

TAL

DATUM: 2025-07-03
TALARE: Erik Thedéen
PLATS: Sofitel, Bryssel
HANTERINGSKLASS: Ö P P E N

Vägen mot EU:s spar- och investeringsunion – att göra och inte göra

Tack så mycket SEB för inbjudan och möjligheten att få dela mina tankar kring vad som krävs för en fungerande spar- och investeringsunion inom EU, baserat på erfarenheter från Sverige och Norden-Baltikum.

Det kommer inte som någon överraskning för någon i det här rummet att finansieringsbehoven i Europa är betydande. Mario Draghi bedömer att behovet av extra investeringar i EU uppgår till nästan fem procent av BNP per år de närmaste fem åren. Både offentliga och privata investeringar kommer att behöva öka för att möta detta krav. En stor del av finansieringen av investeringarna kommer att behöva komma från skuld- och aktiemarknaderna. Tyvärr är det ett lika välkänt faktum att de europeiska kapitalmarknaderna ännu inte klarar av denna uppgift. Jämfört med USA är de små, särskilt våra aktiemarknader. Exempelvis utgör USA:s börsvärde 60 procent av det globala börsvärdet, vilket är ungefär tre gånger mer än EU:s. De amerikanska kapitalmarknaderna är inte bara större, de är också mer likvida och dynamiska, med betydligt fler börsintroduktioner, både i antal och i värde.

Detta är inte bara problematiskt för privata företag och andra aktörer som efterfrågar kapital för investeringsändamål, med alla de negativa effekter på tillväxt och produktivitet som kommer med otillräckliga investeringar. Det innebär också att de europeiska hushållen berövas finansiella investeringsmöjligheter och därmed får en lägre långsiktig avkastning på sina besparingar. Detta gör dem relativt sett mindre välbeställda än till exempel de amerikanska hushållen som investerar i aktier i mycket större utsträckning.

Att åtgärda denna situation är därför av yttersta vikt. Kommissionen bör därför berömmas för att ha tillfört ny energi till denna process, nu i form av en strategi för en spar- och investeringsunion, SIU.

När vi nu rör oss i riktning mot en verklig spar- och investeringsunion måste vi vara medvetna om att de svaga europeiska siffrorna döljer en hel del heterogenitet. Den nordisk-baltiska regionen, och särskilt Sverige, sticker ut som ett undantag och matchar på vissa sätt kapitalmarknaderna i USA, åtminstone i relativa termer. Som en illustration kan nämnas att även om marknaderna är mycket större i USA är börsvärdet som andel av BNP jämförbart i Sverige och USA. Och om vi tittar på hur stor del av hushållens förmögenhet som är investerad på aktiemarknaderna ligger Sverige, med 36 procent, mycket nära USA med 39 procent. När det gäller riskkapital är Sverige nummer fyra i Europa - i absoluta tal! I förhållande till folkmängden är vi nummer ett i Europa. Detta återspeglas också i nyföretagandet. Antalet unicorns, eller enhörningar, per capita är bland topp fem i världen och nummer ett i EU.¹ Denna dynamik är inte begränsad till Sverige – uppskattningsvis 17 procent av alla enhörningar i EU kommer från Norden, trots att vi bara utgör cirka fem procent av befolkningen. Så det finns verkligen exempel på framgångar i delar av unionen.

Finns det något som resten av EU kan lära sig av detta? Ja - det tror jag att det gör.

Låt mig utveckla lite vad jag tycker är viktigt att tänka på när vi går mot en spar- och investeringsunion. Detta kommer att vara mina personliga reflektioner, baserade på mina erfarenheter från både privat och offentlig sektor, såväl nationellt som internationellt. Min avsikt är inte att försöka påtvinga alla andra svenska lösningar, utan snarare att identifiera några frågor som jag tror kommer att göra vår gemensamma väg mot SIU enklare och snabbare. Jag vill i huvudsak understryka fyra punkter:

1. Titta på vad som fungerar och utveckla det, istället för att försöka utforma stora paneuropeiska lösningar till att börja med.
2. Politisera och detaljstyr inte instrumenten - god avkastning för spararna kräver öppenhet och breda investeringsmöjligheter.
3. Det finns ingen patentlösning - att skapa livskraftiga kapitalmarknader tar tid, eftersom det ofta handlar om att förändra både kultur och institutioner.
4. Turbulenta geopolitiska tider kan ge möjligheter för Europa.

Om vi nu går vidare till min första punkt. Vi måste gå från en top-down-strategi till en mer bottom-up-strategi, där vi tittar på de delar av kapitalmarknaderna som

¹ En enhörning är ett nystartat företag som värderas till över 1 miljard USD och som är privatägt och inte noterat på en aktiemarknad.

faktiskt fungerar i vissa regioner, och använda dessa som byggstenar för vårt europeiska bygge. Detta går tillbaka till jämförelsen med USA, och djupet, bredden och omfattningen av de amerikanska marknaderna. Det kan vara frestande att försöka uppnå så stora och integrerade marknader genom att försöka tvinga aktörerna till en lösning som passar alla. Vår erfarenhet av storslagna idéer av en sådan top-down-karaktär är dock dålig och jag tror inte att det bara beror på ett svagt genomförande.

Det har nu gått 10 år sedan Junckerkommissionen presenterade sina planer på en kapitalmarknadsunion, CMU, och även om vissa reformer har genomförts har framstegen varit allt annat än imponerande. För att ta ett exempel på ett top-down-initiativ som har misslyckats kan vi titta på ansträngningarna att inrätta en paneuropeisk personlig pensionsprodukt (PEPP). Enligt europeiska revisionsrätten är utnyttjandet av PEPP efter tre år fortfarande försumbart (cirka 0,002 procent av vad kommissionen förutsåg fram till 2030).

Det verkar finnas många orsaker till detta misslyckande, till exempel svaga incitament för pensionsbolagen att erbjuda produkten, begränsad kunskap bland hushållen och strukturella hinder så som olika skattesystem i medlemsländerna. Detta illustrerar svårigheterna med att lansera breda initiativ innan man ordentligt har identifierat hindren, hur redo de potentiella köparna och säljarna är, etcetera. Utan att se till att den grundläggande "rördragningen" finns på plats är risken stor att dessa initiativ misslyckas. I stället för att sträva efter universallösningar bör vi titta på erfarenheterna från enskilda länder och regioner och se vad som verkligen fungerar.

Vi måste skruva ner vår nationella prestige och vara öppna för att importera modeller och idéer från våra grannländer. Och det får inte begränsas till grannländerna. Det är ett faktum att de svenska kapitalmarknadernas relativa framgångar, åtminstone delvis, återspeglar ett starkt inflytande från finansmarknaderna i USA och den anglosaxiska världen i stort.

Detta anglosaxiska inflytande, som har funnits i flera decennier, har lett till mindre betoning på banklån inom företagsfinansiering, jämfört med kontinentala Europa, och ett starkare fokus på aktier, aktieägarvärde och privatpersoners deltagande på marknaden. Som en liten, exportinriktad ekonomi behövde vi titta på vad som fungerade bäst i andra länder, och på finansmarknaderna var det USA och Storbritannien. Men processen underlättades förmodligen också av en kulturell närhet till den anglosaxiska världen - det sägs till exempel att Monty Python var mer populär i Sverige än i Storbritannien. Men vi ska också vara ödmjuka och inse betydelsen av den enorma finanskris vi hade i början av 1990-talet - behovet av förändring i riktning mot mer marknadsbaserade lösningar blev då mycket tydligt för svenskarna. Den banade också väg för många viktiga reformer, till exempel

reformen av pensionssystemet som gav ytterligare skjuts åt spridningen av en aktiekultur.

Denna inriktning på att utnyttja det som fungerar i praktiken i olika länder eller regioner innebär också att vi inte bör sträva efter ett allomfattande finanscentrum, eller ens en europeisk börs. Jag tror faktiskt att det finns andra sätt att öka de gränsöverskridande investeringsflödena inom Europa, och ett av dem är att öka den operationella sammankopplingen mellan exempelvis börserna (interoperabilitet). Detta skulle göra det möjligt för oss att dra nytta av att låta regionala finanscentrum utvecklas, som kanske specialiserar sig på vissa sektorer eller instrument. Som ett exempel kan nämnas att clearing av råvaror i den nordisk-baltiska regionen nästan uteslutande sker i Oslo. Norge har med sin fisk- och oljebaserade ekonomi en komparativ fördel inom detta område.

Regional specialisering kan skapa den kritiska massa som gör det möjligt för kompetenskluster att växa fram inom närliggande områden som kapitalförvaltning, juridiska tjänster, redovisning med mera. Sådana klustereffekter kan gynna de europeiska marknaderna i stort.

Den här typen av regional specialisering på kapitalmarknaderna är inte bara beroende av vad vi gör när det gäller att reformera det finansiella systemet. Den är också i hög grad beroende av hur väl integrerade våra marknader för varor och icke-finansiella tjänster är. Om man ser möjligheten att expandera sin verksamhet till andra länder, eller ännu hellre till hela EU, kommer man att vara mer benägen att försöka skaffa kapital utanför sitt hemland, till exempel genom att notera sitt företag på en börs som inte ligger i det egna landet. Detta illustrerar det nära ömsesidiga beroendet mellan finansmarknaderna och marknaderna för varor och icke-finansiella tjänster - framsteg på ett område hänger samman med framsteg på de andra områdena. Allt handlar om att skapa goda cirklar, vilket jag kommer att återkomma till om en stund.

När man talar om regional specialisering är det kanske lämpligt att ta upp frågan om hur tillsynen ska organiseras. Det är klart att vi inte har råd att ha 27 olika nationella tolkningar av viktiga EU-regler som Marknadsmissbruksförordningen, MAR, om vi vill ha en gemensam kapitalmarknad. Men personligen är jag inte helt övertygad om fördelarna med att gå över till en helt centraliserad tillsyn i Europa. Enligt min egen erfarenhet kan lokal kunskap och expertis hos de nationella tillsynsmyndigheterna vara mycket värdefull i många fall. Men när de flesta eller nästan alla aktiviteter inom ett visst område huvudsakligen är koncentrerade till ett eller två centrum - fondförvaltning inom EU är ett typexempel - kan det finnas situationer där en mer formell centralisering skulle kunna vara användbar. I sådana situationer kan en centraliserad tillsyn som ger viss insyn och inflytande för alla medlemsländer vara att föredra. Annars har man ett kvasi-decentraliserat system, där tillsynen överläts till en eller två nationella tillsynsmyndigheter.

Man skulle kunna beskriva mitt förslag till väg framåt som att se till att de saker som fungerar fångas upp och tillåts växa organiskt. Hur ska vi då åstadkomma detta i praktiken? Den grundläggande förutsättningen är att det finns politisk vilja, pragmatism och prestigelöshet, för att göra det möjligt för marknadsaktörer att tillämpa de senaste metoderna för att göra affärer - antingen genom innovation eller genom att importera metoder från andra platser. Detta skulle vara vad jag kallar "institutionell konkurrens", där politiska beslutsfattare känner ett behov av att föra en politik som är bäst för deras väljare.

Ett intressant initiativ för att försöka åstadkomma något i den riktningen är det spanska förslaget om europeiska konkurrenskraftslaboratorier, där ett mer begränsat antal likasinnade länder kan samlas och pröva sig fram till en gemensam lösning. Viktigt är att deltagande är frivilligt och att alla medlemsländer är välkomna att ansluta sig till initiativet. Efter en viss tid skulle kommissionen bedöma om lösningen är genomförbar och användbar, det vill säga om den fungerar i verkligheten. Kommissionen skulle då besluta om man ska släppa idén eller lägga fram ett förslag för införande i unionen.

Som ni kanske vet har denna metod prövats så sent som förra månaden, då ett antal länder enades om kraven för en europeisk sparprodukt. Jag är inte säker på att jag håller med om alla detaljer i det specifika förslaget, men jag tycker att det faktum att initiativet har tagits är intressant och välkommet - vi behöver ett mer prövande tankesätt bland beslutsfattarna i unionen.

Det finns absolut en roll för federala initiativ, men dessa bör främst vara inriktade på att undanröja hinder för en organisk och marknadsledd utveckling. Ett område som verkar vara särskilt problematiskt, och som ofta står i vägen för ytterligare integration, är den djupt rotade fragmenteringen av insolvenslagstiftningen mellan medlemsländerna. Att harmonisera detta område har varit något av en helig graal i kampen för en verklig kapitalmarknadsunion, men har visat sig vara extremt svårt i praktiken. Det finns två problem här. Det ena är att fragmenteringen skapar osäkerhet om vad som faktiskt händer när ett företag i ett annat land hamnar i finansiella svårigheter. Detta är dåligt för gränsöverskridande investeringar. Det andra problemet är att många av de befintliga nationella insolvensprocesserna är ganska tungrodda och tar tid. Den svenska batteritillverkaren Northvolts konkurs nyligen ger oss ett intressant exempel. I sin kamp för att överleva valde Northvolt det amerikanska Chapter 11-skyddet i stället för att använda det svenska systemet för omstrukturering. Anledningen till detta? Chapter 11 ger ett snabbare skydd, möjliggör ny finansiering och ger ledningen möjlighet att behålla kontrollen över bolaget. I Northvolts fall kunde konkursen i slutändan inte undvikas, men skyddet enligt Chapter 11 köpte bolaget lite tid. Utan att vara någon expert på området undrar jag om inte förslaget om en 28:e regim i EU skulle kunna testas här, kanske med

starka Chapter 11-drag. Medlemsländerna skulle då förhandla fram ett gemensamt insolvenssystem - ett system som är parallellt med befintliga nationella system och som ger företagen möjlighet att välja att använda denna lagstiftning i stället för nationell lag. Detta blir lite som att "äta kakan och ha den kvar" för beslutsfattare och kan i hög grad underlätta gränsöverskridande verksamhet.

Behovet av och viljan att undanröja hinder för integrationen framgår tydligt av kommissionens nyligen genomförda samråd om identifiering av hinder i samband med handel, clearing och avveckling, kapitalförvaltning och tillsyn. Detta är ett mycket lovvärt och välkommet initiativ.

För att gå vidare till min andra punkt vill jag understryka vikten av att avstå från att politisera olika typer av spar- och investeringsinstrument och att undvika att detaljstyra marknader och marknadsaktörers beteende. Som jag sa tidigare bör politikerna fokusera på att undanröja hinder för att marknaderna ska hitta effektiva lösningar, inte försöka diktera hur marknaden ska se ut. Min känsla är att EU:s politik har tenderat att vara lite väl fyrkantig i detta avseende, men att detta börjar förändras. Om man lyssnar på kommissionen är det i alla fall vad de säger, och det välkomnar jag verkligen.

En sak som jag vill lyfta fram i det här sammanhanget är förslaget att spar- och investeringsinstrument ska bidra till att uppfylla EU:s politiska mål. Det kan låta rimligt, men jag tror inte att det är det bästa sättet att skapa livskraftiga kapitalmarknader. Om vi vill att människor ska ta steget från sparkonton till aktiemarknaden måste vi se till att vi maximerar deras chanser att lyckas, det vill säga att få bättre avkastning på sina besparingar. Om vi begränsar investeringsuniversumet, sektoriellt eller geografiskt, kommer detta oundvikligen att påverka den långsiktiga avkastningen. Och om vi tvingar människor att investera i vissa sektorer eller länder tar vi på oss ett visst ansvar för utfallet. Detta kan lätt minska deras vilja att investera sitt sparande i kapitalmarknaderna.

I det svenska fallet har vi ett populärt sparande som heter ISK, "investeringssparkonto". Det är en sparform där man kan investera i aktier, fonder eller andra typer av värdepapper. I dagsläget har cirka 40 procent av alla svenskar ett sådant konto. Varför har det blivit så populärt? Det främsta skälet, som jag ser det, är att formen för att betala skatt på kapitalinkomsten är mycket förenklad. Istället för att behöva beräkna den faktiska kapitalvinsten betalar man bara skatt på en kalkylmässig inkomst som baseras på värdet av ens investeringar och en "schablonavkastning"². Denna avkastning är satt till statslåneräntan plus en

² Den kalkylmässiga avkastningen beräknas som det genomsnittliga marknadsvärdet under ett år multiplicerat med en "schablonmässig" avkastning. Standardräntan definieras som den långsiktiga statslåneräntan plus en procentenhet. Med andra ord, kalkylränta = genomsnittligt årligt marknadsvärde × (statslåneränta + 1 procentenhet). Den kalkylmässiga avkastningen beskattas med den lagstadgade

procentenhet. Under enskilda år kan man alltså tjäna eller förlora jämfört med vanlig beskattning av den faktiska kapitalvinst man gör när man säljer en finansiell investering. Det är först i år som en mer uttalad skattesubvention har införts, genom att inkomsten på de första 150 000 kronorna av investeringarna har skattebefriats³. Det andra skälet till att investeringssparkontot är så populärt är den avkastning som människor har upplevt. Och här har det faktum att det inte finns några geografiska begränsningar för vilka tillgångar man kan investera i spelat roll. Svenskar har delvis investerat på utländska marknader och haft hög avkastning och ibland även gjort valutavinster. Denna öppenhet för investeringar i utländska tillgångar ses inte som problematisk - inte minst eftersom de inhemska investeringarna ändå är betydande, runt 40 procent av de totala investeringarna.

Min tredje punkt manar till viss besinning - välfungerande kapitalmarknader är inget man skapar bara sådär. Det tar tid. Det finns ingen mirakelkur. Kulturen och tankesättet hos människor måste förändras, vilket oundvikligen tar tid. Både individer, företag, institutioner och myndigheter behöver anpassa sig. Så småningom måste också ett komplett ekosystem av instrument och olika typer av finansiella företag med kompletterande erbjudanden finnas på plats. Även den tillväxtprocessen tar tid.

Det behövs ett finansiellt ekosystem där företag av olika typ, storlek och utvecklingsstadium kan finansiera och utveckla sin verksamhet. Det kan ses som en "finansieringskedja", från FFF (Family, Friends and Fools), riskkapital och offentligt stöd till vissa högriskprojekt, via private equity, till börsnoteringar (IPO) och möjligheten att ta in nytt eget kapital på publika marknader - varje länk måste vara stark. Länkarna stödjer i sin tur varandra. Ju starkare länkarna sent i kedjan är, desto större är sannolikheten för att investeringar görs i de tidigare länkarna. Eller för att vara mer konkret - om det finns en väl fungerande marknad för noterade aktier, där investerare lätt kan gå ur en investering och ta hem en vinst, är de mer benägna att göra riskfyllda investeringar i de tidigare faserna av ett företags utveckling, till exempel genom private equity. Här utmärker sig Sverige - antalet börsintroduktioner i Sverige under de senaste 10 åren är högre än i Tyskland, Frankrike, Nederländerna och Spanien tillsammans. Det faktum att medianstorleken för svenska börsintroduktioner bara är en fjärdedel av medianstorleken för börsintroduktioner i EU illustrerar också den starka aktiviteten i tillväxtsegmentet på marknaderna i Sverige. Starka länkar sent i finansieringskedjan är oerhört viktiga för att säkerställa en kontinuerlig tillväxt för framgångsrika start-up företag. Faktum är att många företag upplever ett ännu större finansieringsbehov i den avgörande uppskalningsfasen än i tidigare

skattesatsen om 30 procent. Faktiska kassaflöden från tillgångsinnehavet, det vill säga utdelningar, kuponger eller realiserade kapitalvinster, utlöser ingen ytterligare beskattning. Förluster är inte skattemässigt avdragsgilla.

³ Denna tröskel kommer att fördubblas nästa år.

utvecklingsfaser. Ofta är det lättare att skaffa det kapitalet på de publika marknaderna, förutsatt att bolaget har valt att börsnotera sig i ett relativt tidigt skede.

Hur kommer det sig att Sverige har kunnat utveckla så livskraftiga kapitalmarknader? Jag tror att det i mångt och mycket handlar om attityd och kultur. Jag har redan varit inne på den svenska öppenheten för anglosaxiskt inflytande, vilket har lett till att vi gärna tar till oss marknadsbaserade lösningar. Men en annan viktig aspekt är hur människor uppfattar begreppet risk och avkastning. Det finns två aspekter som jag tycker är särskilt viktiga här. Den första är den utbredda förståelsen i det svenska samhället att högre förväntad avkastning kräver högre risktagande och att volatilitet i avkastningen är oundviklig. Denna utbredda syn har gjort det politiskt möjligt att utforma system som uppmuntrar människor att gå in på aktiemarknaden. De investeringssparkonton som jag nämnde tidigare är faktiskt ingen ny uppfinning. Vi har haft liknande aktiesparsystem under de senaste 40 åren. I takt med att allt fler har provat på aktieinvesteringar i dessa system, och upplevt mycket god avkastning under de senaste decennierna, har fler system och plattformar lanserats. Det är ett annat exempel på en god cirkel.

Det har också gjort det möjligt att utforma pensionssystemet så att det i praktiken är en vital del av våra kapitalmarknader. I och med den stora reformen av pensionssystemet, för cirka 30 år sedan, gick vi från ett förmånsbestämt system med löpande utbetalningar till ett avgiftsbestämt system som delvis är förfinansierat. Detta innebär att 2,5 procent av löner⁴ avsätts till och investeras i ömsesidiga pensionsfonder, enligt individens eget val. Detta system är obligatoriskt, vilket i praktiken innebär att varje arbetande medborgare har investeringar på aktiemarknaden. Idag, 25 år efter införandet, motsvarar dessa fondtillgångar 43% av BNP⁵. Dessutom har vi en relativt hög andel av arbetskraften som omfattas av tjänstepensioner, där pensionsavgifter som betalas av arbetsgivarna också investeras i aktier av pensionsförvaltare eller fonder som väljs individuellt av varje anställd. Situationen är likartad i Danmark och Nederländerna.

Dessa faktorer är viktiga eftersom kollektivt pensionssparande kan addera en betydande investeringsvolym till människors individuella sparande och driva på tillväxten på kapitalmarknaden. De svenska och danska hushållen har större finansiella tillgångar i förhållande till BNP än något annat EU-land⁶. Dessa

⁴ Motsvarande 14 procent av medborgarnas avgifter till det allmänna pensionssystemet.

⁵ Vi har också de s.k. buffertfonderna i det allmänna pensionssystemet. Dessa är inte kopplade till individer men bidrar ändå till kapitalmarknaden genom att investera i ett brett spektrum av tillgångar, inklusive aktier. Deras totala tillgångar uppgår till ca 30 procent av BNP.

⁶ Danmark 1,7 gånger EU-genomsnittet; Sverige 1,5 gånger EU-genomsnittet

tillgångar består till stor del av aktier, antingen direkt eller indirekt via pensionssparande⁷.

Men denna villighet att investera pensionssparande på aktiemarknaden är inte universell. I många länder verkar människor och myndigheter tycka att eftersom pensionssparandet är så viktigt för tryggheten på ålderns höst så ska det placeras med mycket låg risk. I Sverige är det tvärtom, baserat på en positiv personlig erfarenhet av den långsiktiga avkastningen på tidigare aktieplaceringar. Den ökade livslängden understryker behovet av att börja pensionsspara tidigt och att ha en relativt hög andel aktier i portföljen.

Den andra aspekten av risk och avkastning är att man måste förstå och acceptera att aktieplaceringar inte är riskfria på kort sikt, även om de är fördelaktiga på lång sikt. Detta har de svenska hushållen tagit till sig. Från min tid som VD för Stockholmsbörsen vet jag att människor tenderar att behandla sina aktieinnehav för vad de är - långsiktiga investeringar. De får inte panik när marknaderna faller, eller till och med kraschar, som vi sett exempel på den senaste tiden. Om människor ska ägna sig åt mer riskfyllda investeringar, som aktiemarknaden, måste de vara medvetna om att kortsiktig volatilitet i priser och avkastning i praktiken är oundviklig om man vill skörda de långsiktiga fördelarna med aktier.

Allt detta kokar ner till vad som kan beskrivas som finansiell kompetens - i teorin och i praktiken. Vi måste skapa en god cirkel där människor, genom att uppleva god avkastning och "överleva" marknadsnedgångar, är villiga att gradvis engagera sig mer i aktieinvesteringar. För att nå dit måste vi arbeta brett. I en nyligen genomförd studie av de svenska kapitalmarknaderna konstaterar OECD att denna kultur är resultatet av en rad sammankopplade politiska initiativ och val som i årtionden har främjat användningen av aktiemarknaderna. Detta har blivit självförstärkande och skapat en god cirkel där ett brett allmänintresse driver vidareutveckling av marknaden och avkastning på sparandet, vilket i sin tur ökar intresset ytterligare.

Den sista punkt jag vill ta upp är att även om vi lever i en turbulent och i många avseenden oroande tid, så finns det också möjligheter för Europa. Vi har tagit för givet att alla accepterar det som David Ricardo förklarade för mer än 200 år sedan, nämligen att internationell handel inte är ett nollsummespel och att alla deltagande länder vinner på det. Under de senaste månaderna har vi befunnit oss i ett scenario där detta inte längre är allmänt accepterat. Handelshinder byggs upp med negativa konsekvenser för både handelsvolymen och finansiella flöden, konsekvenser som ännu är omöjliga att bestämma med säkerhet.

⁷ Båda länderna: 85 procent aktier - EU-genomsnittet: 60 procent.

När det gäller sådant som kapitalflöden och relativ attraktionskraft som reservvaluta är situationen dock lite annorlunda. Det är uppenbart att marknadsaktörernas förtroende för den amerikanska politiken och den amerikanska valutan har fått sig en törn på grund av vad som uppfattas som bristande förutsägbarhet, handelssnedvridande politik och finanspolitisk ansvarslöshet. Detta har lett till en begynnande omorientering av kapital och flöden. En illustration av detta är dollarförsvagningen, något som har varit mycket tydligt för mig som riksbankschef, då kronan har stärkts med 14 procent mot dollarn sedan årsskiftet. Detta borde inte heller komma som någon överraskning. Europeiska unionen har ofta anklagats för att vara långsam och byråkratisk, men i tider när politisk förutsägbarhet och stabilitet är mer sällsynt än någonsin kan detta konsekventa fokus på rättsstatsprinciper faktiskt bli en stor tillgång. Vi blev påmind om detta av förra årets Nobelpristagare i ekonomi - Daron Acemoglu, Simon Johnson och James Robinson - som har visat hur viktiga samhällets institutioner är för ett lands välstånd. Samhällen med dålig rättssäkerhet och svaga institutioner som utnyttjar befolkningen genererar inte tillväxt eller förändring till det bättre.

Som ECBs ordförande Lagarde nyligen tog upp, finns det nu en möjlighet att förstärka eurons status som reservvaluta. Men för att utnyttja detta tillfälle måste vi ha kapitalmarknader som fungerar så bra att de mobiliserar europeiska besparingar och även lockar till sig investeringar från tredje land. Detta är ytterligare ett skäl till varför vi bör göra vårt yttersta för att göra spar- och investeringsunionen till verklighet.

Låt mig slutligen åter understryka vad jag tycker är viktigt för att spar- och investeringsunionen ska bli en framgång:

1. Vi bör fokusera mer på det som har visat sig fungera och utveckla detta organiskt, samt möjliggöra för flera regionala centra.
2. Vi bör avstå från detaljstyrning och att politisera instrument. Begränsningar i vad folk får investera i riskerar att leda till sämre långsiktig avkastning.
3. Vi måste arbeta brett och långsiktigt, eftersom det tar tid att förändra kulturella vanor och bygga fungerande ekosystem.

Till sist vill jag avsluta med att säga att vi på bästa sätt måste utnyttja de möjligheter som nu finns att göra Europa till en attraktiv plats att investera i, för människor i och utanför EU. Om vi verkligen gör en ansträngning har vi mycket att vinna.

Tack så mycket.