados de capitales.**

Junto a estos cuatro mecanismos, existe una dimensión transversal que los condiciona. Esta es la forma en que cada país organiza el ahorro a largo plazo y, especialmente, su sistema de pensiones. La opción entre capitalización y reparto incide simultáneamente en la composición de las carteras de los hogares, en la profundidad de los mercados financieros y en la facilidad con que el ahorro se transforma en inversión.

Para concretar este objetivo general, se plantean los siguientes objetivos específicos:

1. Examinar la evolución reciente del ahorro y la inversión de los hogares en la Unión Europea y en la zona euro.
2. Comparar la situación de varios Estados miembros y contrastarla con referencias externas como Estados Unidos.
3. Analizar la composición de los activos financieros de los hogares y el peso de los depósitos.
4. Comparar los principales modelos de organización del ahorro para la jubilación y su influencia en la canalización del ahorro hacia la inversión.
5. Estudiar cómo la distribución de la riqueza condiciona la participación en mercados de capitales.
6. Identificar el papel de la dependencia bancaria y de la fragmentación financiera en la canalización del ahorro.
7. Valorar qué implicaciones tiene este diagnóstico para el diseño de la Savings and Investments Union (SIU).

1.3. Estado de la cuestión

El punto de partida de este trabajo es el declive relativo de Europa en la economía mundial. Durante buena parte del siglo pasado, el continente concentró una proporción muy alta de la riqueza global y llevó la iniciativa industrial. Esa preeminencia se ha ido erosionando. La participación de la Unión Europea en el producto mundial no ha dejado de reducirse en lo que va de siglo, desde cerca de una quinta parte hasta algo más del catorce por ciento, y tanto su crecimiento como su productividad y su capacidad de innovación se sitúan desde hace años por detrás de los de Estados Unidos (Draghi, 2024). El problema no es un empobrecimiento absoluto, sino la pérdida de terreno frente a las economías que avanzan con mayor rapidez.

Esas economías son varias. Estados Unidos ha ampliado su ventaja en las tecnologías que estructuran la economía del futuro, de los semiconductores a la inteligencia artificial, sostenido por unos mercados de capitales lo bastante profundos como para financiar la innovación a una escala que la Unión no alcanza. China ha dejado de ser un proveedor de manufactura barata para competir por el liderazgo en sectores completos, desde el vehículo eléctrico hasta las energías limpias. A ello se añaden Estados de menor tamaño pero con abundante capital. Los Emiratos Árabes Unidos, por ejemplo, destinan decenas de miles de millones a infraestructuras de inteligencia artificial con la aspiración de convertirse en un nodo global del sector antes del final de la década (CSIS, 2025). Una parte creciente de las decisiones que definirán el futuro se toma, por tanto, fuera de las fronteras europeas.

Tras esta pérdida de posiciones subyace un cambio de mayor calado, relativo a la autonomía. Europa dependía poco del exterior para sostener lo esencial, mientras que hoy lo hace en casi todos los ámbitos decisivos. Su seguridad se ha apoyado durante ocho décadas en el paraguas militar estadounidense. Su abastecimiento energético descansó primero en el gas ruso y, tras la invasión de Ucrania, se reorientó hacia el gas estadounidense. Y la mayoría de las tecnologías críticas que consume proceden de Estados Unidos y de Asia. La autonomía estratégica, entendida como la capacidad de fijar el rumbo propio sin quedar supeditado a terceros, ha pasado de presuponerse a plantearse como un objetivo por alcanzar.

La Unión Europea es consciente de esta tendencia desde hace tiempo, y una de sus primeras reacciones fue de carácter financiero. En 2015 puso en marcha la Unión de los Mercados de Capitales, un proyecto destinado a integrar unos mercados todavía segmentados por fronteras nacionales y a conseguir que el ahorro europeo financiara con mayor eficacia a las empresas del continente. Diez años después, los resultados son limitados: los mercados continúan sin integrarse del todo y aquel primer intento se quedó por debajo de sus objetivos (European Commission, 2020; Letta, 2024). El planteamiento, sin embargo, no se descartó, sino que ha regresado bajo otra denominación y con mayor ambición.

El coste de esta dependencia se aprecia con claridad en el ámbito comercial. En el verano de 2025, la Unión Europea suscribió con Estados Unidos un acuerdo que sometía sus exportaciones a un arancel del quince por ciento, frente a algo más del uno por ciento que pagaban de media con anterioridad. Para evitar un escenario peor, Bruselas se comprometió

además a invertir cientos de miles de millones en territorio estadounidense y a adquirir energía norteamericana por un importe aún mayor (European Commission, 2025b). El episodio refleja una dinámica desfavorable: cuando una potencia no controla las tecnologías ni las industrias de las que depende, negocia en una posición de debilidad, y los aranceles del socio más fuerte se convierten en un instrumento para imponerle condiciones. La falta de capacidades propias termina pagándose.

En ningún terreno resulta tan evidente ese coste como en el de la defensa. Habituada a la cobertura de Washington, Europa redujo su gasto militar durante décadas. En 2014, apenas tres aliados de la OTAN alcanzaban el objetivo del dos por ciento del PIB, mientras Estados Unidos asumía la mayor parte del esfuerzo, hasta llegar a sufragar cerca de dos tercios del gasto de la Alianza (NATO, 2025). La guerra de Ucrania, sumada a las dudas sobre el compromiso estadounidense con la seguridad europea, funcionó como una llamada de atención. Desde entonces, el continente ha emprendido un rearme acelerado: los presupuestos de defensa de los Estados miembros pasaron de unos 218.000 millones de euros en 2021 a cerca de 381.000 millones en 2025, en el mayor incremento del gasto militar europeo desde el final de la Guerra Fría (SIPRI, 2026; NATO, 2025). Reconstruir en pocos años una capacidad que se dejó debilitar durante decenios resulta costoso y lento, y pone de manifiesto hasta qué punto la seguridad se había delegado en un tercero.

En este contexto, el de una Europa con menos peso económico, menor autonomía y un margen de maniobra más estrecho que en el pasado, se inscribe el debate sobre la forma en que el continente financia su propia economía. A esa cuestión, y en particular al papel que desempeña en ella el ahorro de los hogares, se dedican las páginas siguientes.

2. Marco conceptual

El estado de la cuestión ha mostrado que el debate sobre el ahorro europeo se libra con un vocabulario preciso que conviene fijar antes de analizar los datos. Cada concepto se presenta junto con la razón por la que resulta necesario para responder a la pregunta de investigación.

Eurostat define la **tasa de ahorro de los hogares** como el ahorro bruto dividido por la renta disponible bruta. Mide la proporción de renta que los hogares no destinan al consumo final. Esta variable es útil porque permite observar la capacidad agregada de acumulación financiera. Pero tiene una limitación clara, no muestra qué hacen los hogares con ese ahorro. Dos

economías pueden tener tasas de ahorro parecidas y, sin embargo, canalizar esos recursos de forma muy distinta. En una, el ahorro puede financiar empresas mediante fondos de inversión, acciones o pensiones capitalizadas. En otra, puede concentrarse en depósitos bancarios con baja conexión directa con mercados de capitales.

Por **inversión productiva** se entiende aquí la movilización de recursos hacia actividades que amplían la capacidad productiva, impulsan innovación, facilitan crecimiento empresarial o financian proyectos de largo plazo. Esta definición no coincide exactamente con la tasa de inversión de los hogares de Eurostat, que se refiere sobre todo a formación bruta de capital fijo de los hogares, especialmente vivienda y actividades de autónomos.

Por ello, esa tasa se utiliza como indicador de contexto, no como medida completa de inversión productiva empresarial. Dado que la inversión productiva no se observa directamente mediante un único indicador en este trabajo, se aproxima a través de evidencia complementaria: composición de activos financieros, desarrollo de mercados de capitales, financiación bancaria y acceso empresarial a financiación.

El **ahorro precautorio** ayuda a explicar por qué los hogares pueden preferir mantener recursos líquidos incluso cuando existen alternativas con mayor rentabilidad esperada. Cuando existe incertidumbre sobre los ingresos futuros, el empleo, la salud, los precios o las pensiones, los hogares tienden a reforzar su ahorro y a priorizar instrumentos seguros y disponibles de forma inmediata. Esta lógica favorece el **sesgo hacia la liquidez**, es decir, la concentración de una parte elevada de la riqueza financiera en efectivo y depósitos. Aunque estos activos ofrecen seguridad y disponibilidad, también están menos conectados con la inversión de largo plazo y con los mercados de capitales.

Carroll (1997) explica este comportamiento mediante **la idea de colchón financiero**. Ante el riesgo, los hogares desean mantener recursos líquidos para protegerse. En el caso europeo, el BCE ha documentado que los motivos precautorios han seguido pesando después de la pandemia, aunque su importancia cambia con la evolución de la confianza del consumidor y las condiciones macroeconómicas (European Central Bank, 2024b; European Central Bank, 2025).

La **intermediación financiera** es el mecanismo que conecta el ahorro de unos agentes con las necesidades de financiación de otros. En una economía moderna, ese proceso puede realizarse

mediante bancos, que transforman depósitos en préstamos, o mediante mercados de capitales, donde empresas y Estados captan financiación directamente de inversores. Levine (2005) atribuye al sistema financiero un papel central en el crecimiento. Es el encargado de movilizar el ahorro, de seleccionar y vigilar los proyectos que lo reciben, de repartir el riesgo entre muchos agentes y de facilitar los intercambios. Si esos mecanismos presentan fricciones, parte del capital puede permanecer en usos de menor productividad relativa o circular por canales menos adecuados para financiar innovación y crecimiento empresarial.

La distinción entre sistemas bancocéntricos y sistemas basados en mercados de capitales resulta especialmente útil para analizar el caso europeo. Por **sistema bancocéntrico** se entiende aquel modelo financiero en el que los bancos ocupan una posición central en la canalización del ahorro hacia la inversión. En este tipo de sistema, las empresas y los hogares recurren principalmente al crédito bancario para financiar sus decisiones de inversión, consumo o adquisición de vivienda.

En un **sistema basado en los mercados de capitales**, el grueso de la financiación no pasa por los bancos, sino que se obtiene directamente en los mercados. Las empresas se financian emitiendo acciones, bonos u otros títulos, y los hogares orientan una parte mayor de su ahorro hacia fondos de inversión, planes de pensiones o valores cotizados (Allen y Gale, 2000; Levine, 2005).

El concepto de **tasa de reemplazo** expresa qué parte de los ingresos laborales se conserva al pasar a la jubilación, medida como el cociente entre la pensión percibida y el salario previo al retiro; cuanto más elevada es, menor resulta la caída del nivel de ingresos que experimenta el hogar al jubilarse (OECD, 2025b).

En el caso europeo, esta discusión exige incorporar además la **fragmentación financiera**. En la Unión Europea, la existencia de una moneda común no implica automáticamente un mercado financiero único plenamente integrado. Persisten diferencias nacionales fiscales, regulatorias, de supervisión y de cultura financiera que dificultan la inversión transfronteriza. El resultado es que el ahorro generado en un país no siempre fluye hacia proyectos rentables en otro Estado miembro. Desde la perspectiva de la asignación del capital, esto reduce eficiencia y limita la función estabilizadora que deberían tener los mercados financieros integrados.

La **distribución de la riqueza** introduce una dimensión adicional, no todos los hogares tienen la misma capacidad para asumir riesgo financiero. Los hogares con mayor patrimonio pueden diversificar, soportar volatilidad y mantener inversiones de largo plazo. Los hogares con menor patrimonio necesitan liquidez para contingencias y tienen menos margen para asumir pérdidas.

Por tanto, la **desigualdad patrimonial** tiene una dimensión financiera además de social. Condiciona quién participa en los mercados y qué parte del ahorro puede convertirse en capital de riesgo para las empresas. La OCDE muestra que la riqueza es mucho más desigual que la renta y el consumo, y que los activos financieros contribuyen de forma importante a esa desigualdad (OECD, 2025a).

Estos conceptos permiten precisar dónde puede romperse la cadena que va del ahorro a la inversión. En la composición de las carteras, en el acceso desigual a los mercados, en la dependencia del crédito bancario o en la fragmentación financiera. El marco no prejuzga cuál de esas fricciones pesa más en el caso europeo, esa es la tarea del análisis. Pero ofrece las categorías para identificarlas. Reconocerlas no implica negar la utilidad de los depósitos ni la racionalidad de la prudencia financiera. El problema aparece cuando ese patrón se generaliza a escala europea y empieza a restar eficiencia a la asignación del capital.

La **SIU** se inserta en este debate. Su objetivo va más allá de ampliar los mercados de capitales para las grandes empresas. Busca construir canales por los que el ahorro de los hogares participe de forma más segura y eficiente en la financiación de la economía. Desde este marco, la integración financiera vale como medio, no como fin para conectar mejor ahorro con productividad.

Desde las Relaciones Internacionales, la integración financiera es más que una cuestión técnica, pues de ella depende en parte la capacidad de la Unión para financiar con recursos propios sus prioridades estratégicas (European Commission, 2025; Kaskarelis et al., 2025).

3. Marco metodológico

Definidos los conceptos, este capítulo explica la metodología a través de la cual se espera contrastar la hipótesis. Presenta la estrategia de análisis, las fuentes y sus criterios de selección, el periodo de referencia y la selección de países. Cierra con dos tablas que conectan

las variables con sus indicadores y cada parte de la hipótesis con el resultado que cabría esperar si fuera válida.

El trabajo combina descripción estadística, comparación internacional e interpretación económica a partir de fuentes secundarias. El trabajo no utiliza datos primarios ni estima un modelo econométrico propio. Por tanto, sus resultados no deben interpretarse como prueba causal. Su contribución consiste en construir un diagnóstico razonado a partir de fuentes secundarias comparables y fiables, y en evaluar la coherencia empírica de la hipótesis mediante indicadores observables.

La **estrategia de análisis** parte de la evolución del ahorro y la inversión de los hogares y avanza hacia la composición de sus activos financieros, incorporando la comparación entre Estados miembros y el contraste con Estados Unidos. A continuación examinamos en perspectiva internacional, cómo los modelos de pensiones condicionan el ahorro de largo plazo, con los casos de México, Chile y Francia. Después analizamos la distribución de la riqueza y la financiación empresarial. Por último, conectamos esos resultados con la dependencia bancaria, la fragmentación financiera y las implicaciones para la SIU.

La elección de México, Chile y Francia no pretende una comparación exhaustiva, sino ilustrar, mediante casos contrastados, cómo distintas formas de organizar el ahorro de largo plazo afectan a su canalización hacia la inversión. México y Chile son referencias paradigmáticas de la transición desde sistemas de reparto hacia esquemas de capitalización individual, lo que permite observar tanto los efectos de la capitalización sobre la profundidad de los mercados como sus límites en cobertura y suficiencia. Francia ofrece el contraste de un sistema de reparto consolidado y de la dificultad política de reformarlo. Frente a otros casos posibles, estos tres concentran lecciones, tanto de buenas como de malas prácticas, directamente aplicables para valorar qué diseños de ahorro de largo plazo podrían reforzar, o lastrar, la Unión de Ahorros e Inversiones.

Las fuentes utilizadas son institucionales. Eurostat proporciona las tasas de ahorro e inversión de los hogares, las cuentas sectoriales y la composición de activos y pasivos financieros. *El Banco Central Europeo* aporta análisis sobre determinantes del ahorro, comportamiento del consumo, motivo precautorio y condiciones de financiación empresarial. *La OCDE* se utiliza para la distribución de la riqueza alineada con cuentas nacionales. *El ESM*

proporciona evidencia sobre participación minorista, depósitos, mercados de capitales y SIU. *La Comisión Europea* se utiliza para el marco de política económica y para la comparación con Estados Unidos en materia de ahorro. Para la comparación de los sistemas de pensiones se emplea la edición *2025 de Pensions at a Glance de la OCDE*. Complementada, en el caso mexicano, con análisis del *Banco de México* y del *Centro de Investigación Económica y Presupuestaria*. Para el caso francés, con el informe de *envejecimiento de la Comisión Europea*. El origen del concepto de Unión de Ahorros e Inversiones se atribuye al *informe Letta (2024)*.

El **criterio de selección** de fuentes responde a cuatro razones, carácter oficial-institucional, comparabilidad internacional, actualización reciente y relevancia directa para el debate europeo sobre ahorro, inversión e integración financiera. Por ello se priorizan bases estadísticas y documentos de organismos públicos frente a fuentes periodísticas.

El **periodo de referencia principal** es 2014-2024, porque permite observar la situación anterior a la pandemia, el shock de 2020-2021 y la normalización posterior. Se incorporan datos trimestrales de 2025 cuando aportan información adicional sobre la persistencia del fenómeno. En concreto, utilizamos las cuentas sectoriales de Eurostat correspondientes al cuarto trimestre de 2025, porque muestran que la tasa de ahorro de la zona euro sigue superando con holgura a la tasa de inversión de los hogares una vez superado el pico extraordinario de la pandemia. Para la dimensión institucional se utilizan informes publicados entre 2024 y 2026, ya que el debate sobre la Savings and Investments Union ha adquirido mayor intensidad en ese periodo.

La selección de países no pretende cubrir exhaustivamente los veintisiete Estados miembros en todos los indicadores. Se utilizan países seleccionados cuando ayudan a mostrar heterogeneidad o modelos contrastantes. Alemania aparece como ejemplo de ahorro elevado dentro de las grandes economías. España e Italia muestran tasas de ahorro inferiores a la media europea y trayectorias más volátiles tras la pandemia. Países Bajos, Dinamarca y Suecia se usan como referencia de sistemas donde los hogares tienen mayor exposición a pensiones, seguros o instrumentos de mercado. Estados Unidos sirve como contraste externo por su menor peso relativo de depósitos y mayor profundidad de mercados de capitales. Para la comparación de los modelos de pensiones se añaden, además, tres casos ilustrativos. México,

como ejemplo de país que transitó del reparto a la capitalización individual. Chile, como precedente regional de esa transición. Francia, como caso de un sistema de reparto sometido a una fuerte tensión reformista.

Tabla 1. Variables, indicadores y fuentes utilizados en el análisis.

Variable	Indicador	Fuente	Uso en el trabajo
Ahorro de los hogares	Tasa de ahorro sobre renta disponible bruta	Eurostat	Diagnóstico del volumen de ahorro
Inversión de los hogares	Tasa de inversión sobre renta disponible bruta	Eurostat	Comparación con la capacidad de ahorro
Activos financieros	Composición por instrumentos	Eurostat	Identificación del peso de depósitos y activos de mercado
Sesgo hacia la liquidez	Asignación a depósitos y comparación internacional	ESM	Análisis de la preferencia por liquidez
Distribución de riqueza	Quintiles y concentración de activos	OCDE / ESM	Dimensión distributiva de la participación financiera
Financiación empresarial	Acceso de empresas y pymes a financiación	BCE SAFE	Conexión entre ahorro y economía productiva
Sistemas de pensiones	Tasa de reemplazo y activos de pensiones (% del PIB)	OCDE (Pensions at a Glance)	Comparación de los modelos de canalización del ahorro
Integración financiera	Fragmentación y desarrollo de mercados	Comisión Europea / ESM	Evaluación institucional de la Savings and Investments Union

Fuente: elaboración propia

Como hemos comentado anteriormente, la desconexión entre ahorro e inversión productiva se podría explicar por cuatro mecanismos, la preferencia por la liquidez, la desigualdad patrimonial, la dependencia bancaria y la fragmentación de los mercados de capitales, a los que se añade la arquitectura del ahorro de largo plazo como condicionante estructural. La Tabla 2 los vincula con indicadores observables. Esta estrategia no prueba causalidad estadística, pero permite comprobar si distintos indicadores institucionales apuntan en la misma dirección y sostienen un diagnóstico coherente.

Tabla 2. Relación entre hipótesis e indicadores observables.

Parte de la hipótesis	Indicador utilizado	Resultado esperado si la hipótesis es válida
El problema no es falta de ahorro	Tasas de ahorro elevadas en UE y zona euro	Ahorro persistente por encima de la inversión de hogares
Existe sesgo hacia la liquidez	Peso de depósitos y efectivo	Presencia relevante de depósitos en activos financieros
La arquitectura del ahorro de largo plazo condiciona la canalización	Activos de pensiones (% del PIB) y peso de los depósitos	Los países con capitalización muestran mercados más profundos y menor sesgo a depósitos
La desigualdad limita participación	Concentración de activos de mercado	Mayor participación de hogares de patrimonio alto
La dependencia bancaria limita la diversidad de canales	Peso del crédito bancario y SAFE	pymes con menos alternativas de financiación
La fragmentación reduce eficiencia	Barreras nacionales y baja integración	Dificultad para movilizar ahorro transfronterizo

Fuente: elaboración propia

4. Análisis empírico y comparativo

Con el marco conceptual y la metodología establecidos, este capítulo desarrolla el análisis empírico que sostiene el trabajo. Avanza en cinco pasos. Primero documenta la brecha entre ahorro e inversión de los hogares y la heterogeneidad entre países (4.1). Después examina la composición de los activos financieros y el sesgo hacia los depósitos (4.2). A continuación compara los modelos de pensiones y su efecto sobre el ahorro de largo plazo (4.3). Sigue con la distribución de la riqueza y la participación financiera (4.4). Cerramos con la dependencia bancaria, la financiación de las pymes y la fragmentación de los mercados (4.5). Cada sección aporta una pieza del diagnóstico que el capítulo 5 discute en conjunto.

4.1. Ahorro, inversión y heterogeneidad europea

Esta sección establece el punto de partida del análisis, la distancia entre el ahorro y la inversión de los hogares. Primero se documenta la brecha agregada en la Unión Europea y la zona euro y su evolución reciente. Después se muestra que ese promedio esconde modelos nacionales muy distintos.

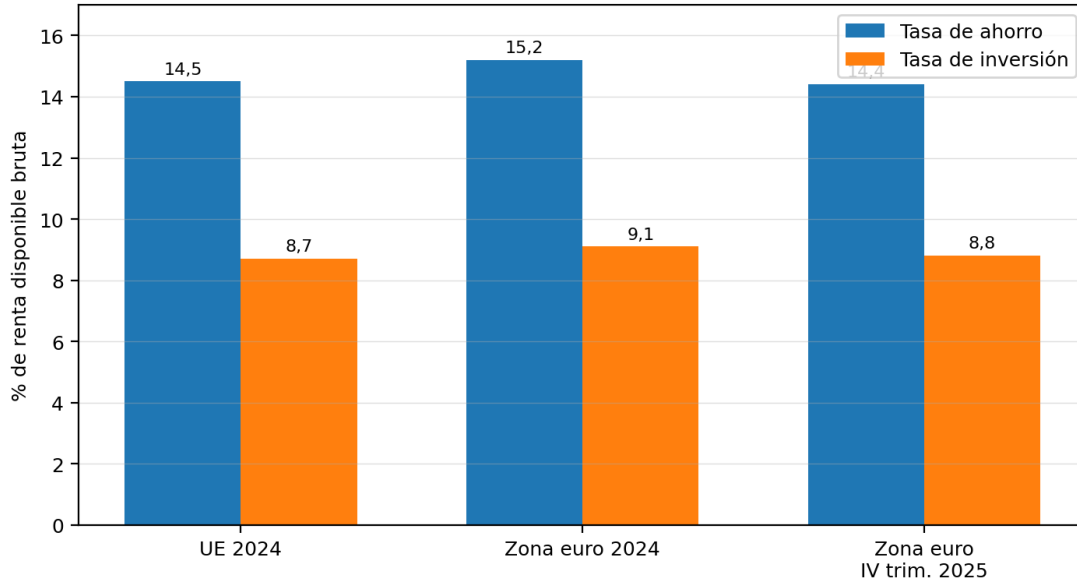
4.1.1. La brecha entre ahorro e inversión en la UE y la zona euro

En 2024 la tasa de ahorro de los hogares alcanzó el 14,5% en la Unión Europea y el 15,2% en la zona euro, frente a tasas de inversión del 8,7% y el 9,1%, respectivamente (Eurostat, 2025a). Los datos trimestrales más recientes confirman que la distancia no es un efecto pasajero de la pandemia. En el cuarto trimestre de 2025 la tasa de ahorro de la zona euro se moderó hasta el 14,4%, pero la de inversión apenas varió y se situó en el 8,8% (Eurostat, 2026). La brecha se ha estrechado desde los máximos de 2020-2021, aunque se mantiene en un rango estable de cinco a seis puntos porcentuales.

Antes de extraer conclusiones hay que aclarar qué mide y qué no mide esa diferencia. La tasa de inversión de Eurostat recoge la formación bruta de capital fijo del sector hogares, sobre todo vivienda y actividad de autónomos. De modo que el diferencial no equivale a “ahorro improductivo”, una parte se destina a amortizar deuda, a adquirir activos financieros o a financiar de forma indirecta a las empresas a través del balance bancario. Lo que el dato sí revela es que la capacidad financiera de los hogares supera con holgura su inversión directa, y

que el interés del análisis se desplaza del volumen del ahorro a los canales por los que se asigna.

Gráfico 1. Ahorro e inversión de los hogares en la UE y la zona euro.



Fuente: elaboración propia a partir de Eurostat (2025a, 2026).

El contraste con Estados Unidos ayuda a dimensionar el problema. Tras la pandemia, los hogares estadounidenses rebajaron su tasa de ahorro por debajo de su media histórica, justo lo contrario de lo que hicieron los europeos. La Comisión Europea ha estimado, mediante un ejercicio contrafactual, cuánto crecimiento dejó por el camino la zona euro al no seguir esa senda. El resultado apunta a que, con una convergencia del ahorro europeo hacia el patrón estadounidense a partir de 2021, tanto el consumo privado como el PIB del periodo habrían sido apreciablemente mayores (European Commission, 2024a).

4.1.2. Heterogeneidad entre Estados miembros

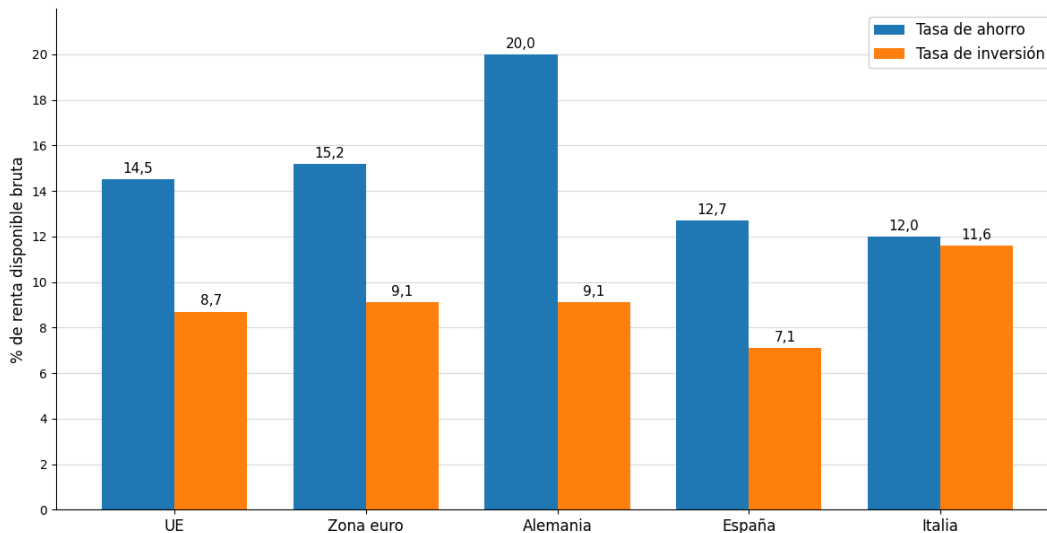
El agregado europeo esconde modelos de ahorro muy distintos. Alemania mantuvo en 2024 una tasa del 20,0%, una de las más altas entre las grandes economías y muy por encima de la media, sostenida por una larga tradición de prudencia financiera. España e Italia, en cambio, se situaron por debajo de la media de la UE, con un 12,7% y un 12,0%. Ambas arrastran además una trayectoria más volátil, marcada por el fuerte repunte de 2020 y su posterior corrección (Eurostat, 2025a). En el extremo opuesto, Eurostat identifica Estados miembros con tasas inferiores al 10% o incluso negativas, donde los hogares consumen por encima de su renta

disponible. Hablar sin matices de “el ahorrador europeo” oculta, por tanto, una dispersión considerable.

Esa dispersión importa porque una tasa elevada no garantiza una canalización eficiente. Alemania lo ilustra bien, su alto ahorro convive con una cartera de hogares orientada a depósitos y seguros, de manera que el efecto sobre la innovación y el crecimiento puede ser inferior al de economías con mercados de capitales más profundos. España e Italia plantean el problema inverso, pues con menor ahorro y un patrimonio históricamente concentrado en la vivienda y el crédito bancario, el reto no es tanto movilizar un excedente como ensanchar los canales de inversión financiera. La consecuencia de política es directa, y vale para todo el capítulo. Una misma reforma puede producir resultados opuestos según la estructura patrimonial de cada país, lo que desaconseja tratar la SIU como una solución uniforme.

La comparación de diferenciales (Gráfico 2) añade un matiz que el promedio no deja ver. En Alemania el ahorro supera en casi once puntos a la inversión de los hogares, mientras que en Italia ambos valores casi coinciden, reflejo del peso de la vivienda y de los hogares productores. No todos los países con más ahorro invierten proporcionalmente más, ni a la inversa, lo que refuerza la idea de que el problema reside en la asignación y no en la falta de recursos.

Gráfico 2. Comparación entre tasa de ahorro e inversión de los hogares, 2024.



Fuente: elaboración propia a partir de Eurostat (2025a).

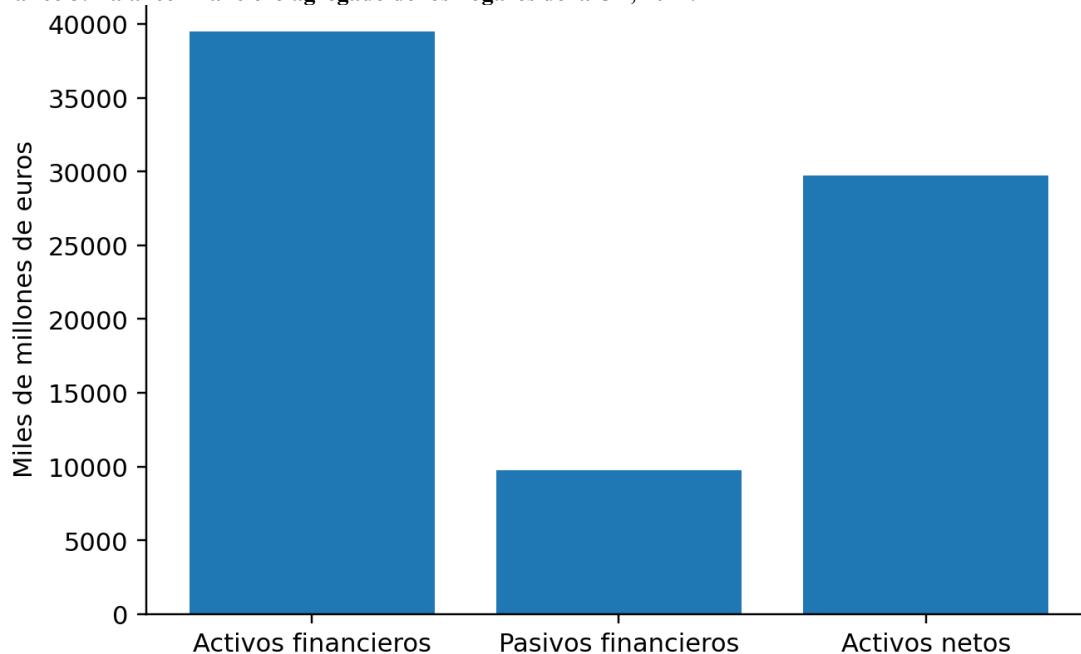
4.2. Composición de activos y sesgo hacia los depósitos

La amplitud del patrimonio financiero de los hogares europeos no garantiza que se canalice hacia la inversión, lo decisivo es su composición. Esta sección describe primero la estructura de la riqueza financiera de los hogares de la UE. Después sitúa su sesgo hacia los depósitos en perspectiva comparada y, por último, analiza los modelos que conectan ese ahorro con la inversión productiva.

4.2.1. La estructura de la riqueza financiera de los hogares

La composición de la riqueza permite precisar el diagnóstico. En 2024, los hogares de la UE acumulaban activos financieros por valor de 39,482 billones de euros, frente a 9,728 billones de pasivos, lo que arroja una riqueza financiera neta de 29,754 billones de euros (Eurostat, 2025b). Además, los activos financieros eran 4,1 veces superiores a los pasivos, lo que evidencia una base patrimonial financiera amplia y un margen agregado relevante. Por tanto, el problema parece no residir en la ausencia de riqueza financiera de los hogares europeos, sino en la forma en que dicha riqueza se distribuye entre los distintos instrumentos financieros.

Gráfico 3. Balance financiero agregado de los hogares de la UE, 2024.



Fuente: elaboración propia a partir de Eurostat (2025b).

En cuanto a la composición de los **pasivos financieros**, en 2024 los préstamos representaban el 92,4% de las obligaciones financieras de los hogares de la UE (Eurostat, 2025b). Este dato

muestra que el endeudamiento de los hogares europeos sigue dependiendo casi por completo del canal bancario, especialmente a través del crédito hipotecario y del crédito al consumo.

Sobre la distribución más en detalle de los **activos financieros**, Eurostat distingue los siguientes bloques:

Tabla 3. Composición de activos financieros de los hogares de la UE, 2024.

Instrumento	Peso en activos financieros	Lectura
Acciones y participaciones en fondos	36,6%	Principal categoría agregada
Moneda y depósitos	30,6%	Peso elevado de liquidez
Seguros, pensiones y garantías estandarizadas	26,9%	Ahorro institucionalizado de largo plazo
Otros instrumentos y cuentas	5,8%	Peso residual

Fuente: elaboración propia a partir de Eurostat (2025b).

El peso de las acciones y participaciones en fondos podría sugerir una exposición amplia de los hogares europeos a los mercados de capitales, pero esta lectura debe matizarse. Esta categoría incluye participaciones empresariales que no equivalen necesariamente a inversión minorista directa y, además, su tenencia se concentra en los hogares de mayor patrimonio, como se analiza en el apartado 4.4. El bloque de seguros y pensiones recoge, por su parte, formas de ahorro institucionalizado de largo plazo, muy desiguales entre países. Por ello, la composición agregada de los activos financieros no basta para medir la profundidad real de la participación de los hogares en los mercados.

4.2.2. El sesgo hacia los depósitos en perspectiva comparada

El sesgo hacia la liquidez sitúa a Europa en un grupo propio y no es un fenómeno marginal. En trece Estados miembros, el efectivo y los depósitos constituían en 2024 la primera partida de la cartera financiera de las familias, y en casos como Chipre o Polonia llegaban a absorber más de la mitad de toda su riqueza financiera (Eurostat, 2025b). El ESM, por su parte, calcula que, si la composición actual de la riqueza se mantuviera, un 36,8% de los nuevos flujos de ahorro europeos acabaría en depósitos, una proporción que duplica con creces tanto el 15% del promedio de Países Bajos, Dinamarca y Suecia como el 13,4% de Estados Unidos (Kaskarelis et al., 2025).

Tabla 4. Comparación internacional del sesgo hacia los depósitos.

Ámbito	Asignación a depósitos	Significado
Unión Europea, estimación ESM	36,8% de los nuevos flujos si se mantiene la composición existente	Elevada dependencia de depósitos
Países Bajos-Dinamarca-Suecia	15,0%	Referencia europea de menor peso relativo de depósitos
Estados Unidos	13,4%	Referencia externa con menor asignación a depósitos

Fuente: elaboración propia a partir de Kaskarelis et al. (2025).

Esta diferencia importa porque el depósito y el activo de mercado no financian igual a la economía. Cuando un hogar suscribe un fondo o compra acciones, su ahorro llega de forma relativamente directa a empresas y proyectos. Cuando lo deja en un depósito, la asignación pasa a depender de la política de crédito del banco, de la demanda solvente de préstamos y de la regulación prudencial.

El propio ESM ha puesto cifras al margen disponible. Bastaría con que las familias europeas destinaran a depósitos una proporción de su ahorro similar a la de los hogares neerlandeses, daneses o suecos para liberar cada año en torno al 2% de su renta disponible. Lo que, a valores de 2023, supone entre 250.000 y 300.000 millones de euros anuales susceptibles de fluir hacia los mercados (Kaskarelis et al., 2025). El ejercicio es valioso porque no presupone que los hogares ahorren más, sino que reasignen lo que ya ahorran, que es precisamente la lógica de este trabajo. Hay que evitar sobreinterpretarlo, eso sí, no todos los depósitos son trasladables. Una parte cumple funciones de liquidez y emergencia. Reducirlos no garantiza que el capital se dirija a empresas europeas, ya que los fondos pueden invertirse en activos globales.

A estos límites cuantitativos se añade otro menos visible pero igual de determinante. Una parte del apego europeo al depósito no responde a un cálculo financiero, sino al desconocimiento de las alternativas y al temor a perder lo ahorrado. Quien no entiende cómo funcionan un fondo, la diversificación o el horizonte temporal de una inversión tiende a percibir los mercados como un terreno ajeno y arriesgado, y se queda en el producto que conoce. Por eso la educación financiera no es un complemento decorativo de este diagnóstico, sino una condición previa. Sin ciudadanos capaces de evaluar riesgos y costes con confianza, ningún catálogo de productos logrará que el ahorro salga del depósito.

4.2.3. Modelos de canalización del ahorro hacia la inversión productiva

Las diferencias observadas en la asignación del ahorro no son solo fruto de decisiones individuales, reflejan modelos distintos de sistema financiero. El marco conceptual distinguía entre sistemas bancocéntricos y sistemas basados en mercados de capitales (Allen y Gale, 2000; Levine, 2005). Aplicada a los datos anteriores, esa distinción ayuda a entender por qué unos países convierten el ahorro de los hogares en inversión de mercado y otros lo retienen en depósitos. En un sistema bancocéntrico, el ahorro llega a las empresas sobre todo a través del

balance de los bancos. En uno basado en mercados, una parte mayor del ahorro de los hogares se invierte directamente en fondos, acciones o bonos.

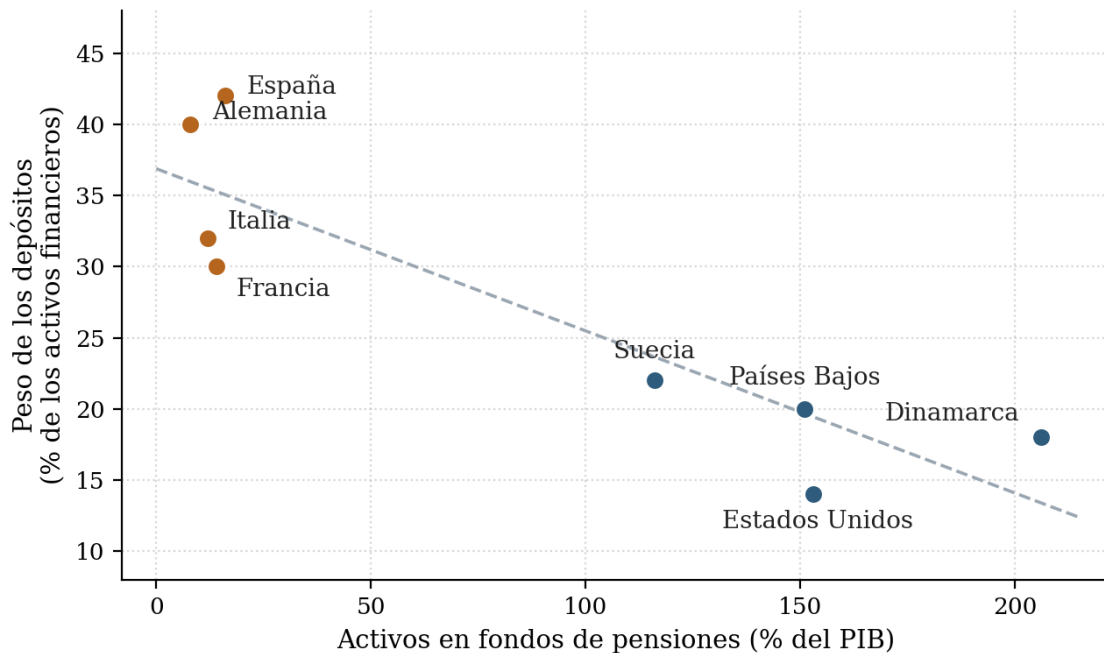
Alemania y, en buena medida, la Europa continental se aproximan al primer modelo, mientras que Estados Unidos y el Reino Unido se acercan al segundo. Ninguno de los dos modelos es superior en abstracto, pero financian cosas distintas. El canal bancario es eficaz para empresas con garantías y flujos previsible, gran parte del tejido de pymes, ya que el banco reduce las asimetrías de información mediante una relación duradera con el cliente. El canal de mercado se adapta mejor a la innovación, las empresas jóvenes y los proyectos intensivos en intangibles, cuyo riesgo se reparte entre muchos inversores en lugar de recaer sobre un único balance. Una economía que aspire a financiar la transición digital, la tecnología o el escalado empresarial necesita, por tanto, algo más que un sistema bancario sólido. Necesitaría mercados profundos que convivan con él.

El factor que mejor distingue a los sistemas con mercados profundos es, sin embargo, menos visible. Este es la existencia de grandes inversores institucionales de largo plazo y, muy en particular, de fondos de pensiones de capitalización. Por su alcance comparado y por sus implicaciones de bienestar, ese factor se analiza en la sección siguiente.

4.3. Sistemas de pensiones, ahorro y bienestar: una comparación internacional

Las pensiones de capitalización explican buena parte de la profundidad de los mercados. A finales de 2024, los activos en planes de pensiones equivalían al 206,4% del PIB en Dinamarca, al 150,9% en los Países Bajos y al 115,8% en Suecia, con cifras del orden del 153,3% en Estados Unidos. En cambio, en diecisiete países de la OCDE, entre ellos Francia e Italia, no alcanzaban el 20% del PIB (OECD, 2025b). La diferencia no es casual, detrás de casi todas las grandes reservas de pensiones hay un sistema de capitalización obligatorio o cuasi obligatorio, y solo Estados Unidos y Canadá han alcanzado volúmenes comparables por la vía voluntaria (OECD, 2025b). Alemania, pese a su elevado ahorro, descansa en un sistema mayoritariamente de reparto y mantiene un pilar de capitalización reducido.

Gráfico 4. Activos de pensiones y peso de los depósitos en una muestra de países.



Fuente: elaboración propia a partir de OECD (2025b) y Eurostat (2025b).

Cuando un país canaliza una fracción importante del ahorro de los hogares hacia pensiones de capitalización, genera un flujo estable de capital que alimenta los mercados y, de paso, reduce el peso de los depósitos en las carteras. Esto explica que en los Países Bajos los seguros y pensiones superen la mitad de la riqueza financiera de los hogares y que su sesgo hacia los depósitos sea mucho menor que la media europea. El ahorro previsional funciona como una correa de transmisión casi automática entre los hogares y la inversión productiva, sin exigir de cada familia una decisión activa de entrar en bolsa. En los sistemas de reparto esa correa no existe, y el ahorro tiende a quedarse en instrumentos líquidos. Ahora bien, el modelo de pensiones no solo decide cuánto capital llega a los mercados, decide también qué ingreso recibe el ciudadano al retirarse y a qué riesgos se expone.

4.3.1. Capitalización frente a reparto: ¿qué recibe el ciudadano?

La comparación internacional revela una paradoja útil. Una pensión elevada puede alcanzarse por dos vías casi opuestas. En los sistemas de capitalización, como son los de Dinamarca, los Países Bajos o, de forma voluntaria, Estados Unidos, cada generación financia su propia jubilación acumulando activos. En los sistemas de pensiones de reparto, los de Francia, Italia o España entre otros, las cotizaciones de quienes trabajan pagan las pensiones de quienes ya se

han jubilado. Ambas fórmulas pueden dar buenas pensiones, pero no dejan la misma huella ni en el ahorrador ni en la economía.

En términos de suficiencia, las cifras de la OCDE matizan los tópicos. Para un trabajador con salario medio y carrera completa, la tasa de reemplazo neta media de la OCDE ronda el 63%, pero con una dispersión enorme. En tasa bruta supera el 70% en Dinamarca, los Países Bajos, España o Italia, y no llega al 30% en Estonia, Irlanda o Polonia (OECD, 2025b). Lo revelador es que en ese grupo de pensiones altas conviven modelos opuestos. Dinamarca y los Países Bajos lo logran con fondos de capitalización, mientras que España e Italia lo hacen con sistemas de reparto. La suficiencia de la pensión, por tanto, no depende tanto de elegir capitalización o reparto como del nivel de las cotizaciones y de la madurez del sistema.

La diferencia decisiva está en quién soporta el riesgo y en qué deja cada modelo tras de sí. La capitalización ata la pensión a los mercados y al volumen ahorrado, lo que exige cotizaciones suficientes y sostenidas. Pero a cambio acumula el fondo de ahorro de largo plazo cuyo efecto sobre los mercados ya se ha descrito. El reparto protege al jubilado de los vaivenes bursátiles y distribuye el riesgo entre generaciones, pero no acumula activos y hace depender su sostenibilidad del equilibrio demográfico. Cuando hay menos cotizantes por pensionista, el sistema se tensiona. Entre ambos polos caben fórmulas mixtas. Suecia combina cuentas nacionales de reparto con un pequeño tramo de capitalización y ajusta de forma automática las pensiones a la esperanza de vida. Todo esto se hace a costa de trasladar parte del riesgo al pensionista. Estados Unidos apoya una pensión pública modesta en planes de empleo voluntarios como los 401(k). Según la OCDE, en los países con ese diseño la tasa de reemplazo neta media pasa del 49% contando solo lo obligatorio al 72% para quien cotiza toda su carrera también en lo voluntario (OECD, 2025b), con la contrapartida de que quien no puede ahorrar queda desprotegido.

Tabla 5. Modelos de pensiones en perspectiva comparada.

País	Sistema de pensiones	Tasa de reemplazo	Activos de pensiones (% del PIB)	Pros y contras
Dinamarca	Capitalización ocupacional cuasi-obligatoria	Alta (>70% bruta)	206,4%	+ Pensiones altas y gran base inversora; – Exposición al riesgo de mercado
Países Bajos	Capitalización ocupacional cuasi-obligatoria	Alta (>70% bruta)	150,9%	+ Mercados muy profundos; – Sensible a los tipos de interés y en transición a contribución definida
Suecia	Mixto: reparto nocional	Media	115,8%	+ Sostenible y de ajuste

País	Sistema de pensiones	Tasa de reemplazo	Activos de pensiones (% del PIB)	Pros y contras
	con tramo de capitalización			automático; – Traslada parte del riesgo al pensionista
Estados Unidos	Pública modesta y capitalización voluntaria (401(k))	Media-baja en lo obligatorio; mayor con planes voluntarios	153,3%	+ Mercados muy profundos; – Cobertura desigual: quien no ahorra queda fuera
España	Reparto con pilar de capitalización reducido	Alta (>70% bruta)	<20%	+ Protege de la volatilidad; – No acumula activos y soporta fuerte presión demográfica
Francia	Reparto, casi sin capitalización	Media-alta	<20%	+ Pensiones generosas sin riesgo de mercado; – Insostenible al envejecer y de difícil reforma
México	Capitalización individual con complemento público desde 2024	Baja (~25% en el régimen de 1997); al alza tras 2024	Moderados	+ Acumula ahorro y alivió el coste fiscal; – Pensiones bajas; el complemento de 2024 reabre el gasto público

Fuente: elaboración propia a partir de OECD (2025b); para México, Banco de México (2021) y CIEP (2025).

4.3.2. Familias de pensiones en Europa: demografía, fiscalidad y mercados

El modelo europeo no es uniforme, bajo la etiqueta común de pensión pública conviven tradiciones muy distintas. La distinción clásica opone dos raíces. Los sistemas de raíz bismarckiana, entre los que se cuentan Alemania, Francia, Italia, España o Austria, ligan la pensión a las cotizaciones y a la carrera laboral, y descansan sobre un primer pilar público de reparto que lo absorbe casi todo. Los de raíz beveridgeana, que incluyen a los países nórdicos, los Países Bajos o Irlanda, garantizan una pensión básica financiada con impuestos y dejan más espacio a un segundo pilar de capitalización, casi siempre ocupacional. Sobre ese eje, el Banco Mundial difundió en los años noventa un esquema de varios pilares, una base pública, un pilar obligatorio de capitalización y un ahorro voluntario, que ha servido de referencia a la mayoría de las reformas posteriores (World Bank, 1994).

Lo que tensiona a casi todos por igual es la demografía. Según el informe de envejecimiento de la Comisión, la ratio de dependencia económica de los mayores inactivos de más de 65 años por cada ocupado de 20 a 64, pasará en la Unión del 46% en 2022 al 70% en 2070 (European Commission, 2024b). El gasto público en pensiones, en cambio, apenas crecerá en el agregado europeo, del 11,4% al 11,8% del PIB, y no porque la presión sea menor, sino porque tres décadas de reformas han recortado la generosidad futura. Por ejemplo, Italia prevé reducir su tasa de reemplazo del 45% al 38%. El contraste lo marca España, donde el gasto pasaría del 13,1% al 16,7% del PIB, uno de los mayores aumentos de la Unión (European

Commission, 2024b). La factura del envejecimiento recae con más fuerza sobre los sistemas de reparto, cuya sostenibilidad depende del número de cotizantes por jubilado.

La fiscalidad explica buena parte de por qué unos países acumulan fondos y otros no. Donde el segundo pilar es potente, el Estado lo sostiene con incentivos. Lo habitual es diferir el impuesto sobre las aportaciones y los rendimientos hasta el cobro de la pensión, y a veces subvencionar el ahorro de forma directa, como en los planes Riester y Rürup alemanes o en las cuentas de inversión con ventajas fiscales de Suecia, Francia o Italia (OECD, 2025b). Cuando esos incentivos faltan, o cuando el tratamiento fiscal sigue premiando a los productos líquidos y garantizados, el ahorro de los hogares se queda donde menos rinde para la economía. El diseño fiscal no es, pues, un detalle técnico. Este orienta hacia dónde fluye el ahorro de largo plazo y, con él, la profundidad de los mercados.

4.3.3. La transición latinoamericana: México y Chile

México ofrece el ejemplo más nítido de un país que rehízo de raíz su manera de ahorrar para la vejez. Hasta 1997, el sistema del IMSS era de reparto y muy generoso sobre el papel. Este garantizaba hasta el 100% del último salario con solo quinientas semanas cotizadas (Banco de México, 2021). Ante el envejecimiento y el coste fiscal de esa promesa, en 1997 el país sustituyó el reparto por cuentas individuales de capitalización gestionadas por las Afore, siguiendo la estela del modelo chileno. Además, elevó el mínimo de cotización a mil doscientas cincuenta semanas. El Estado dejaba de prometer una pensión definida, cada trabajador pasaba a depender de lo acumulado en su cuenta. Quienes ya cotizaban antes de 1997 conservaron el derecho a elegir, al jubilarse, entre la pensión del antiguo régimen y lo acumulado en su cuenta. Los que se incorporaron después quedaron ligados solo a la capitalización. El nuevo modelo resolvió el problema fiscal, pero abrió otro, la suficiencia. La cotización obligatoria era baja, la aportación patronal era de apenas el 5% del salario, y las comisiones, elevadas, de modo que las pensiones resultantes eran muy reducidas. El Banco de México estimó que apenas una cuarta parte de los trabajadores cotizantes bajo el nuevo régimen llegaría a obtener una pensión, y que quienes lo lograban se jubilaban con cerca del 25% de su último ingreso (Banco de México, 2021). Un sistema que ataba la pensión al ahorro individual estaba, en la práctica, abocando a buena parte de sus afiliados a la desprotección.

De ahí las dos correcciones recientes. La reforma de 2020 elevó de forma gradual la aportación patronal desde el 5,15% hasta el 13,875% del salario, de forma escalonada entre 2023 y 2030, y rebajó de 1.250 a 750 las semanas cotizadas exigidas, para engrosar las cuentas. El alza de las aportaciones hace algo más que mejorar las pensiones, engorda el ahorro gestionado por las Afore y su demanda de activos, de modo que profundiza de paso los mercados de capitales mexicanos. El mismo vínculo entre pensiones y mercados que recorre este trabajo. La reforma de 2024 fue más lejos, creó el Fondo de Pensiones para el Bienestar, un complemento público que eleva la pensión hasta el 100% del último salario de los trabajadores que ganaban menos que el salario medio cotizado, incluso con solo veinte años de aportaciones (OECD, 2025b). México reintroduce así un componente de solidaridad sobre el sistema de capitalización que había adoptado en 1997. El giro es revelador, las cuentas individuales habían deprimido tanto las pensiones que el Estado ha tenido que volver a comprometer recursos públicos para garantizar su suficiencia.

La financiación de ese viraje es, sin embargo, su punto débil. El nuevo fondo no se nutre de cotizaciones adicionales, sino de recursos públicos y de saldos no reclamados en las Afore, lo que siembra dudas sobre su continuidad. Un análisis del Centro de Investigación Económica y Presupuestaria (CIEP) advierte de que en 2024 el fondo apenas alcanzó a una fracción mínima de los pensionistas y de que, al ritmo previsto, sus recursos podrían agotarse antes de 2038 (CIEP, 2025). México ilustra las dos caras del problema, una capitalización con aportaciones insuficientes deja pensiones pobres, pero corregirlo por la vía pública reabre la cuestión fiscal que el cambio de 1997 quería cerrar.

México no es un caso aislado, siguió una senda que Chile había abierto antes. En 1981, en plena dictadura, Chile se convirtió en el primer país del mundo que sustituyó un sistema de reparto por cuentas individuales de capitalización gestionadas por administradoras privadas, las AFP. Con una cotización del 10% a cargo únicamente del trabajador. A quienes venían del régimen anterior se les reconoció lo cotizado mediante un bono de reconocimiento, y el esquema chileno se convirtió en el modelo que México y buena parte de América Latina acabarían imitando (World Bank, 1994). La promesa de partida era una tasa de reemplazo cercana al 70%.

El resultado quedó muy por debajo de lo prometido. Sin aportación del empleador y con comisiones elevadas, las pensiones efectivas situaron a Chile en torno a dieciocho puntos por debajo de la media de la OCDE para los hombres y veintiocho para las mujeres (Barr y Diamond, 2016). Una brecha que con los años alimentó un profundo malestar social. La respuesta fue ir devolviendo al sistema los elementos de solidaridad que el diseño de 1981 había eliminado. Un pilar solidario en 2008, una subida del 50% de la pensión mínima en 2019 y, en 2022, la creación de la Pensión Garantizada Universal, una prestación financiada con impuestos para casi todos los mayores de 65 años (OECD, 2025b).

La reforma de enero de 2025 dio el paso que faltaba. Sin renunciar a las cuentas individuales como núcleo, introdujo por primera vez una cotización del empleador, un 7% adicional, gradual. Un componente de seguro social que reparte parte del riesgo entre los afiliados y compensa las menores pensiones de las mujeres, además de elevar de nuevo la Pensión Garantizada Universal (OECD, 2025b). Cuarenta años después, el país que había llevado la capitalización pura a su forma más extrema terminaba reconstruyendo un pilar colectivo. La lección que comparten México y Chile es nítida, la capitalización acumula ahorro y alivia las cuentas públicas, pero, si las aportaciones son bajas, deja pensiones insuficientes que tarde o temprano obligan al Estado a reintroducir solidaridad.

4.3.4. Un caso de tensión: el bloqueo del modelo francés

Francia encarna el problema inverso, un sistema de reparto generoso que se resiste a ser reformado. Sus pensiones públicas figuran entre las más cuantiosas y costosas de Europa, absorben más de una cuarta parte del gasto público. A diferencia de Estados Unidos o los países nórdicos, apenas se complementan con un pilar privado de capitalización (OECD, 2025b). Mientras la proporción de cotizantes por jubilado se mantuvo alta, el modelo funcionó. El envejecimiento ha ido erosionando ese equilibrio y abriendo un déficit estructural.

La respuesta, retrasar la edad de jubilación, ha resultado políticamente explosiva. La reforma de 2023 elevó la edad legal de 62 a 64 años para contener el déficit previsto, y hubo de sacarse adelante mediante un mecanismo constitucional excepcional, en medio de huelgas y protestas masivas. Aun así, las proyecciones oficiales mantienen que la presión del gasto en pensiones

seguirá aumentando con el envejecimiento (European Commission, 2024b), de modo que la reforma ni ha cerrado el debate ni ha disipado las dudas sobre la sostenibilidad.

Donde el caso francés resulta más revelador para este trabajo es en su efecto sobre el ahorro. Al confiarlo casi todo a un reparto que no acumula activos, Francia carece de los grandes inversores institucionales que dan profundidad a los mercados, y el ahorro de sus hogares tiende a refugiarse en productos líquidos y garantizados. El mismo patrón que se observaba en el agregado europeo. Reformar las pensiones no es allí solo una cuestión de equilibrio presupuestario o de justicia entre generaciones, es también una de las llaves para que un ahorro hoy en buena parte inmovilizado pueda financiar la inversión. La dificultad para mover ese sistema muestra, además, hasta qué punto la arquitectura de las pensiones es una decisión política de largo alcance y no un mero parámetro técnico.

4.4. Desigualdad patrimonial y participación financiera

Los capítulos anteriores han mostrado cuánto se ahorra y en qué instrumentos se deposita ese ahorro. Esta sección añade la tercera pieza del diagnóstico, quién puede participar en los mercados, porque la capacidad de invertir no se reparte de forma homogénea entre los hogares.

4.4.1. Concentración de la riqueza y acceso a los mercados

La distribución de la riqueza explica por qué movilizar el ahorro no se reduce a crear más productos. Los datos de la OCDE muestran que el patrimonio se reparte de forma bastante más desigual que la renta o el consumo. En numerosos países, de hecho, el 20% de hogares con menos recursos apenas posee riqueza neta o registra incluso valores negativos (OECD, 2025a). El ESM añade la fotografía de la zona euro y el resultado es elocuente. Alrededor de tres cuartas partes, entre el 70% y el 85% según el instrumento, de los fondos de inversión, las acciones cotizadas, los títulos de deuda y los seguros de vida están en manos del decil más rico. Los cuatro deciles siguientes se reparten casi todo el resto, y la mitad inferior de la población apenas figura en las estadísticas de tenencia (Kaskarelis et al., 2025). El acceso efectivo a los mercados no depende, por tanto, solo de que existan instrumentos, sino de disponer del margen económico para asumir volatilidad y sostener inversiones a largo plazo.

Esta concentración tiene un doble efecto. Por un lado, estrecha la base inversora disponible para las empresas. Por otro, puede realimentar la propia desigualdad, ya que los activos de mercado tienden a rendir más que los depósitos en horizontes largos y solo una minoría los aprovecha de forma diversificada. La vivienda matiza en parte este cuadro, es el principal activo de las clases medias y, según la OCDE, modera la desigualdad que generan los activos financieros (OECD, 2025a), pero no lo neutraliza. La riqueza inmobiliaria aumenta el patrimonio neto sin transformarse necesariamente en financiación empresarial y expone al hogar a los ciclos del sector.

La desigualdad reordena, además, el papel del motivo precautorio. Para un hogar de renta baja, mantener depósitos no es una preferencia conservadora prescindible, sino una necesidad de estabilidad frente a cualquier perturbación. Un hogar acomodado, en cambio, puede destinar parte de su riqueza al mercado sin comprometer su seguridad cotidiana. Cualquier política de movilización del ahorro debe partir de esa asimetría. Ampliar la inversión no puede significar trasladar riesgo financiero a quienes menos pueden soportarlo. Junto al margen económico, pesa también el conocimiento. La educación financiera condiciona la participación tanto como el patrimonio, porque quien no comprende un producto difícilmente confiará en él, y esa desconfianza, a menudo vivida como miedo a invertir, aleja de los mercados justamente a los hogares medios que más se beneficiarían de las rentabilidades del largo plazo.

4.4.2. Implicaciones distributivas para la SIU

De este diagnóstico se sigue una advertencia distributiva que el ESM formula sin rodeos. Si no se adoptan medidas específicas, la integración de los mercados beneficiará sobre todo a la minoría que ya invierte (Kaskarelis et al., 2025). Un incentivo fiscal proporcional al volumen invertido agravaría el problema, porque premia a quien ya dispone de capacidad de ahorro y deja fuera al hogar que carece de margen para aportar. Una SIU percibida como una reforma para inversores acomodados sería, además de regresiva, poco legítima a ojos de la ciudadanía.

De este análisis se desprenden dos exigencias que cualquier movilización del ahorro debería cumplir. La primera es de composición, importa no solo cuánto capital se moviliza, sino de quién procede, porque ensanchar la base inversora hacia los hogares medios es algo distinto de movilizar los grandes patrimonios ya existentes. La segunda es de horizonte, una participación especulativa de corto plazo no resolvería la financiación productiva, que requiere ahorro

paciente, capaz de sostener proyectos de larga maduración. Qué instrumentos concretos pueden satisfacer ambas condiciones se discute en el capítulo 5, sobre las implicaciones políticas.

4.5. Dependencia bancaria, pymes y fragmentación financiera

La última pieza del diagnóstico traslada el foco de los hogares a los canales. Esta sección examina cómo la dependencia del crédito bancario condiciona la financiación de las pymes y cómo la fragmentación de los mercados limita la circulación del ahorro dentro de la Unión, dos fricciones que conectan directamente con la agenda de la SIU.

4.5.1. Dependencia bancaria y financiación de las pymes

Como se ha visto (apartado 4.2.3), el sistema financiero europeo es predominantemente bancario, y esa dependencia se nota sobre todo del lado de las empresas. Son las pymes las que más recurren al crédito bancario y, por tanto, las que más acusan sus límites. Las más afectadas son las compañías intensivas en intangibles (tecnología o investigación principalmente), que cuentan con pocos activos físicos que aportar en garantía (Kaskarelis et al., 2025).

La encuesta SAFE del Banco Central Europeo conecta este rasgo con la realidad empresarial. Más allá de cifras puntuales, su valor reside en mostrar un hecho estructural, las pymes europeas dependen del crédito bancario más que de los instrumentos de mercado, y sus condiciones de acceso fluctúan con el ciclo y la incertidumbre (European Central Bank, 2024a). La actualización del cuarto trimestre de 2025 lo ilustra. Entre el tercer y el cuarto trimestre de 2025, las solicitudes de préstamos bancarios pasaron del 17% al 23% de las empresas encuestadas y, en paralelo, un 7% de las que consideran relevante esta financiación tropezó con obstáculos para conseguirla (European Central Bank, 2026). No se trata de una crisis de financiación, pero confirma que el crédito bancario sigue siendo la referencia central y que el ahorro depositado no llega de forma automática a las empresas. El banco decide en función de su riesgo, su capital regulatorio y la coyuntura. Es una lógica comprensible desde su posición, pero interpone un eslabón adicional entre el ahorro depositado y la empresa que necesita financiación. Ese eslabón se estrecha precisamente cuando más falta hace, en las fases de incertidumbre.

4.5.2. Fragmentación financiera y mercado único de capitales

A la dependencia bancaria se suma la fragmentación de los mercados. Un mercado plenamente integrado permitiría que el ahorro de un país financiara proyectos rentables en otro con pocas trabas. En la práctica, persisten diferencias fiscales, legales y de supervisión. El ESM señala como obstáculos principales la heterogeneidad de los regímenes de insolvencia, la fiscalidad y las barreras a la inversión transfronteriza (Kaskarelis et al., 2025). El resultado es que el capital tiende a quedarse en circuitos nacionales aun cuando existan mejores oportunidades en otro Estado miembro. Lo que afecta por igual a la empresa que busca financiación fuera y al inversor minorista que se enfrenta a productos, trámites y fiscalidad distintos en cada país.

El exceso de depósitos opera aquí como síntoma y como causa. Es síntoma porque revela que los hogares prefieren la liquidez ante un entorno que perciben complejo. Es causa porque, al permanecer en depósitos, refuerza la centralidad de los bancos y frena el desarrollo de los mercados. Se cierra así un círculo, cuanto menos invierten los hogares, menos profundos son los mercados, más dependen las empresas del crédito y más lejano y arriesgado parece el mercado al ahorrador. La educación financiera es, por ello, una de las pocas palancas capaces de romper ese círculo desde dentro, pues actúa directamente sobre la percepción de complejidad y el miedo que lo alimentan.

Romper ese círculo no exige restar protagonismo a los bancos, sino combinar canales. El propio ESM apunta a la titulización como puente. Los bancos originan préstamos, también a pymes y los agrupan después en instrumentos que pueden adquirir los inversores, lo que libera capacidad de crédito y amplía la base de financiación (Kaskarelis et al., 2025). La crisis financiera global mostró los riesgos de un uso opaco de esta técnica, pero una titulización transparente, sencilla y bien supervisada puede conectar el crédito bancario con los mercados en lugar de oponerlos.

La fragmentación tiene, por último, una dimensión macroeconómica. En una unión monetaria, la movilidad del capital privado debería amortiguar los choques nacionales. Si un país sufre una perturbación, inversores de otros pueden financiar empresas viables y compartir el riesgo. Con mercados divididos, ese mecanismo funciona peor y el ajuste recae en mayor medida sobre los bancos nacionales, los presupuestos públicos o incluso en el empleo. Integrar los mercados no es, por tanto, una cuestión meramente técnica, sino también de estabilidad.

4.5.3. Consecuencias para la SIU y la autonomía estratégica

La magnitud de las necesidades de inversión sitúa el problema en el plano estratégico. El ESM recuerda que las necesidades adicionales de la UE hasta 2030 se han cifrado en torno a 800.000 millones de euros anuales en el informe Draghi y hasta un billón en el informe Noyer, según el perímetro que se considere (Draghi, 2024; Noyer, 2024; Kaskarelis et al., 2025). Sectores como la digitalización, la energía limpia, la defensa, los semiconductores o las infraestructuras requieren inversiones grandes, de horizonte largo y riesgo elevado, que ni los presupuestos públicos ni el crédito bancario pueden cubrir por sí solos.

A esa brecha de inversión se añade una fuga silenciosa de capital. El informe Letta, que acuñó el propio término de Unión de Ahorros e Inversiones, partía de una paradoja. La UE acumula del orden de 33 billones de euros de ahorro privado, en su mayoría en efectivo y depósitos y de una magnitud comparable a la que reflejan las cuentas financieras de Eurostat, pero no lo aprovecha plenamente. Peor todavía, sus mercados fragmentados funcionan como un colador. El informe calcula que cada año se escapan hacia el exterior unos 300.000 millones de euros del ahorro de las familias europeas, un capital que acaba alimentando otros mercados y, en particular, el estadounidense (Letta, 2024). Esa magnitud es del mismo orden que el margen de ahorro que el ESM considera reasignable hacia los mercados dentro de la propia Unión (Kaskarelis et al., 2025). El problema de fondo queda así dibujado con crudeza. Europa exporta buena parte del ahorro que necesitaría para financiar sus propias prioridades. Movilizar ese ahorro y mantenerlo dentro de la Unión deja de ser, por tanto, un tecnicismo financiero para convertirse en una cuestión de autonomía estratégica.

5. Discusión e implicaciones de política económica

Hasta aquí, el análisis ha examinado por separado cada una de las fricciones que median entre el ahorro de los hogares y la inversión productiva. Estas páginas las leen en conjunto y extraen sus implicaciones para la política económica. La discusión avanza de lo más concreto a lo más general, de los productos de inversión y su dimensión distributiva a la financiación empresarial y la integración de los mercados, y de ahí a las condiciones que deben acompañar a todo lo demás, educación financiera, protección del inversor y ahorro previsional, hasta cerrar con la lectura geoeconómica del problema. La Tabla 6 resume, al final, la correspondencia entre cada fricción diagnosticada y la propuesta que le responde.

La primera implicación es de método. **Ninguna de las fricciones documentadas explica por sí sola la desconexión entre ahorro e inversión. Es su encadenamiento lo que la produce.**

El sesgo hacia los depósitos refuerza la centralidad de los bancos, la estrechez de los mercados encarece la financiación alternativa y la fragmentación impide compensar esas carencias a escala europea, mientras la concentración de la riqueza reduce la base de hogares capaz de romper el círculo. De ahí se sigue que la SIU difícilmente funcionará como una suma de medidas aisladas. Su eficacia depende de actuar sobre todos esos frentes a la vez, porque cada fricción sostiene a las demás.

El punto de partida son los productos de inversión de largo plazo. Mientras el ahorrador medio no disponga de alternativas comprensibles y baratas de mantener, el peso de los depósitos ya cuantificado se perpetuará por simple inercia. Las experiencias nacionales examinadas, la cuenta sueca ISK, el PEA francés o los PIR italianos, enseñan que los incentivos pueden mover carteras, pero también que el diseño concreto decide el resultado. Un marco demasiado restrictivo pierde atractivo y uno demasiado abierto puede desviar el ahorro hacia destinos ajenos a los objetivos europeos. La sencillez y el bajo coste no son, por tanto, detalles comerciales, sino condiciones de eficacia de la política.

Cualquier incentivo opera, además, sobre una distribución de la riqueza muy desigual. Como ha mostrado el diagnóstico, los activos de mercado se concentran en los hogares de mayor patrimonio, de modo que una ventaja fiscal proporcional al volumen invertido premiaría sobre todo a quien ya invierte y dejaría fuera al hogar sin margen para aportar. Para ser a la vez eficaz y legítima, la SIU necesita puertas de entrada pensadas para los hogares medios, con aportaciones pequeñas, costes bajos e información comparable sin necesidad de ser experto. No se trata de un añadido social al diseño financiero, sino de la condición para que la base inversora se ensanche de verdad.

Del lado de las empresas, la prioridad es completar el canal bancario, no sustituirlo. El crédito seguirá financiando bien a las empresas con garantías y flujos previsibles, pero el análisis ha mostrado que se queda corto justo donde más importa para el crecimiento, en la innovación, los intangibles y los proyectos de mayor riesgo. Completarlo exige desarrollar el capital riesgo, los fondos especializados y una titulación simple y transparente de préstamos

a pymes que libere capacidad de crédito en los balances bancarios (Kaskarelis et al., 2025). Y exige, sobre todo, que esos canales puedan operar más allá de las fronteras nacionales.

Esa condición remite a la fragmentación de los mercados. Las barreras fiscales, de insolvencia y de supervisión identificadas por el ESM encarecen la inversión transfronteriza y mantienen los mercados europeos divididos (Kaskarelis et al., 2025). El obstáculo no es la falta de productos. Mientras un fondo, una cuenta de inversión o una emisión empresarial no circulen con facilidad por varios Estados miembros, la SIU seguirá siendo la suma de muchos mercados nacionales demasiado pequeños para competir. La armonización regulatoria es, en este sentido, la medida que multiplica el efecto de todas las demás.

Dos condiciones acompañan a este paquete, la educación financiera y la protección del inversor minorista. La primera se deduce del propio diagnóstico, hogares que acumulan depósitos y perciben los mercados como complejos difícilmente decidirán de otra manera sin entender mejor los costes, los riesgos, la diversificación y el horizonte temporal de una inversión. La segunda marca el límite de toda la agenda, porque nada en este análisis justifica empujar a los hogares hacia activos volátiles sin salvaguardas. La tarea de la política pública es más fina. Hay que separar la liquidez que cada hogar necesita de verdad de la que permanece inmovilizada sin razón, y abrir vías para que solo la fracción del ahorro con vocación de largo plazo financie inversión productiva con reglas claras.

El análisis de las pensiones añade una cuestión de calendario. La presión demográfica reduce el margen de maniobra, de modo que desarrollar el ahorro previsional de largo plazo, allí donde el diseño nacional lo permita y en coordinación con su tratamiento fiscal, es a la vez una política de pensiones y una política de mercados de capitales. La comparación internacional recuerda, no obstante, sus condiciones, la capitalización solo genera pensiones suficientes con aportaciones adecuadas, y su introducción exige proteger a quienes no pueden ahorrar.

Hay, por último, una lectura geoeconómica que da al asunto su verdadera escala. Las necesidades de inversión de los sectores estratégicos europeos, cuantificadas en cientos de miles de millones de euros anuales, no se cubrirán solo con presupuesto público, y una parte significativa del ahorro privado europeo se dirige hoy al exterior. Movilizar el ahorro interno no es solo una reforma financiera, es una condición de la autonomía estratégica europea.

Tabla 6. Propuestas vinculadas al diagnóstico.

Problema identificado en el diagnóstico	Propuesta vinculada (agenda de la SIU)
Sesgo hacia los depósitos y preferencia por la liquidez en el ahorro de los hogares (4.2).	Impulsar productos de ahorro-inversión minoristas, sencillos y con ventajas fiscales (al estilo de la cuenta sueca ISK o del PEA francés), acompañados de educación financiera y de una fiscalidad que deje de penalizar la inversión de largo plazo frente al depósito.
Arquitectura de las pensiones: ahorro previsional poco desarrollado en los sistemas de reparto (4.3).	Donde el diseño nacional lo permita, desarrollar pilares de capitalización — como los planes de empleo de adhesión automática— coordinados con su tratamiento fiscal, para generar inversores institucionales de largo plazo.
Desigualdad patrimonial y participación desigual en los mercados financieros (4.4).	Ampliar la base de inversores minoristas con productos accesibles y asesoramiento de bajo coste, y reforzar la protección del inversor para asentar la confianza de los pequeños ahorradores.
Dependencia bancaria y financiación insuficiente de las pymes innovadoras (4.5).	Desarrollar la financiación no bancaria —capital riesgo, mercados de capitales y una titulación simple y transparente— adaptada a las empresas jóvenes e intensivas en intangibles, cuyo riesgo el banco no financia bien.
Fragmentación financiera y mercado único de capitales aún incompleto (4.5).	Avanzar hacia una integración efectiva: una supervisión más unificada y la armonización de los regímenes de insolvencia y del tratamiento fiscal, para abaratar la inversión transfronteriza.

Tabla resumen a partir del diagnóstico desarrollado en este trabajo y del marco de política económica de la Comisión Europea y el ESM.

Vistas en conjunto, las propuestas de la Tabla 6 se sostienen unas a otras. Los productos de largo plazo necesitan inversores formados y protegidos. Los incentivos solo resultan justos si incorporan criterios de equidad. Además, ninguna medida despliega su efecto sin armonización regulatoria ni canales de financiación no bancaria capaces de operar en todo el mercado único. Una SIU limitada a aprobar normas o a crear productos complejos no resolvería el problema central.

6. Conclusiones

Este capítulo cierra el trabajo en tres pasos. Primero responde de forma directa a la pregunta de investigación. Después repasa, en orden, los objetivos planteados en el capítulo 1, indicando cómo se ha abordado cada uno y qué conclusión arroja. Por último, contrasta la hipótesis con la evidencia reunida y propone indicadores verificables para seguir el avance de la SIU.

La pregunta de investigación era la siguiente: *¿por qué, pese a mantener niveles elevados de ahorro, los hogares de la Unión Europea no canalizan una parte suficiente de esos recursos hacia la inversión productiva?* La respuesta que se desprende del análisis es clara, porque el problema no está en cuánto ahorran, sino en cómo se asigna ese ahorro una vez generado. Una parte relevante permanece en depósitos y otros instrumentos líquidos. La participación en activos de mercado se concentra en los hogares de mayor patrimonio. Las empresas, y en

especial las pymes, dependen de un canal bancario que financia mal la innovación. Y la fragmentación de los mercados impide que el ahorro circule con eficiencia entre Estados miembros. A estas cuatro fricciones se añade un condicionante estructural, donde el ahorro de largo plazo se organiza mediante pensiones de capitalización, la correa de transmisión entre hogares e inversión funciona casi de forma automática. Donde domina el reparto, esa correa no existe y la liquidez gana peso. Ninguna de estas piezas explica el fenómeno por sí sola, es su encadenamiento lo que lo produce.

Esa respuesta se ha construido abordando, uno a uno, los objetivos específicos del trabajo, que se repasan a continuación en el orden en que fueron planteados.

El primer objetivo, examinar la evolución reciente del ahorro y la inversión de los hogares en la UE y la zona euro, se abordó en el apartado 4.1.1 con las cuentas sectoriales de Eurostat para 2014-2024 y los datos trimestrales de 2025. La conclusión es que el ahorro supera de forma persistente a la inversión de los hogares, con una brecha de cinco a seis puntos porcentuales que se mantiene una vez superado el pico de la pandemia (14,4% frente a 8,8% en la zona euro en el cuarto trimestre de 2025). No existe, por tanto, escasez de ahorro, la brecha es estructural y desplaza el interés del volumen hacia los canales de asignación.

El segundo objetivo, comparar la situación de varios Estados miembros y contrastarla con Estados Unidos, se abordó en el apartado 4.1.2 y con el análisis contrafactual de la Comisión Europea. La conclusión es doble, el promedio europeo esconde modelos muy distintos, desde el elevado ahorro alemán hasta las tasas inferiores a la media de España e Italia, y no existe relación automática entre ahorrar más e invertir más. De ahí se sigue que una misma reforma puede producir resultados opuestos según la estructura patrimonial de cada país, lo que desaconseja tratar la SIU como una solución uniforme.

El tercer objetivo, analizar la composición de los activos financieros y el peso de los depósitos, se abordó en el apartado 4.2 con las cuentas financieras de Eurostat y las estimaciones del ESM. La conclusión es que el sesgo hacia la liquidez existe y es diferencial de Europa. La moneda y los depósitos suponen el 30,6% de los activos financieros de los hogares de la UE y, de mantenerse la composición actual, el 36,8% de los nuevos flujos volvería a los depósitos, frente a en torno al 15% en Países Bajos, Dinamarca y Suecia y al

13,4% en Estados Unidos. El margen de mejora está en reasignar el ahorro existente, no en ahorrar más.

El cuarto objetivo, comparar los principales modelos de organización del ahorro para la jubilación, se abordó en el apartado 4.3 con los indicadores de la OCDE y los casos de México, Chile y Francia. La conclusión es que la arquitectura de las pensiones es el condicionante estructural de la canalización: los sistemas de capitalización crean grandes inversores institucionales, profundizan los mercados y reducen el peso de los depósitos, mientras que los de reparto apenas acumulan activos. La suficiencia de la pensión depende más del nivel de las cotizaciones que del modelo elegido, y las transiciones son lentas y costosas, como muestran las correcciones solidarias de México y Chile y el bloqueo reformista francés.

El quinto objetivo, estudiar cómo la distribución de la riqueza condiciona la participación en los mercados, se abordó en el apartado 4.4 con los datos de la OCDE y del ESM. La conclusión es que la base inversora europea es estrecha, porque los activos de mercado se concentran en el decil más rico, y que para muchos hogares la liquidez no es una preferencia conservadora sino una necesidad. Cualquier incentivo proporcional al volumen invertido resultaría regresivo, de modo que ampliar la participación exige puertas de entrada pensadas para los hogares medios.

El sexto objetivo, identificar el papel de la dependencia bancaria y de la fragmentación financiera, se abordó en el apartado 4.5 con la encuesta SAFE del BCE y la evidencia del ESM. La conclusión es que el crédito bancario sigue siendo la referencia central de las pymes y financia mal la innovación y los intangibles, mientras que las barreras fiscales, de insolvencia y de supervisión mantienen los mercados divididos. Ambas fricciones se refuerzan: cuanto menos invierten los hogares, menos profundos son los mercados y más dependen las empresas del banco, hasta el punto de que una parte del ahorro europeo termina financiando otras economías.

El séptimo objetivo, valorar las implicaciones del diagnóstico para el diseño de la SIU, se abordó en el capítulo 5. La conclusión es que la SIU solo será eficaz como agenda integral. Con productos de largo plazo sencillos y baratos, incentivos con criterios de equidad, financiación no bancaria para las pymes, armonización regulatoria, educación financiera con

protección del inversor y desarrollo del ahorro previsional donde el diseño nacional lo permita. Su avance debe medirse con los indicadores verificables que se proponen al final de este capítulo.

La hipótesis sostenía que el elevado ahorro de los hogares europeos se canaliza de forma incompleta hacia la inversión productiva debido al peso de los activos líquidos, a la concentración patrimonial, a la dependencia bancaria y a la fragmentación de los mercados de capitales, y no a una escasez agregada de recursos. La evidencia reunida en el capítulo 4 la respalda. Queda así descartada la escasez de ahorro, los cuatro mecanismos apuntan de forma coherente en la misma dirección. La Tabla 7 contrasta a modo resumen, cada elemento de la hipótesis con la evidencia utilizada y con el resultado del análisis.

Tabla 7. Comprobación de la hipótesis de investigación.

Elemento de la hipótesis	Evidencia utilizada	Resultado del análisis
No existe escasez agregada de ahorro	Ahorro persistentemente por encima de la inversión de los hogares (véase el Gráfico 2).	La capacidad de ahorro supera de forma persistente la inversión directa de los hogares; el problema se desplaza hacia la canalización de esos recursos.
Existe preferencia por liquidez	Moneda y depósitos: 30,6% de activos financieros de hogares de la UE; ESM: 36,8% de nuevos flujos se dirigiría a depósitos si se mantiene la composición actual.	El ahorro mantiene un peso elevado en instrumentos líquidos, lo que reduce la conexión directa con mercados de capitales e inversión de largo plazo.
La arquitectura del ahorro de largo plazo (pensiones) condiciona la canalización	OCDE (Pensions at a Glance) y Eurostat: los activos de pensiones (% del PIB) y el peso de los depósitos difieren mucho entre países, según predomine la capitalización o el reparto (México, Chile, Francia).	Donde el ahorro de largo plazo se organiza por capitalización, los mercados son más profundos y el peso de los depósitos menor; donde domina el reparto, la liquidez gana peso.
La desigualdad patrimonial limita la participación financiera	OCDE: riqueza concentrada en el quintil superior y quintil inferior con riqueza neta baja o negativa; ESM: activos de mercado concentrados en hogares de mayor patrimonio.	La base social de inversores es estrecha; muchos hogares priorizan liquidez porque no pueden asumir pérdidas o largos horizontes de inversión.
La dependencia bancaria condiciona la financiación empresarial	BCE SAFE y ESM: el crédito bancario sigue siendo un canal relevante para empresas y pymes; el ESM propone complementar bancos con mercados y titulización prudente.	El crédito bancario canaliza parte del ahorro, pero puede ser insuficiente para innovación, intangibles y proyectos de mayor riesgo.
La fragmentación financiera reduce eficiencia	ESM y Comisión Europea: barreras fiscales, legales, de insolvencia y supervisión dificultan inversión transfronteriza.	El ahorro no circula plenamente por el mercado único; la SIU necesita armonización e integración para mejorar asignación de capital.

Fuente: elaboración propia a partir de Eurostat, BCE, OCDE, Comisión Europea y ESM.

Propuestas de futuro e indicadores

Lo que muestra es que distintos indicadores institucionales apuntan en la misma dirección y sostienen un diagnóstico coherente.

Tabla 8. Indicadores para evaluar el avance de la Savings and Investments Union (SIU).

Objetivo de política	Indicador de seguimiento	Resultado esperado
Reducir el exceso de liquidez pasiva	Peso de moneda y depósitos sobre activos financieros de hogares	Descenso gradual sin eliminar la liquidez necesaria para emergencias
Ampliar la participación minorista	Porcentaje de hogares con fondos, acciones, cuentas de inversión o pensiones capitalizadas	Aumento de participación, especialmente en hogares de patrimonio medio
Mejorar la financiación empresarial	Peso relativo de financiación de mercado frente a crédito bancario	Mayor diversificación de fuentes para empresas y pymes
Reducir la fragmentación financiera	Inversión minorista transfronteriza, fondos paneuropeos y costes fiscales de inversión exterior	Mayor circulación del ahorro dentro del mercado único
Evitar una reforma regresiva	Participación por quintiles de riqueza y distribución de beneficios fiscales	Acceso más amplio y menor concentración de ventajas en hogares ricos

Fuente: elaboración propia a partir de Eurostat, BCE, OCDE, Comisión Europea y ESM.

Estos indicadores permiten pasar de recomendaciones generales a criterios de evaluación verificables. La SIU no debería evaluarse solo por la aprobación de normas, sino por su capacidad real para modificar carteras, ampliar la base inversora, facilitar financiación empresarial y reducir la fragmentación entre Estados miembros.

Limitaciones y líneas futuras de investigación

Conviene también explicitar hasta dónde llega este trabajo y qué caminos deja abiertos. El trabajo presenta varias limitaciones. Al apoyarse en fuentes secundarias agregadas, sus conclusiones son descriptivo-comparativas y no permiten establecer relaciones causales. Además, el núcleo del diagnóstico sobre la canalización del ahorro se apoya de forma destacada en el discussion paper del ESM (Kaskarelis et al., 2025), que no ha pasado por revisión por pares. Siempre que ha sido posible, sus datos y argumentos se han contrastado con fuentes oficiales de Eurostat, el Banco Central Europeo, la OCDE y la Comisión Europea, y la comparación de los sistemas de pensiones descansa en datos propios de la OCDE, pero las conclusiones deben leerse teniendo presente esa dependencia. Por último, la ausencia de microdatos propios limita a un nivel agregado el análisis del comportamiento de los hogares. El trabajo no mide directamente cuántos euros de ahorro podrían transformarse en inversión productiva ni estima un efecto causal.

El camino más prometedor pasa por descender al nivel de los hogares. Trabajar con microdatos de encuestas como la Household Finance and Consumption Survey del Eurosistema permitiría analizar las diferencias por renta, edad, educación financiera y composición familiar, y separar con más nitidez qué hogares mantienen liquidez por prudencia de cuáles podrían invertir a largo plazo. En esa misma dirección, comparar políticas nacionales concretas, el ISK sueco, el PEA francés o los PIR italianos, ayudaría a ver qué diseños amplían de verdad la base inversora sin concentrar las ventajas fiscales en los hogares de mayor patrimonio.

Más allá de los microdatos, quedan abiertos otros dos frentes que aquí solo se han podido apuntar. El primero es la financiación de las pymes, que merecería una investigación propia. Cruzar la encuesta SAFE con los datos de crédito bancario, emisiones de deuda, capital riesgo y titulización permitiría distinguir qué canales conectan de verdad el ahorro privado con la inversión empresarial y cuáles siguen bloqueados. El segundo es el seguimiento de la propia SIU a medida que se despliegue. Su avance habrá que juzgarlo por si modifica las carteras de los hogares, amplía la base inversora y reduce la fragmentación, con indicadores verificables como los que se proponen en las conclusiones, y no por el número de normas aprobadas.

En definitiva, Europa dispone del ahorro que necesita; lo que aún no ha resuelto es cómo ponerlo a trabajar. Mientras una parte importante permanezca en liquidez y apenas circule entre Estados miembros, su contribución al crecimiento y a la autonomía estratégica seguirá siendo menor de lo que podría. La integración financiera no es, por tanto, una reforma técnica más, sino la condición para que el ahorro privado europeo financie las prioridades reales de la Unión.

Referencias

- Allen, F., y Gale, D. (2000). Comparing financial systems. MIT Press.
- Banco de México. (2021). La reforma del sistema de pensiones de México: Posibles efectos sobre las jubilaciones, la dinámica del ahorro obligatorio y las finanzas públicas (Recuadro 4, pp. 53-58). Informe Trimestral, octubre-diciembre 2020.
<https://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-prensa/informes-trimestrales/recuadros/%7B097F33DE-A56A-DA9E-9620-7A9CDC32AA8B%7D.pdf>
- Barr, N., y Diamond, P. (2016). Reforming pensions in Chile. *Polityka Społeczna*, 1(12), 4-8.
- Carroll, C. D. (1997). Buffer-stock saving and the life cycle/permanent income hypothesis. *The Quarterly Journal of Economics*, 112(1), 1-55.
<https://doi.org/10.1162/003355397555109>
- Centro de Investigación Económica y Presupuestaria. (2025). Fondo de Pensiones para el Bienestar: implementación y perspectivas. CIEP. <https://ciep.mx/fondo-de-pensiones-para-el-bienestar/>
- Draghi, M. (2024). The future of European competitiveness. European Commission.
- European Central Bank. (2021). COVID-19 and the increase in household savings: An update. *Economic Bulletin*, Issue 5/2021. https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/focus/2021/html/ecb.ebbox202105_04~d8787003f8.en.html
- European Central Bank. (2024a). Survey on the Access to Finance of Enterprises (SAFE). https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/index.en.html
- European Central Bank. (2024b). What explains the high household saving rate in the euro area? *Economic Bulletin*, Issue 8/2024. https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/focus/2025/html/ecb.ebbox202408_04~a3209ff6c2.en.html
- European Central Bank. (2025). The household saving rate revisited: Recent dynamics and underlying drivers. *Economic Bulletin*, Issue 8/2025.
https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/focus/2026/html/ecb.ebbox202508_04~2a3304c3b5.en.html
- European Central Bank. (2026). Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area: Fourth quarter of 2025.
https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/ecb.safe202602.en.html

- European Commission. (2020). A capital markets union for people and businesses: New action plan. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52020DC0590>
- European Commission. (2024a). Household saving rates in the euro area and in the US: A counterfactual analysis. https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-forecast-and-surveys/economic-forecasts/autumn-2024-economic-forecast-gradual-rebound-adverse-environment/household-saving-rates-euro-area-and-us-counterfactual-analysis_en
- European Commission. (2024b). 2024 Ageing Report: Economic and budgetary projections for the EU Member States (2022-2070) (Institutional Paper No. 279). Publications Office of the European Union. https://economy-finance.ec.europa.eu/publications/2024-ageing-report-economic-and-budgetary-projections-eu-member-states-2022-2070_en
- European Commission. (2025). Savings and investments union strategy to enhance financial opportunities for EU citizens and businesses. https://finance.ec.europa.eu/publications/savings-and-investments-union-strategy-enhance-financial-opportunities-eu-citizens-and-businesses_en
- Eurostat. (2025a). Households - statistics on income, saving and investment. Statistics Explained. Data extracted in November 2025. https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Households_-_statistics_on_income,_saving_and_investment
- Eurostat. (2025b). Households - statistics on financial assets and liabilities. Statistics Explained. Data extracted on 24 October 2025. https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Households_-_statistics_on_financial_assets_and_liabilities
- Eurostat. (2026). Household saving rate decreases to 14.4% in the euro area. Euro indicators, 9 April 2026. <https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-euro-indicators/w/2-09042026-ap>
- Kaskarelis, L., Kund, A.-G., Skrutkowski, M., y Solé, J. (2025). Capital markets union redux: Towards a deeper and more accessible savings and investments union (Discussion Paper No. 25). European Stability Mechanism. <https://www.esm.europa.eu/publications/capital-markets-union-redux-towards-deeper-and-more-accessible-savings-and-investments>

- Letta, E. (2024). Much more than a market – Speed, security, solidarity: Empowering the single market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU citizens. Consejo Europeo.
- Levine, R. (2005). Finance and growth: Theory and evidence. In P. Aghion & S. N. Durlauf (Eds.), Handbook of Economic Growth. Elsevier. [https://doi.org/10.1016/S1574-0684\(05\)01012-9](https://doi.org/10.1016/S1574-0684(05)01012-9)
- Noyer, C. (2024). Developing European capital markets to finance the future. Ministère de l'Économie, des Finances et de la Souveraineté industrielle et numérique.
- Organisation for Economic Co-operation and Development. (2025a). Distribution of household wealth in line with national accounts: Methodology and results from the 2025 experimental data collection. OECD Statistics Working Papers, 2025/04. <https://doi.org/10.1787/65d3d98c-en>
- Organisation for Economic Co-operation and Development. (2025b). Pensions at a glance 2025: OECD and G20 indicators. OECD Publishing.
- World Bank. (1994). Averting the old age crisis: Policies to protect the old and promote growth. Oxford University Press.
- Center for Strategic and International Studies [CSIS]. (2025). The United Arab Emirates' AI ambitions. CSIS.
- European Commission. (2025b). Joint statement on a United States–European Union framework agreement on reciprocal, fair and balanced trade. European Commission.
- NATO. (2025). Defence expenditure of NATO countries (2014–2025). North Atlantic Treaty Organization.
- SIPRI. (2026). Trends in world military expenditure, 2025. Stockholm International Peace Research Institute.

Anexo 1. Declaración de uso de herramientas de IA generativa



Curso 2025/26

ANEXO: Declaración de uso de herramientas de IA generativa

Nombre Grado/Máster:	Grado en Relaciones Internacionales
Nombre Alumno:	Jorge Santander Ramos
Coordinador/a TFG/TFM:	Prof. Analilia Huitrón Morales
Nombre Director/a de TFG/TFGM:	Prof. Analilia Huitrón Morales

Declaro que para la elaboración del presente Trabajo Fin de Grado / Trabajo Fin de Máster se ha utilizado inteligencia artificial generativa como herramienta de apoyo.	SÍ	NO
	X	

1) Uso de la IA Generativo

Si tu respuesta ha sido SÍ, contesta a las siguientes preguntas. Si has contestado NO, pasa al apartado 2.

Uso ético

	SÍ	NO
¿A la hora de usar la herramienta IA, en los <i>prompts</i> utilizados has incluido datos de carácter sensible o de carácter personal (fotos de personas reales, datos personales, etc.)? <i>Si tu respuesta es afirmativa especifica cuáles.</i>		X
¿Has orientado tu uso a suplantar tu trabajo personal sin hacer una revisión crítica de la extraído en la herramienta IA? <i>Si tu respuesta es afirmativa especifica cuáles.</i>		X
¿Has tenido en cuenta las recomendaciones académicas que te han hecho específicamente en el Grado/Máster sobre lo que está permitido o no con la IA?	X	

Uso técnico realizado:

¿Qué herramientas has utilizado (ChatGPT, Copilot, Claude, Nano Banana...)? Especifica la versión o tipo de licencia.

CHATGPT VERSION BÁSICA

Marcar lo que corresponda:

- Generación de texto (*Especificar qué herramientas*) →
- Reformulación (*Especificar qué herramientas*) → CHATGPT VERSION BÁSICA
- Traducción / corrección (*Especificar qué herramientas*) → CHATGPT VERSION BÁSICA y CLAUDE VERSION BÁSICA
- Sugerencia de estructura (*Especificar qué herramientas*) → CHATGPT VERSION BÁSICA
- Apoyo metodológico (*Especificar qué herramientas*) →
- Buscar o citar bibliografía (*Especificar qué herramientas*) → CHATGPT VERSION BÁSICA
- Generar contenido audiovisual (videos, infografías, audios, imágenes, gráficos. *Especifica en concreto qué contenidos has generado con IA además de citarlo correctamente en el trabajo.*)
- Otros (*Especificar qué herramientas*) →

Confirmando que el contenido final ha sido revisado, corregido y validado íntegramente por mí como autor/a y asumo la plena responsabilidad académica del mismo.

La utilización de la IA no ha sustituido el análisis crítico, la reflexión personal ni el trabajo intelectual propio exigido en un TFG/TFM.

