

Aantrekkelijke Europese kapitaalmarkten

In het kort In deze verdiepende analyse laten we zien dat een krachtige Europese kapitaalmarktunie een noodzakelijke voorwaarde is voor een concurrerende Europese economie, maar nog geen garantie. Nu vloeit namelijk nog veel Europees risicodragend kapitaal weg naar onder meer de Verenigde Staten. Kapitaal dat daarmee niet ten goede komt aan Europese economische activiteit. We illustreren dit aan de hand van indirecte en directe beleggingen van Nederlandse huishoudens. We leggen uit waarom Nederlandse pensioenfondsen en huishoudens kiezen voor beleggingen buiten de EU en waar de kansen liggen voor de Europese kapitaalmarkten om te kunnen concurreren met de Amerikaanse kapitaalmarkten.

Start 1 Europa staat voor **grote uitdagingen**, wil het een concurrerende economie blijven:

4 Conclusie

Een Europese kapitaalmarktunie **vergroot het aanbod van risicodragend kapitaal**, maar is geen garantie dat dit kapitaal ten goede komt aan de Europese economie.



Wat is er nog meer nodig?

- Maak het **aantrekkelijker** om in Europa te investeren
- Vergroot de **concurrentie- en innovatiekracht** van de EU
- Verhoog de **arbeids-productiviteit** in Europa

3

Veel kapitaal **vloeit echter weg** naar de kapitaalmarkten in de VS.

Ter illustratie: Nederlandse pensioenfondsen en huishoudens kiezen voor beleggingen in de VS.



Duurzaamheidstransitie



Innovatie



Strategische autonomie

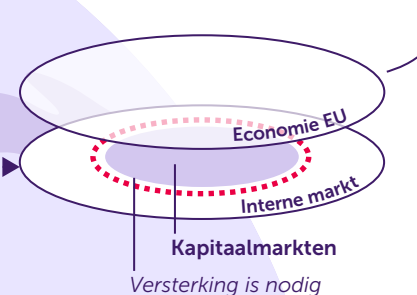
Jaarlijks **€750-800 miljard** +

2

De kosten die deze uitdagingen met zich mee brengen moeten grotendeels **privaat gefinancierd** worden. Dat geld moet onder andere uit de **Europese kapitaalmarkten** komen.

Nodig:

Kapitaalmarkten vormen een cruciaal onderdeel van de Europese interne markt, een belangrijke pijler onder de economie van EU. Door de **Europese kapitaalmarkten te versterken**, kan er meer kapitaal naar de EU getrokken worden.



Inhoudsopgave

1. Inleiding	3
2. Risicodragend kapitaal van huishoudens in de EU	5
3. Uitdagingen en kansen voor Europese kapitaalmarkten	11
4. Conclusie	15

1. Inleiding

Krachtige Europese kapitaalmarkten zijn nodig om innovatie, duurzame groei en strategische autonomie binnen de EU te bevorderen.

Europese kapitaalmarkten vormen een cruciaal onderdeel van de Europese interne markt, een belangrijke pijler onder de economie van de Europese Unie (EU).¹ Kapitaalmarkten spelen een belangrijke rol in de ondersteuning van de reële economie en de financieel-economische integratie van Europa. Daarbij bestaat de verwachting dat voor de financiering van innovatie in het algemeen en voor de duurzaamheidstransitie in het bijzonder Europese kapitaalmarkten de komende jaren verder moeten integreren en sterker groeien. De omvangrijke plannen van de Europese Commissie (EC) om te komen tot een Europese kapitaalmarktunie (Capital Markets Union; CMU) moeten de Europese kapitaalmarkten sterker maken door integratie te bevorderen, concurrentie te vergroten en kapitaalmarkten te laten groeien. Diepere en meer geïntegreerde Europese kapitaalmarkten ondersteunen economische groei met risicodragend kapitaal en versterken bovendien de financiële stabiliteit. Ook verstevigt een krachtige Europese kapitaalmarktunie de weerbaarheid van de Europese economie en vergroot het de strategische autonomie van de EU.

Om deze strategische doelen van de EU te financieren zijn enorme hoeveelheden extra (risicodragend) kapitaal nodig. Dat blijkt onder andere uit het rapport dat Mario Draghi in opdracht van de EC heeft geschreven. Hierin staat de concurrentiekracht van de Europese economie centraal en worden de uitdagingen uiteengezet waarmee de Europese industrie en bedrijven in de interne markt te maken krijgen.² Om de duurzaamheids- en digitale transitie te financieren, innovatie te stimuleren en defensie en veiligheid te versterken, schat de EC jaarlijks €750-800 miljard nodig te hebben (Tabel 1). Dit komt overeen met 4,4%-4,7% van het bbp van de EU³; een ongekende opgave in de geschiedenis van de EU.

¹ 'EU single market', EC.

² 'EU competitiveness: Looking ahead', EC, september 2024.

³ Ten opzichte van het 2023 bbp-niveau.

Tabel 1 Er is veel extra kapitaal nodig om de strategische doelen van de EU te financieren

Jaarlijks aanvullende investeringsbehoefte (2025-2030) in EUR (miljarden)

Investeringscategorie	2025-2030
Het behalen van de energietransitie	450
<i>Energie (inclusief de inzet van schone technologieën)</i>	<i>300</i>
<i>Transport (inclusief oplaadinfrastructuur)</i>	<i>150</i>
Leider worden in digitale technologieën	150
Versterking van defensie- en veiligheidscapaciteiten	50
Productiviteitsverhoging door baanbrekende innovaties	100-150
Totale jaarlijkse aanvullende investeringsbehoeften	750-800
<i>ECB-schatting</i>	<i>771</i>

Bron: Europese Commissie (2024)

Een sterke Europese kapitaalmarktunie is een noodzakelijke voorwaarde om voldoende (risicodragend) kapitaal te genereren voor het doen van investeringen in de Europese economie. In zijn rapport doet Draghi dan ook een aantal aanbevelingen die de investeringen in de Europese Unie kunnen vergroten. Hoewel een belangrijke rol is weggelegd voor fiscale stimuleringsmaatregelen en directe overheidsuitgaven (publieke investeringen), zal het overgrote deel van het benodigde kapitaal uit private investeringen moeten komen. Om dit te bereiken moeten de kosten omlaag die bedrijven maken om kapitaal op te halen op de Europese kapitaalmarkten. Een goed werkende Europese kapitaalmarktunie verbetert de efficiëntie van kapitaalmarkten en vergroot het aanbod van risicodragend kapitaal zodat private financieringskosten kunnen dalen.

De AFM heeft in eerder stadium - samen met De Nederlandsche Bank (DNB) - beleidsaanbevelingen gedaan om een Europese kapitaalmarktunie te bevorderen.⁴ Zo moeten toetredingsdrempels tot Europese kapitaalmarkten worden verlaagd en de toegankelijkheid vergroot. Met als doel Europese kapitaalmarkten te verdiepen, zodat deze nog beter in dienst van Europese groei en innovatie kunnen staan. Om dit te bereiken zijn concrete maatregelen nodig, zoals harmonisatie van wet- en regelgeving, het versterken van het mandaat van de European Securities and Markets Authority (ESMA) en het promoten van eerlijk concurrentie. Daarnaast moet de beschikbaarheid van risicodragend kapitaal worden vergroot door Europese huishoudens meer te laten beleggen. Dit kan ofwel direct ofwel indirect via (verplichte) pensioenregelingen.

In deze verdiepende analyse laten we zien dat een krachtige Europese kapitaalmarktunie een noodzakelijke voorwaarde is voor een concurrerende Europese economie, maar nog geen garantie. Op dit moment vloeit namelijk nog veel Europees risicodragend kapitaal weg naar onder meer de Verenigde Staten (VS). Kapitaal dat daarmee niet ten goede komt aan Europese economische activiteit. In hoofdstuk 2 illustreren we dit aan de hand van de indirecte en directe beleggingen van Nederlandse huishoudens. Hoofdstuk 3 gaat vervolgens in op de redenen waarom Nederlandse pensioenfondsen en huishoudens kiezen voor beleggingen buiten de EU. Ook wordt besproken waar de kansen liggen voor de Europese kapitaalmarkten om te kunnen concurreren met de Amerikaanse kapitaalmarkten. Een sterke Europese kapitaalmarktunie is een deel van het antwoord, maar er is meer nodig om investeringen in en het concurrentievermogen van de Europese economie te laten toenemen.

⁴ 'Next steps for the European Capital Markets Union (CMU)', AFM, februari 2024.

2. Risicodragend kapitaal van huishoudens in de EU

In dit hoofdstuk gaan we in op het aanbod van risicodragend kapitaal van huishoudens in de EU en laten we zien waar dit kapitaal terecht komt. Op dit moment vloeit veel van dit risicodragend kapitaal van huishoudens weg naar onder meer de VS met als gevolg dat het niet ten goede aan Europese economische activiteit.

2.1 Hoe ziet het aanbod van risicodragend kapitaal van huishoudens eruit?

Europese Unie

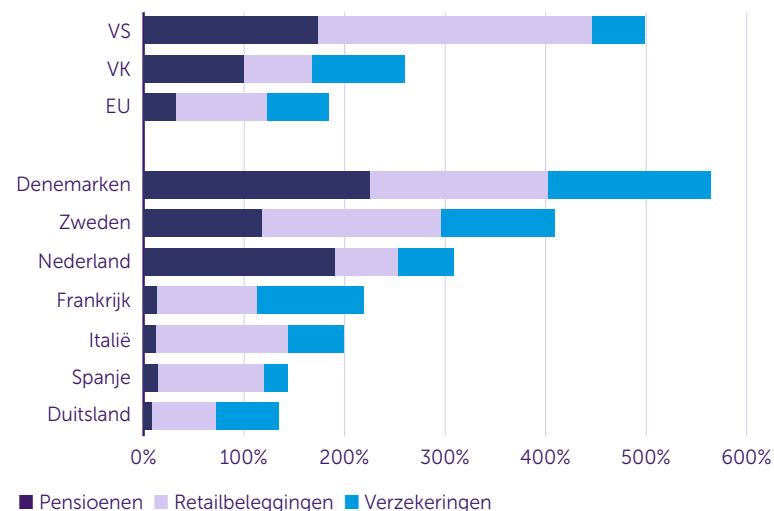
Huishoudens in de EU sparen relatief veel en beleggen relatief weinig.⁵ In vergelijking met Amerikaanse huishoudens sparen huishoudens in de EU relatief veel. Daar waar Amerikanen gemiddeld 3,2% van hun inkomen sparen, is dit percentage in de EU 12,7%. Toch wordt het netto vermogen van huishoudens in Europa steeds kleiner ten opzichte van de VS. Dit komt onder meer omdat Amerikanen hun spaarcenten sneller inzetten als risicodragend kapitaal voor beleggingen. Hier wordt doorgaans een hoger rendement op behaald. Europese huishoudens beleggen minder dan in de VS. Dit komt onder andere door de relatief hoge kosten voor retailbeleggers in Europa⁶ en het gegeven dat voor veel Europese landen het pensioenvermogen relatief laag is, waardoor dit niet wordt ingezet als indirecte belegging.

Indirecte beleggingen door Europese huishoudens via kapitaalgedekte pensioenregelingen zijn schaars. De meeste Europeanen zijn voor hun pensioenvoorziening aangewezen op inkomen dat wordt gefinancierd uit lopende belastingen en premies (omslagstelsel) en niet op financiering door kapitaalgedekte pensioenregelingen zoals (verplichte) deelname aan een pensioenfonds. Onder andere hierdoor is het gemiddeld pensioenvermogen in de EU laag ten opzichte van

bijvoorbeeld de VS en het Verenigd Koninkrijk (VK) waar huishoudens gemiddeld meer beleggen voor hun pensioen. Ter illustratie: het belegd pensioenvermogen in verhouding tot het bruto binnenlands product (bbp) per einde 2022 was gemiddeld 32% in de EU, ten opzichte van 173% in de VS en 100% in het VK (Figuur 1).⁷ Het relatief lage percentage van indirecte beleggingen door huishoudens in de EU betekent onder meer dat er veel te winnen valt door huishoudens meer te laten bijdragen aan het totale aanbod risicodragend kapitaal door (verplichte) pensioenregelingen te versterken. Pensioenstelsels in de EU worden daardoor ook minder vergrijzingsgevoelig.

Figuur 1 Europeanen beleggen relatief weinig voor hun pensioen

Beschikbaar langetermijn kapitaal als percentage van bbp (2020-2022)



Bron: New Financial

⁵ Zie 'EU competitiveness: Looking ahead', EC, september 2024. Cijfers voor 2023.

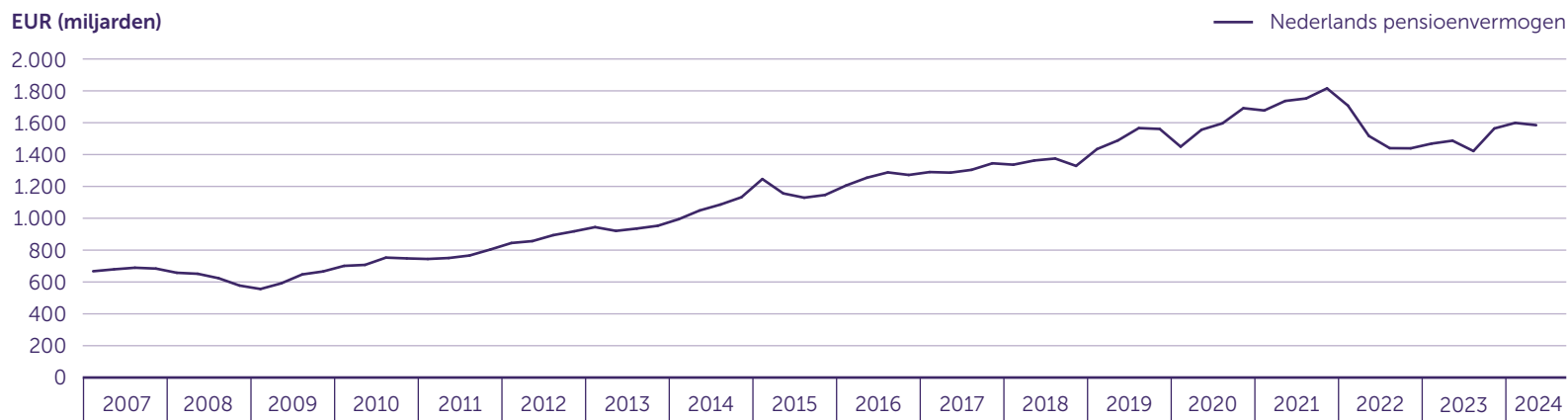
⁶ Onder andere EFAMA onderstreept het belang van een Europese kapitaalmarktunie om huidige kostenverschillen tussen UCITS en Amerikaanse beleggingsfondsen te doen laten afnemen. Zie 'EFAMA Market Insights - issue 8', EFAMA, maart 2022.

⁷ Cijfers gemiddeld over 2019-2021, 'The future of pensions and retail investment in the EU', New Financial, juni 2024.

Nederland

Nederlandse huishoudens beleggen hoofdzakelijk indirect via het opgebouwde pensioenvermogen. Het Nederlandse pensioenstelsel is een van de beter ontwikkelde van de wereld. Nederlandse huishoudens beleggen met name indirect via het verplichte werknemerspensioen voor hun ouderdagvoorziening.⁸ Zo bedroegen de beleggingen in de tweede pijler per eind Q2 2024 circa €1584 miljard oftewel zo'n 153% van het bbp (Figuur 2).⁹ In totaal wordt ongeveer 75% van het totale spaar- en belegd vermogen van Nederlandse huishoudens belegd via het pensioen.¹⁰ De omvang van het Nederlandse pensioenstelsel is daarmee relatief groot ten opzichte van andere landen in de EU. Samen met de pensioengelden van Zweden en Denemarken vormen we tweederde van het gehele pensioenvermogen in de EU.

Figuur 2 Het Nederlandse pensioenvermogen groeit gestaag door



Bron: DNB

⁸ Het Nederlandse pensioenstelsel bestaat uit drie pijlers: de Algemene Ouderdomswet (AOW), aanvullende pensioenopbouw via de werkgever en aanvullende, individuele pensioenverzekeringen. De AOW vormt samen met de Algemene Nabestaandenwet (Anw) en de Wet werk en inkomen naar arbeidsvermogen (WIA) de eerste pijler van het pensioenstelsel en wordt betaald vanuit belastinginkomsten van de Nederlandse overheid. De verplichte aanvullende pensioenopbouw via de werkgever en de vrijwillige individuele aanvullende pensioenopbouw via pensioenverzekeringen vormen de tweede en de derde pijlers.

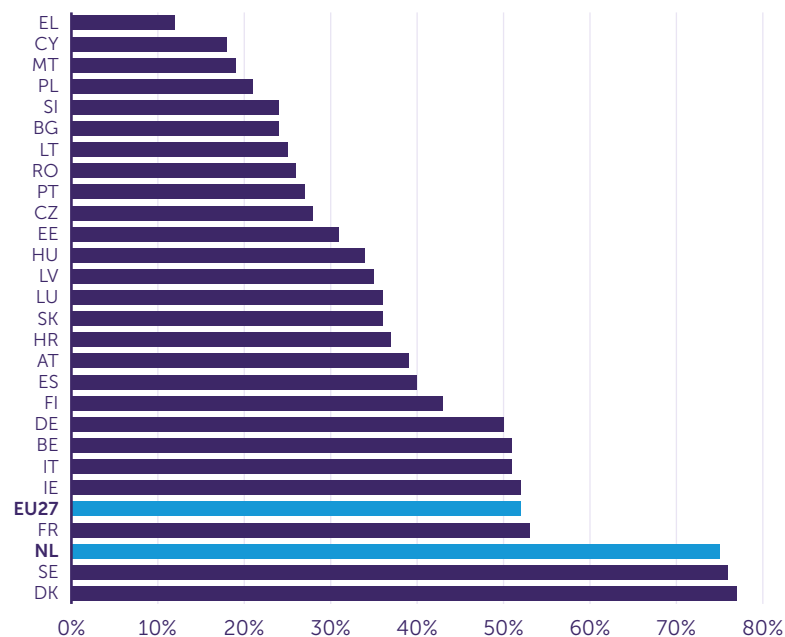
⁹ 'Financiële positie van pensioenfondsen', DNB. Cijfers bbp per einde 2023.

¹⁰ 'Commission staff working document: Monitoring progress towards a capital markets union: a toolkit of indicators - 2024', EC, juli 2024.

Directe beleggingen door Nederlandse huishoudens zijn – door beleggingen via deels verplichte pensioenspaargelden – in relatieve zin laag ten opzichte van andere EU-landen. In Nederland wordt slechts 7% van het totale spaar- en belegd vermogen van huishoudens direct belegd ten opzichte van gemiddeld 15% in de EU. Volgens consumentenonderzoek van de AFM belegt ongeveer 25% van de huishoudens direct.¹¹ Ter illustratie, in de VS belegt 58% van de huishoudens direct.¹²

Figuur 3 Nederland is samen met Zweden en Denemarken Europees kampioen pensioenbeleggen

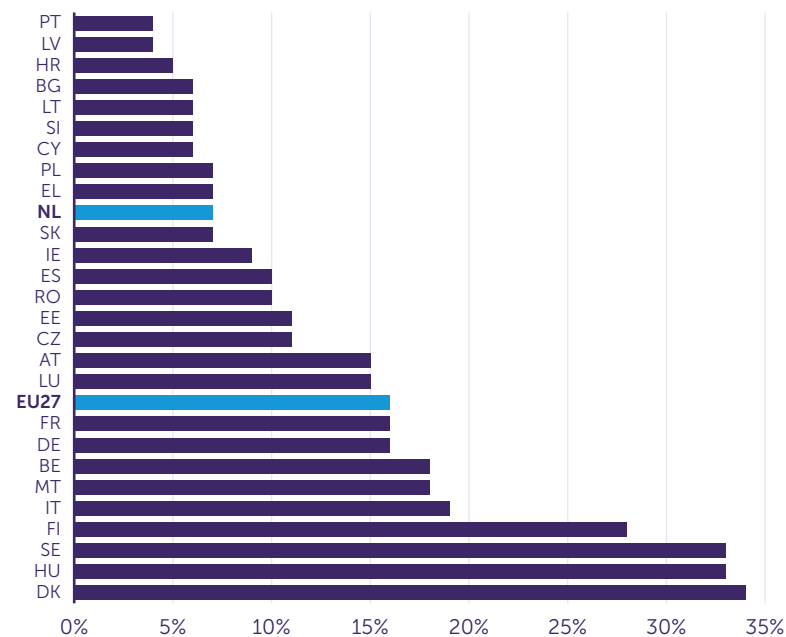
Indirecte beleggingen (als percentage van het totaal belegd en spaarvermogen van huishoudens)



Bron: EC (2022)

De belangrijkste verklaring voor de procentueel relatief geringe directe beleggingen lijkt te liggen in het feit dat Nederlandse huishoudens veel van hun vermogen al (verplicht) via hun pensioen beleggen. Overigens zijn de indirecte en directe beleggingen door Nederlandse huishoudens nog altijd veel hoger zijn dan in andere Europese landen (Figuur 3).¹³

Directe beleggingen (als percentage van het totaal belegd en spaarvermogen van huishoudens)



¹¹ 'AFM Consumentenmonitor 2023-Q4', AFM, december 2023.

¹² 'Percentage of Americans who own stocks reaches record high', Axios, oktober 2023.

¹³ Exclusief belegd pensioenvermogen.

2.2 Waar komt het aanbod van risicodragend kapitaal terecht?

Europese Unie

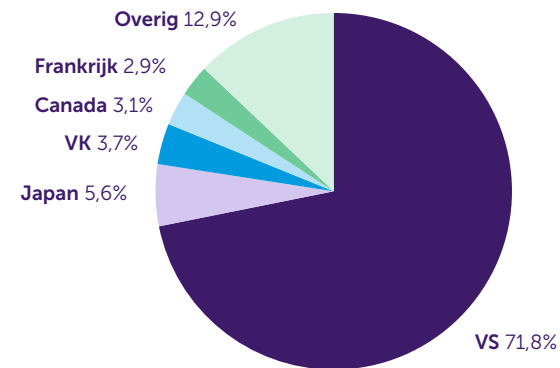
Per saldo stroomt er (risicodragend) kapitaal van de EU naar de Verenigde Staten. Historisch gezien heeft de EU een tekort op de kapitaal- en financiële rekening van de (bilaterale) betalingsbalans met de VS.¹⁴ Dit tekort impliceert dat vanuit de EU (en Nederland) per saldo meer wordt geïnvesteerd in de Amerikaanse economie andersom, door directe investeringen in bedrijven (FDI¹⁵), beleggingen en Amerikaanse staatsobligaties.¹⁶ Hieronder vallen ook beleggingen door huishoudens. Europese(pensioen)beleggers zien het beleggen in de Amerikaanse economie als een manier om diversificatie te zoeken in hun portefeuille en eveneens als kans om te profiteren van de groei van de Amerikaanse economie. Europese bedrijven, die op zoek zijn naar risicodragend kapitaal, lopen hierdoor gelden mis.

De wereldwijde trend naar meer passief beleggen versterkt de toename van directe en indirecte retailbeleggingen in de VS. Inmiddels is wereldwijd meer vermogen passief (in aandelen) belegd dan actief.¹⁷ Ook in de EU geldt dat passief beleggen sterk in opkomst is.¹⁸ Een drijver is de populariteit van Exchange Traded Funds (ETFs).¹⁹ Belangrijke redenen voor de populariteit zijn de lage kosten, de liquiditeit en (de perceptie van) gunstige risico-rendement karakteristieken van ETFs. Veel passieve fondsen, waaronder ETFs, zijn gebaseerd op wereldwijde indices. Voor passieve aandelenfondsen geldt dat deze indices met een allocatie van ongeveer 60-70% voor

het grootste deel bestaan uit Amerikaanse aandelen (Figuur 4). Een nadeel van passief beleggen is dat bedrijven (en dus landen) met de grootste marktkapitalisatie de grootste weging krijgen in het mandje waar de ETF op is gebaseerd, en niet de bedrijven met bijvoorbeeld de beste rendementsverwachtingen. Risicodragend kapitaal in de EU zal dan ook niet vergroot worden wanneer iedereen passief belegt in wereldwijde beleggingsfondsen.

Figuur 4 Amerikaanse aandelen maken het grootste deel uit van de MSCI World index

Gewicht per land in MSCI World index (procenten)



Bron: MSCI (2024)

¹⁴ 'European Union Trade & Investment Summary', USTR.

¹⁵ Foreign Direct Investments, zie ook 'Is the European Union really in surplus vis-à-vis the United States?', Banque France, februari 2019.

¹⁶ Zie bijvoorbeeld 'Analysis of developments in EU capital flows in the global context', EC, april 2024.

¹⁷ 'Global passive equity funds' assets eclipsed active in 2023 for first time', Reuters, februari 2024.

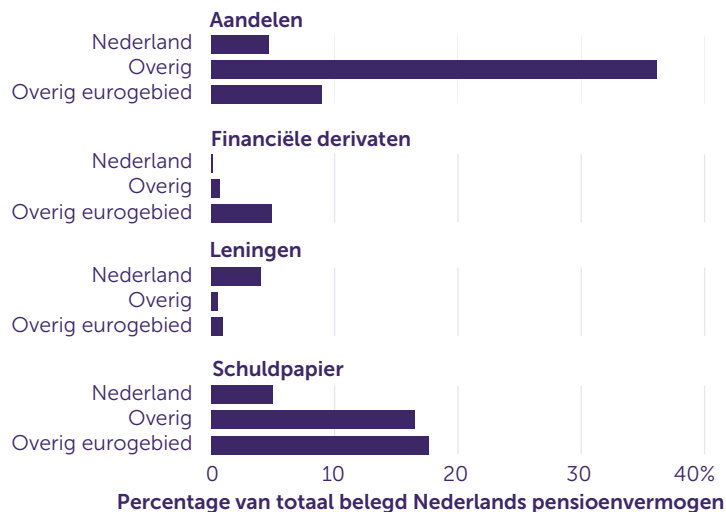
¹⁸ 'Are ETFs Taking Over Europe Too? | Morningstar', Morningstar, februari 2024.

¹⁹ 'ETF flows smash record in third quarter', FT, oktober 2024.

Nederland

Nederlands risicodragend kapitaal van huishoudens wordt voor het grootste deel belegd buiten de EU, vooral in de vorm van pensioenvermogen dat in de VS en Azië wordt belegd. Op de balansen van Nederlandse pensioenfondsen staan met name risicodragende activa zoals aandelen en obligaties. Ongeveer een derde van dit vermogen is belegd in aandelen van buiten de EU, gevolgd door schuld papier uit het Eurogebied (Figuur 5).²⁰ Ook op basis van het vermogen dat in (professionele) beleggingsfondsen wordt beheerd, komt het beeld naar voren dat het grootste deel van het Nederlandse vermogen buiten de EU en met name in de VS en Azië wordt belegd (Figuur 6).

Figuur 5 Nederlands pensioenvermogen is vooral in aandelen van buiten de EU en schuld papier van binnen de EU belegd



Bron: DNB (Q2 2024)

²⁰ 'Balans van pensioenfondsen inclusief doorkijk participaties in Nederlandse beleggingsinstellingen', DNB.

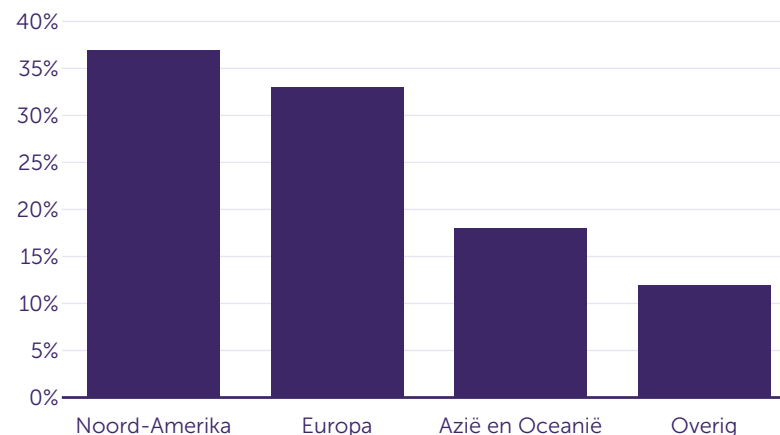
²¹ 'Bijna 2 miljoen huishoudens aan het beleggen', AFM, december 2021.

²² 'Effectenbezit Nederlandse huishoudens', DNB.

²³ 'De '25 grootste' beleggingen van Nederlandse huishoudens in individuele beleggingsfondsen', DNB.

Figuur 6 Ook Nederlandse beleggingsfondsen beleggen vooral buiten de EU, en met name in de VS en Azië

Percentage belegd vermogen in Alternatieve Investment Funds (AIFs)



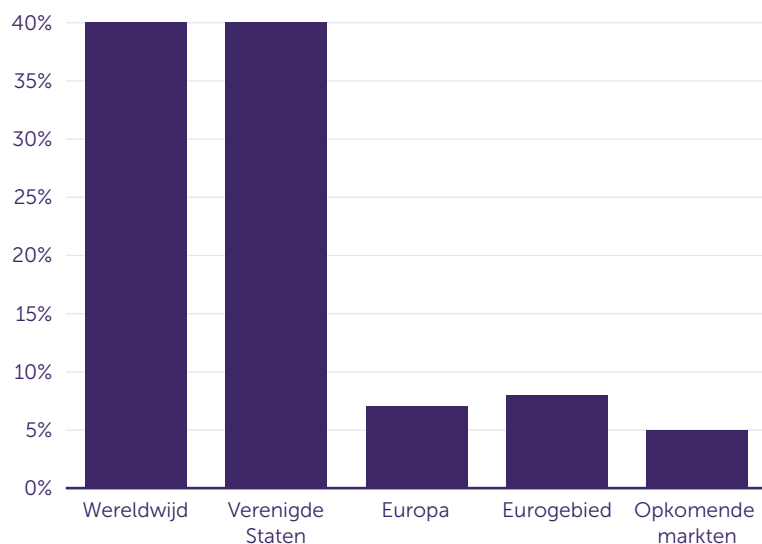
Bron: AFM (2023)

Directe beleggingen door Nederlandse huishoudens stromen grotendeels naar Amerikaanse kapitaalmarkten. Ongeveer een kwart van de huishoudens geeft aan te beleggen en doet dat merendeels in beleggingsfondsen, gevolgd door individuele aandelen.^{21,22} Als we kijken naar de geografische verdeling van de beleggingen dan komt het grootste deel echter terecht in de VS. Ter illustratie, de top tien aandelenbeleggingsfondsen waar Nederlandse huishoudens het meest in beleggen, zijn op één na géén op een Amerikaanse benchmark of een wereldwijde benchmark die voor het grootste deel uit Amerikaanse aandelen bestaan.²³

In Nederland zijn ETFs een populaire manier om te beleggen, met name ETFs afkomstig uit de VS. Voor Nederlandse beleggers is de (aandelen) ETF-markt sterk Amerikaans georiënteerd. De belangrijkste spelers op de Nederlandse ETF-markt zoals indexproviders en uitgever van ETFs komen uit de VS. Daarnaast zijn ETFs vaak gebaseerd op Amerikaanse indices of op brede (wereld) indices, waarin Amerikaanse aandelen dominant zijn (Figuur 7). De drie meest verhandelde ETFs door retailbeleggers op Nederlandse handelsplatformen zijn ETFs op de Amerikaanse S&P 500 of Nasdaq100. Tenslotte zijn Amerikaanse ETFs iets goedkoper dan bijvoorbeeld Europese ETFs (Figuur 8).

Figuur 7 Voor Nederlandse beleggers is de (aandelen) ETF-markt sterk Amerikaans georiënteerd

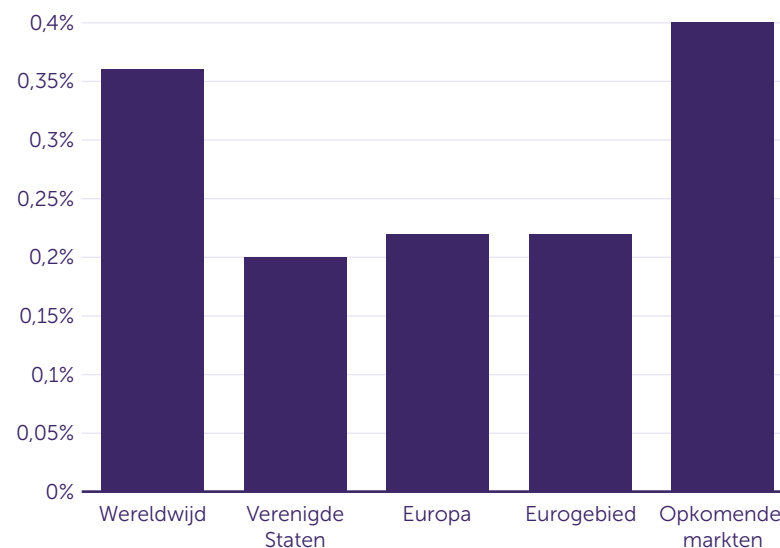
Percentage belegd vermogen in aandelen ETFs beschikbaar voor verkoop in Nederland



Bron: Morningstar (september 2024)

Figuur 8 Amerikaanse ETFs zijn goedkoper dan Europese ETFs

Doorlopende kosten (jaarlijks) zoals vermeld in de prospectus van aandelen ETFs beschikbaar voor verkoop in Nederland



Bron: Morningstar (september 2024)

Europese kapitaalmarkten zijn vooralsnog minder aantrekkelijk voor risicodragend kapitaal, waardoor kapitaal wegstroomt naar buiten de EU. Er is in de meeste landen relatief weinig aanbod van risicodragend kapitaal van huishoudens. Minder ontwikkelde pensioenstelsels in een aantal landen uit de EU spelen hierbij een rol. In landen zoals Nederland waar goed ontwikkelde pensioenstelsels zijn, wordt relatief veel (indirect) belegd ten opzichte van andere landen in de EU. Het risicodragende kapitaal dat daarmee beschikbaar is, vloeit echter voor een aanzienlijk deel naar onder meer de VS. In het volgende hoofdstuk gaan we in op de vraag waarom dit het geval is en waarom Europese kapitaalmarkten vooralsnog minder in staat zijn om het aanbod van risicodragend kapitaal te faciliteren.

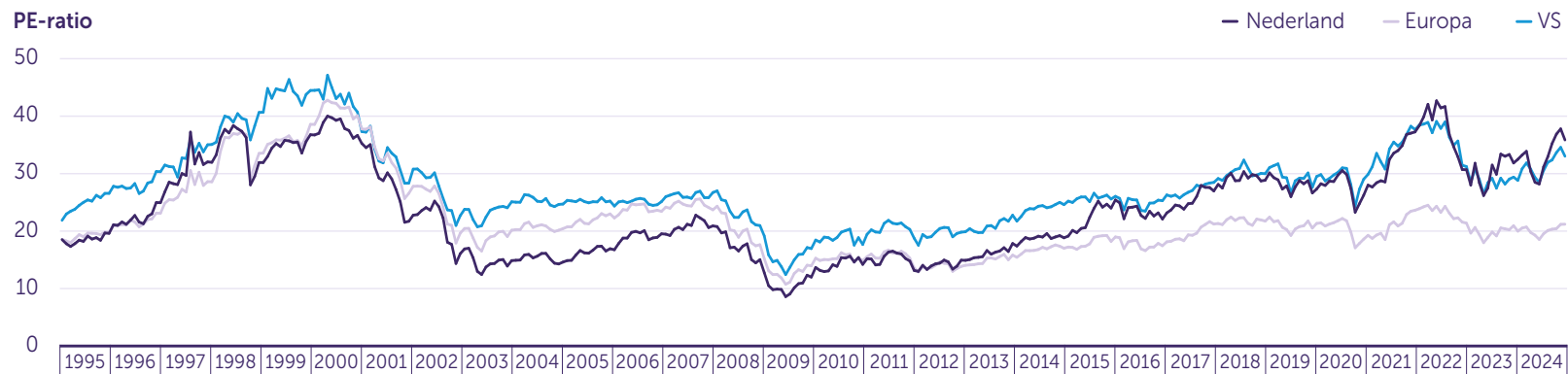
3. Uitdagingen en kansen voor Europese kapitaalmarkten

In dit hoofdstuk gaan we in op de vraag wat (Europese) kapitaalmarkten aantrekkelijk maakt voor aanbieders van risicodragend kapitaal en welke kansen en uitdagingen er zijn om Europese kapitaalmarkten aantrekkelijk te maken. Een sterke Europese kapitaalmarktunie én structurele hervormingen van de Europese economie kunnen het aanbod van risicodragend kapitaal in dienst van de Europese economie vergroten.

3.1 Wat is de aantrekkingskracht van buitenlandse kapitaalmarkten?

Er zijn goede redenen om kapitaal ook buiten de EU te beleggen, waaronder geografische risicospreiding, lage kosten en hogere rendementsverwachtingen. Pensioenfondsen hebben de fiduciaire taak om het vermogen van deelnemers op verantwoorde wijze te beleggen. Hierbij hoort een goede risico-rendement afweging.

Figuur 9 Amerikaanse aandelen hebben een structureel hogere koerswinstverhouding dan Europese aandelen



Bron: Bloomberg

²⁴ 'Europese vergrijzing in het vizier. Omgaan met pensioen- en begrotingsrisico's', WRR, september 2024.

²⁵ 'Old-age dependency ratio', OECD.

Er zijn dan ook goede redenen om niet alleen binnen de EU te beleggen. Ten eerste biedt beleggen buiten de EU geografische risicospreiding en andere diversificatiemogelijkheden. Er zijn eenvoudigweg meer mogelijkheden om te beleggen buiten de EU dan binnen de EU. Rendementsverwachtingen spelen tevens een belangrijke rol. Ook daarvoor geldt dat er buiten de EU meer kansen liggen voor beleggers. Ter illustratie, Europese aandelen hebben ten opzichte van aandelen in de VS een structureel lagere koerswinstverhouding (Figuur 9). Hoewel op korte termijn een hoge PE-ratio duidt op overwaardering, kan een structureel lagere PE-ratio in een regio een indicatie zijn voor een structureel lagere groei- en innovatieverwachtingen en daarmee minder aantrekkelijk zijn om in te investeren. Overigens doet Nederland het in vergelijking met de rest van Europa redelijk goed, mogelijk vanwege de grote verwachtingen van technologie gerelateerde aandelen, vergelijkbaar met de VS. Een belangrijke demografische drijver voor structureel lagere groeiverwachtingen is vergrijzing. Europa vergrijst (en ontgroent) relatief harder dan de VS.^{24,25}

Er zijn dan ook goede redenen om niet alleen binnen de EU te beleggen. Ten eerste biedt beleggen buiten de EU geografische risicospreiding en andere diversificatiemogelijkheden. Er zijn eenvoudigweg meer mogelijkheden om te beleggen buiten de EU dan binnen de EU. Rendementsverwachtingen spelen tevens een belangrijke rol. Ook daarvoor geldt dat er buiten de EU meer kansen liggen voor beleggers. Ter illustratie, Europese aandelen hebben ten opzichte van aandelen in de VS een structurele lagere koerswinstverhouding (Figuur 9). Hoewel op korte termijn een hoge PE-ratio duidt op overwaardering, kan een structureel lagere PE-ratio in een regio een indicatie zijn voor een structureel lagere groei- en innovatieverwachtingen en daarmee minder aantrekkelijk zijn om in te investeren. Overigens doet Nederland het in vergelijking met de rest van Europa redelijk goed, mogelijk vanwege de grote verwachtingen van technologie gerelateerde aandelen, vergelijkbaar met de VS. Een belangrijke demografische drijver voor structureel lagere groeiverwachtingen is vergrijzing. Europa vergrijst (en ontgroent) relatief harder dan de VS.^{26,27}

Liquiditeit is een belangrijke voorwaarde voor aantrekkelijke kapitaalmarkten. Er zijn verschillende manieren waarop je naar liquiditeit kan kijken, zowel monetair als vanuit de markt. Monetaire liquiditeit verwijst naar de beschikbaarheid van geld in de economie en marktliquiditeit verwijst naar de mogelijkheid om activa efficiënt te verhandelen op financiële markten²⁸. Voor beide geldt dat sinds de kredietcrisis van 2008 sprake is van divergentie tussen Europa en de VS. Zo heeft de Amerikaanse centrale bank (de Federal Reserve, Fed) over het algemeen een meer proactief en ruimer stimuleringsbeleid gevoerd, zowel tijdens als na de financiële crisis, dan de Europese Centrale Bank (ECB). Dit heeft geleid tot meer monetaire liquiditeit in de VS in vergelijking met Europa. De ECB was relatief voorzichtig en minder agressief in haar beleid. Op het gebied van marktliquiditeit is de situatie vergelijkbaar. De kapitaalmarkten in de VS zijn meer liquide dan die in Europa (Figuur 10).²⁹ Dit komt in belangrijke mate door de schaal van de Amerikaanse kapitaalmarkt, maar ook de structuur van de markt

kan een verklaring zijn. Zo zijn Amerikaanse kapitaalmarkten minder gefragmenteerd en is er bijvoorbeeld één centrale tegenpartij (Central Counter Party; CCP) en één centrale effectenbewaarinstituut (Central Securities Depository; CSD) voor alle aandelentransacties, hetgeen lagere handelskosten mede kan verklaren.

Figuur 10 In termen van omzet zijn Europese aandelen een stuk minder liquide dan Amerikaanse aandelen

De gemiddelde dagelijkse omzet waarbij alle bedrijven in een specifiek markt-kapitalisatiesegment worden opgeteld

	Mega-Cap (> €100 mld)	Large-Cap (€5 mld - €100 mld)	Mid-Cap (€1 mld - €5 mld)	Small-Cap (€250 mln - €1 mld)
Verenigde Staten	€144 mld	€116 mld	€23 mld	€4 mld
Europa	€13 mld	€44 mld	€6 mld	€1 mld
Verhouding (of Liquiditeits- kloof)	x11,1	x2,6	x3,5	x4,2

Bron: Euronext (2024)

²⁶ 'Europese vergrijzing in het vizier. Omgaan met pensioen- en begrotingsrisico's', WRR, september 2024.

²⁷ 'Old-age dependency ratio', OECD.

²⁸ Marktliquiditeit wordt vaak aangeduid met de term 'diep'. Hoe dieper een markt, hoe makkelijker activa verhandeld kunnen worden zonder invloed te hebben op de prijs.

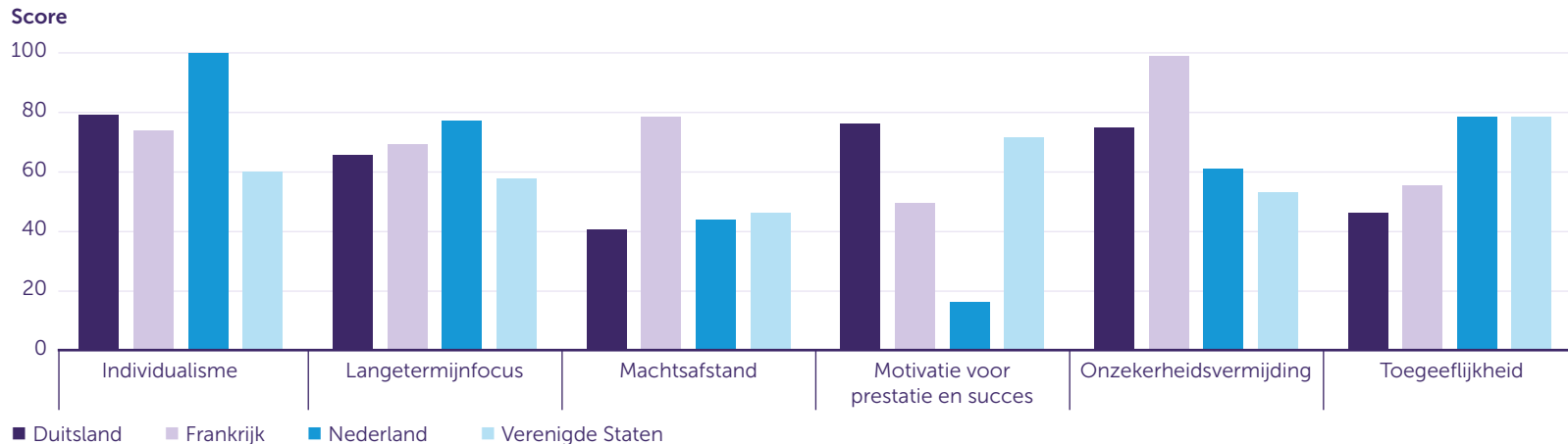
²⁹ Zie bijvoorbeeld: 'Demystifying the liquidity gap between European and US equities', Euronext, april 2024.

Netwerkeffecten en culturele verschillen spelen eveneens een belangrijke rol bij de aantrekkelijkheid van kapitaalmarkten.

Netwerkeffecten treden op wanneer de waarde van een product, dienst of markt toeneemt naarmate meer mensen of bedrijven eraan deelnemen. In de VS zijn deze netwerkeffecten sterker vanwege de grotere schaal van de markt en onderliggende infrastructuur, de aanwezigheid van meer institutionele partijen, en een cultureel ingebed ondernemerschap dat kapitaalinstroom vergemakkelijkt. Dit leidt tot een zelfversterkend proces waarin succesvolle bedrijven en markten meer investeerders aantrekken, dat weer verdere groei stimuleert, enzovoort. Daarentegen wordt in Europa de werking van netwerkeffecten belemmerd door de fragmentatie van de Europese kapitaalmarkten, verschillen in (nationale) wet- en regelgeving en een nog in belangrijke mate nationaal georganiseerd toezicht. Een kapitaalmarktunie kan dit deels pareren, en Europese wet- en regelgeving zorgt deels voor harmonisatie, maar het netwerkeffect in de VS blijft sterker door de schaal van de markt.

Bovendien speelt de hogere risicotolerantie in de VS een belangrijke rol in het beschikbaar stellen van risicodragend kapitaal en het versnellen van innovaties. De Europese risicotolerantie is vooralsnog beperkter dan de Amerikaanse (Figuur 11). Ter illustratie, in het afgelopen decennium bedroegen de durfkapitaalinvesteringen van de EU gemiddeld slechts 0,3 procent van het bruto binnenlands product, minder dan een derde van het gemiddelde in de VS (1,1 procent). Amerikaanse durfkapitaalfondsen haalden in deze periode 800 miljard dollar meer op dan hun Europese tegenhangers.³²

Figuur 11 De 6 cultuurdimensies van Geert Hofstede.³⁰ Culturele verschillen kunnen leiden tot verschillen in risicobereidheid³¹



Bron: The Cultural Factor (2024)

³⁰ 'The 6 dimensions model of national culture', Geert Hofstede.

³¹ Zie bijvoorbeeld 'Effects of Culture on Firm Risk-Taking: A Cross-Country and Cross-Industry Analysis', IMF, augustus 2012.

³² 'Europe Can Better Support Venture Capital to Boost Growth and Productivity', IMF, juli 2024.

3.2 Kansen voor aantrekkelijke Europese kapitaalmarkten

Er is recentelijk vooruitgang geboekt om de Europese kapitaalmarkten aantrekkelijker te maken. Zo is het centrale toegangspunt voor informatie over EU-bedrijven en beleggingsfondsen (ESAP) opgericht, dat investeerders helpt financiële gegevens te raadplegen en vergelijken. Ook heeft het Europees Parlement (EP) een herziening van de Markets in Financial Instruments Regulation (MiFIR) goedgekeurd, waarmee de invoering van een 'consolidated tape provider' (CTP³³) mogelijk is gemaakt. Dit zal de toegang tot marktgegevens verbeteren en de kosten voor beleggers verlagen. Daarnaast is er een gemeenschappelijk systeem voor bronheffing in het leven geroepen, wat investeerders jaarlijks zo'n €5 miljard zal besparen. Ten slotte is de Listing Act herzien waardoor bedrijven makkelijker kapitaal op de beurs kunnen ophalen.³⁴

Eerder dit jaar heeft de AFM - samen met DNB - aanvullende voorstellen gepubliceerd waarmee de realisatie van een Europese kapitaalmarktunie kan worden versneld.³⁵ Deze voorstellen zien onder andere toe op het aanpassen van het mandaat van ESMA om duidelijkheid in de regelgeving te vergroten en om, waar wenselijk en noodzakelijk, het toezicht te centraliseren. Daarnaast moeten nationale initiatieven worden ondersteund om (al dan niet verplichte) pensioenregelingen te entameren, particulieren meer te betrekken bij de aandelenmarkten en financiële educatie te bevorderen. Tot slot zijn ook het creëren van duidelijke labels voor duurzame producten en het verbeteren van de beschikbaarheid van markt- en toezichtgegevens cruciaal.³⁶ Deze gecombineerde inspanningen, alsmede initiatieven die nog verwacht worden n.a.v. de plannen een nieuwe Europese Commissie, kunnen de groei en ontwikkeling van de Europese kapitaalmarkten bevorderen.

Een Europese kapitaalmarktunie en een groter aanbod van risicodragend kapitaal zijn alleen niet voldoende voor een concurrerende Europese economie. Om te zorgen dat Europese kapitaalmarkten optimaal in dienst van de Europese economie werken, zijn structurele hervormingen nodig. Deze hervormingen moeten ervoor zorgen dat de Europese economie toekomstbestendig(er) wordt. Deze hervormingen zijn gericht op onder meer het aantrekkelijker maken en vergroten van de mogelijkheden om risicodragend kapitaal in Europa te investeren, het vergroten van de concurrentie- en innovatiekracht van de EU en het verhogen van de arbeidsproductiviteit in Europa.

³³ Zie 'Consolidated Tape Providers', ESMA.

³⁴ 'EU competitiveness: Looking ahead', EC, september 2024.

³⁵ 'Next steps for the European Capital Markets Union (CMU)', AFM, februari 2024.

³⁶ 'Effectiever toezicht door centralisering van financiële toezichtgegevens in Europa', AFM, maart 2024.

4. Conclusie

De Europese kapitaalmarktunie is een noodzakelijke voorwaarde voor een concurrerende Europese economie. De Europese kapitaalmarktunie heeft als doel om Europese kapitaalmarkten te versterken, te verdiepen, efficiënter te maken en in dienst van Europese economische groei en innovatie te laten werken. De beleidsdoelen van de EC voor de kapitaalmarktunie richten zich op het verminderen van versnipperde regelgeving en het vergroten van de liquiditeit, wat cruciaal is voor een aantrekkelijker investeringsklimaat binnen de EU.

Een Europese kapitaalmarktunie bestrijdt fragmentatie, verlaagt kosten en lokt meer aanbod van risicodragend kapitaal uit, maar is niet genoeg om te verzekeren dat dit kapitaal ten dienste komt van de Europese economie. Veel Europees risicodragend kapitaal stroomt naar de VS vanwege diepere en efficiëntere Amerikaanse kapitaalmarkten. Een Europese kapitaalmarktunie vergroot de efficiëntie van Europese kapitaalmarkten zodat Europese kapitaalmarkten kunnen groeien in dienst van de Europese economie. Een groter aanbod van risicodragend kapitaal is belangrijk voor deze groei. Hiervoor moet een grotere retailparticipatie en meer en beter ontwikkelde pensioenregelingen worden gestimuleerd. Een illustratie aan de hand van directe en indirecte beleggingen door Nederlandse huishoudens laat zien dat het vergroten van het aanbod van risicodragend kapitaal op zich geen garantie is voor verdieping van de Europese kapitaalmarkt. Amerikaanse markten trekken Europese beleggers aan door hun omvang, toegankelijkheid en gemak, de lagere kosten en een aantrekkelijk rendement. Dit wordt versterkt door netwerkeffecten en culturele voorkeuren. Initiatieven voor een Europese kapitaalmarktunie kunnen dat maar deels pareren. Hierdoor blijft het een uitdaging om de hoeveelheid risicodragend kapitaal die ten goede komt aan Europese economische activiteit te vergroten.

Voor een concurrerende Europese economie zijn brede economische hervormingen nodig. Om het hoofd te bieden aan belangrijke uitdagingen als de digitale- en duurzaamheidstransitie en de vergrijzing van de bevolking zijn economische hervormingen nodig. Zonder structurele versterking van de bredere Europese economie blijft kapitaal vanuit de EU voor een groot deel naar financiële centra in de VS en Azië stromen. Buitenlandse financieel dienstverleners zullen bovendien hun dominante positie in de markt verder versterken door hun niet-aflatende aantrekkingskracht op Europese investeerders en beleggers op zoek naar een goed rendement. Niet alleen de noodzaak van een sterke Europese kapitaalmarktunie dient te worden benadrukt, maar ook het belang van een aantrekkelijk Europees investeringsklimaat met hogere rendementsverwachtingen, minder fragmentatie en meer dynamiek, innoverend vermogen en concurrentie in de reële economie. Alleen met de realisatie van een sterke Europese kapitaalmarktunie en structurele hervormingen van de economie kan de EU haar strategische doelen bereiken en haar concurrentiekracht vergroten in een wereld waarin strategische autonomie steeds belangrijker wordt.