



Apuntes

El espejismo de Finance Europe: por qué etiquetar el ahorro no resuelve los desequilibrios estructurales europeos

Judith Arnal

Apuntes 2025/26
Julio de 2025

fedea

*Las opiniones recogidas en este documento son las de sus autores
y no coinciden necesariamente con las de Fedea.*

El espejismo de *Finance Europe*: por qué etiquetar el ahorro no resuelve los desequilibrios estructurales europeos

Judith Arnal (CEPS y Real Instituto Elcano)
Julio de 2025

Abstract

En junio de 2025, siete Estados miembros de la UE lanzaron *Finance Europe*, una etiqueta paneuropea para productos de ahorro minorista que exige invertir al menos el 70% de los recursos en activos europeos. La iniciativa responde al diagnóstico del informe Letta sobre la fuga anual de 300.000 millones de euros de ahorro europeo hacia mercados extranjeros, principalmente estadounidenses, debido supuestamente a la fragmentación de los mercados financieros europeos.

Este artículo muestra que tanto el diagnóstico como la solución propuesta adolecen de deficiencias fundamentales. El análisis revela que la UE se enfrenta a un trilema macroeconómico ineludible: no es posible mantener simultáneamente un superávit estructural por cuenta corriente, déficits públicos persistentes y la pretensión de retener el ahorro privado dentro de las fronteras europeas. Los 300.000 millones no representan una fuga patológica, sino el resultado natural de desequilibrios estructurales que requieren reformas más profundas. Asimismo, el problema más acuciante de los mercados financieros europeos es la falta de desarrollo, más que la fragmentación.

Mediante un análisis empírico original que compara carteras con sesgo europeo frente a estrategias globalmente diversificadas (2005-2025), el estudio cuantifica los costes reales de la restricción geográfica propuesta. Los resultados muestran que limitar la inversión a activos europeos reduce la rentabilidad (3,73% frente a 5,61% anual), incrementa la volatilidad (20,91% frente a 16,49%) y resulta en una eficiencia 2,6 veces inferior medida por el ratio de Sharpe.

La evaluación de experiencias previas en Francia (PEA), Italia (PIR) y Suecia (ISK) refuerza estas conclusiones: el modelo sueco, sin restricciones geográficas pero con un diseño fiscal que elimina las restricciones temporales y de liquidez, logra una penetración del 27% del PIB frente al 3,5% francés y 0,8% italiano, que sí imponen sesgos domésticos.

El trabajo concluye que *Finance Europe*, en su diseño actual, constituye más un gesto simbólico de carácter político que una herramienta de transformación efectiva. Su enfoque intergubernamental fracasa al no conseguir incentivos fiscales comunes ni siquiera entre siete países, mientras que promover artificialmente un *home bias* europeo contradice los principios básicos de diversificación financiera y puede erosionar la confianza de los ahorradores en productos promovidos por las autoridades. Como se pone de manifiesto en el trabajo, existe abundante evidencia empírica que demuestra que los inversores tienen un fuerte sesgo hacia activos domésticos, renunciando en muchos casos a los beneficios de la diversificación internacional.

Para una movilización efectiva del ahorro minorista europeo se requieren reformas estructurales más ambiciosas que aborden las causas subyacentes del subdesarrollo de los mercados de capitales, no etiquetas que institucionalicen sesgos subóptimos ni que pretendan abarcar una multiplicidad de objetivos de política pública de manera simultánea. Tomar como referencia las medidas promovidas por otros Estados miembros con mercados de capitales verdaderamente desarrollados, como Suecia o Dinamarca, puede ayudar a orientar políticas más eficaces en el resto de la Unión Europea.

En el caso concreto de la movilización del ahorro minorista, un primer paso necesario es establecer un tratamiento fiscal simple y adecuado de los productos de inversión minorista. En caso de introducir finalmente incentivos fiscales a los productos portadores de la etiqueta *Finance Europe*, será importante no empeorar la fiscalidad del resto de productos de inversión con el fin de lograr un impacto fiscal neutral. Si además se persigue que el ahorro minorista europeo se destine a activos europeos, será imprescindible poner en marcha una batería amplia de medidas que refuerce la competitividad del tejido empresarial europeo y por tanto, su rentabilidad.

1- Introducción

En un momento en que la UE aspira a consolidar su autonomía estratégica económica, una cifra ha capturado la atención de los responsables políticos europeos: 300.000 millones de euros. Esta es la cantidad que, según el influyente informe de Enrico Letta *Much More than a Market*, los hogares europeos desvían anualmente hacia mercados extranjeros, principalmente estadounidenses, debido a la fragmentación de los mercados financieros europeos. Para muchos, esta fuga de capitales representa una oportunidad perdida que debilita la capacidad de Europa para financiar su propio crecimiento y desarrollo.

La respuesta política no se ha hecho esperar. En junio de 2025, siete Estados miembros lanzaron la iniciativa *Finance Europe*, una etiqueta paneuropea para productos de ahorro minorista que aspira a "repatriar" parte de este flujo de capital hacia activos europeos. La propuesta es aparentemente sencilla: crear un sello común que identifique productos de inversión que destinen al menos el 70% de sus activos a empresas y proyectos europeos.

Sin embargo, detrás de esta iniciativa aparentemente pragmática se esconde una tensión fundamental entre objetivos políticos legítimos y principios económicos establecidos. ¿Es realmente la fragmentación de los mercados europeos el problema central, como sugiere el diagnóstico oficial? ¿Puede una etiqueta voluntaria alterar patrones de ahorro profundamente arraigados sin reformas estructurales más amplias? Y, quizás más importante, ¿es deseable desde una perspectiva de bienestar financiero promover explícitamente un sesgo geográfico en las decisiones de inversión de los hogares europeos?

Este artículo ofrece una evaluación crítica y exhaustiva de la etiqueta *Finance Europe*, situándola en el contexto más amplio de los desequilibrios macroeconómicos europeos y las lecciones de experiencias similares en el continente. El análisis se estructura en cinco secciones principales. En primer lugar, se examina el diagnóstico que sustenta la iniciativa, revelando cómo el fenómeno de los 300.000 millones responde tanto a equilibrios macroeconómicos estructurales como a las características específicas del desarrollo financiero europeo. En segundo lugar, se analizan la importancia de movilizar ahorros minoristas para desarrollar los mercados financieros, así como el diseño y características de la etiqueta *Finance Europe*.

La tercera sección constituye el núcleo empírico del trabajo, donde se evalúa la iniciativa a la luz de tres elementos clave: las experiencias previas de esquemas similares en Francia, Italia y Suecia; la evidencia académica sobre el *home bias* y sus implicaciones para el bienestar de los inversores; y un análisis cuantitativo

original que demuestra los costos reales de limitar artificialmente el universo de inversión al ámbito europeo.

En la cuarta sección, se presenta una valoración integral de la etiqueta, identificando sus principales debilidades técnicas y conceptuales. Finalmente, en la quinta sección, se formulan recomendaciones concretas tanto para el rediseño de la iniciativa como para futuras políticas de movilización del ahorro minorista europeo.

El argumento central que se desarrolla a lo largo del análisis es que, si bien el objetivo de canalizar el ahorro europeo hacia mercados de capitales es loable y necesario, la etiqueta *Finance Europe* en su diseño actual adolece de tres problemas fundamentales que comprometen tanto su eficacia como su deseabilidad. En primer lugar, revela las limitaciones del enfoque intergubernamental en materias sensibles: el fracaso para acordar incentivos fiscales comunes entre apenas siete Estados miembros cuestiona la viabilidad de esta vía para futuras iniciativas. En segundo lugar, promover explícitamente un sesgo geográfico contradice los principios básicos de diversificación financiera, exponiendo a los hogares a mayor riesgo y menor rentabilidad. Finalmente, la iniciativa intenta abarcar simultáneamente múltiples objetivos, en particular movilizar ahorro hacia mercados de capitales y dirigirlo hacia activos europeos, sin abordar las reformas estructurales que harían estos últimos genuinamente más atractivos. El resultado es un instrumento que corre el riesgo de convertirse en un gesto político más que en un instrumento efectivo de transformación, y que podría erosionar la confianza de los ahorradores en los productos promovidos por las autoridades.

2- El diagnóstico de partida: una narrativa incompleta

En abril de 2024, Enrico Letta presentó al Consejo Europeo el informe *Much More than a Market*, con el objetivo de reforzar el mercado interior europeo en el nuevo ciclo institucional¹. Uno de los elementos centrales del diagnóstico es la dificultad para movilizar el ahorro privado europeo hacia la inversión productiva dentro de la Unión. En este sentido, el informe señala:

“A concerning trend is the annual diversion of around €300 billion of European families’ savings from EU markets abroad, primarily to the American economy, due to the fragmentation of our financial markets.”

Según Letta, esta fragmentación impide canalizar de forma eficaz el ahorro minorista hacia proyectos de inversión europeos, lo que genera una dependencia de mercados financieros extracomunitarios, especialmente el estadounidense. La

cifra de 300.000 millones de euros anuales —equivalente al 2,1 % del PIB de la UE— se ha convertido en un referente político para justificar nuevas iniciativas como la etiqueta paneuropea de ahorro minorista (*Finance Europe*), promovida por el *Competitiveness Lab*.

Sin embargo, este diagnóstico requiere una evaluación más matizada. El flujo de ahorro europeo hacia el exterior responde tanto a equilibrios macroeconómicos estructurales como a las características del desarrollo financiero europeo. Mientras que el informe Letta enfatiza la fragmentación como problema central, un análisis más profundo sugiere que el subdesarrollo relativo de los mercados de capitales europeos, más que su fragmentación, constituye el desafío fundamental. Las siguientes subsecciones examinan estas dos dimensiones para ofrecer una perspectiva más completa del fenómeno.

1.1- El trilema de la competitividad exterior, el déficit público y las inversiones internas

La balanza de pagos cumple la siguiente identidad fundamental²:

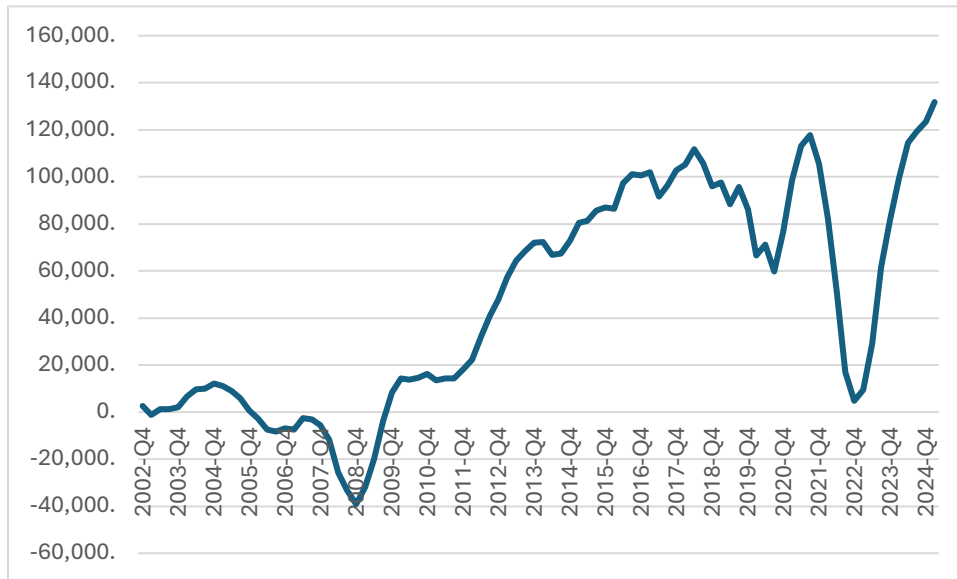
$$\text{Cuenta Corriente} + \text{Cuenta de Capital} + \text{Cuenta Financiera} + \text{Errores y Omisiones} = 0$$

La cuenta de capital suele tener un peso marginal, al igual que la partida de errores y omisiones. De facto, esto lleva a que el saldo de la cuenta corriente equivalga al de la cuenta financiera con signo negativo. La cuenta corriente se compone por la balanza de bienes, la de servicios, la renta primaria (por ejemplo, ingresos por dividendos e intereses) y la renta secundaria (por ejemplo, remesas). La UE se jacta de su gran competitividad exterior, que queda demostrada en su superávit por cuenta corriente, como se deduce de la Figura 1. Con la excepción del año 2022, en que el superávit por cuenta corriente de la UE sufrió como consecuencia del fuerte aumento de los precios de materias primas energéticas, de los que la Unión es altamente dependiente con respecto al exterior, en los últimos 15 años, la UE viene registrando fuertes y crecientes superávits por cuenta corriente³.

Estos superávits por cuenta corriente se registran fundamentalmente a costa de un déficit inversor del sector privado. En efecto, otra identidad contable que conviene tener en cuenta es la siguiente⁴:

$$\text{Cuenta Corriente} = (\text{Ahorro privado} - \text{inversión privada}) + (\text{Ingresos públicos} - \text{gastos públicos})$$

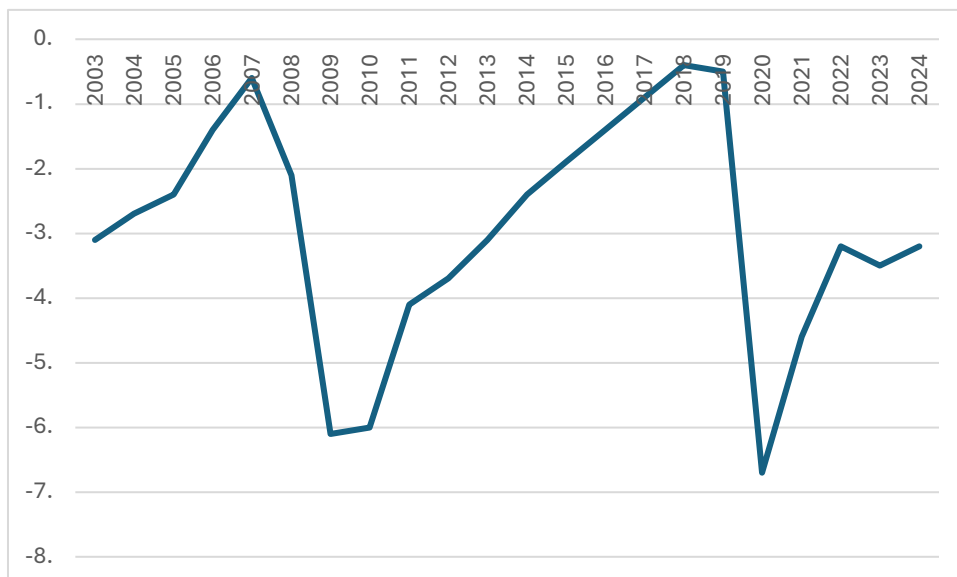
Figura 1. Evolución del saldo de la cuenta corriente de la UE (millones de euros, media móvil de cuatro trimestres)



Fuente: Judith Arnal con datos de Eurostat

Cuando una economía presenta un superávit por cuenta corriente, como es el caso de la UE, ello implica necesariamente que el conjunto del sector privado o público ahorra más de lo que invierte internamente, y por tanto se convierte en acreedor neto del resto del mundo. Este excedente de ahorro se canaliza a través de la cuenta financiera en forma de inversión en activos extranjeros.

Figura 2. Evolución del déficit público de la UE



Fuente: Judith Arnal con datos de Eurostat

Como se deduce de la Figura 2, en el período histórico bajo análisis (entre 2003 y 2024), la UE ha presentado déficits públicos cada año. Esto implica que la totalidad del superávit por cuenta corriente viene explicada por el sector privado, es decir, por un ahorro privado lo suficientemente superior a la inversión privada como para permitir superávits por cuenta corriente a pesar del desequilibrio en las cuentas públicas. Y este ahorro se destina a financiar inversiones en el resto del mundo, por supuesto, a cambio de una rentabilidad. De ahí la cifra de los 300.000 millones de euros del informe Letta.

Desde esta perspectiva, cualquier iniciativa que aspire a “retener” sistemáticamente el ahorro europeo dentro de la UE debe abordar un trilema: no es posible mantener simultáneamente un superávit estructural por cuenta corriente, unas cuentas públicas deficitarias y además, aspirar a retener el ahorro en la UE. Por tanto, además de introducir las reformas nacionales y europeas que se consideren pertinentes para desarrollar y unir los mercados de capitales europeos, es clave ser conscientes de que ello no será posible a menos que se lleve a cabo un esfuerzo de consolidación fiscal o que renunciemos a las cifras actuales de superávit por cuenta corriente. Dado el contexto actual de necesidades crecientes de inversión pública en defensa y de tensiones comerciales con Estados Unidos, la vía más sencilla probablemente es la de reducir el superávit por cuenta corriente.

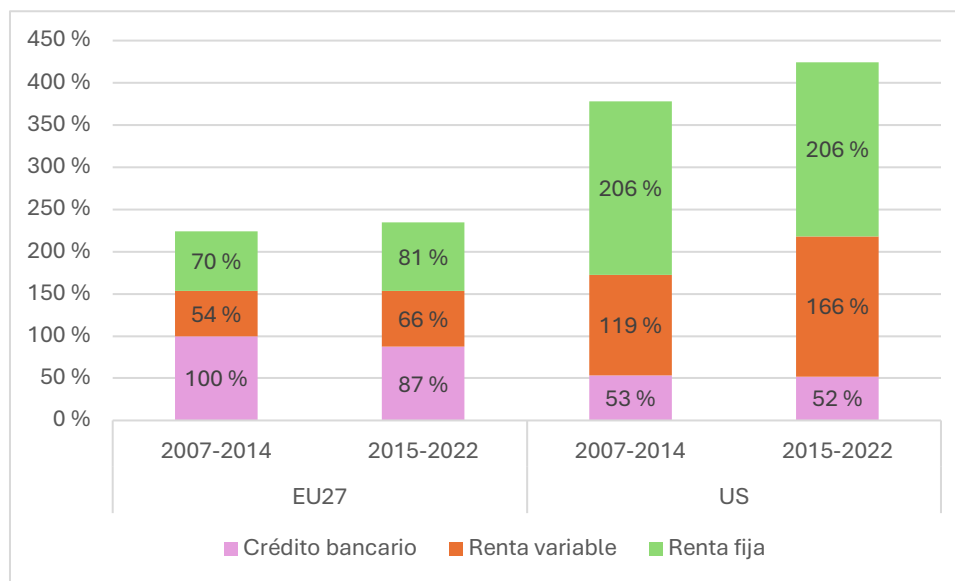
1.2- La situación de los mercados de capitales en la UE

El diagnóstico del informe Letta, que habla de fragmentación de los mercados de capitales europeos, así como el propio nombre tanto de la Unión de los Mercados de Capitales primero como de la Unión del Ahorro y la Inversión ahora, sugieren que el principal problema que afecta a los mercados de capitales de la UE es la fragmentación y de ahí la necesidad de unir. Esta filosofía se ha heredado en gran medida del proyecto de la Unión Bancaria, lanzado en 2012. Pero tal y como ha señalado la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) española en repetidas ocasiones, "los mercados de capitales europeos están mucho más integrados que los mercados de financiación bancaria"⁵. La evidencia española, como cuarta economía de la UE por PIB, es ilustrativa: más del 50% del capital de las sociedades cotizadas españolas corresponde a accionistas no españoles, mientras que en torno al 76-80% del patrimonio de los fondos de inversión españoles se invierte en activos no españoles. Además, aproximadamente el 40% de los volúmenes invertidos por españoles se encuentra en fondos no españoles que se distribuyen libremente con pasaporte en toda la UE, y una parte significativa de la emisión de deuda por parte de las empresas españolas —que osciló entre el

36,4% y el 58,1% en el período 2020-2023— se realiza en mercados internacionales⁶.

Por el contrario, los mercados bancarios están mucho más fragmentados que los de capitales en la UE. El 84% de los activos bancarios permanecen dentro de sus países de origen, mientras que el Banco Central Europeo estima que aproximadamente 250.000 millones de euros en activos líquidos de alta calidad están efectivamente inmovilizados dentro de la Unión Bancaria debido a las regulaciones prudenciales. Los bancos suelen tener una base de clientes local y no compiten activamente por depósitos en otros países de la UE, persisten diferencias en las tasas de interés para préstamos y depósitos entre países, y las normativas fiscales nacionales y las medidas prudenciales desincentivan las fusiones bancarias transfronterizas. Esta fragmentación refleja la falta de integración y competencia en los mercados bancarios, lo que puede generar ineficiencias y desigualdades en el acceso al crédito⁷.

Figura 3. Estructura de los mercados financieros en la UE-27 y EEUU (% del PIB, promedio 2007-2014 y 2015-2022)



Fuente: Judith Arnal con datos de con datos de la Association for Financial Markets in Europe (AFME), la Federation of European Securities Exchanges (FESE), la World Federation of Exchanges, la Global Financial Development Database, bolsas de valores individuales, FRED Economic Data y Eurostat.

Obviamente, lo anterior no implica que los mercados de capitales europeos no estén fragmentados. Lo están, pero el problema más urgente es sin duda la falta de desarrollo. En efecto, como se muestra en la Figura 3, los mercados de crédito bancario representan, en promedio, alrededor del 87% del PIB en Europa, en comparación con el 52% en EEUU. La importancia relativa de la financiación basada en el mercado (es decir, renta variable acciones y renta fija-bonos) ha

crecido en Europa, pasando del 124% del PIB en el período 2007-2014 al 147% en 2015-2022. No obstante, el desarrollo estructural en la UE contrasta con el sistema financiero más orientado al mercado de EEUU, donde los mercados de acciones y bonos tienen una posición dominante⁸.

Pero conviene no generalizar con respecto a la falta de desarrollo de los mercados de capitales europeos. Los diversos indicadores empleados por la Comisión Europea para comparar el grado de desarrollo de los mercados de capitales entre los Estados miembros revelan precisamente esta heterogeneidad⁹. La ratio de financiación en mercados, que mide la proporción de financiación de empresas no financieras a través de bonos corporativos y acciones cotizadas frente al total que incluye préstamos bancarios, muestra diferencias significativas entre Estados miembros. Aunque Irlanda y Luxemburgo registran los valores más altos (más del 80%), estos datos reflejan en gran medida su papel como centros financieros internacionales donde se financian empresas no residentes. Entre las economías que han logrado este desarrollo sin depender de su rol como centros financieros internacionales, Suecia y Finlandia destacan por su mayor diversificación financiera, mientras que Alemania, Estonia y Bulgaria presentan los niveles más bajos. España se sitúa ligeramente por debajo de la media de la UE, evidenciando la importancia de la financiación bancaria en el país.

El resto de indicadores de desarrollo de los mercados de capitales confirman este panorama heterogéneo: mientras países como Suecia, Dinamarca y Países Bajos lideran consistentemente en métricas como emisión de bonos corporativos (1,9-2,2% del PIB), inversión en *private equity* (1,2-1,3% del PIB) y diversificación de activos de aseguradoras, otros Estados miembros como España muestran un desarrollo más limitado, con una mayor dependencia de la financiación bancaria tradicional y un uso reducido de fuentes alternativas de financiación empresarial.

Este análisis revela una elevada heterogeneidad en el desarrollo de los mercados de capitales en la Unión Europea, siendo inadecuado generalizar sobre su falta de desarrollo uniforme. Suecia destaca consistentemente entre los tres primeros puestos en todos los indicadores analizados, posicionándose como uno de los Estados miembros con mercados de capitales más desarrollados, junto con Dinamarca y los Países Bajos como referencias destacadas en la materia.

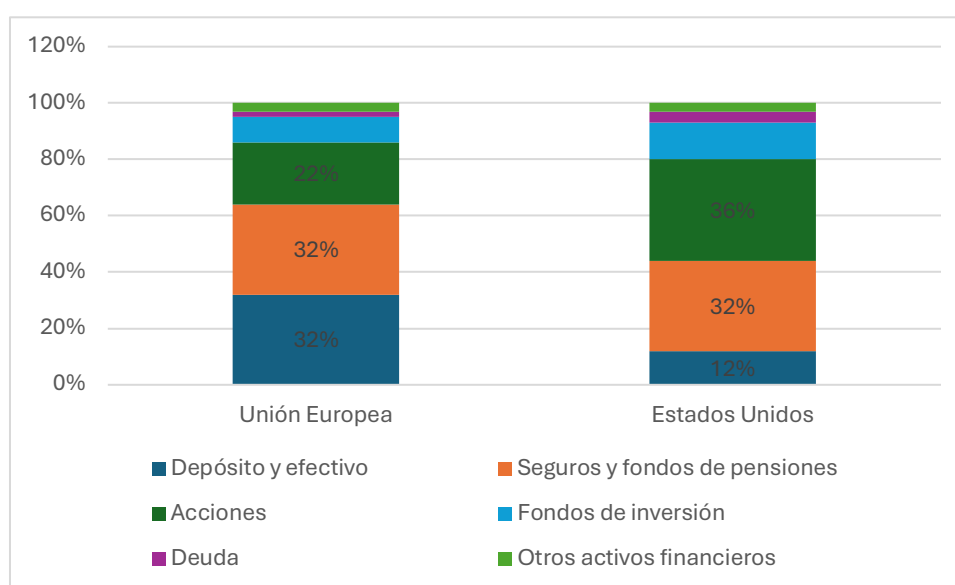
Dado este diagnóstico matizado que revela tanto desequilibrios macroeconómicos estructurales como un desarrollo heterogéneo de los mercados de capitales europeos, resulta pertinente examinar las experiencias de los países europeos más exitosos en este ámbito para extraer lecciones que puedan informar iniciativas como la etiqueta europea.

3- La importancia de la movilización del ahorro minorista y la etiqueta *Finance Europe*

Contar con un ecosistema adecuado de mercado de capitales requiere potenciar tres elementos fundamentales: (a) los hogares han de contar con los incentivos adecuados para canalizar sus ahorros hacia los mercados de capitales; (b) los inversores institucionales tienen que tener el tamaño y recursos suficientes para invertir; y (c) han de existir las condiciones adecuadas para la cotización y negociación en los mercados de valores y las pymes tienen que tener los incentivos también para financiarse en el mercado¹⁰.

Los puntos (a) y (b) están estrechamente conectados: solo generando los incentivos para que los hogares europeos movilicen sus ahorros minoristas se conseguirá que los inversores institucionales cuenten con los recursos suficientes para invertir. La Figura 4 evidencia las diferencias estructurales en la composición de activos financieros entre hogares europeos y estadounidenses. Los europeos mantienen más del doble de su riqueza en depósitos y efectivo que los estadounidenses (32% frente a 13%), mientras que los estadounidenses invierten significativamente más en acciones (34% frente a 19%). Esta divergencia en los patrones de ahorro subraya la necesidad de abordar medidas que permitan un uso más productivo de los ahorros de los hogares europeos.

Figura 4. Activos financieros de los hogares en la UE-27 y Estados Unidos (% del total de activos financieros, promedio en 2007-2014 y 2015-2022)



Fuente: Judith Arnal con datos de Eurostat y la Fed

En este contexto, siete Estados miembros (Francia, España, Alemania, Países Bajos, Portugal, Luxemburgo y Estonia) lanzaron en junio de 2025 la iniciativa

Finance Europe, una etiqueta europea para productos de ahorro minorista. Esta iniciativa persigue un doble objetivo: en primer lugar, movilizar los ahorros minoristas de la UE hacia los mercados de capitales; y en segundo lugar, que esta movilización se centre en activos europeos.

El marco preliminar de la etiqueta *Finance Europe* se define en un *termsheet* acordado por varios Estados miembros. Se trata de un documento de alto nivel (6 páginas incluyendo la página de firmas), por lo que la falta de detalle en ciertos aspectos plantea interrogantes. Las características recogidas en el *termsheet* son las siguientes:

- **Activos elegibles.** La etiqueta se aplicaría a una gama de activos que incluye, por ejemplo, renta variable (tanto cotizada como no cotizada), ELTIF, UCITS, Fondos de Inversión Alternativa y bonos. Los criptoactivos (sin definir) están explícitamente excluidos. El *termsheet* se refiere expresamente a productos de inversión dirigidos a inversores minoristas. Además, los UCITS y los Fondos de Inversión Alternativa deberán cumplir criterios adicionales para ser considerados elegibles.
- **Umbral de inversión.** Los productos financieros elegibles deberían invertir al menos el 70% de sus activos en activos europeos, incluyendo el Espacio Económico Europeo. En relación con los fondos, serían los activos subyacentes, no el domicilio del fondo, lo que se consideraría.
- **Exposición al riesgo.** El *termsheet* establece que la etiqueta no pretende garantizar rendimientos o mitigar riesgos. Esto quedaría a discreción de los proveedores de productos.
- **Gobernanza.** Los operadores de mercado no requerirían autorizaciones específicas para usar la etiqueta, siempre que se cumplan los requisitos anteriores. Sin embargo, las autoridades nacionales competentes tendrían el poder de supervisar y asegurar el cumplimiento de esos criterios. Aunque no se concreta una estructura formal de supervisión, el texto deja abierta la posibilidad de establecer una gobernanza específica de la etiqueta, potencialmente en forma de comité de seguimiento.
- **Distribución y operaciones.** El *termsheet* establece que no se aplicarían reglas de distribución adicionales específicas a la etiqueta, permitiendo a los Estados miembros adaptar enfoques a sus mercados. Sin embargo, se utilizaría un nombre común ("*Finance Europe*") y un logo común. La armonización, por tanto, se limita a los elementos de marca, sin implicar una convergencia de las normas nacionales de comercialización.
- **Tratamiento fiscal.** Uno de los aspectos más controvertidos de la iniciativa es el tratamiento fiscal. Los Estados miembros son alentados en el *termsheet* a proporcionar beneficios fiscales favorables a productos que

usen la etiqueta, pero no se llega a ningún acuerdo concreto al respecto. En concreto, el *termsheet* sugiere aplicar beneficios fiscales a estos productos estructurados, vinculando dichos beneficios fiscales a un período mínimo de tenencia de cinco años, con ventanas de liquidez limitadas vinculadas a la jubilación o eventos vitales importantes.

- **Estatus jurídico.** El *termsheet* no tiene actualmente un estatus jurídico formal. Representa un acuerdo voluntario entre los Estados miembros firmantes, que aspiran a aplicar este marco sin necesidad de una legislación de la UE. No obstante, se espera que la Comisión Europea revise el *termsheet*. Su adopción por parte de Estados miembros que representan una proporción significativa de la población de la UE podría dar impulso a una posible iniciativa legislativa europea. Este enfoque intergubernamental en el ámbito financiero es poco habitual y plantea desafíos potenciales de coherencia regulatoria dentro del mercado interior.

4- Elementos para valorar la etiqueta *Finance Europe*

Para poder responder a la cuestión de si la etiqueta *Finance Europe* es un paso en la buena dirección, conviene hacer un análisis exhaustivo de otras experiencias similares en la UE y los resultados a los que han dado lugar, así como la evidencia disponible sobre la existencia de un sesgo hacia los activos domésticos (*home bias*) y sobre sus implicaciones.

4.1- Experiencias previas en la UE

El diseño fiscal y de umbrales de inversión de las cuentas de ahorro e inversión de varios Estados miembros de la UE proporcionan evidencia relevante para valorar el posible éxito futuro de la etiqueta *Finance Europe*. Esto alcanza gran importancia en el contexto en el que en Comunicación para una *Savings and Investments Union*, la Comisión Europea anunció que en el tercer trimestre de 2025 presentará un Plan europeo para las cuentas de ahorro e inversión.

Los esquemas nacionales implementados en Francia (*Plan d'Épargne en Actions-PEA*), Italia (*Piani Individuali di Risparmio-PIR*) y Suecia (*Investeringssparkonto-ISK*) presentan enfoques regulatorios y fiscales diversos, lo que permite extraer enseñanzas valiosas sobre los incentivos necesarios para movilizar el ahorro minorista hacia productos de inversión¹¹.

- **Umbral de inversión.** Tanto el esquema francés como el italiano imponen requisitos de concentración en activos europeos. El PEA de Francia exige que al menos el 75 % de los activos se invierta en empresas europeas, mientras que el PIR italiano establece un umbral del 70 %, limitándolo

además a compañías con un establecimiento permanente en Italia. En contraste, el esquema sueco ISK no impone ninguna restricción sobre la asignación de activos, lo que ofrece a los inversores una mayor libertad para configurar sus carteras y ajustar sus decisiones sin condicionantes geográficos.

- **Tratamiento fiscal.** Tanto el PEA como el PIR vinculan los beneficios fiscales a un período mínimo de tenencia de cinco años: solo si el inversor mantiene su inversión durante ese tiempo las ganancias de capital están exentas de tributación. El ISK adopta un enfoque más flexible y neutral respecto al horizonte temporal. En lugar de gravar las plusvalías efectivas, aplica un impuesto anual sobre una rentabilidad imputada, calculada como el valor medio anual de los activos multiplicado por un tipo teórico (el tipo libre de riesgo más un punto porcentual). Esta base imponible se grava al tipo estándar del 30 %, lo que permite una tributación sencilla, previsible y administrativamente eficiente, sin necesidad de declarar cada operación individual. Como resultado, este esquema elimina las restricciones de liquidez y facilita la entrada y salida del sistema sin penalización fiscal directa, a la vez que incentiva la inversión en activos con una rentabilidad esperada superior al rendimiento de referencia, como la renta variable.

En conclusión, la cuenta sueca ISK combina libertad total de asignación geográfica con un sistema tributario que elimina las restricciones temporales y de liquidez, incentivando la inversión en activos de mayor rentabilidad esperada sin penalizar la gestión activa de la cartera.

El éxito, tanto en términos absolutos como relativos, de cada una de estas cuentas ofrece resultados interesantes. En particular, la cuenta ISK no solo es la que mayor penetración tiene en términos absolutos, como se explica a continuación, sino también y de manera muy notoria, en términos relativos. Por otro lado, el PEA francés tiene mayor penetración que el PIR italiano, lo cual puede ser indicio de que cuanto más se restringe el universo inversor, menor interés despierta el producto financiero para los inversores minoristas.

- **Éxito absoluto.** Las diferencias en el diseño de los tres esquemas se reflejan en sus resultados en términos de movilización efectiva del ahorro. El PIR italiano, con restricciones geográficas y beneficios fiscales condicionados a la permanencia, acumulaba en 2023 un volumen gestionado de 19.000 millones de euros. El PEA francés, de diseño algo más amplio, alcanzó un saldo de 101.000 millones en 2022. El caso más destacado es el del ISK sueco, que gestionaba 150.000 millones de euros a finales de 2023. Esta cifra, además de superar ampliamente a las de Francia e Italia en términos absolutos, cobra mayor relevancia si se tiene en cuenta que

aproximadamente la mitad de la población adulta sueca es titular de un ISK, lo que da cuenta de su extensión social y de su consolidación como instrumento habitual de inversión minorista.

- **Éxito relativo.** Las diferencias de magnitud se amplifican al comparar el peso de estos esquemas sobre el PIB nacional. En Francia, el PEA representa en torno al 3,5 % del PIB; en Italia, los PIR apenas alcanzan el 0,8 %; mientras que en Suecia, el ISK supone el 27 % del PIB.

Por supuesto, el éxito de la cuenta ISK no se explica únicamente por el diseño fiscal o la ausencia de restricciones de inversión, sino también por factores estructurales y culturales. Suecia cuenta con una elevada digitalización de los servicios financieros, fuerte competencia entre entidades para ofrecer productos atractivos, incluidos a través de aplicaciones móviles, y una larga trayectoria de esquemas similares desde finales de los años setenta, que ha contribuido a la familiarización progresiva de los hogares con la inversión en mercados de capitales. A ello se suma la existencia de sistemas de pensiones parcialmente capitalizados, que han reforzado la alfabetización financiera de la población. En conjunto, estos elementos han creado un entorno propicio para que el ISK se consolide como un producto eficaz, fácil de usar y fiscalmente atractivo, capaz de canalizar de forma sostenida el ahorro minorista hacia instrumentos de inversión.

4.2- Evidencia del *home bias* e implicaciones

La literatura académica ha documentado de manera consistente la existencia del *home bias* en las inversiones financieras de hogares europeos. Este fenómeno se define como la tendencia de los inversores a mantener una proporción desproporcionadamente alta de activos domésticos en sus carteras, a pesar de los beneficios teóricos de la diversificación internacional¹². El *home bias* implica que los inversores renuncian a los beneficios de la diversificación y mantienen carteras más propensas a choques idiosincráticos¹³. Esta sub-diversificación sistemática representa un costo de oportunidad significativo que debe evaluarse cuidadosamente al diseñar políticas de movilización del ahorro minorista.

La evidencia sugiere que el *home bias* puede tener componentes tanto racionales como irracionales. Por un lado, los inversores domésticos pueden tener ventajas informacionales sobre empresas locales¹⁴. Por otro lado, la persistencia del sesgo incluso cuando existen activos extranjeros con mejores rendimientos ajustados por riesgo sugiere componentes comportamentales significativos¹⁵.

Los inversores tienden a adherirse a inversiones con las que están familiarizados, prefiriendo acciones de empresas domésticas debido a su mayor grado de comodidad al invertir en su propio entorno económico¹⁶.

La investigación muestra que algunas generaciones son más propensas a exhibir *home bias* que otras. Los datos revelan diferencias significativas en el comportamiento inversor entre generaciones, lo que sugiere que las políticas de movilización del ahorro deben considerar estos patrones diferenciados por edad¹⁷.

La evidencia también muestra que aspectos culturales, como el idioma, juegan un papel clave en el *home bias*. En concreto, si el idioma de un país se habla ampliamente en el mundo, entonces los residentes en el país tienen una ventaja al comunicarse con el resto del mundo y, por tanto, es más probable que se involucren en inversiones transfronterizas, sugiriendo un menor *home bias*¹⁸.

Un hallazgo particularmente relevante es que las variables de familiaridad juegan un papel significativo especialmente cuando los inversores son hogares, y en menor medida cuando son institucionales¹⁹. Esta diferenciación subraya que los sesgos comportamentales son más pronunciados entre inversores menos sofisticados.

Los estudios empíricos revelan que este comportamiento no se limita a países específicos, sino que representa un patrón sistemático observado en múltiples mercados europeos, incluyendo Alemania, Italia, Suecia y Finlandia²⁰.

En Alemania, la evidencia muestra que los fondos de inversión no solo mantienen una participación superior a la óptima de activos alemanes, sino que también exhiben un "sesgo europeo", manteniendo pesos superiores a los óptimos de activos de otros países europeos en comparación con el portafolio de mercado mundial²¹.

En Italia, se ha confirmado el *home bias* para gestores profesionales de fondos de pensiones ocupacionales que invierten en valores gubernamentales, bonos corporativos y acciones. Esta evidencia es particularmente relevante porque documenta la persistencia del sesgo incluso entre inversores institucionales sofisticados, sugiriendo que el fenómeno trasciende el nivel de educación financiera²².

Un hallazgo particularmente revelador emerge de Suecia, a pesar de que la cuenta ISK no establece limitaciones geográficas. En particular, estudios sobre el mercado de valores sueco muestran que los inversores extranjeros, principalmente de Europa y Estados Unidos, poseen aproximadamente solo el 35-40% de las acciones en empresas cotizadas en la Bolsa de Estocolmo. Esto implica que el 60-65% restante está en manos de inversores domésticos, a pesar de que Suecia representa menos del 1% de la capitalización bursátil mundial²³.

En Finlandia, la investigación muestra que los inversores de habla finlandesa prefieren acciones de empresas que publican sus informes anuales en finlandés, ya que pueden comunicarse más fácilmente con dichas empresas usando su idioma nativo²⁴.

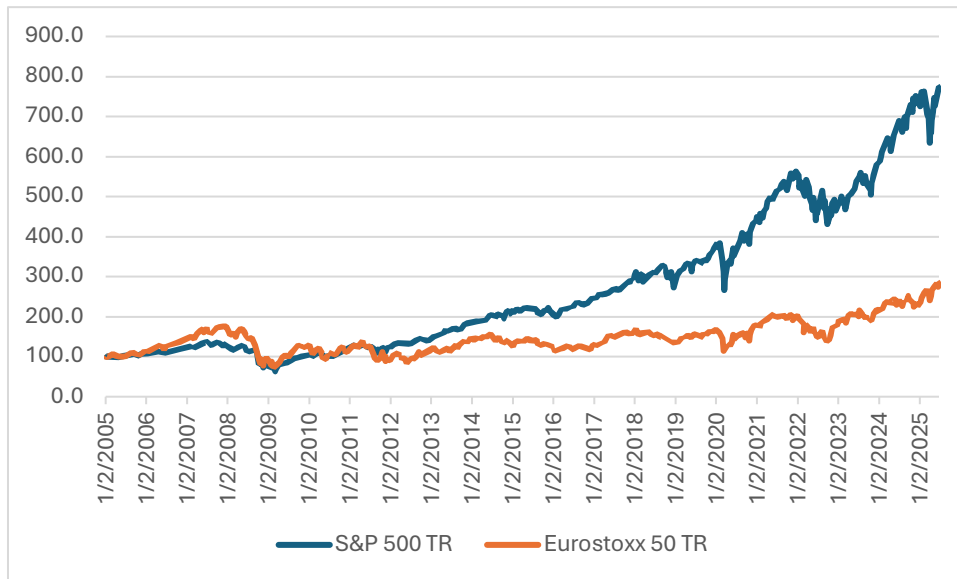
En definitiva, la persistencia del sesgo doméstico documentada en múltiples países europeos, incluyendo aquellos con alta sofisticación financiera como Suecia, indica que el *home bias* es un fenómeno comportamental robusto que debe ser considerado en el diseño de cualquier política de movilización del ahorro minorista hacia los mercados de capitales. Sin embargo, más allá de estas consideraciones comportamentales, resulta fundamental evaluar si el sesgo geográfico que promueve la etiqueta *Finance Europe* puede llegar a generar costes económicos tangibles para los inversores europeos.

4.3- El coste de limitar las opciones de inversión

La evidencia académica sobre *home bias* plantea interrogantes importantes sobre la deseabilidad de promover explícitamente un sesgo geográfico desde las políticas públicas. Para evaluar las implicaciones prácticas de limitar artificialmente el universo de inversión al ámbito europeo, como propone la etiqueta *Finance Europe*, es necesario examinar el desempeño histórico comparativo de los mercados europeos frente a otras regiones, así como cuantificar los costos reales de diversificación que afrontarían los ahorradores europeos bajo este esquema. Este análisis empírico permite trascender el debate teórico y ofrecer evidencia concreta sobre si la restricción geográfica propuesta resulta beneficiosa o perjudicial para el bienestar financiero de los inversores.

La Figura 5 ilustra la evolución comparativa del S&P 500 estadounidense y el EuroStoxx 50 europeo durante el período 2005-2025. El contraste es revelador: mientras que el S&P 500 experimentó un crecimiento acumulado superior al 300%, el EuroStoxx 50 mostró un rendimiento considerablemente más modesto, con períodos prolongados de estancamiento, especialmente durante la crisis de deuda europea (2010-2012) y posteriores episodios de volatilidad. Esta divergencia en el desempeño histórico plantea interrogantes sobre la eficacia y la deseabilidad de concentrar el ahorro minorista exclusivamente en activos europeos, cuando la diversificación geográfica habría ofrecido mejores resultados para los inversores europeos.

Figura 5. Evolución cotización S&P 500 y Eurostoxx 50 (2005-2025)



Fuente: Judith Arnal con datos de con datos de Investing.com

Nota: primera semana de 2005= base 100

La Tabla 1 presenta la matriz de correlaciones entre los principales índices bursátiles de Europa, Estados Unidos y Asia durante el período 2005-2025. Los resultados confirman la existencia de un marcado "sesgo europeo" en las correlaciones: los índices europeos (IBEX, CAC, DAX, MIB) muestran correlaciones extremadamente elevadas entre sí (0,83-0,94), indicando que se mueven de forma casi sincronizada. En contraste, las correlaciones entre Europa y otras regiones son significativamente menores: Europa-Asia oscila entre 0,12-0,51, mientras que Europa-Estados Unidos se sitúa en el rango 0,57-0,78. Este patrón revela que, aunque la diversificación dentro de Europa proporciona algunos beneficios, estos son considerablemente más limitados que los que ofrece la diversificación geográfica global, que presenta un potencial de reducción de riesgo sustancialmente mayor.

Tabla 1. Mapa de Correlaciones: Europa, Estados Unidos y Asia (2005-2025)

	ibex	CAC	DAX	MIB	S&P 500	Nasdaq	Nikkei	Hang Seng
ibex	1,00	0,88	0,83	0,89	0,69	0,57	0,12	0,45
CAC	0,88	1,00	0,94	0,90	0,77	0,67	0,12	0,51
DAX	0,83	0,94	1,00	0,86	0,78	0,69	0,13	0,50
MIB	0,89	0,90	0,86	1,00	0,70	0,60	0,15	0,46
S&P 500	0,69	0,77	0,78	0,70	1,00	0,92	0,14	0,49
Nasdaq	0,57	0,67	0,69	0,60	0,92	1,00	0,13	0,46
Nikkei	0,12	0,12	0,13	0,15	0,14	0,13	1,00	0,14
Hang Seng	0,45	0,51	0,50	0,46	0,49	0,46	0,14	1,00

Fuente: Judith Arnal con datos de con datos de Investing.com

Para cuantificar las implicaciones prácticas de estas correlaciones, se han construido dos carteras representativas que permiten evaluar el coste real del sesgo geográfico europeo. La primera cartera replica una estrategia de "sesgo europeo" con ponderaciones iguales en los cuatro principales mercados europeos (IBEX, CAC, DAX, MIB). La segunda cartera implementa una estrategia de diversificación global incluyendo todos los mercados analizados con ponderaciones iguales. Los resultados, presentados en la Tabla 2, revelan las consecuencias cuantificables de limitar la inversión al ámbito europeo.

Tabla 2. Análisis comparativo de estrategias de inversión: sesgo europeo versus diversificación global (2005-2025)

Estrategia de inversión	Rentabilidad anualizada	Volatilidad anualizada	Ratio de Sharpe
Cartera europea	3,73%	20,91%	0,083
Cartera global	5,61%	16,49%	0,219

Fuente: Judith Arnal

Nota: Cálculos basados en rentabilidades semanales 2005-2025. Ratio de Sharpe calculado con tipo libre de riesgo del 2%. Cartera Europa: 25% IBEX + 25% CAC + 25% DAX + 25% MIB. Cartera global: ponderaciones iguales en los ocho índices analizados.

El análisis demuestra que el sesgo europeo, aunque proporciona cierta diversificación, resulta claramente subóptimo comparado con una estrategia global. La cartera europea exhibe una volatilidad del 20,91%, que aunque es ligeramente inferior a la volatilidad promedio individual de los índices que la componen (21,9%), la reducción de riesgo es muy limitada debido a las correlaciones extremadamente elevadas (0,83-0,94) entre los mercados europeos.

En contraste, la cartera global reduce significativamente la volatilidad al 16,49%, y además proporciona una rentabilidad superior (5,61% frente a 3,73%). El resultado es una eficiencia de cartera sustancialmente mayor, medida por el ratio de Sharpe, que resulta 2,6 veces superior en la estrategia global (0,219 versus 0,083).

5- Valoración de la etiqueta *Finance Europe*

La iniciativa *Finance Europe*, aunque bienintencionada en su objetivo de canalizar el ahorro minorista hacia los mercados de capitales europeos, presenta notables limitaciones en su diseño y gobernanza, que ponen en cuestión su eficacia real como instrumento de política pública.

En primer lugar, el alcance de los productos financieros elegibles no está claramente definido. El *Term Sheet* recoge una lista amplia de instrumentos (desde renta variable hasta fondos UCITS y ELTIF), pero no especifica con precisión los

criterios aplicables en términos de estructura, liquidez, costes ni transparencia para su inclusión bajo la etiqueta. Esta ambigüedad regulatoria genera incertidumbre tanto para los proveedores como para los supervisores nacionales, y podría comprometer la credibilidad del sello en el mercado.

En segundo lugar, persisten dudas fundamentales sobre qué activos cumplen con los criterios de “europeidad”. El umbral del 70 % de inversión en activos europeos, definido de manera agregada e incluyendo el Espacio Económico Europeo, plantea numerosas cuestiones. ¿Se considerarán elegibles acciones de empresas domiciliadas en la UE que generan la mayor parte de sus ingresos o beneficios fuera de Europa? ¿Cómo se tratarán las multinacionales con estructuras complejas, o los fondos que, si bien invierten en instrumentos domiciliados en Europa, están fuertemente expuestos a activos globales a través de derivados u otras estructuras indirectas? La ausencia de respuestas claras puede dar lugar a interpretaciones dispares entre Estados miembros, erosionando la coherencia y la eficacia de la iniciativa.

En tercer lugar, resulta llamativo que, a pesar de haberse recurrido a un mecanismo intergubernamental extraordinario y por tanto, fuera del marco legislativo ordinario de la UE, y que ha contado únicamente con el apoyo de siete Estados miembros, no se haya alcanzado un acuerdo sobre los elementos más críticos para la movilización del ahorro minorista: los incentivos fiscales y la simplificación administrativa. Sin beneficios fiscales comunes o convergentes, es improbable que la etiqueta altere de forma significativa las decisiones de asignación de carteras de los hogares europeos, que seguirán respondiendo a incentivos nacionales dispares.

Más aún, la etiqueta impone restricciones sustantivas al universo de inversión, lo que introduce un sesgo geográfico artificial que puede acentuar los problemas documentados de *home bias*. Tal como se ha mostrado en el apartado anterior, limitar la inversión exclusivamente a activos europeos reduce las posibilidades de diversificación, incrementa la volatilidad y tiende a ofrecer menores retornos ajustados al riesgo. Desde una perspectiva de asignación eficiente de carteras, esta estrategia no solo resulta subóptima, sino que puede perjudicar directamente el bienestar financiero de los hogares y por tanto, retraer aún más la movilización del ahorro minorista europeo hacia mercados de capitales.

En conjunto, la iniciativa *Finance Europe* corre el riesgo de convertirse en un gesto simbólico más que en un instrumento transformador. Su diseño actual combina una ambición limitada, una implementación laxa y un potencial efecto adverso sobre la rentabilidad y el riesgo de las carteras minoristas. Para que la etiqueta cumpla efectivamente su propósito, sería necesario repensar su arquitectura desde tres frentes: (i) una definición técnica y operativa más precisa; (ii) una

articulación fiscal creíble y coordinada entre Estados miembros; y (iii) una reflexión más profunda sobre cómo compatibilizar el objetivo de financiar proyectos europeos con el respeto a los principios básicos de diversificación y eficiencia financiera.

6- Recomendaciones y conclusiones

La evaluación crítica de la etiqueta *Finance Europe* permite extraer varias recomendaciones clave, tanto desde una perspectiva de política económica como desde el diseño institucional de futuras iniciativas europeas para movilizar el ahorro minorista.

En primer lugar, debe introducirse con claridad en el debate público la noción del trilema que enfrenta la UE: no es posible mantener simultáneamente un superávit estructural por cuenta corriente, un déficit público persistente y, al mismo tiempo, aspirar a retener el ahorro privado dentro de las fronteras europeas. Esta incompatibilidad obliga a escoger: si se desea movilizar más ahorro hacia la inversión interna, habrá que reducir el déficit público o aceptar una reducción del superávit exterior. Desde una perspectiva de crecimiento a medio plazo, esta última opción no solo es viable, sino que puede resultar deseable. En un contexto de necesidades crecientes de inversión pública y de dependencia externa para financiar proyectos estratégicos, priorizar la canalización del ahorro europeo hacia la economía europea, aunque implique reducir el superávit por cuenta corriente, es coherente con una agenda orientada a la autonomía estratégica y a la reactivación económica interna.

En segundo lugar, debe reconocerse la profunda heterogeneidad en el desarrollo de los mercados de capitales dentro de la UE. No todos los Estados miembros parten del mismo nivel, ni se enfrentan a las mismas barreras. Suecia, Dinamarca o Países Bajos ofrecen modelos de referencia cuya experiencia puede orientar políticas más eficaces en el resto de la Unión. Las lecciones de estos casos deben ser aprovechadas para diseñar reformas adaptadas, realistas y sensibles al contexto nacional, evitando enfoques uniformes que ignoren esta diversidad estructural.

En tercer lugar, el fracaso para alcanzar un acuerdo sobre incentivos fiscales comunes en el marco de la etiqueta *Finance Europe* revela las limitaciones actuales del enfoque intergubernamental en materias sensibles. El hecho de que ni siquiera un grupo reducido de siete Estados miembros haya logrado pactar beneficios fiscales coordinados cuestiona la viabilidad de avanzar por esta vía en futuras iniciativas, especialmente en campos tan controvertidos como la fiscalidad. El diseño acordado, carente de ambición y de compromiso fiscal

efectivo, constituye un resultado modesto para el *Competitiveness Lab* y pone de manifiesto las dificultades de generar consenso incluso en formatos flexibles.

En cuarto lugar, promover explícitamente un sesgo geográfico en la asignación de inversiones, ya sea en forma de *home bias* nacional o de sesgo europeo, desde el sector público puede resultar contraproducente para la movilización del ahorro minorista. Esta orientación contradice los principios básicos de la teoría moderna de carteras, que subraya la importancia de la diversificación internacional para maximizar la eficiencia financiera. Limitar artificialmente el universo de inversión expone a los hogares a mayor riesgo y menor rentabilidad, lo que puede erosionar la confianza en los productos promovidos por las autoridades.

En quinto lugar, es importante evitar que un instrumento modesto como *Finance Europe* intente abarcar simultáneamente múltiples objetivos de política pública. En el contexto actual, en el que los hogares europeos concentran una parte desproporcionadamente alta de su riqueza financiera en depósitos y efectivo, el objetivo más razonable para una iniciativa como esta debería ser movilizar progresivamente ese ahorro hacia instrumentos de inversión. Pretender, al mismo tiempo, dirigir dicho ahorro hacia una geografía concreta —los activos europeos— sin abordar los factores estructurales que afectan a su rentabilidad y atractivo, no resulta realista.

Por último, un buen punto de partida para fomentar la canalización del ahorro minorista hacia los mercados financieros sería introducir incentivos fiscales adecuados, centrados en la simplicidad, previsibilidad y neutralidad. En este sentido, es fundamental que los Estados miembros firmantes de la iniciativa *Finance Europe* se abstengan de diseñar incentivos que favorezcan los productos con etiqueta a costa de deteriorar el tratamiento fiscal de otros instrumentos de ahorro minoristas, con el objetivo de llegar a un impacto fiscal neutral.

La canalización sostenida del ahorro minorista hacia activos europeos requeriría una batería mucho más amplia de reformas estructurales, tanto a escala europea como nacional²⁵. Entre ellas, el fortalecimiento del tejido empresarial, la mejora de los marcos fiscales y regulatorios, y el desarrollo de infraestructuras de mercado más eficientes y accesibles. Sin estas condiciones previas, limitarse a introducir una etiqueta voluntaria con criterios poco definidos y sin incentivos claros corre el riesgo de generar frustración o incluso desafección entre los ahorradores. Un diseño eficaz debe ser proporcional a los objetivos que persigue y no sustituir, ni mucho menos ocultar, las reformas estructurales necesarias.

Bibliografía

- ¹ 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*. European Council.
- ² International Monetary Fund. (2009). *Balance of Payments and International Investment Position Manual* (6th ed.). IMF Publications.
- ³ European Central Bank. (2023). The euro area current account surplus: Drivers and implications. *ECB Economic Bulletin*, 3, 45-62.
- ⁴ Krugman, P. R., Obstfeld, M., & Melitz, M. J. (2018). *International economics: Theory and policy* (11th ed.). Pearson.
- ⁵ Buenaventura, R. (2024). Intervención en la XIV Edición del Spain Investors Day. Comisión Nacional del Mercado de Valores. <https://www.cnmv.es/web/services/verdocumento/ver?t=%7Bdeb7648e-09ed-4cb9-aa5e-bf2421e2b715%7D>
- ⁶ Arnal, J. (2025). *España y el mito de los mercados de capitales europeos: más integración de la que creemos, menos desarrollo del que necesitamos* (Elcano Policy Paper). Real Instituto Elcano. <https://media.realinstitutoelcano.org/wp-content/uploads/2025/03/policy-paper-espana-y-el-mito-de-los-mercados-de-capitales-europeos.pdf>
- ⁷ Lannoo, K., Thomadakis, A., y Arnal, J. (2024). Staying ahead of the curve: Shaping EU financial sector policy under von der Leyen II. Centre for European Policy Studies, European Capital Markets Institute y European Credit Research Institute.
- ⁸ Arnal, J., & Thomadakis, A. (2024). Are the European Commission's plans on financial services what the EU needs? *Intereconomics*, 59(6). <https://www.intereconomics.eu/contents/year/2024/number/6/article/are-the-european-commission-s-plans-on-financial-services-what-the-eu-needs.html>
- ⁹ European Commission. (2024), Monitoring progress towards a Capital Markets Union: a toolkit of indicators. Commission Staff Working Document SWD (2021) 544. https://finance.ec.europa.eu/document/download/60d966f8-8f3a4133-a852-de7d6978e387_en?filename=240719-capital-markets-union-indicators_en.pdf
- ¹⁰ OECD. (2024), OECD Capital Market Review of Spain 2024. OECD Publishing. https://www.oecd.org/en/publications/oecd-capital-market-review-of-spain-2024_478ec2f5-en.html
- ¹¹ Kaskarelis, L., Kund, A.-G., Skrutkowski, M., & Solé, J. (2025, 27 de mayo). *Capital markets union redux: Towards a deeper and more accessible savings and investments union* (ESM 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>
- ¹² Cooper, I., Sercu, P., & Vanpée, R. (2012). The equity home bias puzzle: A survey. *Foundations and Trends in Finance*, 7(4), 289-416.
- ¹³ DeSantis, G., & Gerard, B. (1997). International asset pricing and portfolio diversification with time-varying risk. *The Journal of Finance*, 52(5), 1881-1912.
- ¹⁴ Coval, J. D., & Moskowitz, T. J. (2001). The geography of investment: Informed trading and asset prices. *Journal of Political Economy*, 109(4), 811-841.
- ¹⁵ Lewis, K. K. (1999). Trying to explain home bias in equities and consumption. *Journal of Economic Literature*, 37(2), 571-608.
- ¹⁶ Coval, J. D., & Moskowitz, T. J. (1999). Home bias at home: Local equity preference in domestic portfolios. *The Journal of Finance*, 54(6), 2045-2073.
- ¹⁷ Charles Schwab. (2023). Fundamentals of behavioral finance: Home bias. Recuperado de <https://www.schwab.com/learn/story/fundamentals-of-behavioral-finance-home-bias>

-
- ¹⁸ Konara, P. (2020). The role of language connectedness in reducing home bias in trade, investment, information, and people flows. *Research in International Business and Finance*, 52, 101180
- ¹⁹ Lambert, C., Molestina Vivar, L., & Wedow, M. (2024). Is home bias biased? New evidence from the investment fund sector. *ECB Working Paper Series*, No. 2924
- ²⁰ Gaar, K., Steinhardt, M. F., & Steinsträsser, C. (2020). The home bias and the local bias: A survey. *Management Review Quarterly*, 71(3), 525-569
- ²¹ Oehler, A., Rummer, M., & Smith, P. N. (2008). IPO pricing and the relative importance of investor sentiment - Evidence from Germany. *Schmalenbach Business Review*, 60(1), 4-27.
- ²² Lippi, F. (2016). Home bias in government bond holdings: Evidence from euro area investors. *Journal of Banking & Finance*, 68, 160-175
- ²³ Abrahamsson, M., & De Ridder, A. (2015). Allocation of shares to foreign and domestic investors: Firm and ownership characteristics in Swedish IPOs. *Research in International Business and Finance*, 33, 75-87
- ²⁴ Grinblatt, M., & Keloharju, M. (2001). How distance, language, and culture influence stockholdings and trades. *The Journal of Finance*, 56(3), 1053-1073.
- ²⁵ Arnal, J., & Feás, E. (2024, 29 de octubre). *Competitiveness: the widening gap between the EU and the US*. Elcano Royal Institute. <https://www.realinstitutoelcano.org/en/analyses/competitiveness-the-widening-gap-between-the-eu-and-the-us/>