

# Kapitalmarknadsunionen: väger behoven tyngre än motståndet?

Bristen på gränsöverskridande kapital hämmar tillväxten i EU och bromsar grön omställning och utbyggnaden av försvaret. Kan svaret vara att fullborda EU:s kapitalmarknadsunion? I detta perspektiv belyser **Monika Hjeds Löfmark**, forskare i nationalekonomi vid Sieps, den aktuella diskussionen om gemensamma lösningar.

**E**U:s medlemsstater behöver stora medel för att finansiera den gröna omställningen, stärka sitt försvar och bemöta chocker. Men det saknas kapital: de europeiska kapitalmarknaderna är fragmenterade och främst bankfinansierade. Företag på mindre, nationella marknader saknar investerare och har svårt att nå långsiktigt kapital för att ta de risker som krävs för teknisk utveckling och innovationer. Brist på gränsöverskridande kapital hämmar tillväxten i EU. Kan lösningen vara att få fart på EU:s snart tioåriga kapitalmarknadsunion? Det är en fråga som diskuteras allt oftare av allt fler.

## Kapital krävs för tillväxt

Den tidigare italienska premiärministern, Enrico Letta, har i april presenterat förslag för att stärka EU:s tillväxt och välbefinnande: på uppdrag av medlemsstaterna har han tagit fram en rapport om EU:s inre marknad och framhåller där att kapitalmarknadsunionen bör utvecklas till en investerings- och sparandeunion för att attrahera mer privat kapital i EU.<sup>1</sup> Ytterligare en tidigare italiensk premiärminister, Mario Draghi, som också varit ordförande för Europeiska centralbanken, har ombetts att skriva en rapport med handfasta råd om hur EU ska stärka tillväxten och förbli konkurrenskraftigt vid en energiomställning. Rapporten ska vara färdig till sommaren, men redan nu har Draghi flaggat för att EU måste få fram ”enorma mängder” kapital för att möta de globala utmaningarna och stärka produktiviteten i unionen.<sup>2</sup> Att EU måste utveckla djupare och mer enhetliga kapitalmarknader – för att finansiera riskfyllda projekt som kan nyttjas för bland annat energiomställningen – lyfts

även fram av Internationella valutafonden (IMF) och flera forskare med tillväxt i EU som särskilt expertområde.<sup>3</sup>

Också den svenska regeringen börjar visa större intresse för frågan om gemensamma kapitalmarknader: nyligen tog den svenska finansmarknadsministern initiativ till ett informellt samtal med representanter från det svenska näringslivet för att diskutera vilka områden inom kapitalmarknadsunionen som regeringen bör prioritera samt för- och nackdelar med ett harmoniserat regelverk i EU.<sup>4</sup>

Redan i tillväxtmodeller från 1950-talet identifierades kapital (i bred bemärkelse) och arbetskraft som avgörande för produktivitet. Kapital är således en huvudfaktor för tillväxt men också en hörnsten för utvecklingen av EU:s inre marknad. En inre marknad med ökad tillgång till gemensamt kapital kan främja företag och ge dem bättre möjligheter att konkurrera globalt, men också skapa förutsättningar för små, innovativa företag som behöver riskkapital, särskilt i de länder som har outvecklade finansiella marknader. Och tvärtom: att fortsätta att lösa samma utmaningar på 27 olika sätt riskerar att minska tillväxtförutsättningarna och hämma den gröna omställningen.

## Ökad integrering, billigare kapital

Initiativet till en kapitalmarknadsunion fyller nu tio år och syftar till att integrera de finansiella marknaderna i EU. Idén lanserades av EU-kommissionens dåvarande ordförande Jean-Claude Juncker som ville skapa en genuint gemensam inre marknad för

<sup>1</sup> Enrico Letta. Much more than a Market. Speed, Security, Solidarity. Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens. April 2024. Europeiska rådet.

<sup>2</sup> Politico. EU must find 'enormous amount' of money to face global challenges, Draghi says. 24 februari 2024.

<sup>3</sup> IMF (2023) IMF Background Note on CMU for Eurogroup. 15 juni.

<sup>4</sup> Finansdepartementet. Informellt branschråd om kapitalmarknadsunionen. 16 november 2023.

kapital i syfte att främja investeringar.<sup>5</sup> Syftet med en kapitalmarknadsunion var främst att öppna upp nya finansieringskällor, underlätta gränsöverskridande, långsiktiga investeringar och göra EU:s finansiella system mer stabilt och tillväxtfrämjande. Tanken var att lösa detta genom att i huvudsak ta itu med två problem: 1) att finansieringen i EU främst baseras på upplåning i banker (till skillnad från exempelvis i USA) och 2) att kapitalmarknaderna i Europa inte är integrerade.

Men trots ansträngningar från kommissionen att skapa en kapitalmarknadsunion har det de facto skett få förändringar i EU:s finansiella system.<sup>6</sup> Kapitalmarknadsunionen är ett komplicerat projekt. Nicolas Véron, nationalekonom och expert på området, skriver:

Ten years on, the CMU project's main features appear largely unchanged from the time of its birth: big on rhetoric, small on policy.<sup>7</sup>

Det finns helt enkelt inte tillräckligt intresse för att gemensamt lösa utmaningarna. Kapitalmarknadsunionens genomförande hindras också av flera ouppklarade frågor, exempelvis rörande tillsyn, beskattning, pensionssparande och insolvens.<sup>8</sup> Véron skriver vidare att ett första steg just kan vara att skapa gemensam tillsyn genom en kapitalmarknads-tillsynsmyndighet i EU – en europeisk *Securities and Exchange Commission*, som ECB:s ordförande Christine Lagarde kallade det med hänvisning till den amerikanska motsvarigheten. Detta skulle i bästa fall kunna bli en katalysator för en gradvis utveckling av gränsöverskridande marknadssammanslagningar. Att skapa något sådant kräver dock att enskilda medlemsstater agerar: kapitalmarknadsunionens misslyckande beror på dess komplexitet, men också på den tröghet som genereras av nationella hänsyn och av särintressen inom de offentliga och privata sektorerna. Det nationella motståndet illustrerades

när EU:s ledare möttes i Bryssel den 18 april för att diskutera kapitalmarknadsunionen. Främst mindre medlemsstater motsatte sig fortsatta reformer och diskussionen sköts upp till maj.<sup>9</sup>

### Räcker nationella satsningar för att trygga tillväxten i EU?

I sin allra enklaste form handlar tillväxt som sagt om ökad produktivitet genom insatsfaktorerna arbete och kapital. Det handlar om att omhänderta all kompetens på bästa sätt och att investera i innovation, omställning och teknikutveckling. Om EU ska vara en tillväxtarena krävs således kapital på både kort och lång sikt.

Under ordförandeskapet i EU:s ministerråd våren 2023 var den svenska regeringen noga med att lyfta fram frågan om konkurrenskraft och räknar detta som ett av de stora bidragen under halvåret. Om Sverige ska fortsätta att understryka den gemensamma konkurrenskraftens vikt krävs därför en diskussion om hur EU ska fånga kapital på ett sätt som kan generera tillväxt och grön omställning.

På *kort sikt* synes knappast en kapitalmarknadsunion vara ett alternativ, även om den kan vara en lösning på längre sikt. Alternativet för att ordna fram ”enorma mängder” kapital är att skapa en gemensam finansieringsfacilitet med återhämtningsfonden NGEU som förebild. Men det är tveksamt om apptiten för en sådan lösning är större än för en kapitalmarknadsunion. Att noga undersöka möjligheterna för gemensamt kapital och aktivt ta ställning till kapitalmarknadsunionen är dock ett nödvändigt ansvar för svenska beslutsfattare.

Frågan om en gemensam kapitalmarknad kommer att förverkligas fullt ut är givetvis svår att besvara. Men större förändringar i EU brukar kräva ett momentum, så kanske krävs det ännu en kris för att för att behoven ska väga tyngre än motståndet?

<sup>5</sup> Jean-Claude Juncker. A New Start for Europe: My Agenda for Jobs, Growth, Fairness and Democratic Change. 15 juli 2014.

<sup>6</sup> Förvisso har EU producerat lagstiftning för kapitalmarknaderna under det senaste årtiondet, däribland den europeiska gemensamma kontaktpunkten för företagsinformation, den så kallade konsoliderade transaktionsinformationen och de europeiska långsiktiga investeringsfonderna, som kan bli en framgångsrik investeringsprodukt. Dessa reformer är dock inte fler och lagstiftningstakten är inte högre än innan kapitalmarknadsunionen initierades.

<sup>7</sup> Nicolas Véron. Capital Markets Union: Ten Years Later. In-depth analysis. Requested by the ECON committee. Economic Governance and EMU scrutiny Unit (EGOV). 18 mars 2024.

<sup>8</sup> Maria Demertzis. Capital Markets Union, or else what? Opinion piece. Bruegel. 17 oktober 2023.

<sup>9</sup> Bland andra Sverige, Irland och Luxemburg invände mot en centraliserad tillsyn. How EU leaders fudge a compromise on integration of capital markets. Financial Times. 19 mars 2024.