Rola i miejsce banków w rozwoju rynku kapitałowego w Polsce i Unii Europejskiej w kontekście Unii Rynków Kapitałowych i Unii Oszczędności i Inwestycji – synergia banków i rynku kapitałowego

Sygn. PAB/WIB 22/2026



ISBN 978-83-980190-6-4

Raport opracowany na zlecenie Programu Analityczno-Badawczego
Fundacji Warszawski Instytut Bankowości

PROGRAM ANALITYCZNO BADAWCZY

sierpień 2026 r.



PROGRAM ANALITYCZNO BADAWCZY

Organizator programu: Warszawski Instytut Bankowości

Inicjator programu: Związek Banków Polskich

Partnerzy strategiczni: KIR, BIK Biuro Informacji Kredytowej

Partner: Nowoczesne Zarządzanie Biznesem

DNB, SGB, ERSTE, Bank Pekao, ING, Millennium Bank, Bank Polski, mBank, BNP Paribas, citi handlowy, Grupa BPS Banki Spółdzielcze i Bank BPS, Narodowy Bank Polski

O PROGRAMIE

Program Analityczno-Badawczy przy Fundacji Warszawski Instytut Bankowości powstał w 2019 roku jako odpowiedź na potrzeby sektora bankowego w zakresie wysokiej jakości analiz i badań dotyczących otoczenia sektora bankowego. Prace badawcze w ramach PAB WIB realizowane są pod kątem możliwości praktycznego wykorzystania wyników w celu rozwoju sektora bankowego, podnoszenia poziomu bezpieczeństwa usług oraz kreowania wartości dla klientów sektora. Program Analityczno-Badawczy powstał przy wsparciu sektora bankowego, Związku Banków Polskich, Krajowej Izby Rozliczeniowej S.A. oraz Biura Informacji Kredytowej.

CZYM SIĘ ZAJMUJEMY

DOSTARCZAMY RZETELNYCH OPRACOWAŃ

Prace analityczno-badawcze realizowane są pod kątem możliwości ich praktycznego wykorzystania w celu rozwoju sektora bankowego. Realizujemy raporty, które łączą naukę z praktyką biznesową. Nasze analizy koncentrują się na ekonomicznych, technologicznych i prawnych aspektach działania sektora bankowego. Współpracujemy z czołowymi uczelniami i ekspertami, zapewniając najwyższą jakość opracowań.

PRZYGLĄDAMY SIĘ AKTUALNYM PROBLEMOM I SYGNALIZUJEMY PRZYSZŁE WYZWANIA

Prace programu prowadzone są równolegle w 5 głównych obszarach badawczych. Identyfikujemy bieżące problemy dla sektora bankowego i proponujemy praktyczne podejście do ich rozwiązania. Staramy się wybiegać w przyszłość, analizując widoczne i kształtujące się trendy.

ponad **230** uruchomionych projektów badawczych

ponad **110** webinarów, w których udział wzięło ponad **66** tys. widzów

W ramach **każdej edycji PAB WIB** realizowanych jest około:

30 badań, z których powstaje ok. **25** raportów badawczych

współpraca z ponad **30** uczelniami i ponad **300** ekspertami

O raporcie

Raport **„Rola i miejsce banków w rozwoju rynku kapitałowego w Polsce i Unii Europejskiej w kontekście Unii Rynków Kapitałowych i Unii Oszczędności i Inwestycji – synergia banków i rynku kapitałowego”** został opracowany na zlecenie Programu Analityczno-Badawczego Fundacji Warszawski Instytut Bankowości

Autorzy

Raport został opracowany przez zespół w składzie:

dr Błażej Lepczyński (kierownik projektu)

Pracownik Katedry Bankowości i Finansów Uniwersytetu Gdańskiego. Doktor nauk ekonomicznych, specjalizujący się w zagadnieniach związanych z bankowością, funkcjonowaniem agencji ratingowych oraz rozwojem rynków finansowych.

Doświadczenie zawodowe zdobywał kierując przez wiele lat projektami badawczymi w Instytucie Badań nad Gospodarką Rynkową. W latach 2014–2016 był wiceprezesem Instytutu Analiz i Ratingu SA (późniejsza nazwa Polska Agencja Ratingowa SA).

W przeszłości członek rad nadzorczych banków i przedsiębiorstw. Pracę naukową łączy z konsultingiem gospodarczym. Współzałożyciel spółki konsultingowej Saski Business Advisory. Autor i współautor monografii naukowych, podręczników i licznych artykułów naukowych.

dr Tomasz Dziawgo

Adiunkt w Instytucie Bankowości Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie. Doktor nauk ekonomicznych w dyscyplinie ekonomia i finanse - dysertację doktorską pt. „Reg Tech w sektorze bankowym. Ujęcie krajowe i globalne” obronił z wyróżnieniem. Recenzent naukowy oraz autor kilkunastu publikacji naukowych w obszarach: Reg Tech, wealth management, sektora bankowego oraz rynku kapitałowego. Laureat nagród I oraz II stopnia za wybitne osiągnięcia dydaktyczne. Opiekun koła naukowego SKN Analiz Rynkowych oraz mentor zespołów studenckich SGH w konkursach finansowych i analitycznych o charakterze międzynarodowym.

Uczestnik CIVCA International Study Vist w Stockholm School of Economics, Alumn programu CEMS MIM w National University of Singapore oraz uczestnik wymiany w Chinese University of Hong Kong. Laureat Akademii Liderów Rynku Kapitałowego Fundacji im. Lesława Pagi, członek SGH Expert Network.

Zawodowo związany z firmą doradztwa strategicznego Bain & Company na stanowisku Project Leader, gdzie zarządza oraz uczestniczy w projektach w obszarach Private Equity, Financial Services & Operations oraz AI.

dr Kamil Gemra

Doktor nauk ekonomicznych z dziedziny finansów. Adiunkt w Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie. Kierownik studiów podyplomowych Finanse osobiste: oszczędzanie, inwestowanie, finansowanie. Wykładowca na studiach MBA. Doradca ds. rynku kapitałowego i relacji inwestorskich. Doświadczony członek rad nadzorczych spółek prywatnych notowanych na giełdzie oraz Spółek Skarbu Państwa i samorządowych. Członek komitetu ds. ryzyka KDPW. Były partner zarządzający czołowej agencji relacji inwestorskich oraz były wiceprezes domu maklerskiego. Zwycięzca studenckiego konkursu Inspiracja Roku 2022 oraz Inspiracja Roku 2023. Stypendysta Akademii Liderów Rynku Kapitałowego Fundacji im. Lesława A. Pagi. Ekspert wypowiadający się w wielu mediach. Na rynku kapitałowym od 2006 r. zarówno jako inwestor, jak i uczestnik wielu procesów po stronie emitentów. W swojej pracy zawodowej, jak i naukowej zajmuje się finansowaniem przedsiębiorstw, rynkiem obligacji oraz komunikacją z inwestorami. Prowadzi wykłady i szkolenia z zakresu inwestowania oraz finansów osobistych. Recenzent naukowy w kilku czasopismach naukowych. Autor lub współautor ponad 60 publikacji naukowych, jak również kilku książek.

dr hab. Lech Kurkliński, prof. SGH

Wicedyrektor Instytutu Finansów Korporacji i Inwestycji, kierownik Zakładu Finansów Cyfrowych FINTECH, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, kierownik Studiów Podyplomowych SGH „FinTech – nowe zjawiska i technologie na rynku finansowym", członek Senatu, przewodniczący Senackiej Komisji ds. Współpracy z Zagranicą i Otoczeniem, wiceprezes Fundacji Rozwoju Edukacji Menedżerskiej SGH.

Absolwent Wydziału Ekonomiki Produkcji Szkoły Głównej Planowania i Statystyki (z wyróżnieniem), stypendysta Ministra Nauki i Szkolnictwa Wyższego, doktor habilitowany nauk o zarządzaniu i jakości, profesor uczelni.

Związany z finansami od 1991 r., m.in. dyrektor Banku Spółdzielczego Rzemiosła, prezes zarządu Polskiego Banku Inwestycyjnego SA, członek zarządu BIG Banku Gdańskiego SA, wiceprezes zarządu BIG Bank SA, organizator i szef projektu Millennium, wiceprezes zarządu HSBC Bank Polska SA, członek rad nadzorczych m.in. PolCard SA, Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, Domu Maklerskiego BIG-BG, a obecnie Toyota Bank Polska SA oraz przewodniczący Komitetu Standardów Kwalifikacyjnych w Polskiej Bankowości. Długoletni dyrektor ALTERUM Ośrodka Badań i Analiz Systemu Finansowego.

Specjalista w dziedzinie: zarządzania, bankowości, finansów cyfrowych, FinTech, zarządzania ryzykiem, kultury ryzyka, kulturowych uwarunkowań działalności gospodarczej.

O programie

Program Analityczno-Badawczy przy Fundacji WIB powstał w 2019 r. jako odpowiedź na potrzeby sektora bankowego w zakresie wysokiej jakości analiz i badań z obszaru cyberbezpieczeństwa i nowych technologii, a także szeroko rozumianego otoczenia sektora bankowego, kształtującego warunki działania banków w Polsce. Prace analityczno-badawcze w ramach programu realizowane są pod kątem możliwości praktycznego wykorzystania wyników w celu rozwoju sektora bankowego, podnoszenia poziomu bezpieczeństwa usług oraz – w ostateczności – kreowania wartości dla klientów – końcowych użytkowników bankowości.

W ramach programu realizowane są analizy i badania w następujących obszarach:

- **Nowe technologie w sektorze bankowym, cyberbezpieczeństwo banków i systemy płatnicze**
- **Ekonomiczna analiza rozwoju sektora bankowego, stabilności banków, otoczenia makroekonomicznego**
- **Prawno-regulacyjne i legislacyjne uwarunkowania działalności sektora bankowego oraz wyzwania wynikające z orzecznictwa sądów krajowych i europejskich**
- **ESG i sustainable finance**
- **Prace analityczno-badawcze w zakresie poszczególnych obszarów funkcjonowania banków oraz w zakresie funkcjonowania wskaźników referencyjnych**

Więcej na temat działalności programu na stronie www.pabwib.pl

Kontakt

dr Tomasz Pawlonka
Dyrektor Programu
m: 505 917 778
e: tpawlonka@wib.org.pl

Agnieszka Nierodka
m: 607 484 391
e: anierodka@wib.org.pl

Warszawski Instytut Bankowości
00-380 Warszawa, ul. Kruczkowskiego 8
t: (22) 182 31 70
e: pab@wib.org.pl

dr Radosław Ciukaj
m: 784 680 685
e: radoslaw.ciukaj@zbp.pl

dr Agnieszka Wicha
m: 661 646 474
e: agnieszka.wicha@zbp.pl

Bartosz Przyborowski
m: 795 933 104
e: bartosz.przyborowski@zbp.pl

Spis treści

Wstęp 7

I. Opis metodyki badawczej 11

II. Unia Oszczędności i Inwestycji – główne założenia 14

III. Diagnoza polskiego rynku kapitałowego w kontekście integracji europejskiej 17

3.1. Udział finansowania z rynków kapitałowych vs finansowanie bankowe w Polsce na tle wybranych krajów UE 18

3.2. Stopień integracji polskiego rynku kapitałowego z rynkiem europejskim oraz jej konsekwencje 24

3.3. Bariery instytucjonalne i regulacyjne ograniczające aktywność banków na rynku kapitałowym w Polsce 27

3.4. Szanse i zagrożenia dla polskiego sektora bankowego wynikające z integracji rynku kapitałowego w UE 29

3.5. Rola banków w kształtowaniu kultury inwestycyjnej i zaufania do rynku kapitałowego w Polsce 38

IV. Wyzwania i prognozy – unia rynków kapitałowych jako impuls dla rozwoju sekurytyzacji i bankowości inwestycyjnej w Polsce 42

4.1. Perspektywy rozwoju sekurytyzacji kredytów w Polsce i jej rola w zwiększaniu zdolności banków do finansowania transformacji energetycznej, cyfrowej i obronnej oraz we wspieraniu rozwoju rynku kapitałowego w perspektywie średniookresowej 43

4.2. Możliwości i bariery rozwoju bankowości inwestycyjnej w Polsce w kontekście postępującej integracji europejskiego rynku kapitałowego oraz działań przewidzianych w ramach Unii Oszczędności i Inwestycji 58

4.3. Rozwój detalicznych produktów oszczędnościowo-inwestycyjnych w świetle strategii Unii Oszczędności i Inwestycji 64

V. Ocena związków między sektorem bankowym a rynkiem kapitałowym 69

5.1. Charakter relacji między sektorem bankowym a rynkiem kapitałowym: konkurencja, komplementarność i synergie 70

5.2. Wpływ większej roli rynku kapitałowego na rentowność polskiego sektora bankowego 71

5.3. Znaczenie rynku kapitałowego dla stabilności systemu finansowego 73

5.4. Wpływ aktywności banków na rozwój rynku kapitałowego 75

5.5. Rola banków w finansowaniu innowacyjnych MSP przez rynek kapitałowy 76

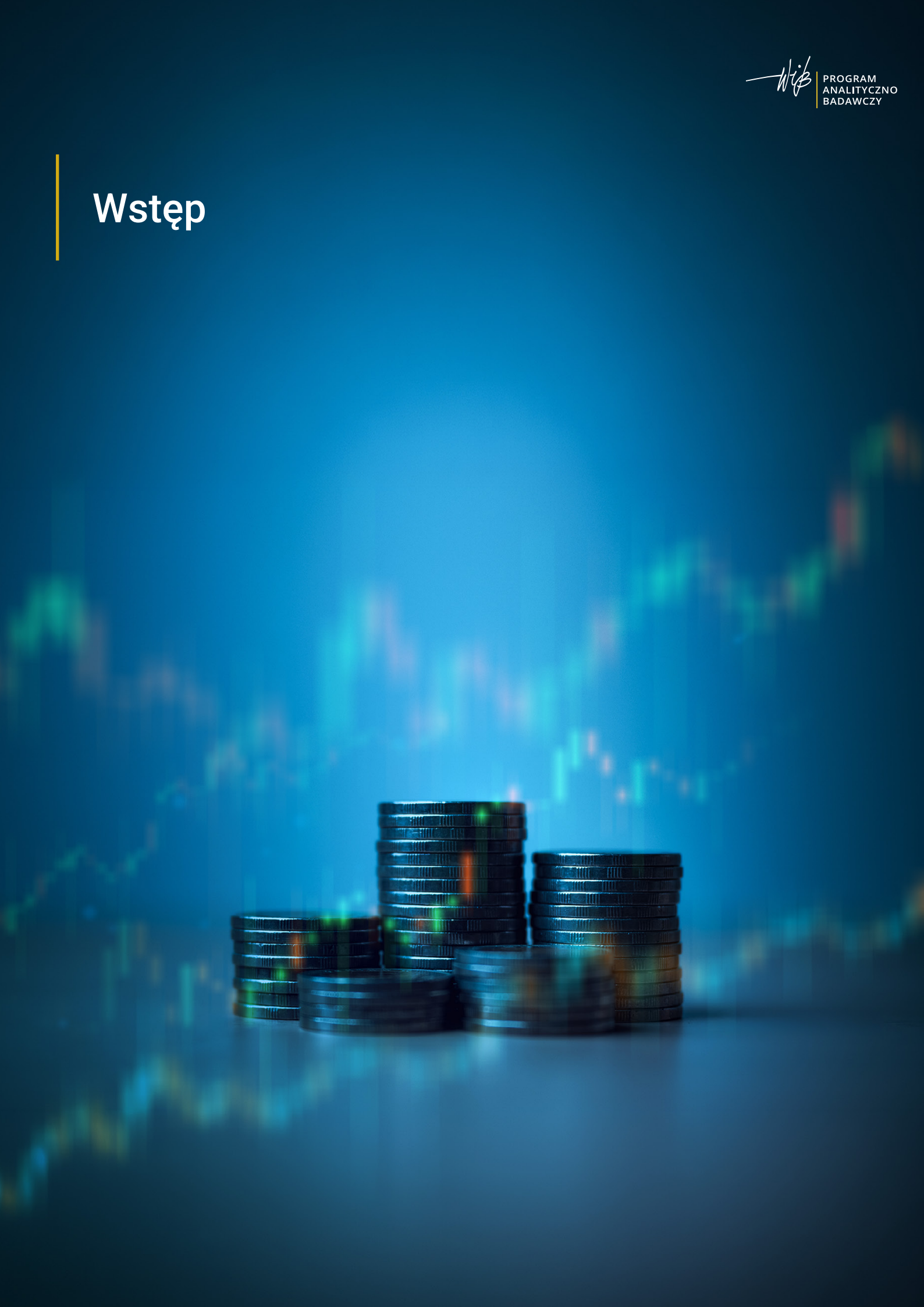
5.6. Relacje między sektorem bankowym a rynkiem kapitałowym w Polsce wobec koncepcji Unii Oszczędności i Inwestycji 79

Wnioski i rekomendacje 82

Bibliografia 88

PROGRAM ANALITYCZNO BADAWCZY

Wstęp



Celem raportu jest określenie roli i miejsca banków w procesie rozwoju rynku kapitałowego w Polsce oraz w Unii Europejskiej w kontekście Unii Oszczędności i Inwestycji. Punktem wyjścia jest założenie, że między sektorem bankowym a rynkiem kapitałowym istnieją powiązania, które należy wykorzystać do zwiększania dostępności kapitału, poszerzania oferty oszczędnościowo-inwestycyjnej oraz wzmacniania odporności i konkurencyjności polskiej gospodarki. W polskich warunkach kluczowym wyzwaniem pozostaje jednak niewystarczające wykorzystanie synergii między sektorem bankowym a rynkiem kapitałowym, a także niedostateczna głębokość i płynność krajowego rynku kapitałowego.

Realizacja projektu oraz przewidzianych w nim zadań badawczych pozwoliła sformułować rekomendacje dotyczące nowych form współpracy sektora bankowego i rynku kapitałowego, zmian regulacyjnych wspierających ich komplementarność oraz instrumentów i mechanizmów, które mogą zwiększyć efektywność alokacji oszczędności w produktywne inwestycje. Istotnym kontekstem projektu jest integracja rynków kapitałowych w UE, w szczególności pytanie, czy Unia Oszczędności i Inwestycji stanie się impulsem do rozwoju sekurytyzacji i bankowości inwestycyjnej w Polsce.

Zakres aktywności banków na rynku kapitałowym obejmuje świadczenie usług finansowych, m.in. w zakresie obsługi emisji, usług inwestycyjnych i maklerskich oraz zarządzania aktywami, a także inwestowanie i emisję instrumentów własnych. W tych wymiarach należy oceniać rolę i miejsce banków w procesie rozwoju rynku kapitałowego w Polsce. Banki odgrywają również istotną rolę jako doradcy i edukatorzy, m.in. wspierając przedsiębiorstwa w przygotowaniu do wejścia na rynek kapitałowy, oraz kształtują kulturę inwestycyjną gospodarstw domowych. Mogą ponadto pełnić funkcję integratorów infrastruktury rynkowej, uczestnicząc w procesach obrotu i rozliczeń oraz wdrażając innowacyjne rozwiązania cyfrowe.

Większa aktywność banków może pozytywnie wpływać na rozwój rynku kapitałowego. Banki mogą bowiem pełnić funkcję „mostu" między gospodarstwami domowymi a rynkiem kapitałowym. Dzięki zaufaniu publicznemu oraz rozbudowanej bazie klientów banki mają unikalną możliwość ułatwiania dostępu do rynku kapitałowego wielu grupom społecznym poprzez dystrybucję produktów inwestycyjnych, rozwój kont oszczędnościowo-inwestycyjnych, a także działania edukacyjne. W ten sposób mogą w niedalekiej przyszłości stać się kluczowym kanałem realizacji celów Unii Oszczędności i Inwestycji, której priorytetem jest zwiększenie udziału obywateli w finansowaniu rozwoju gospodarki europejskiej.

W Europie rynki kapitałowe odgrywają mniejszą rolę niż w USA. Alokacja kapitału odbywa się głównie poprzez sektor bankowy, aczkolwiek istnieją duże dysproporcje pomiędzy poszczególnymi krajami członkowskimi UE. Generalnie obligacje korporacyjne nie stanowią ważnego źródła finansowania rozwoju przedsiębiorstw. Rynki obligacji są płytkie, a czasami wręcz niepłynne. Zatem gospodarka europejska jest głównie finansowana przez banki, a europejskie rynki kapitałowe pozostają słabo rozwinięte[1]. Jednak wzrost aktywności banków na rynku kapitałowym może stanowić katalizator dla zwiększenia skali i atrakcyjności europejskich rynków kapitałowych.

Niedorozwój rynków kapitałowych widoczny jest również w Polsce. W obliczu rosnących napięć geopolitycznych oraz konieczności finansowania transformacji energetycznej i cyfrowej, coraz ważniejsze staje się uruchomienie niewykorzystanego potencjału krajowego rynku kapitałowego jako uzupełnienia tradycyjnego finansowania bankowego. Krajowy sektor bankowy sam nie udźwignie wyzwań, które stoją przed Polską.

W opracowaniu przyjęto tezę, że z punktu widzenia rozwoju gospodarczego Polski system finansowy powinien być bardziej zrównoważony niż obecnie i opierać się w większym stopniu na dwóch uzupełniających się filarach, czyli silnym sektorze bankowym i zyskującym na znaczeniu rynku kapitałowym.

Należy zatem postawić pytanie, czy podobnie jak w przypadku cyfryzacji, w której banki odegrały kluczową rolę, analogiczny impuls z ich strony jest możliwy w odniesieniu do rynku kapitałowego.

Dobrze rozwinięty lokalny rynek kapitałowy poprawia dostępność długoterminowego finansowania i pozwala inwestorom lepiej zarządzać ryzykiem, ograniczając niedopasowanie aktywów i pasywów, które stanowi duży problem w przypadku pożyczek

1 Developing European Capital Markets to Finance the Future. Proposal for a Saving and Investments Union, April 2024, https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/e3283a8f-69de-46c2-9b8a-4b8836394798/files/6b8593b5-ca31-45a3-b61c-11c95cf0fc4b, s. 15-17.

bankowych na długoterminowe projekty[2]. Postrzeganie banków i rynków kapitałowych wyłącznie w kategoriach konkurencji jest jednak zbyt dużym uproszczeniem[3]. Banki nie muszą rozwijać się kosztem rynku kapitałowego i vice versa[4]. W raporcie przedstawiono więc synergie między rynkiem bankowym a kapitałowym, które przyczyniają się do lepszego finansowania gospodarki.

Dodatkowym kontekstem uwzględnionym w opracowaniu jest strategia Unii Oszczędności i Inwestycji (SIU), przedstawiona przez Komisję Europejską 19 marca 2025 r. Jej celem jest stworzenie w UE bardziej niż obecnie zintegrowanego rynku finansowania oraz zwiększenie roli rynków kapitałowych, które w porównaniu z USA mają znacznie mniejsze znaczenie. Mechanizm alokacji kapitału w UE (w tym w Polsce) opiera się nadal głównie na sektorze bankowym.

Nowa inicjatywa Komisji stanowi kontynuację wcześniejszej strategii Unii Rynków Kapitałowych. Ogłoszenie nowej integracyjnej inicjatywy wynika z dużych potrzeb inwestycyjnych, które czekają Europę w najbliższych latach i są związane z transformacją energetyczną, cyfrową oraz obronnością.

Inicjatywa pobudzenia rynków kapitałowych i zwiększenia ich roli w rozwoju gospodarczym odpowiada na problem rozdrobnionych rynków kapitałowych w UE. Nowa inicjatywa jest również ściśle powiązana z kompasem konkurencyjności UE. Co ważne, strategia Unii Oszczędności i Inwestycji pojawia się w zupełnie innym kontekście niż strategia Unii Rynków Kapitałowych. Akcent położono na pozytywny kontekst przyszłego rozwoju gospodarczego, a nie na reakcję na kryzys finansowo-gospodarczy.

Europa ma duże oszczędności, ale za mało inwestycji[5]. Dlatego strategia Unii Oszczędności i Inwestycji (SIU) ma przekierować oszczędności gospodarstw domowych na produktywne inwestycje, a tym samym zapewnić obywatelom UE szerszy dostęp do rynków kapitałowych i lepsze opcje finansowania dla przedsiębiorstw[6].

Unia Oszczędności i Inwestycji wychodzi naprzeciw jeszcze innemu problemowi. Oszczędności mają głównie charakter krajowy, co wynika m.in. z tego, że są przechowywane w bankach[7].

W projekcie zwrócono uwagę na to, że majątek obywateli jest niewystarczająco wynagradzany przez depozyty o niskim oprocentowaniu, a przedsiębiorstwa, zwłaszcza młode i innowacyjne, mają trudności ze spełnieniem swoich potrzeb kapitałowych z powodu niewystarczających opcji finansowania[8].

Nie można też pominąć aspektów kulturowych rzutujących na postawy społeczeństw do bardziej ryzykownych inwestycji na rynkach kapitałowych, co stanowi bardzo ważną ich barierę rozwojową w Europie. Właśnie m.in. dlatego banki, ze względu na status instytucji zaufania publicznego, mogą odegrać w tym obszarze ważną rolę.

Jeszcze przed ogłoszeniem strategii SIU wskazywano cztery kluczowe kierunki działań służących pogłębieniu europejskich rynków kapitałowych[9]:

1. Europejski produkt długoterminowych oszczędności – to pierwszy krok, który zwiększy napływ środków na europejskie rynki kapitałowe, bo bez dużej bazy inwestorów nie da się stworzyć głębokiego rynku kapitałowego.

2. Ożywienie rynku sekurytyzacji – ma wzmocnić zdolność banków do udzielania kredytów dzięki wsparciu rynków kapitałowych; wymaga to szybkiej korekty regulacji i przepisów ostrożnościowych oraz rozważenia wspólnej platformy.

2 V. Ahuja, Role of Banks in Capital Market Development, Prime Database, 2016, https://www.primedatabase.com/article/2016/21.Article-Vishwavir%20Ahuja.pdf [dostęp: 16.06.2025].

3 A. A. Thakor, F. Song, Banks and capital markets as a coevolving financial system, VOXEU, 1 Dec 2010, https://cepr.org/voxeu/columns/banks-and-capital-markets-coevolving-financial-system [dostęp: 16.05.2025].

4 Tamże.

5 R. Balakrishnan, M. Pradhan, Europe's Elusive Savings and Investment Union, International Monetary Fund, 02 June 2025.

6 COMMUNICATION FROM THE COMMISSION TO THE EUROPEAN PARLIAMENT, THE EUROPEAN COUNCIL, THE COUNCIL, THE EUROPEAN CENTRAL BANK, THE EUROPEAN ECONOMIC AND SOCIAL COMMITTEE AND THE COMMITTEE OF THE REGIONS, Savings and Investments Union A Strategy to Foster Citizens' Wealth and Economic Competitiveness in the EU, COM(2025) 124 final, Brussels, 19.3.2025, s. 1.

7 R. Balakrishnan, M. Pradhan, Europe's..., op. cit.

8 The European Savings and Investment Union is going ahead, Abreu Advogados, 2025, https://abreuadvogados.com/en/blogs/the-european-savings-and-investment-union-is-going-ahead/ [dostęp: 16.02.2026].

9 Developing European..., op. cit., s. 27.

3. Większa konwergencja i integracja nadzoru nad europejskimi rynkami finansowymi – ma kluczowe znaczenie dla zwiększenia skali działania europejskich uczestników rynku oraz dla utrzymania stabilności finansowej w zintegrowanym rynku.

4. Integracja infrastruktury rynkowej – konieczne są działania na rzecz usunięcia fragmentacji w systemie rozliczeń w UE.

Przygotowane opracowanie ma istotne znaczenie dla polskiego sektora bankowego co najmniej z trzech powodów.

Po pierwsze, sektor bankowy stoi wobec rosnących wyzwań związanych z finansowaniem transformacji energetycznej i cyfrowej, modernizacji infrastruktury oraz zwiększonych nakładów na bezpieczeństwo i obronność. Skala tych potrzeb inwestycyjnych zasadniczo przekracza możliwości samodzielnego finansowania ich przez banki, zwłaszcza przy konieczności zachowania stabilności bilansów i bezpieczeństwa depozytów. Oznacza to, że tradycyjny model finansowania gospodarki oparty głównie na kredycie bankowym wymaga uzupełnienia przez silniejszy i bardziej płynny rynek kapitałowy.

Po drugie, rosnące wymogi kapitałowe mogą ograniczać przestrzeń do ekspansji kredytowej, zwiększając znaczenie współpracy banków z rynkiem kapitałowym. Rynek kapitałowy może odciążać bilanse banków, umożliwiać dywersyfikację źródeł finansowania oraz wspierać transfer części ryzyka do inwestorów instytucjonalnych i prywatnych.

Po trzecie, dynamiczny rozwój rynku kapitałowego może stworzyć nowe możliwości przychodowe dla banków m.in. poprzez oferowanie usług inwestycyjnych, emisję instrumentów własnych, udział w strukturach finansowania projektów. Silniejsze zaangażowanie banków w rozwój rynków kapitałowych to także szansa na bardziej zdywersyfikowaną strukturę przychodów.

Badanie nie było jedynie próbą opisu istniejących zależności, lecz przede wszystkim odpowiedzią na realne wyzwania systemowe. Dostarczyło argumentów do zdefiniowania nowej roli banków w ekosystemie finansowym, w którym współpraca z rynkiem kapitałowym jest warunkiem efektywnej alokacji kapitału i rozwoju gospodarczego.

Raport składa się ze wstępu, pięciu rozdziałów merytorycznych oraz części zawierającej wnioski i rekomendacje. W dwóch pierwszych rozdziałach przedstawiono metodykę badawczą oraz główne założenia Unii Oszczędności i Inwestycji. Następnie przeprowadzono diagnozę polskiego rynku kapitałowego w kontekście integracji europejskiej, ze szczególnym uwzględnieniem relacji między finansowaniem bankowym a rynkowym, barier instytucjonalnych i regulacyjnych oraz szans i zagrożeń dla sektora bankowego. Kolejna część raportu poświęcona została wyzwaniom i prognozom związanym z rozwojem sekurytyzacji, bankowości inwestycyjnej oraz detalicznych produktów oszczędnościowo-inwestycyjnych. W ostatnim rozdziale oceniono związki między sektorem bankowym a rynkiem kapitałowym, w tym wpływ rozwoju rynku kapitałowego na rentowność i stabilność banków, znaczenie aktywności banków dla pogłębiania rynku kapitałowego oraz rolę banków w finansowaniu innowacyjnych MŚP. Raport zamykają syntetyczne wnioski i rekomendacje dotyczące kierunków wzmacniania komplementarności sektora bankowego i rynku kapitałowego w Polsce.

I. Opis metodyki badawczej



Celem badawczym opracowania było określenie roli i miejsca banków w procesie rozwoju rynku kapitałowego w Polsce i UE w kontekście Unii Oszczędności i Inwestycji.

Zadania badawcze w projekcie zostały pogrupowane w trzy bloki tematyczne odpowiadające logice od diagnozy poprzez wyzwania i prognozy do interakcji. W rezultacie opracowanie zostało podzielone na trzy odrębne części:

1. diagnoza polskiego rynku kapitałowego, jego integracji europejskiej oraz roli sektora bankowego,

2. wyzwania i prognozy rozwoju instrumentów oraz usług rynku kapitałowego,

3. interakcje między sektorem bankowym a rynkiem kapitałowym oraz ich wpływ na stabilność i rentowność banków.

W pierwszym bloku zostały przedstawione wyniki badań porównawczych udziału finansowania pochodzącego z rynków kapitałowych względem finansowania bankowego w Polsce i wybranych krajach UE. W ramach tej części badania zostały zidentyfikowane bariery instytucjonalne i regulacyjne, które ograniczają aktywność banków na rynku kapitałowym. Oceniono także stopień integracji rynku kapitałowego w UE z uwzględnieniem pozycji Polski. Na tej podstawie przeanalizowano rolę rynku kapitałowego w dywersyfikacji źródeł finansowania i zaspokajaniu potrzeb kapitałowych sektora bankowego. Ostatnim komponentem diagnozy była ocena roli banków w kształtowaniu kultury inwestycyjnej i zaufania do rynku kapitałowego w Polsce. Polski sektor bankowy posiada potencjał do mobilizowania oszczędności gospodarstw domowych i kierowania ich w stronę inwestycji kapitałowych. Zbadanie tego problemu pozwoliło określić, w jakim stopniu sektor bankowy może wspierać budowę silniejszego i bardziej dojrzałego rynku kapitałowego w Polsce.

W części dotyczącej wyzwań i prognoz ocenie poddano potencjał rozwoju rynku sekurytyzacji jako mechanizmu wspierającego zdolność banków do finansowania gospodarki. Sekurytyzacja polega na przekształceniu portfela wierzytelności w papiery wartościowe. W opracowaniu położono nacisk na sekurytyzację syntetyczną, ponieważ jej rozwój może uwalniać kapitał regulacyjny banków i zwiększać przestrzeń do finansowania nowych projektów.

Drugim zadaniem badawczym w tej części opracowania było określenie perspektyw bankowości inwestycyjnej w Polsce oraz jej roli w rozwoju rynku kapitałowego, szczególnie w pozyskiwaniu kapitału poprzez IPO i emisje instrumentów dłużnych. Trzecim zadaniem badawczym była analiza możliwości rozwoju detalicznych produktów oszczędnościowo-inwestycyjnych jako narzędzia realizacji celów Unii Oszczędności i Inwestycji.

W trzecim bloku przedstawiono wyniki analizy wpływu wzrostu znaczenia rynku kapitałowego na rentowność oraz stabilność polskiego sektora bankowego. Szczególny nacisk został położony na identyfikację mechanizmów wpływających na strukturę przychodów i kosztów banków w warunkach większego zaangażowania w instrumenty i usługi rynku kapitałowego.

W opracowaniu zastosowano triangulację metod badawczych, rozumianą jako łączenie danych ilościowych, analizy dokumentów oraz jakościowych opinii ekspertów. Zastosowane podejście ograniczyło ryzyko jednostronnego wnioskowania oraz zwiększyło wiarygodność ustaleń badawczych.

Centralnym elementem badania jakościowego było zastosowanie metody częściowo ustrukturyzowanego wywiadu pogłębionego, umożliwiającej połączenie porównywalności odpowiedzi z elastycznością właściwą dla badań eksperckich. Wywiady zostały przeprowadzone wśród ekspertów na przełomie 2025 i 2026 r. Dzięki temu uzyskano porównywalność odpowiedzi, a jednocześnie pozostawiono przestrzeń na identyfikację problemów niewidocznych na etapie analizy danych. Wywiady wykorzystano do pogłębienia zagadnień dotyczących integracji europejskiego rynku kapitałowego, barier rozwoju bankowości inwestycyjnej, roli banków w kształtowaniu kultury inwestycyjnej, rozwoju detalicznych produktów oszczędnościowo-inwestycyjnych oraz potencjału sekurytyzacji jako narzędzia zarządzania kapitałem i ryzykiem.

Na potrzeby badania przeprowadzono 10 wywiadów eksperckich. Dobór respondentów miał charakter celowy i był podporządkowany kryterium wiedzy oraz doświadczenia w obszarze bankowości, rynku kapitałowego, regulacji finansowych, edukacji inwestycyjnej lub finansowania przedsiębiorstw. Pytania badawcze obejmowały w szczególności: konsekwencje działań na rzecz większej integracji rynku kapitałowego w UE dla polskiego sektora bankowego; możliwości i bariery rozwoju bankowo-

ści inwestycyjnej w Polsce; stopień integracji polskiego rynku kapitałowego z rynkiem europejskim w wymiarze regulacyjnym, infrastrukturalnym i rynkowym; ograniczenia regulacyjne, instytucjonalne i operacyjne wpływające na aktywność banków na rynku kapitałowym; rolę banków w budowaniu kultury inwestycyjnej i zaufania do rynku; znaczenie działań edukacyjnych dla zmiany postaw klientów detalicznych; a także perspektywy rozwoju sekurytyzacji bankowej w Polsce.

Podsumowując, zastosowanie wywiadów pogłębionych umożliwiło pozyskanie wiedzy eksperckiej na temat mechanizmów funkcjonowania rynku, praktycznych barier oraz oczekiwań wobec dalszej integracji rynku kapitałowego w UE.

PROGRAM ANALITYCZNO BADAWCZY

II. Unia Oszczędności i Inwestycji – główne założenia



Unia Oszczędności i Inwestycji, określana w dokumentach UE jako Savings and Investments Union (SIU), to ogłoszona 19 marca 2025 r. strategia Komisji Europejskiej mająca poprawić sposób, w jaki europejski system finansowy przekierowuje oszczędności na inwestycje. Jej cel jest podwójny - z jednej strony pomnożenie majątku i możliwości inwestycyjnych gospodarstw domowych, z drugiej poprawa finansowania przedsiębiorstw, zwłaszcza innowacyjnych firm i MŚP, oraz wsparcie konkurencyjności, transformacji cyfrowej i zielonej, bezpieczeństwa oraz otwartej autonomii strategicznej UE. Strategia odpowiada na istotne wyzwania: istotną fragmentację europejskich rynków finansowych, nadmierną zależność gospodarki od finansowania bankowego, niski udział inwestorów detalicznych w rynku kapitałowym oraz bardzo duży zasób oszczędności trzymanych w aktywach nisko dochodowych[10]. Komisja Europejska wskazuje, że ok. 10 bln EUR oszczędności detalicznych w UE pozostaje w depozytach bankowych[11], a dodatkowe potrzeby inwestycyjne UE sięgają 750–800 mld EUR rocznie do 2030 r. Według analiz Europejskiego Banku Centralnego, dostosowanie struktury oszczędności gospodarstw domowych do wzorca amerykańskiego mogłoby przesunąć nawet do 8 bln EUR do inwestycji rynkowych lub ok. 350 mld EUR rocznie[12].

Komisja Europejska przedstawia SIU jako szerszą, bardziej „systemową" kontynuację Unii Rynków Kapitałowych (CMU), łączącą rynek kapitałowy z pogłębianiem unii bankowej[13]. Sama Unia Rynków Kapitałowych została zainicjowana przez Komisję Europejską planem działania z dnia 30 września 2015 r., którego zasadniczym celem była budowa jednolitego i bardziej zintegrowanego rynku kapitałowego w Unii Europejskiej. Mimo znaczącego dorobku legislacyjnego (m.in. Prospectus Regulation z 2017 r., European Crowdfunding Regulation z 2020 r., czy też Listing Act z 2024 r.,), analiza Parlamentu Europejskiego wskazuje, że realna integracja rynków i głębia finansowania nadal rosły zbyt wolno[14]. Nowy impuls pojawił się w 2024 r., kiedy to raport Enrico Letty z kwietnia 2024 r. i raport Mario Draghiego z września 2024 r. powiązały reformę rynków finansowych z konkurencyjnością, innowacyjnością i bezpieczeństwem gospodarczym UE. W styczniu 2025 r. Komisja Europejska wpisała SIU do „Kompasu konkurencyjności" jako jeden z kluczowych instrumentów odzyskania dynamiki wzrostu[15]. Strategia SIU z 19 marca 2025 r. nie zrywa z CMU, lecz ją poszerza. Komisja Europejska wyraźnie stwierdza, że SIU ma opierać się na dorobku CMU oraz na równoległych wysiłkach na rzecz unii bankowej. Parlament Europejski w październikowym briefingu 2025 r. ujął tę zmianę jako przejście od samej integracji rynków kapitałowych do szerszej strategii integracji całego systemu finansowego, obejmującej zarówno kapitał, jak i bankowość[16].

Architektura SIU opiera się na czterech „filarach". Pierwszy, obywatele i oszczędności, ma zwiększyć udział gospodarstw domowych w rynkach kapitałowych poprzez ekspozycję na zrozumiałe produkty finansowe, wyższy poziom edukacji finansowej oraz wyższy poziom zaufania. Drugi, inwestycje i finansowanie, ma rozszerzyć możliwości finansowania przedsiębiorstw, zwłaszcza MŚP i scale-upów. Trzeci, integracja i skala, dotyczy infrastruktury rynku, funduszy, dystrybucji transgranicznej i usuwania barier regulacyjnych. Czwarty, efektywny nadzór na jednolitym rynku, dotyczy konwergencji i - w wybranych obszarach - przesunięcia nadzoru w stronę bardziej europejskiego modelu[17].

Dla gospodarstw domowych SIU ma oznaczać łatwiejszy dostęp do prostych, tanich i bardziej porównywalnych form inwestowania. Komisja Europejska wprost wskazuje, że inwestujący obywatele mają otrzymać „easy, simple and low-cost access" do szerokiego zestawu możliwości inwestycji na rynku kapitałowym, co ma skutkować wyższym oczekiwanym zwrotem oszczędności długoterminowych[18]. Dla rynków kapitałowych i przedsiębiorstw oczekiwany efekt to głębsze rynki akcji i długu, lepsze finansowanie startupów i scale-upów, tańszy kapitał transgraniczny oraz sprawniejsze „wyjścia" dla private equity i venture capital. Komisja przypisuje temu znaczenie strategiczne: bez większej skali ryn-

10 Komisja Europejska, Savings and Investments Union, A Strategy to Foster Citizens' Wealth and Economic Competitiveness in the EU, 2025.

11 Eurostat, https://doi.org/10.2908/NASA_10_F_BS - Financial balance sheets - annual data, 2025.

12 Mario Draghi, The Future of European Competitiveness, 2025.

13 Komisja Europejska, Savings and investments union strategy to enhance financial opportunities for EU citizens and businesses, 2025.

14 Parlament Europejski, Savings and investments union: Overview and state of play, 2025.

15 Rada Unii Europejskiej, Statement of the Eurogroup in inclusive format on the future of Capital Markets Union, 2024.

16 Ibidem.

17 Komisja Europejska, Savings and investments union: better financial opportunities for EU citizens and businesses, 2025.

18 Ibidem.

ków kapitałowych UE nie zamknie luki inwestycyjnej ani nie sfinansuje innowacji, dekarbonizacji, cyfryzacji i bezpieczeństwa. Służyć temu mają zarówno zmiany infrastrukturalne, jak i rewizja sekurytyzacji, którą Komisja przedstawia jako instrument mający wesprzeć realną gospodarkę przy zachowaniu zabezpieczeń stabilności finansowej. Dla banków SIU nie oznacza marginalizacji, lecz zmianę modelu ekosystemu finansowego. Komisja podkreśla, że strategia ma również zwiększać integrację i konkurencyjność sektora bankowego oraz pogłębiać unię bankową. Banki mają zyskać przez odblokowanie sekurytyzacji, większą możliwość dystrybucji produktów inwestycyjnych i lepszy jednolity rynek finansowy.

Należy jednak wspomnieć o wyzwaniach związanych SIU. Jednym z kluczowych jest relacja pomiędzy zwiększaniem uczestnictwa inwestorów detalicznych w rynkach finansowych a zapewnieniem odpowiedniego poziomu ochrony konsumenta. Komisja Europejska w ramach Retail Investment Strategy wskazuje, że celem regulacji jest jednoczesne zwiększenie udziału inwestorów indywidualnych w rynku oraz zapewnienie, że oferowane im produkty będą adekwatne, przejrzyste i zgodne z zasadą „value for money”[19]. Znaczenie tego wyzwania potęguje relatywnie niski poziom wiedzy finansowej w Unii Europejskiej. Badania wskazują, że jedynie ograniczona część populacji (szacunkowo poniżej 20%) charakteryzuje się wysokim poziomem wiedzy finansowej[20]. W konsekwencji zwiększanie partycypacji inwestorów detalicznych, przy braku odpowiednich mechanizmów ochronnych, może prowadzić do zjawisk takich jak misselling, nieefektywna alokacja oszczędności czy spadek zaufania do rynku finansowego. Z tego względu podkreślane jest znaczenie prostoty produktów, transparentności kosztów oraz jakości doradztwa inwestycyjnego jako warunków koniecznych powodzenia reform. Drugim istotnym wyzwaniem jest relacja pomiędzy rozwojem rynków kapitałowych a stabilnością finansową. Ożywienie takich segmentów jak sekurytyzacja czy zwiększenie roli finansowania rynkowego może poprawić efektywność alokacji kapitału oraz zdolność kredytową gospodarki[21]. Jednocześnie, doświadczenia globalnego kryzysu finansowego wskazują, że nadmierne rozluźnienie standardów ostrożnościowych w tym obszarze może generować ryzyka systemowe[22]. W dokumentach Rady Europejskiej oraz Komisji Europejskiej podkreśla się zatem potrzebę zachowania równowagi między zwiększaniem elastyczności regulacyjnej a utrzymaniem odpowiednich zabezpieczeń makroostrożnościowych. Podobne stanowisko prezentują krajowe organy nadzorcze, wskazując, że pogłębianie integracji rynków finansowych powinno iść w parze ze wzmocnieniem nadzoru i zarządzania ryzykiem.

Wreszcie, realizacja SIU napotyka wyzwanie kompetencyjne pomiędzy poziomem unijnym a państwami członkowskimi. Harmonizacja kluczowych obszarów, takich jak systemy podatkowe, prawo upadłościowe czy architektura nadzorcza, jest szeroko uznawana za warunek pogłębienia integracji rynku finansowego. Jednocześnie obszary te pozostają w znacznym stopniu w gestii państw członkowskich, co ogranicza tempo i zakres możliwych reform. Instytucje unijne, w tym Parlament Europejski oraz ESMA, opowiadają się za dalszym wzmocnieniem nadzoru na poziomie europejskim, jednak z perspektywy państw członkowskich oznacza to częściową utratę autonomii regulacyjnej[23]. Właśnie tego rodzaju bariery instytucjonalne i polityczne były jedną z głównych przyczyn ograniczonej skuteczności wcześniejszej Unii Rynków Kapitałowych, co sugeruje, że również w przypadku SIU mogą one stanowić istotne wyzwanie implementacyjne.

19 Rada Unii Europejskiej, Retail investment strategy, 2025.

20 Rada Unii Europejskiej, Financial literacy, 2026.

21 Komisja Europejska, Savings and investments union: better financial opportunities for EU citizens and businesses, 2025.

22 Europejski Bank Centralny, Occasional Paper Series: Capital markets union: a deep dive, 2025.

23 Parlament Europejski, The ambitious Savings and Investment Union project: lessons from monitoring Capital Markets Union progress, 2025; ESMA, BUILDING MORE EFFECTIVE AND ATTRACTIVE CAPITAL MARKETSIN THE EU, 2024.

PROGRAM ANALITYCZNO BADAWCZY

III. Diagnoza polskiego rynku kapitałowego w kontekście integracji europejskiej



3.1. Udział finansowania z rynków kapitałowych vs finansowanie bankowe w Polsce na tle wybranych krajów UE

System finansowy Unii Europejskiej (UE) tradycyjnie opiera się w większym stopniu na bankach niż na rynkach kapitałowych. Według m.in. Międzynarodowego Funduszu Walutowego czy firmy doradczej Oliver Wyman, szacuje się, że około 70% finansowania przedsiębiorstw w UE pochodzi z kredytów bankowych, podczas gdy tylko ok. 30% ze źródeł rynkowych. Dla porównania, w Stanach Zjednoczonych proporcje te są odwrócone – większość (ok. 70%) finansowania zapewniają rynki kapitałowe[24].

Relatywnie niska rola finansowania rynkowego w Unii Europejskiej wynika przede wszystkim z ograniczonej skali i fragmentacji rynków kapitałowych. Rynki te pozostają w dużym stopniu podzielone wzdłuż granic państwowych, co ogranicza transgraniczne przepływy kapitału oraz zmniejsza dostępne pule finansowania. Dodatkowo, istotnym czynnikiem jest zachowanie inwestorów instytucjonalnych, którzy wykazują silny „home bias", inwestując znaczną część aktywów na rynkach krajowych. W efekcie dostęp przedsiębiorstw do kapitału jest bardziej ograniczony, a koszty finansowania mogą się istotnie różnić pomiędzy krajami. Kolejną determinantą jest struktura oszczędności gospodarstw domowych oraz systemów finansowych; w Europie większa część oszczędności lokowana jest w depozytach bankowych (ok. 30%; w USA jest to ok. 10%), co ogranicza rozwój rynku kapitałowego i dostępność finansowania rynkowego. W przeciwieństwie do tego, w Stanach Zjednoczonych większą rolę odgrywają fundusze emerytalne i inwestycje w instrumenty rynkowe, co zwiększa skalę dostępnego kapitału[25].

Do oceny struktury finansowania – w podziale na finansowanie rynkowe i bankowe – wykorzystano następujące wskaźniki[26]:

- Udział wartości dłużnych papierów wartościowych przedsiębiorstw niefinansowych do wartości PKB – opracowany na podstawie danych Eurostat.
- Udział wartości dłużnych papierów wartościowych i wartości notowanych papierów wartościowych do łącznej wartości finansowania przedsiębiorstw niefinansowych – opracowany na podstawie danych Eurostat.
- Market Finance Indicator - opracowany przez AFME (Stowarzyszenie Rynków Finansowych w Europie).

Poza powyższymi wskaźnikami posłużono się metodą ekspercką (w formie wywiadu pogłębionego z ekspertami związanymi zawodowo z sektorem finansowym, w tym z sektorem bankowym).

Warto zaznaczyć, że według opracowań analitycznych oraz doniesień medialnych, udział finansowania rynkowego w Polsce wynosi ok. 5% PKB, podczas gdy średnio w UE jest ok. pięć razy wyższy (ok. 25% PKB)[27], a w USA ponad dziesięć razy wyższy (50%+ PKB)[28]. Innymi słowy, około 95% finansowania gospodarki w Polsce pochodzi z sektora bankowego, co czyni nasz kraj jednym z najbardziej bankozależnych w UE. Eksperci w badaniu własnym nie tylko wskazywali na proporcję 95% finansowanie bankowe vs. 5% finansowanie rynkowe jako realną, ale również przytaczali opinie, iż powyższy udział finansowania bankowego może być nawet wyższy niż 95%. Ta dysproporcja ilustruje, iż europejska gospodarka jest w dużej mierze bankocentryczna, co stanowi uzasadnienie dla inicjatyw takich jak Unia Oszczędności i Inwestycji. Jej celem jest połączenie rozproszonych krajowych rynków kapitałowych w jeden ekosystem, ułatwiając przepływ kapitału pomiędzy państwami i zwiększenie dostępu przedsiębiorstw do finansowania pozabankowego. Warto zaznaczyć również, że europejskie inwestycje kapitału wysokiego ryzyka są aż kilkukrotnie mniejsze niż w USA[29].

24 Oliver Wyman, European Banking Federation, THE EU BANKING REGULATORY FRAMEWORK AND ITS IMPACT ON BANKS AND THE ECONOMY, 2023.

25 IMF Background Note on CMU for Eurogroup, 2023.

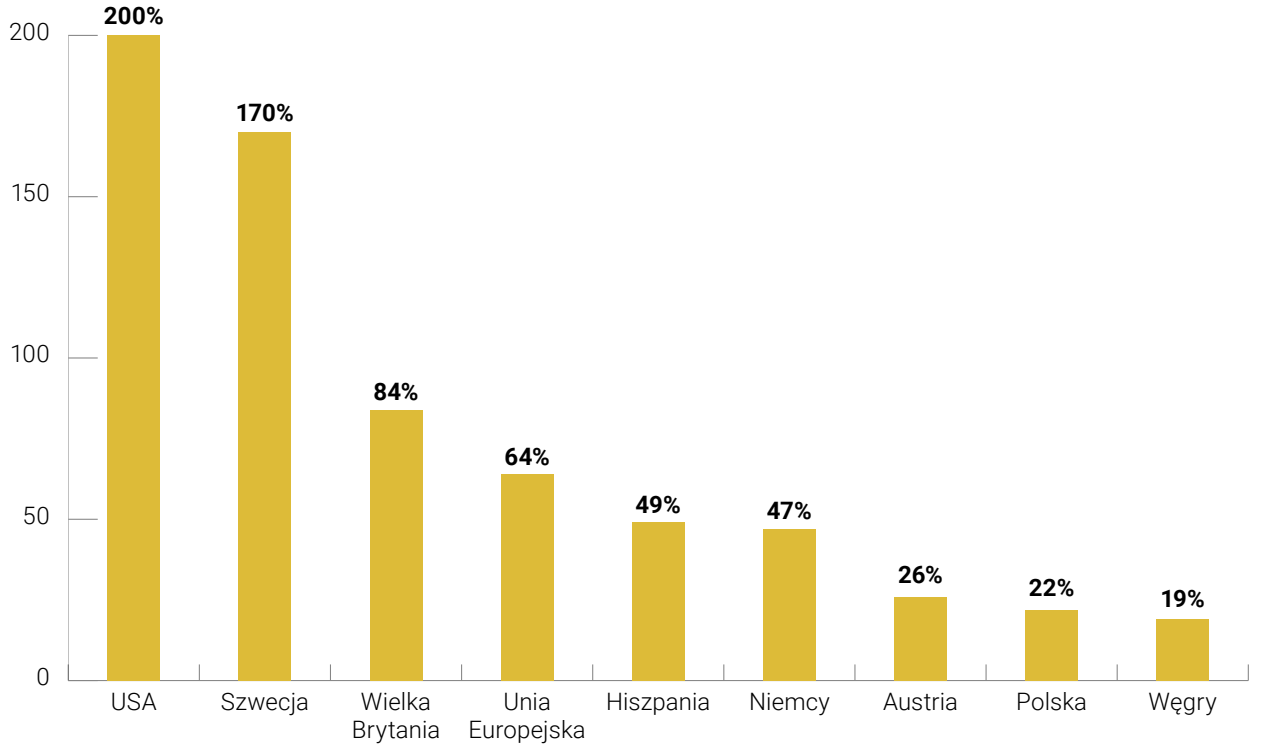
26 Poszczególne wskaźniki zostały szczegółowo przedstawione i omówione w dedykowanych sekcjach opracowania.

27 Europejski Bank Centralny, Financial Integration and Structure in the Euro Area, 2022; Optimizing the financing of EU enterprises: main issues and challenges, The Eurofi Magazine, 2021; Piero Esposito, Vittorio Larocca, Marcello Messori, Manuela Mischitelli, Bank-based or Market-based financial sources: Which is better for the EU?, 2021, Luiss School of European Political Economy; Europejski Bank Centralny, Financial Integration and Structure in the Euro Area, 2023.

28 Opracowanie własne na podstawie: Minister finansów Andrzej Domański o wizji rozwoju GPW, Gazeta Parkiet, 2024; Na rynku kapitałowym brakuje indywidualnych inwestorów. Co zmienią nowe regulacje UE, Stockwatch, 2024; International Capital Market Association, Bond markets to meet EU investment challenges, 2024; Regaining competitiveness and preserving European way of life, The Eurofi Magazine, 2024.

29 'Dziekoński O., Lokalne rynki kapitałowe narzędziem regionalnej polityki rozwoju?, Regiony motorem drugiej fali modernizacji Polski?, Pomorski Thinkletter nr 2(13), 2023; Lehmann A., European Equity Markets: A Crisis in Listings and a New Scheme for Private Capital Exchanges, CFA Institute, 2026; OECD, Venture capital investments (market statistics) (dostęp: 07.04.2026 r.).

Wykres 1. Wybrane wartości wskaźnika kapitalizacji krajowych spółek giełdowych w relacji do PKB w 2024 r. (%).



Źródło: Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, 2025 r.

Mimo dynamicznego rozwoju technologicznego bankowości w Polsce, wskaźniki kapitalizacji banków i relacji kredytów dla sektora niefinansowego do PKB pozostają relatywnie niskie względem państw Unii Europejskiej[30]. Z perspektywy rozwoju rynku kapitałowego rodzi to pytanie: czy luka finansowania może być uzupełniona przez rynki kapitałowe? Narodowy Bank Polski w cyklicznych raportach wskazuje, że rozwój polskiego systemu finansowego w ostatnich latach opierał się głównie na sektorze bankowym, przy słabiej rozwiniętym segmencie rynków finansowych[31]. Jednocześnie, międzynarodowe porównania pokazują, iż polski sektor bankowy jest nieduży względnie do skali gospodarki, a rynki kapitałowe płytkie. Według Europejskiego Banku Odbudowy i Rozwoju (EBOR, EBRD), polski rynek kapitałowy, choć największy w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, charakteryzuje się niską głębokością i płynnością w porównaniu z rynkami rozwiniętymi[32]. Polskie firmy nadal w przeważającej mierze polegają na kredycie bankowym, a rozwój alternatywnych form finansowania (emisje akcji, obligacji korporacyjnych, fundusze private equity) przebiega wolniej. Na wykresach 1 oraz 2 zostały przedstawione wybrane wartości wskaźnika kapitalizacji krajowych spółek giełdowych w relacji do Produktu Krajowego Brutto (PKB) w latach 2014-24 w Polsce oraz Unii Europejskiej.

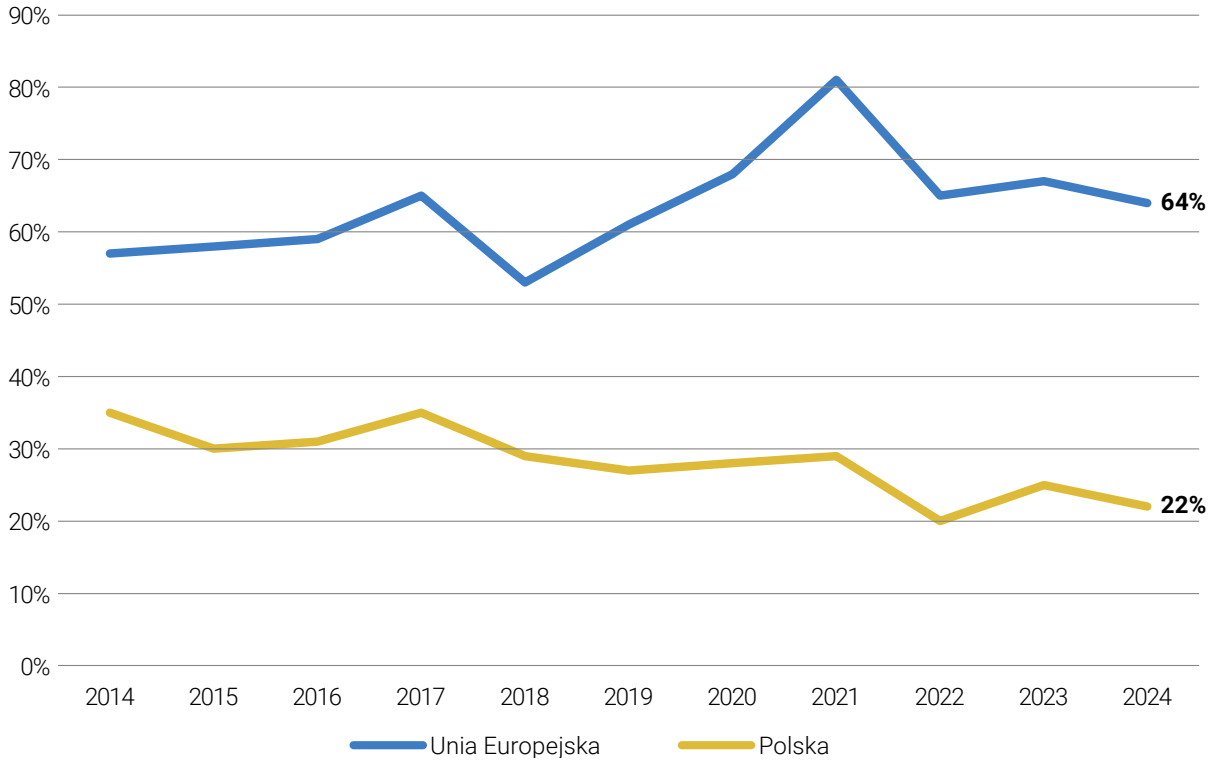
Na powyższym wykresie można zauważyć, że Stany Zjednoczone cechują się bardzo wysoką wartością wskaźnika kapitalizacji krajowych spółek giełdowych do PKB. Oznacza to, że giełda stanowi kluczowy mechanizm alokacji kapitału, a znaczna część wartości gospodarki jest skoncentrowana w spółkach publicznych o globalnym zasięgu. Wielka Brytania pozostaje istotnie poniżej USA, jednak nadal przewyższa większość rynków europejskich, potwierdzając swoją rolę jako rozwiniętego centrum finansowego. Na tym tle Unia Europejska prezentuje się słabiej – wskaźnik kapitalizacji krajowych spółek giełdowych do PKB dla średniej UE wynosi 64%. Pol-

30 Związek Banków Polskich, Raport Polska i Europa, 2025.

31 Bank Rozrachunków Międzynarodowych, Key changes in the Polish financial system in recent years, 2023; Narodowy Bank Polski, Rozwój systemu finansowego w Polsce, 2023; Narodowy Bank Polski, Rozwój systemu finansowego w Polsce, 2024.

32 Poland diagnostic, EBRD, 2023.

Wykres 2. Wartości wskaźnika kapitalizacji krajowych spółek giełdowych w relacji do PKB w Unii Europejskiej oraz w Polsce w latach 2014-2024 (%).



Źródło: Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, 2025 r.

ska znajduje się w dolnym segmencie europejskiego zestawienia. Wskaźnik kapitalizacji krajowych spółek giełdowych do PKB odpowiada nieco ponad jednej piątej PKB wskazuje na nieznaczącą rolę giełdy w gospodarce.

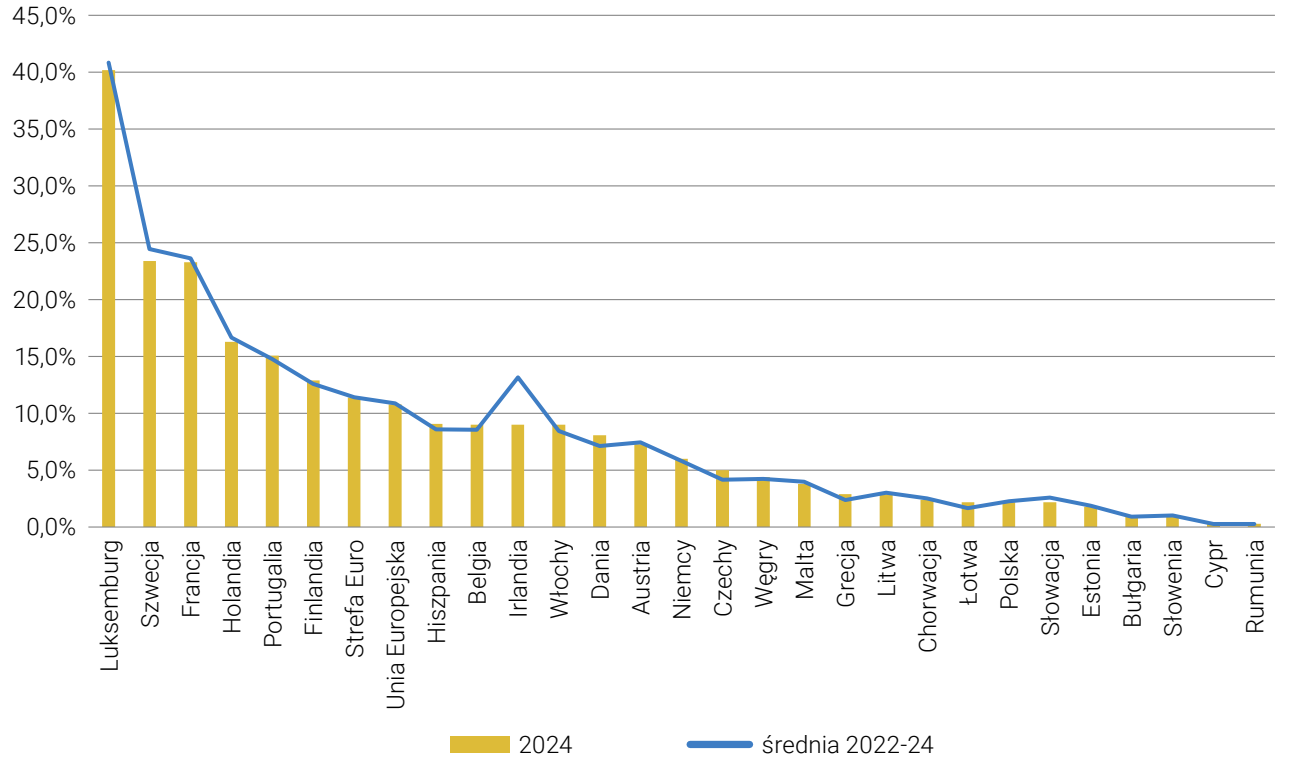
Warto też zauważyć dynamikę zmian w latach 2014-2024 dla Polski w porównaniu do średniej unijnej. Łącznie średnia UE poprawiła swój wskaźnik o +7 p.p. w ciągu dekady, natomiast Polska odnotowała spadek wskaźnika kapitalizacji krajowych spółek giełdowych do PKB z ok. 35% do 22%, co oznacza zmianę o −12 p.p. W rezultacie Polska nie wykazuje procesu konwergencji do średniej UE, a dystans względem niej ulega stopniowemu zwiększeniu.

W przypadku Polski, obserwowana relatywnie niska i malejąca kapitalizacja giełdy w relacji do PKB, przy jednocześnie ograniczonym rynku dłużnych papierów wartościowych, wskazuje na strukturalną płytkość systemu finansowego. Oznacza to, że ani finansowanie udziałowe, ani dłużne nie osiągnęło skali typowej dla bardziej rozwiniętych gospodarek UE. Taka sytuacja może ograniczać możliwości finansowania inwestycji, dywersyfikacji źródeł kapitału oraz odporności gospodarki na wstrząsy, podkreślając potrzebę równoległego rozwoju obu segmentów rynku. Poniżej, na wykresie 3 zaprezentowano udział wartości dłużnych papierów wartościowych do wartości PKB.

Wykres przedstawia istotne zróżnicowanie poziomu wartości dłużnych papierów wartościowych przedsiębiorstw niefinansowych w relacji do PKB w krajach europejskich, wskazując na wyraźną dominację najbardziej rozwiniętych rynków finansowych. W krajach Europy Zachodniej wskaźnik utrzymuje się na umiarkowanym poziomie (ok. 10–25%), natomiast w większości państw Europy Środkowo-Wschodniej pozostaje wyraźnie niższy. Polska znajduje się w dolnej części zestawienia, z poziomem ok. 2% PKB, co wskazuje na relatywnie słabo rozwinięty rynek dłużnych papierów wartościowych i większe znaczenie finansowania bankowego. Jednocześnie różnice między wartościami dla 2024 r. a średnią z lat 2022–2024 są ograniczone, co sugeruje stabilność analizowanego wskaźnika w krótkim okresie i brak istotnych zmian strukturalnych w zakresie wykorzystania instrumentów dłużnych w większości krajów.

Według Deutsche Bank Research, papiery dłużne

Wykres 3. Udział wartości dłużnych papierów wartościowych przedsiębiorstw niefinansowych do wartości PKB (%) – 2024 oraz średnia z lat 2022–2024.



Źródło: Eurostat, Financial balance sheets - annual data [nasa_10_f_bs]; dostęp: 15.01.2026 r.

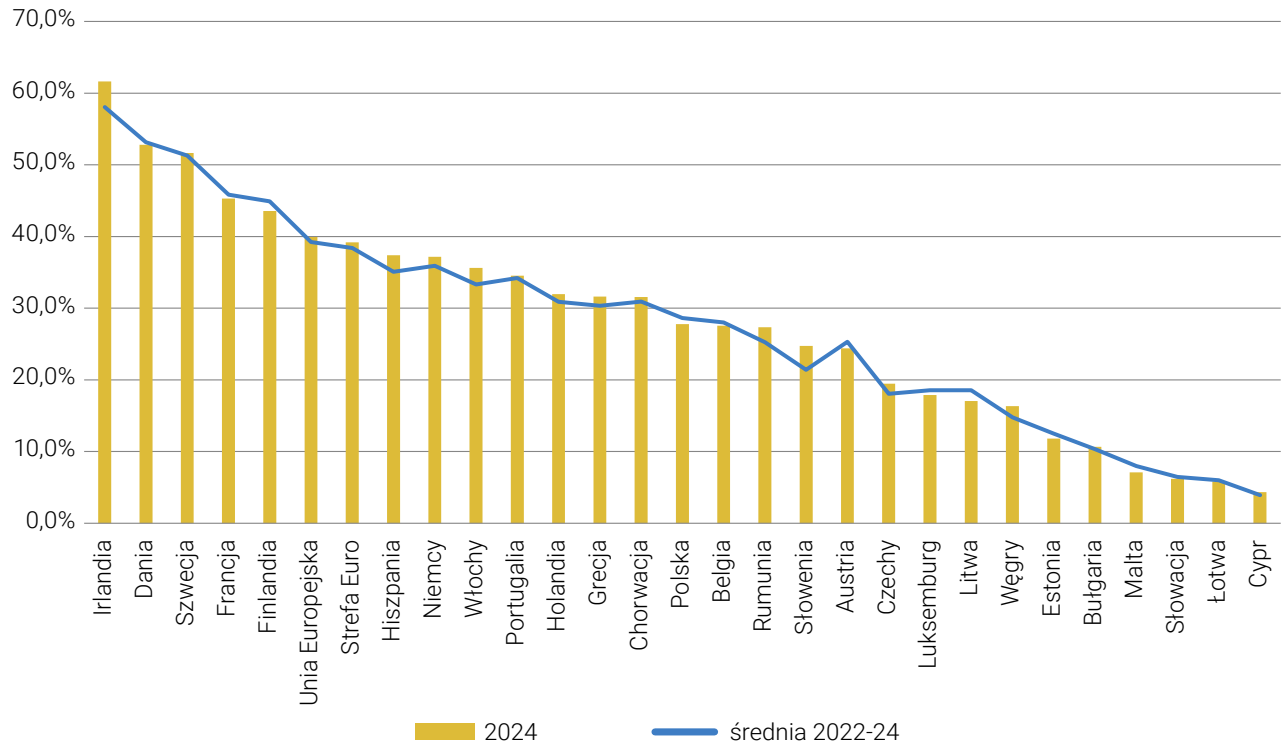
nadal odgrywają relatywnie niewielką rolę w finansowaniu przedsiębiorstw w Europie, mimo obserwowanego wzrostu, częściowo wynikającego z niższych kosztów względem kredytów bankowych. Ich wykorzystanie istotnie różni się pomiędzy krajami, co wynika m.in. z uwarunkowań instytucjonalnych, regulacyjnych, podatkowych oraz struktury przedsiębiorstw. Rynek wykazuje pewien stopień integracji – emisje koncentrują się w kilku centrach finansowych, a znacząca część długu znajduje się w rękach inwestorów zagranicznych. W porównaniu ze Stanami Zjednoczonymi, gdzie udział wartości dłużnych papierów wartościowych przedsiębiorstw niefinansowych do wartości PKB wynosi ok. 30%, potencjał finansowania poprzez rynek długu w Europie pozostaje niewykorzystany[33].

Warto jednak zaznaczyć, że według Europejskiego Banku Centralnego oraz Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego, struktura finansowania przedsiębiorstw w Europie (ze szczególnym uwzględnieniem strefy euro) ulegała w ostatnich dekadach istotnym zmianom wraz z rozwojem rynków kapitałowych[34]. W okresach napięć rynkowych ostatnich lat, takich jak pandemia COVID-19, wybuch wojny na Ukrainie czy zacieśnianie polityki monetarnej, obserwuje się istotne przesunięcie w strukturze finansowania przedsiębiorstw w kierunku kredytu bankowego kosztem finansowania rynkowego. Zjawisko to wynika przede wszystkim z pogorszenia warunków emisji obligacji (wzrostu kosztów i zmienności) oraz relatywnie większej dostępności kredytu bankowego, wspieranego m.in. przez programy rządowe. Substytucja ta dotyczy w największym stopniu dużych przedsiębiorstw o wysokiej wiarygodności kredytowej, które posiadają zdolność do elastycznego wyboru źródeł finansowania. Jednocześnie proces ten może prowadzić do efektu wypierania w segmencie kredytów bankowych, ograniczając dostęp do finansowania dla mniejszych i bardziej ryzykownych podmiotów, które nie mają alternatywy w postaci rynku obligacji. Zatem, choć finansowanie bankowe i rynkowe mogą pełnić funkcje komplementarne w stabilnych warunkach, w okresach stresu rynkowego

33 Deutsche Bank Research, Corporate Bond markets in Europe – a structural perspective, 2024.

34 European Systemic Risk Board, Reports of the Advisory Scientific Committee, 2023.

Wykres 4. Udział wartości dłużnych papierów wartościowych i wartości notowanych papierów wartościowych do łącznej wartości finansowania* przedsiębiorstw niefinansowych (2024 oraz średnia a lat 2022–2024, %).



**Na łączną wartość finansowania składają się: wartość dłużnych papierów wartościowych (ang. debt securities), wartość notowanych papierów wartościowych (ang. listed shares) oraz wartość udzielonych kredytów (ang. loans).*

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Eurostat, Financial balance sheets - annual data [nasa_10_f_bs]; dostęp: 15.01.2026 r.

sektor bankowy przejmuje rolę głównego kanału transmisji finansowania, nie zapewniając jednak równomiernego dostępu do kapitału dla wszystkich kategorii przedsiębiorstw[35].

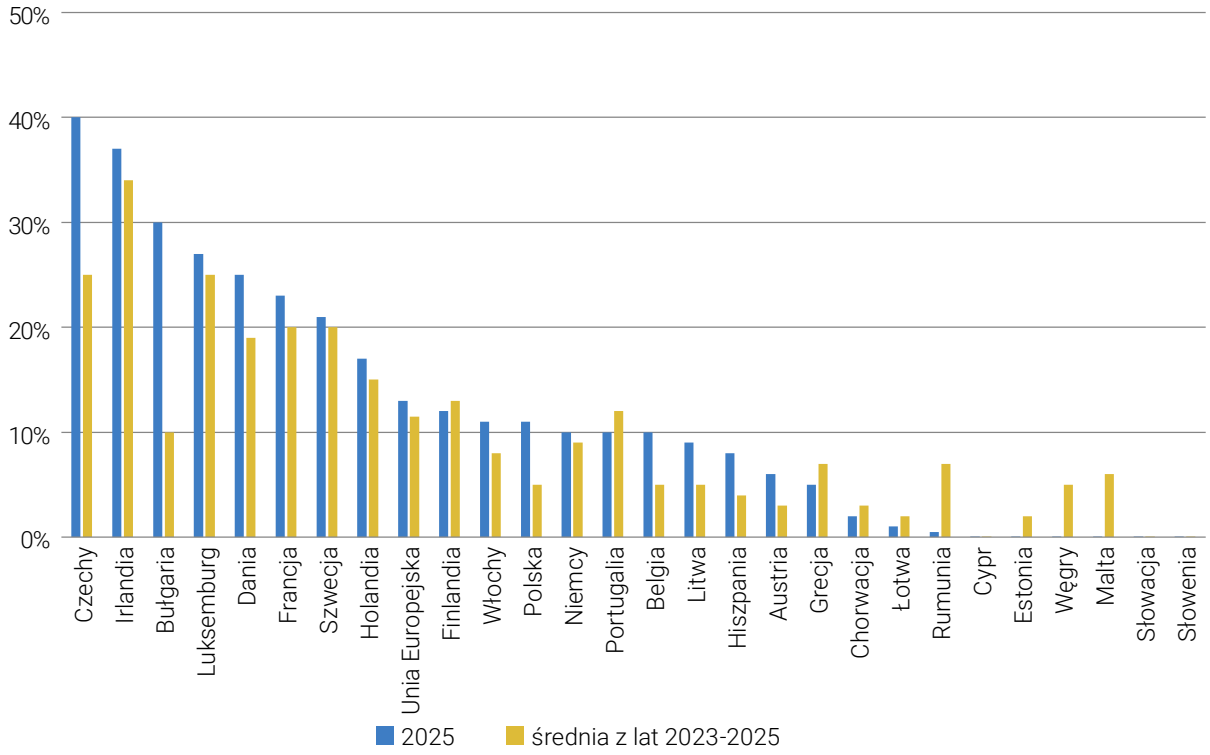
Na wykresie 4 z kolei, przedstawiono udział wartości dłużnych papierów wartościowych i wartości notowanych papierów wartościowych do łącznej wartości finansowania.

Wykres przedstawia udział dłużnych papierów wartościowych oraz notowanych papierów wartościowych w łącznym finansowaniu przedsiębiorstw niefinansowych, ukazując wyraźne różnice strukturalne pomiędzy krajami europejskimi. Z jednej strony znajdują się gospodarki o relatywnie rozwiniętych rynkach kapitałowych, takie jak Irlandia, Dania czy Szwecja, gdzie udział finansowania rynkowego jest wysoki, co odzwierciedla większą głębokość i płynność rynków akcji oraz obligacji. Polska plasuje się w dolnej części zestawienia, z udziałem na poziomie ok. 25–30%, co wskazuje na ograniczoną rolę instrumentów dłużnych i kapitałowych w porównaniu do bardziej rozwiniętych rynków oraz większe znaczenie finansowania bankowego. Różnice między 2024 r. a średnią z lat 2022–2024 są niewielkie, co wskazuje na względną stabilność struktury finansowania w analizowanym okresie. Warto w tym miejscu podkreślić, że Polska nie jest odosobnionym przypadkiem, lecz wpisuje się w szerszy wzorzec obserwowany w krajach Europy Środkowo-Wschodniej (CEE). Dane międzynarodowe wskazują, że w większości gospodarek regionu udział finansowania rynkowego pozostaje istotnie niższy niż w Europie Zachodniej, a systemy finansowe mają charakter wyraźnie bankocentryczny. Rynki obligacji korporacyjnych oraz rynki akcji są relatywnie płytkie, co ogranicza możliwości dywersyfikacji źródeł finansowania przedsiębiorstw. W konsekwencji firmy w regionie w większym stopniu polegają na kredycie bankowym, a dostęp do finansowania poprzez emisję papierów wartościowych jest ograniczony zarówno pod względem skali, jak i płynności.

Warto również przytoczyć Market Finance Indicator opracowywany przez Stowarzyszenie Rynków Fi-

35 European Central Bank, Corporate loans versus market-based finance: substitutes or complements?, 2023.

Wykres 5. Wartości wskaźnika Market Finance Indicator dla krajów Unii Europejskiej w wybranych latach.



Źródło: AFME, Capital Markets Union - Key Performance Indicators, 2025.

nansowych w Europie (AFME)[36]. Wskaźnik ten służy do oceny stopnia wykorzystania rynków kapitałowych przez przedsiębiorstwa niefinansowe w procesie pozyskiwania finansowania[37]. Mierzy on udział finansowania rynkowego; obejmującego emisje akcji (zarówno w ramach ofert publicznych, jak i emisji wtórnych) oraz emisje obligacji (w tym obligacji inwestycyjnych, wysokodochodowych i zamiennych); w całkowitym finansowaniu przedsiębiorstw, które dodatkowo uwzględnia kredyty bankowe (nowe pożyczki). Wysoka wartość wskaźnika wskazuje na większą rolę rynku kapitałowego i bardziej zdywersyfikowaną strukturę finansowania, natomiast niska wartość odzwierciedla dominację finansowania bankowego i większą zależność przedsiębiorstw od sektora bankowego. Market Finance Indicator dla krajów Unii Europejskiej został zaprezentowany na wykresie 5.

Wartości wskaźnika Market Finance Indicator wskazują na istotne zróżnicowanie pomiędzy krajami europejskimi pod względem wykorzystania finansowania rynkowego przez przedsiębiorstwa niefinansowe. Wybrane kraje Europy Zachodniej osiągają poziomy ok. 20-25%, przewyższając średnią dla Unii Europejskiej (ok. 13%). Warto nadmienić, żę te wyniki są zbliżone do analizy Stowarzyszenia Przemysłu Papierów Wartościowych i Rynków Finansowych, która przestawia udział finansowania rynkowego w wysokości ok. 15% dla strefy Euro[38]. Dla Polski w latach 2023-25 wskaźnik osiągnął średnia wartość ok. 5% co pokazuje ograniczone wykorzystanie rynku kapitałowego i dominację kredytu bankowego.

Podsumowując, udział finansowania rynkowego w finansowaniu polskiej gospodarki jest bardzo niski. Ta dysproporcja przekłada się na wolniejszy rozwój rynku kapitałowego – mniej notowanych spółek, mniejszą płynność giełdy oraz ograniczone możliwości pozyskiwania kapitału przez emisję papierów wartościowych. Analiza pokazuje, że Polska należy do krajów UE o bardzo niskim udziale finansowania pochodzącego z rynków kapitałowych. Nasza gospodarka opiera się na kredycie bankowym, podczas gdy rynek akcji i obligacji korporacyjnych pełni rolę co najwyżej uzupełniającą w finansowaniu przedsiębiorstw.

36 AFME, Capital Markets Union - Key Performance Indicators, 2025.

37 Ibidem.

38 SIFMA 2024 Capital Markets Factbook.

3.2. Stopień integracji polskiego rynku kapitałowego z rynkiem europejskim oraz jej konsekwencje

Polski rynek kapitałowy jest formalnie silnie zintegrowany z rynkiem europejskim, jednak stopień faktycznej, ekonomicznej integracji pozostaje umiarkowany. Integracja prawna i instytucjonalna – poprzez wdrożenie unijnych dyrektyw i rozporządzeń oraz uczestnictwo w jednolitym rynku finansowym – jest zaawansowana, natomiast głębokość, płynność i skala transgranicznych przepływów kapitału pokazują, że Polska wciąż pełni głównie rolę peryferyjnego, choć ważnego rynku regionalnego. Taka struktura powoduje z jednej strony większą dostępność kapitału i poprawę standardów funkcjonowania rynku, z drugiej zaś zwiększa zależność od decyzji inwestorów zagranicznych i wrażliwość na zewnętrzne szoki regulacyjne oraz koniunkturalne.[39]Głównym wskaźnikiem dystansu dzielącego Polskę od liderów projektu Unii Rynków Kapitałowych (CMU) jest relacja kapitalizacji giełdy do PKB. W Polsce wskaźnik ten dla spółek krajowych oscyluje w granicach 25–30% PKB (ok. 650–700 mld zł), podczas gdy średnia dla UE-27 wynosi ok. 55–60%, a w krajach takich jak Francja czy Holandia przekracza 100%.[40] Natomiast wysoki poziom integracji operacyjnej jest widoczny w strukturze obrotów na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW). Inwestorzy zagraniczni od lat generują ok. 60–65% obrotów na Głównym Rynku, co dowodzi, że polskie aktywa są integralną częścią portfeli europejskich funduszy inwestycyjnych.[41]

Punktem wyjścia dla oceny integracji jest proces harmonizacji regulacyjnej, który rozpoczął się jeszcze przed akcesją do Unii Europejskiej. W pierwszych latach XXI wieku polskie przepisy dotyczące publicznego obrotu papierami wartościowymi były systematycznie dostosowywane do wymogów unijnych dyrektyw prospektowych, inwestycyjnych i UCITS, co umożliwiło spójne funkcjonowanie polskich instytucji rynku kapitałowego w ramach jednolitego rynku. Kluczowa zmiana nastąpiła wraz z przystąpieniem Polski do UE 1 maja 2004 r., kiedy krajowy rynek stał się częścią europejskiego systemu paszportowania usług finansowych i wzajemnego uznawania zezwoleń. Oznaczało to, że podmioty nadzorowane w jednym państwie członkowskim zyskują możliwość świadczenia usług na całym obszarze UE, a polscy inwestorzy i emitenci zostali włączeni w obszar wspólnych standardów ochrony inwestora, przejrzystości informacji i ładu korporacyjnego.[42]

Wymiar regulacyjny integracji znajduje odzwierciedlenie w przepływach kapitału, szczególnie w zakresie bezpośrednich inwestycji zagranicznych oraz inwestycji portfelowych. Struktura FDI pokazuje, że Polska jest silnie zakotwiczona w unijnym obiegu kapitału: zdecydowana większość bezpośrednich inwestycji zagranicznych pochodzi z krajów UE, a znacząca część ekspansji kapitałowej polskich przedsiębiorstw również kierowana jest do partnerów z jednolitego rynku. Oznacza to nie tylko powiązania właścicielskie, lecz także transfer standardów zarządczych, technologii i praktyk finansowania charakterystycznych dla rozwiniętych rynków kapitałowych Europy Zachodniej. Zależność od inwestorów z UE sprawia jednak, że polski cykl inwestycyjny i poziom napływu kapitału stają się ściśle skorelowane z koniunkturą oraz regulacjami unijnymi.[43]

Naturalnie istotnym polem obserwacji integracji jest rynek giełdowy, w szczególności struktura emitentów i inwestorów na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Liczba spółek zagranicznych dopuszczonych do obrotu wskazuje na rosnący, choć nadal umiarkowany stopień umiędzynarodowienia listingu – udział podmiotów spoza Polski stanowi tylko niewielką część ogólnej liczby emitentów. Znacznie wyraźniejszym przejawem integracji jest struktura obrotu, gdzie dominują inwestorzy zagraniczni. Inwestorzy krajowi – zarówno indywidualni, jak i instytucjonalni – odpowiadają łącznie za mniejszość wartości transakcji, co potwierdza silne włączenie polskiego rynku w europejski i globalny obieg kapitału, ale też ujawnia ograniczoną bazę krajowych oszczędności inwestowanych bezpośrednio na rynku kapitałowym.[44]

39 Ł. Ambroziak, J. Markiewcz, J. Strzelecki, I. Święcicki, M. Wąsiński, How Poland benefits from the single market, Polish Economic Institute, Warsaw 2023.

40 European Commission (2023), European Financial Stability and Integration Review (EFSIR), Brussels. (Dane dotyczące kapitalizacji do PKB w UE).

41 Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie (2024), Statystyki Roczne GPW za rok 2023, Warszawa. (Dane o udziale inwestorów zagranicznych).

42 Country Poland | Single Market and Competitiveness ... https://single-market-scoreboard.ec.europa.eu/countries/poland_en

43 Key Performance Indicators – Eighth Edition - AFME https://www.afme.eu/media/ipvitgie/afme_cmu_kpis2025_02.pdf

44 Pan-European Integration and EU Regional Capital Markets Growth https://igte.pl/wp-content/uploads/2024/12/Advancing-CMU-and-Building-SIU.pdf

Konsekwencje tej integracji są wielowymiarowe. Po stronie pozytywów należy wskazać przede wszystkim łatwiejszy dostęp przedsiębiorstw do kapitału – zarówno poprzez emisje akcji i obligacji kierowane do inwestorów zagranicznych, jak i poprzez możliwość cross-listingu czy wykorzystywania paneuropejskiej infrastruktury posttransakcyjnej. Większa obecność zagranicznych inwestorów instytucjonalnych wiąże się zwykle z wyższymi wymaganiami dotyczącymi ładu korporacyjnego, przejrzystości informacji i standardów raportowania niefinansowego, co sprzyja podnoszeniu jakości zarządzania w spółkach publicznych. Integracja sprzyja również poprawie płynności i efektywności wyceny części instrumentów finansowych, choć efekt ten jest zróżnicowany sektorowo i dotyczy przede wszystkim większych, rozpoznawalnych emitentów.

Równocześnie wysoki udział inwestorów zagranicznych w obrotach oraz w strukturze akcjonariatu generuje szereg wyzwań. Decyzje inwestycyjne dotyczące polskich aktywów w istotnej części zapadają poza krajem, często w dużych centrach finansowych Europy Zachodniej, co zwiększa podatność cen polskich instrumentów na globalne przepływy kapitału, nastroje rynkowe i zmiany regulacyjne, nawet jeśli ich źródłem nie są czynniki krajowe. W sytuacjach zwiększonej awersji do ryzyka, napięć geopolitycznych czy zaostrzenia polityki pieniężnej w strefie euro może dochodzić do gwałtownych odpływów kapitału portfelowego z rynków postrzeganych jako peryferyjne, co przekłada się na podwyższoną zmienność kursów i rentowności. Integracja rodzi także ryzyko odpływu najbardziej atrakcyjnych emisji (np. dużych IPO, emisji euroobligacji) do większych, bardziej płynnych rynków, jeśli lokalna infrastruktura i popyt inwestorów nie zapewniają optymalnych warunków finansowania.

Polski rynek kapitałowy można określić jako wysoki stopień integracji formalno-regulacyjnej z Unią Europejską, połączony z umiarkowaną – ale rosnącą – integracją ekonomiczną i transakcyjną. Dominacja inwestorów zagranicznych na rynku akcji, struktura FDI z przewagą kapitału unijnego oraz włączenie w agendę CMU sprawiają, że polski system finansowy jest silnie powiązany z rynkiem europejskim. Jednocześnie wielkość, głębokość i dywersyfikacja krajowego rynku wciąż pozostają niższe niż w wiodących centrach finansowych UE, co powoduje asymetrię w czerpaniu korzyści z integracji i utrzymuje znaczną wrażliwość na czynniki zewnętrzne. W tym kontekście jednym z kluczowych wyzwań staje się dalsze rozwijanie krajowej bazy inwestorów, w tym długoterminowych oszczędności gospodarstw domowych, tak aby integracja z rynkiem europejskim przekładała się nie tylko na dopływ zagranicznego kapitału, lecz także na wzmocnienie roli krajowego rynku jako pełnoprawnego elementu Unii Rynków Kapitałowych. Warto jednak dodać, że integracja niesie za sobą szereg wyzwań. Przede wszystkich Podatność na szoki zewnętrzne (Contagion Effect). Otóż silna obecność kapitału zagranicznego sprawia, że polski rynek jest wrażliwy na globalną awersję do ryzyka. Przykładowo, wybuch wojny na Ukrainie wywołał odpływ kapitału z regionu CEE niezależnie od stabilnej kondycji finansowej polskich spółek. Ponadto problemem jest marginalizacja decyzyjna. Jako kraj spoza strefy euro, Polska stoi przed wyzwaniem dostosowania się do agendy CMU, która jest kształtowana głównie przez potrzeby największych centrów finansowych (Paryż, Frankfurt). Rodzi to ryzyko wzrostu kosztów compliance dla mniejszych krajowych pośredników finansowych.

Uzupełnieniem powyższej diagnozy są opinie ekspertów rynkowych, które pozwalają bardziej zniuansować ocenę stopnia integracji polskiego rynku kapitałowego z rynkiem europejskim. Z ich perspektywy integracja ta ma charakter wyraźnie asymetryczny – wysoka w wymiarze regulacyjnym, umiarkowana w rynkowym i relatywnie niska w infrastrukturalnym oraz operacyjnym. W wymiarze regulacyjnym panuje zgodność co do tego, że Polska jest silnie zintegrowana z systemem europejskim. Wynika to nie tylko z implementacji unijnych dyrektyw i rozporządzeń, ale również z faktu, że krajowe regulacje często mają charakter bardziej restrykcyjny niż minimalne wymogi UE. Jak wskazuje jeden z respondentów, „polski rynek działa według tych samych reguł i regulacji prawnych co inni, przy czym duża część tych regulacji jest bardziej restrykcyjna niż wymogi unijne" (Respondent 4). Inny ekspert podkreśla, że Polska „wdraża regulacje europejskie szybciej niż inne państwa UE" (Respondent 3), co przekłada się na wysoki poziom bezpieczeństwa obrotu i ograniczenie ryzyka systemowego, choć jednocześnie generuje wyższe koszty funkcjonowania rynku.

Znacznie bardziej zróżnicowane są oceny integracji w wymiarze rynkowym i operacyjnym. Część ekspertów wskazuje na jej relatywnie niski poziom, argumentując to ograniczoną rolą rynku kapitałowego w finansowaniu przedsiębiorstw, niską płynnością oraz niewielką atrakcyjnością wycen. W tym ujęciu „stopień integracji polskiego rynku kapitałowego z rynkiem europejskim jest stosunkowo niski w każdym z analizowanych wymiarów" (Respondent 1).

Przejawem tego jest m.in. „niewielka liczba zagranicznych spółek notowanych na GPW" oraz ograniczone uczestnictwo krajowych instytucji w międzynarodowych konsorcjach emisyjnych (Respondent 1). Zwracano również uwagę na przewagę delistingów nad IPO jako symptom słabości rynku i jego ograniczonej atrakcyjności.

Inni rozmówcy prezentują bardziej zrównoważoną ocenę, wskazując na postępującą, choć umiarkowaną integrację rynkową. Jak zauważa jeden z respondentów, „stopień integracji się zwiększa, przede wszystkim pod kątem wymogów regulacyjnych, które powodują zmierzanie w kierunku ujednolicania rynków" (Respondent 2). Proces ten dotyczy zwłaszcza dostępności produktów inwestycyjnych, w tym oferowania przez krajowe podmioty instrumentów zagranicznych, choć integracja w zakresie bezpośredniej aktywności instytucji finansowych na innych rynkach UE pozostaje ograniczona. Kolejny rozmówca zwraca uwagę, że na poziomie regulacyjnym Polska jest silnie zintegrowana dzięki implementacji ram unijnych (MiFID II, Prospectus Regulation, MAR), co ułatwia transgraniczne oferowanie usług. Infrastrukturalnie postęp jest widoczny (np. integracja systemów rozliczeniowych), ale nadal istnieją bariery w zakresie post-trade, podatków i standardów operacyjnych. Rynkowo integracja jest ograniczona – udział inwestorów zagranicznych jest zmienny, a płynność wielu instrumentów pozostaje niska w porównaniu z rynkami bazowymi UE. Korzyści z integracji według rozmówcy to niższy koszt kapitału i większa dostępność instrumentów, natomiast ryzyka obejmują większą podatność na odpływy kapitału portfelowego i presję konkurencyjną na lokalne instytucje finansowe.

Najsłabszym ogniwem integracji pozostaje infrastruktura rynkowa. Eksperci zgodnie wskazują, że polski rynek funkcjonuje w dużej mierze jako system lokalny, z ograniczonym poziomem powiązań operacyjnych. Jak podkreślono, „integracja na poziomie operacyjnym jest ograniczona, a GPW funkcjonuje w dużej mierze jako system zamknięty" (Respondent 3). Również inni respondenci wskazują, że „rynek pozostaje w dużej mierze zorganizowany lokalnie, a poziom powiązań operacyjnych z głównymi centrami finansowymi UE nie jest pełny" (Respondent 5).

Warto również zwrócić uwagę na specyficzne cechy krajowego rynku, które odzwierciedlają próbę pogodzenia integracji europejskiej z realizacją celów krajowych. Eksperci wskazują, że Polska co do zasady funkcjonuje w ramach dopuszczonych przez UE rozwiązań regulacyjnych, wprowadzając jednocześnie pewne lokalne innowacje instytucjonalne. Jednocześnie podkreślano, że polityka regulacyjna może częściowo sprzyjać kierowaniu kapitału na potrzeby krajowej gospodarki, co oznacza utrzymywanie pewnych ograniczeń, które potencjalnie mogą ograniczać pełną integrację rynku (synteza wypowiedzi respondentów).

Eksperci wskazują na szereg potencjalnych korzyści wynikających z pogłębiania integracji. Po stronie inwestorów najczęściej wymieniane są: wzrost płynności rynku, szerszy dostęp do instrumentów finansowych oraz obniżenie kosztów transakcyjnych. Jak zauważono, „korzyści z integracji są największe po stronie inwestorów – przewagę konkurencyjną uzyskają podmioty oferujące najniższe marże i prowizje" (Respondent 3). Z perspektywy emitentów istotne znaczenie ma dostęp do szerszej bazy inwestorów oraz możliwość uzyskania bardziej efektywnej wyceny (Respondent 1). Podkreślano również znaczenie integracji dla skalowania produktów inwestycyjnych oraz rozwoju innowacji finansowych (Respondent 3).

Jednocześnie wskazywano na istotne ryzyka związane z dalszą integracją. Najczęściej podnoszonym zagrożeniem jest potencjalna marginalizacja polskiego rynku kapitałowego. Jak wskazuje jeden z ekspertów, integracja może prowadzić do „marginalizacji polskiego rynku kapitałowego oraz spadku popytu na usługi maklerskie" (Respondent 1). Inni respondenci zwracają uwagę na „zwiększoną presję konkurencyjną" oraz „szybszą transmisję szoków rynkowych z zagranicy" (Respondent 3). Wskazywano również na ryzyko wzrostu kosztów regulacyjnych i operacyjnych oraz odpływu aktywności do większych centrów finansowych (Respondent 5). Z drugiej strony, część ekspertów nie identyfikuje istotnych zagrożeń, podkreślając raczej naturalny charakter procesów konkurencyjnych (Respondent 3).

Podsumowując opinie ekspertów, można stwierdzić, że polski rynek kapitałowy jest przykładem „niepełnej integracji" – formalnie silnie zakorzenionej w strukturach europejskich, lecz wciąż ograniczonej pod względem głębokości rynkowej i powiązań infrastrukturalnych. Kluczowym wyzwaniem pozostaje znalezienie równowagi między dalszą integracją a utrzymaniem zdolności rynku do finansowania krajowej gospodarki oraz zachowaniem konkurencyjności wobec największych ośrodków finansowych w Europie.

3.3. Bariery instytucjonalne i regulacyjne ograniczające aktywność banków na rynku kapitałowym w Polsce

Aktywność banków na rynku kapitałowym w Polsce jest w dużym stopniu kształtowana przez ramy regulacyjne UE (CRR/CRD, MiFID II/MiFIR, MAR) oraz ich implementację w prawie krajowym, co ogranicza możliwość pełnienia przez banki roli długoterminowych pośredników kapitału i animatorów rynku. Chociaż banki są naturalnym ogniwem łączącym sektor depozytowo-kredytowy z rynkiem kapitałowym, liczne bariery instytucjonalne, ostrożnościowe i konsumenckie sprawiają, że ich aktywność na rynku papierów wartościowych pozostaje ostrożna i selektywna.[45]

Pierwszą grupą barier są wymogi ostrożnościowe wynikające z pakietu CRR/CRD oraz krajowej ustawy Prawo bankowe, które promują model bankowości opartej na kredycie bilansowym, a nie na angażowaniu się w ryzyko rynkowe czy działalność inwestycyjną na większą skalę. Wysokie wymogi kapitałowe dla pozycji w instrumentach kapitałowych, koncentracja na bezpieczeństwie depozytów oraz rygorystyczne limity dużych zaangażowań powodują, że utrzymywanie znaczących portfeli akcji, obligacji podporządkowanych czy instrumentów hybrydowych jest dla banków relatywnie kosztowne regulacyjnie. Dodatkowo, wymóg spełnienia buforów kapitałowych oraz MREL/TLAC generuje potrzeby własnej emisji dłużnych instrumentów przez banki, co ogranicza przestrzeń bilansową na aktywną rolę jako animatorów emisji innych podmiotów, zwłaszcza MŚP.[46]

Drugim ważnym obszarem są regulacje MiFID II/MiFIR oraz MAR, których implementacja w Polsce znacząco podniosła koszty świadczenia usług inwestycyjnych przez banki, w szczególności wobec klientów detalicznych. Obowiązki związane z klasyfikacją klientów, testem odpowiedniości i adekwatności, rozbudowaną dokumentacją informacyjną, nagrywaniem rozmów oraz raportowaniem transakcji do nadzoru (transaction reporting) zwiększają obciążenia administracyjne i operacyjne, co dla wielu banków czyni oferowanie złożonych produktów inwestycyjnych mniej atrakcyjnym biznesowo. W rezultacie część instytucji ogranicza ofertę produktów rynku kapitałowego do prostych rozwiązań (fundusze, proste obligacje), marginalizując bardziej zaawansowane instrumenty i usługi doradcze, które mogłyby pogłębiać lokalny rynek kapitałowy.[47]

Trzeci wymiar barier ma charakter nadzorczy i instytucjonalny. Polski system nadzoru, skoncentrowany w Komisji Nadzoru Finansowego, stosuje podejście bardzo silnie ostrożnościowe wobec banków, kładąc nacisk na bezpieczeństwo sektora i ochronę deponentów, co z natury rzeczy ogranicza skłonność do angażowania się w działalność bardziej ryzykowną z punktu widzenia wahań rynkowych. Surowe podejście do ładu korporacyjnego, oceny odpowiedniości inwestorów banków oraz zarządów – oparte na wytycznych EBA i przepisach CRD – sprzyja raczej konserwatywnemu modelowi biznesowemu niż eksperymentowaniu z nowymi formami aktywności na rynku kapitałowym (np. underwriting emisji ryzykowniejszych emisji, finansowanie innowacyjnych firm poprzez instrumenty quasi-kapitałowe). Ponadto rozproszenie kompetencji pomiędzy różne instytucje (KNF, NBP, BFG, UOKiK, Rzecznik Finansowy, GIIF, UODO) skutkuje złożonością otoczenia regulacyjnego i ryzykiem nakładania się obowiązków, co zniechęca do rozszerzania działalności inwestycyjnej poza działalność podstawową.

Warto też wspomnieć, że istotną barierą jest także podejście regulacyjne do ochrony konsumenta, wzmocnione po kryzysie kredytów walutowych i sporach wokół WIBOR, które zwiększyło ryzyko prawne w relacjach bank–klient. Obawa przed pozwami zbiorowymi, sankcjami administracyjnymi czy reputacyjnymi w przypadku sprzedaży produktów uznanych ex post za nieadekwatne powoduje, że banki przyjmują defensywną strategię w obszarze produktów inwestycyjnych, unikając rozwiązań bardziej złożonych, choć potencjalnie korzystnych z punktu widzenia rozwoju rynku kapitałowego. W praktyce prowadzi to do ograniczenia skłonności banków do aktywnej dystrybucji instrumentów kapitałowych i do budowania kultury inwestycyjnej klientów.

Kolejna grupa barier dotyczy infrastruktury i organizacji rynku. Zwraca się uwagę na utrzymujące się przeszkody w integracji usług post-transakcyjnych w Europie, w tym złożoność rozliczeń transgranicz-

45 Capital Market Union, Opinion of Warsaw Stock Exchange on the Capital Market Union Project, https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/Opinion_WSE_Capital_Markets_Union_Project2.pdf

46 https://www.knf.gov.pl/en/MARKET/Licensing_and_registration/Banking/Banks/Key_legal_acts

47 Key changes in the Polish financial system in recent years, Nardowy Bank Polski, https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap148_r.pdf

nych, różnice podatkowe oraz brak pełnej harmonizacji w obszarze prawa upadłościowego i zabezpieczeń. Dla banków działających jako uczestnicy KDPW i KDPW_CCP oznacza to dodatkowe koszty i ryzyka operacyjne przy rozwijaniu działalności maklerskiej oraz usług powierniczych na większą skalę, zwłaszcza w segmencie transgranicznym. Niższa skala i płynność polskiego rynku, na tle głównych centrów finansowych UE, ogranicza natomiast opłacalność tworzenia rozbudowanych linii biznesowych związanych z inwestment banking i market making, które w wielu grupach kapitałowych są lokowane w podmiotach z siedzibą w większych jurysdykcjach.

Bariery instytucjonalne i regulacyjne, które ograniczają aktywność banków na rynku kapitałowym w Polsce, wynikają z połączenia restrykcyjnych wymogów ostrożnościowych, wysokich kosztów zgodności z regulacjami MiFID II/MiFIR i MAR, silnie ostrożnościowego podejścia nadzorczego oraz rosnącego ryzyka prawnego w relacjach z klientami. Choć rozwiązania te wzmacniają stabilność sektora bankowego i ochronę konsumentów, w praktyce zmniejszają skłonność banków do pełnienia aktywnej roli jako pośredników i animatorów rynku kapitałowego, co osłabia potencjał synergii między bankami a rynkiem kapitałowym w kontekście agendy Capital Markets Union.

Uzupełnieniem powyższej analizy są opinie ekspertów, które wskazują, że identyfikacja barier ograniczających aktywność banków na rynku kapitałowym w Polsce nie jest jednoznaczna i wykracza poza klasyczne ujęcie regulacyjne. W szczególności zwraca się uwagę na znaczenie czynników strategicznych i mentalnych. Jak podkreśla jeden z respondentów, „kluczowym problemem nie są bariery regulacyjne, operacyjne itp., ale bariery mentalne i strategiczne", przejawiające się w tym, że banki traktują działalność maklerską jako funkcję poboczną, a nie istotny filar modelu biznesowego (Respondent 1). Podobnie inny ekspert wskazuje, że „nie ma barier, może jest bariera w strategicznym myśleniu", podkreślając koncentrację banków na prostych, dochodowych produktach (Respondent 3).

Jednocześnie część respondentów silnie akcentuje znaczenie regulacji ostrożnościowych jako kluczowego czynnika ograniczającego rozwój aktywności rynkowej banków. W szczególności wskazuje się, że „sztywność wymogów kapitałowych […] promuje konserwatywny model finansowania oparty na kredycie bankowym kosztem aktywów rynkowych", a implementacja regulacji bazylejskich „de facto karze banki za zaangażowanie w aktywa rynku kapitałowego" poprzez zwiększenie kosztu kapitału (Respondent 2). Zbieżne wnioski formułują inni eksperci, wskazując na istotną rolę limitów koncentracji oraz wymogów kapitałowych wynikających z regulacji unijnych (Respondent 4). Inny rozmówca zwraca uwagę, że najistotniejsze są wysokie wymogi kapitałowe oraz regulacyjne, które powodują, że działalność na rynku kapitałowym często oferuje niższą stopę zwrotu niż kredyt. Złożoność regulacji (MiFID II, CRR/CRD, IFR/IFD) generuje wysokie koszty compliance, szczególnie dla mniejszych banków, ograniczając ich zdolność do skalowania działalności inwestycyjnej. W Polsce dodatkowym obciążeniem jest podatek bankowy, który zniechęca do utrzymywania aktywów rynkowych w bilansie. Operacyjnie barierą pozostaje także niedorozwój infrastruktury post-trade oraz ograniczona automatyzacja procesów, co zwiększa koszty operacyjne i ryzyko.

Istotnym problemem wskazywanym przez ekspertów jest również zjawisko przeregulowania rynku oraz rosnących kosztów compliance. Jak zauważono, „jak jest jakiś problem, to dodaje się regulacji […], a podejścia deregulacyjnego nie ma", co prowadzi do „silnego wzrostu kosztów compliance oraz odpowiedzialności" (Respondent 5). W połączeniu z konserwatywnym podejściem nadzorczym, określanym jako „bardzo zachowawcze i restrykcyjne", skutkuje to ograniczeniem skłonności banków do podejmowania aktywności na rynku kapitałowym, zwłaszcza w warunkach relatywnie niskiej dochodowości tej działalności (Respondent 5). Również inni respondenci wskazują na „rosnące wymogi compliance wynikające z regulacji unijnych" oraz ryzyko przeregulowania, potęgowane przez bardziej restrykcyjną praktykę nadzorczą w Polsce (Respondent 7).

W wymiarze instytucjonalnym opinie ekspertów są bardziej zróżnicowane. Część z nich nie identyfikuje istotnych barier w tym obszarze (Respondent 6; Respondent 7), podczas gdy inni wskazują na ograniczony rozwój segmentu private banking oraz oferty dla klientów zamożnych jako czynnik ograniczający rozwój rynku kapitałowego (Respondent 4). Wskazuje to na strukturalne niedopasowanie podaży usług inwestycyjnych do potencjalnego popytu ze strony bardziej zaawansowanych inwestorów.

Ważnym wątkiem poruszanym przez ekspertów są również bariery o charakterze organizacyjnym i prawnym. W szczególności wskazuje się na sztywne rozdzielenie działalności maklerskiej od operacji prowadzonych na własny rachunek oraz rynku

OTC. Jak zauważono, „rozdział biur maklerskich od departamentów skarbu […] ma negatywny wpływ", a obowiązujące rozwiązania „nie przystają do współczesnych realiów" (Respondent 8). Tego typu ograniczenia mogą utrudniać efektywne wykorzystanie kompetencji banków oraz ograniczać synergie pomiędzy różnymi obszarami ich działalności na rynku finansowym.

Eksperci zwracają także uwagę na bariery operacyjne, choć ich znaczenie oceniane jest jako wtórne wobec regulacyjnych i strategicznych. Wskazuje się m.in. na trudności związane z monitorowaniem wartości portfeli i dostosowywaniem finansowania w warunkach wysokiej zmienności oraz niskiej płynności rynku (Respondent 4). Dodatkowo podkreślano konieczność edukacji klientów i budowania świadomości inwestycyjnej jako warunku rozwoju usług rynku kapitałowego (Respondent 7).

Istotnym ograniczeniem wskazywanym przez ekspertów jest także relatywnie niewielka skala krajowego rynku kapitałowego. Jak zauważono, „ograniczona skala rynku i transakcji […] nie pozwala na dynamiczny rozwój bankowości inwestycyjnej" ani budowę przewag konkurencyjnych względem największych rynków europejskich (Respondent 9). Czynnik ten wzmacnia wpływ pozostałych barier, ograniczając ekonomiczną opłacalność rozwijania bardziej zaawansowanych linii biznesowych.

Podsumowując opinie ekspertów, można stwierdzić, że bariery ograniczające aktywność banków na rynku kapitałowym w Polsce mają charakter wielowymiarowy, przy czym kluczowe znaczenie przypisywane jest nie tylko regulacjom, lecz także czynnikom strategicznym i strukturalnym. O ile regulacje ostrożnościowe i rosnące koszty compliance rzeczywiście ograniczają skłonność banków do podejmowania ryzyka rynkowego, o tyle równie istotne wydają się wewnętrzne decyzje strategiczne instytucji oraz ograniczona skala rynku. W efekcie rozwój aktywności banków na rynku kapitałowym pozostaje funkcją zarówno otoczenia regulacyjnego, jak i modelu biznesowego przyjmowanego przez same instytucje finansowe.

3.4. Szanse i zagrożenia dla polskiego sektora bankowego wynikające z integracji rynku kapitałowego w UE

Proces pogłębiania integracji rynku kapitałowego w Unii Europejskiej stanowi jeden z kluczowych elementów strategii wzmacniania europejskiego systemu finansowego. Inicjatywy takie jak Unia Rynków Kapitałowych, czy też Unia Oszczędności i Inwestycji, mają na celu zwiększenie efektywności alokacji kapitału poprzez ułatwienie transgranicznych przepływów finansowych, harmonizację regulacji oraz rozwój paneuropejskich instrumentów inwestycyjnych. Integracja rynku kapitałowego jest również postrzegana jako istotny element realizacji strategicznych celów gospodarczych Unii Europejskiej. W szczególności ma ona umożliwić mobilizację prywatnego kapitału niezbędnego do finansowania transformacji energetycznej, cyfryzacji gospodarki oraz zwiększonych wydatków na bezpieczeństwo i obronność. W warunkach ograniczonych możliwości dalszego zwiększania zadłużenia publicznego państw członkowskich, rozwój rynku kapitałowego ma stanowić mechanizm umożliwiający efektywniejsze wykorzystanie oszczędności gospodarstw domowych i ich kierowanie do przedsięwzięć inwestycyjnych. Proces integracji rynku kapitałowego będzie miał istotne konsekwencje dla krajowych systemów finansowych. Szczególnie interesującym przypadkiem jest Polska, której system finansowy ma wciąż charakter silnie bankocentryczny. Oznacza to, że banki pozostają głównym źródłem finansowania przedsiębiorstw, podczas gdy rola rynku kapitałowego jest relatywnie ograniczona w porównaniu z gospodarkami o bardziej rozwiniętych rynkach finansowych. W konsekwencji, pogłębianie integracji rynku kapitałowego w UE może prowadzić zarówno do pojawienia się nowych możliwości rozwoju działalności bankowej, jak i do powstania istotnych wyzwań konkurencyjnych oraz zmian w modelach biznesowych banków. Wpływ integracji rynku kapitałowego na polski sektor bankowy zależy nie tylko od zmian zachodzących w otoczeniu regulacyjnym i rynkowym, ale także od wewnętrznych cech samego sektora. Z tego względu użytecznym uzupełnieniem analizy szans i zagrożeń jest ujęcie ich w formie analizy SWOT, uwzględniającej mocne i słabe strony polskich banków oraz zewnętrzne możliwości i ryzyka związane z dalszą integracją rynku kapitałowego w Unii Europejskiej.

W kontekście mocnych stron - polski sektor bankowy pozostaje relatywnie rentowny, dobrze dokapitalizowany i płynny. Według UKNF wynik netto sektora bankowego w 2024 r. wyniósł 40,2 mld zł wobec 28 mld zł rok wcześniej, wskaźnik ROE wzrósł do 15,58% wobec 12,36% rok wcześniej, a łączny współczynnik kapitałowy (TCR) osiągnął 21,5%. Jednocześnie średni wskaźnik LCR w sektorze banków komercyjnych wyniósł 228%, a NSFR 166%, co wska-

zuje na wysoką nadpłynność i bezpieczną strukturę finansowania. Tego rodzaju pozycja wyjściowa zwiększa zdolność banków do ponoszenia kosztów dostosowawczych związanych z integracją rynku kapitałowego, w tym inwestycji technologicznych, rozwoju kompetencji rynku kapitałowego czy spełniania nowych wymogów regulacyjnych[48]. Po drugie, istotną mocną stroną jest nadal silna relacja banków z klientem detalicznym i stabilna baza finansowania depozytowego. Depozyty sektora niefinansowego wzrosły w 2024 r. do 1960 mld zł wobec 1820 mld rok wcześniej, podczas gdy aktywa sektora bankowego wzrosły w 2024 r. do 3334 mld zł wobec 3000 mld rok wcześniej, co oznacza, że depozyty odpowiadały za ok. 59% aktywów. Dla porównania, według EBF udział zobowiązań depozytowych w aktywach banków w UE wynosił w 2023 r. ok. 57%[49]. Oznacza to, że polskie banki wciąż opierają się na relatywnie stabilnym i krajowym modelu finansowania, co z jednej strony ogranicza krótkoterminową presję na korzystanie z droższego finansowania rynkowego, a z drugiej daje im czas na stopniową dywersyfikację pasywów. Po trzecie, istotnym atutem polskiego sektora jest wysoki poziom cyfryzacji usług płatniczych i bankowych**.** Skalę tę dobrze ilustruje rozwój systemu BLIK: w 2025 r. użytkownicy wykonali 2,9 mld transakcji o wartości 441,5 mld zł, a liczba aktywnych użytkowników sięgnęła niemal 20 mln. Z perspektywy integracji rynku kapitałowego oznacza to, że polskie banki dysponują rozwiniętymi kanałami cyfrowymi, które mogą zostać wykorzystane nie tylko do płatności, ale również do dystrybucji produktów inwestycyjnych, robo-doradztwa czy prostych rozwiązań oszczędnościowo-inwestycyjnych dla klientów detalicznych[50].

W kontekście słabych stron, niezwykle istotną słabą stroną polskiego sektora bankowego pozostaje relatywnie słabo rozwinięty krajowy rynek kapitałowy. Według danych przywołanych przez GPW (*omówionych w poprzednich rozdziałach dokumentu*), kapitalizacja krajowych spółek notowanych na warszawskiej giełdzie odpowiadała w 2024 r. za ok. 22% PKB, podczas gdy średnia unijna wynosiła ok. 64%. Oznacza to, że polskie banki funkcjonują w otoczeniu o znacznie mniejszej głębokości rynku kapitałowego niż ich konkurenci z bardziej rozwiniętych gospodarek UE, co ogranicza skalę lokalnego popytu inwestorskiego, rozwój usług rynku kapitałowego oraz możliwości organizowania dużych emisji i transakcji w oparciu o krajowy rynek. Ponadto, ECB podkreśla istotne wyzwania związane z bankocentrycznym charakterem systemu finansowego, strefa euro nadal pozostaje w dużej mierze systemem opartym na bankach; a poziom transgranicznego podziału ryzyka w UE pozostaje niższy niż w Stanach Zjednoczonych. W przypadku Polski, gdzie rynek kapitałowy jest jeszcze płytszy niż średnio w UE, oznacza to szczególnie silne uzależnienie finansowania gospodarki od sektora bankowego. Z jednej strony wzmacnia to bieżącą pozycję banków, ale z drugiej utrudnia im szybkie przejście do modelu bardziej zdywersyfikowanego, opartego także na usługach inwestycyjnych, zarządzaniu aktywami czy organizacji finansowania rynkowego[51]. Warto również nadmienić dużą zależność wyników sektor bankowego od wyniku odsetkowego i stóp procentowych. UKNF wskazuje wprost, że utrzymywanie się wysokich stóp procentowych w 2024 r. przełożyło się na dalszy wzrost przychodów odsetkowych i marży odsetkowej banków. Oznacza to, że obecna wysoka rentowność sektora jest w pewnym stopniu wspierana przez warunki makrofinansowe, a nie wyłącznie przez trwałą przewagę w obszarze usług prowizyjnych czy inwestycyjnych. W warunkach pogłębiania integracji rynku kapitałowego i wzrostu konkurencji o najbardziej rentownych klientów korporacyjnych taki model może okazać się mniej odporny[52]. Poniżej przedstawiono szanse oraz zagrożenia dla polskiego sektora bankowego wynikające z integracji rynku kapitałowego w UE.

Szanse:

1) Dywersyfikacja działalności i rozwój nowych źródeł przychodów

Jedną z najczęściej wskazywanych potencjalnych korzyści wynikających z integracji rynku kapitałowego jest możliwość dywersyfikacji działalności banków oraz rozwój nowych źródeł przychodów. W warunkach rosnącej integracji rynków finansowych zwiększa się liczba emisji instrumentów finansowych, transakcji kapitałowych oraz inwestycji transgranicznych. Otwiera to przed bankami nowe

48 UKNF, INFORMACJA NA TEMAT SYTUACJI SEKTORA BANKOWEGO W 2024 ROKU, 2025, s.2-6.

49 EBF Facts & Figures 2024.

50 Nearly 3 bn BLIK transactions in 2025 and over 2 m new users, www.blik.com (dostęp: 17.04.2026 r.)

51 ECB, Financial Integration and Structure in Euro Area, 2024.

52 UKNF, INFORMACJA NA TEMAT SYTUACJI SEKTORA BANKOWEGO W 2024 ROKU, 2025, s.7-15.

możliwości rozwoju działalności w obszarze usług inwestycyjnych.

Banki mogą w takich warunkach pełnić rolę organizatorów emisji papierów wartościowych, doradców finansowych, animatorów rynku czy instytucji zarządzających aktywami[53]. Rozwój takich usług pozwala bankom zwiększać przychody prowizyjne, które mogą stanowić istotne uzupełnienie tradycyjnego modelu biznesowego opartego przede wszystkim na działalności kredytowej. Z punktu widzenia stabilności sektora bankowego, zwiększenie znaczenia przychodów prowizyjnych może być korzystne, ponieważ pozwala ograniczyć zależność wyników finansowych banków od cyklu kredytowego oraz zmian stóp procentowych. W tym kontekście integracja rynku kapitałowego może sprzyjać stopniowej transformacji modelu biznesowego banków w kierunku większego znaczenia usług inwestycyjnych, doradczych oraz zarządzania aktywami. Komisja Europejska przewiduje, że jednolity rynek kapitałowy stworzy szerszy wachlarz możliwości inwestycyjnych i finansowych dla podmiotów w całej Europie[54], a banki – dysponujące siecią klientów i wiedzą – mogą być głównymi podmiotami ułatwiającymi skorzystanie z tych możliwości. Dla przykładu, polskie banki mogą zacząć oferować klientom detalicznym paneuropejskie produkty inwestycyjne (fundusze, zagraniczne obligacje korporacyjne) czerpiąc opłaty dystrybucyjne, lub uczestniczyć w konsorcjach ubezpieczających emisje euroobligacji dużych firm, co dotychczas było domeną banków zachodnich. Pierwszym potencjalnym kierunkiem jest rozwój przez polskie banki modelu otwartej architektury inwestycyjnej, umożliwiającego detalicznym klientom dostęp do paneuropejskich funduszy UCITS i ETF-ów przy niższych kosztach dystrybucji. Rozwiązanie to odpowiada zarówno celom unii rynków kapitałowych w zakresie aktywizacji oszczędności gospodarstw domowych, jak i wynikom analiz ESMA wskazującym, że tradycyjny bankowy model dystrybucji pozostaje kosztowo nieefektywny[55]. Drugim kierunkiem rozwoju powinno być stopniowe budowanie przez polskie banki kompetencji w obszarze rynku długu, w szczególności w ujęciu regionalnym. Proces ten może rozpocząć się od organizacji emisji prywatnych (private placements) oraz obsługi emisji dla krajowych i środkowoeuropejskich przedsiębiorstw, a następnie obejmować udział w większych konsorcjach przy emisjach euroobligacji, np. w roli współorganizatora (co-managera). Takie podejście odpowiada rosnącej roli finansowania rynkowego w Europie, przy jednoczesnym uwzględnieniu faktu, że dostęp do rynku obligacji pozostaje nierównomierny i wciąż ograniczony dla mniejszych emitentów[56].

2) Dostęp do szerszej bazy kapitałowej i inwestorów

Jedną z istotnych potencjalnych korzyści wynikających z integracji rynku kapitałowego w Unii Europejskiej jest zwiększenie dostępu instytucji finansowych do szerszej bazy kapitałowej oraz bardziej zróżnicowanego grona inwestorów. Pogłębienie integracji finansowej sprzyja bowiem zwiększeniu mobilności kapitału pomiędzy państwami członkowskimi oraz ograniczeniu barier regulacyjnych utrudniających transgraniczne przepływy finansowe. W praktyce oznacza to, że banki działające w Polsce mogą uzyskać łatwiejszy dostęp do finansowania hurtowego na poziomie europejskim. Dotyczy to w szczególności możliwości emisji instrumentów dłużnych na rynkach międzynarodowych, takich jak euroobligacje czy listy zastawne[57]. Harmonizacja regulacji oraz standaryzacja wymogów dotyczących emisji instrumentów finansowych może obniżyć koszty pozyskiwania kapitału oraz zwiększyć płynność rynku wtórnego tych instrumentów. Z perspektywy sektora bankowego ma to szczególne znaczenie w kontekście finansowania długoterminowych aktywów, takich jak kredyty hipoteczne czy projekty infrastrukturalne. Dostęp do szerszego rynku inwestorów europejskich może ograniczyć zależność banków od krajowej bazy depozytowej, która obecnie stanowi główne źródło finansowania akcji kredytowej. Szczególne znaczenie ma tu potencjalny rozwój rynku listów zastawnych. W warunkach relatywnie płytkiego krajowego rynku kapitałowego, zwiększenie skali emisji tych instrumentów w Polsce wymagałoby szerszego udziału inwestorów zagranicznych. Jest to o tyle istotne, że w skali UE listy zastawne stanowią jed-

53 Europejski Bank Centralny, Synergies between banking union and capital markets union, 2017.

54 Komisja Europejska, Unia oszczędności i inwestycji: lepsze możliwości finansowe dla obywateli i przedsiębiorstw w UE, 2025.

55 European Securities and Markets Authority, ESMA finds that distribution costs account for almost half of the total costs paid to invest in UCITS, 2025.

56 European Central Bank, Corporate loans versus market-based finance: substitutes or complements?, 2023.

57 Bank Rozrachunków Międzynarodowych, Key changes in the Polish financial system in recent years, 2023; Narodowy Bank Polski (NBP) report, Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2022 r

no z kluczowych źródeł długoterminowego finansowania banków – wartość rynku przekracza 2,5 bln EUR, co odpowiada większości globalnego rynku tych instrumentów[58]. Jednocześnie regulacje unijne, w szczególności dyrektywa w sprawie listów zastawnych[59] (2019/2162), wprowadzają wspólne standardy nadzorcze i jakościowe, zwiększając porównywalność i bezpieczeństwo tych instrumentów dla inwestorów transgranicznych. W tym kontekście postępująca integracja rynków finansowych w UE może sprzyjać rozwojowi emisji listów zastawnych w krajach takich jak Polska. Szerszy dostęp do paneuropejskiej bazy inwestorów instytucjonalnych zwiększa potencjalną płynność i skalę emisji, co pozwala bankom dywersyfikować źródła finansowania i zmniejszać zależność od depozytów krajowych. Integracja rynku kapitałowego stwarza również możliwość zwiększenia napływu zagranicznego kapitału inwestycyjnego do polskiego sektora finansowego. Kapitał ten może być lokowany m.in. w obligacjach emitowanych przez banki, instrumentach sekurytyzacyjnych opartych na portfelach kredytowych czy innych papierach wartościowych emitowanych przez instytucje finansowe. Wzrost zainteresowania inwestorów zagranicznych może przyczynić się do zwiększenia płynności rynku finansowego oraz obniżenia kosztu finansowania dla krajowych instytucji finansowych[60]. Istotnym elementem integracji rynku kapitałowego jest także rozwój rynku sekurytyzacji. Obecnie rynek ten w Europie pozostaje relatywnie ograniczony, co wynika m.in. ze złożoności regulacji oraz znaczących różnic pomiędzy krajowymi systemami prawnymi. Harmonizacja przepisów dotyczących sekurytyzacji oraz wprowadzenie jednolitych standardów, takich jak sekurytyzacje STS (simple, transparent and standardised), może przyczynić się do zwiększenia płynności tego segmentu rynku finansowego. Z perspektywy banków rozwój rynku sekurytyzacji może stanowić istotne narzędzie zarządzania bilansem. Sekurytyzacja umożliwia bowiem przekształcenie portfeli kredytowych w instrumenty finansowe sprzedawane inwestorom, co pozwala bankom uwalniać kapitał regulacyjny oraz zwiększać zdolność do udzielania nowych kredytów. W tym kontekście integracja rynku kapitałowego może sprzyjać bardziej efektywnemu wykorzystaniu kapitału w sektorze bankowym. Mechanizm ten jest dobrze znany w gospodarkach o rozwiniętych rynkach finansowych, takich jak Stany Zjednoczone, gdzie sprzedaż portfeli kredytowych w formie instrumentów sekurytyzowanych stanowi istotny element modelu finansowania banków i pozwala zwiększać ich płynność oraz zdolność do dalszego finansowania gospodarki.

3) Dywersyfikacja i strukturalne obniżenie kosztu finansowego banków

Harmonizacja regulacji oraz zwiększenie płynności paneuropejskich rynków finansowych (pośrednio omówione w powyższym punkcie) mogą sprzyjać większemu zainteresowaniu inwestorów instrumentami emitowanymi przez instytucje finansowe z różnych państw członkowskich. W rezultacie banki mogą uzyskać dostęp do finansowania na bardziej konkurencyjnych warunkach. Potencjalne obniżenie kosztu finansowania wynika przede wszystkim z kilku powiązanych mechanizmów. Po pierwsze, większa integracja rynku prowadzi do zwiększenia liczby inwestorów uczestniczących w emisjach, co sprzyja wzrostowi konkurencji po stronie popytu i może ograniczać wymagane premie za ryzyko. Po drugie, wzrost skali i płynności rynku umożliwia obniżenie premii za płynność, która w przypadku mniejszych i mniej rozwiniętych rynków – takich jak kraje Europy Środkowo-Wschodniej – pozostaje istotnym składnikiem kosztu finansowania. Po trzecie, harmonizacja regulacyjna – w szczególności w zakresie instrumentów dłużnych, takich jak listy zastawne – zwiększa porównywalność i przejrzystość instrumentów finansowych dla inwestorów transgranicznych, co może ograniczać asymetrię informacji i obniżać wymaganą stopę zwrotu. W tym kontekście dane European Covered Bond Council wskazują na istotne zróżnicowanie spreadów pomiędzy silniejszymi i słabszymi emitentami oraz pomiędzy krajami, co odzwierciedla różnice w płynności rynku, jakości kredytowej oraz skali emisji[61].

Jednocześnie należy podkreślić, że w warunkach polskich potencjalne korzyści kosztowe nie są jednoznaczne w krótkim okresie, ze względu na relatywnie niski koszt finansowania depozytowego. W dłuższej perspektywie jednak rozwój paneuropejskiego rynku

58 European Banking Authority, EBA ADVICE ON THE REVIEW OF THE EU COVERED BOND FRAMEWORK, RESPONSE TO THE COMMISSION'S CALL FOR ADVICE OF JULY 2023, 2025.

59 Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2162 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie emisji listów zastawnych oraz nadzoru publicznego nad listami zastawnymi oraz zmieniająca dyrektywy 2009/65/WE i 2014/59/UE, Dz.U. L 328 z 18.12.2019.

60 Międzynarodowy Fundusz Walutowy, Europe's Elusive Savings and Investment Union, 2025.

61 ECBC, European Covered Bond Fact Book 2024, s. 195–200.

inwestorów może sprzyjać stopniowemu obniżeniu kosztu finansowania rynkowego.

4) Ekspansja i konsolidacja sektora bnkowego

Niezależnie od kwestii kosztu finansowania, integracja rynku kapitałowego może sprzyjać zwiększeniu aktywności w zakresie transgranicznych fuzji i przejęć w sektorze bankowym. Obecnie europejski sektor bankowy pozostaje jednak silnie rozdrobniony – udział transgranicznych transakcji M&A po kryzysie finansowym subprime utrzymuje się na poziomie ok. kilkunastu procent, co wskazuje na utrzymujące się bariery integracji[62]. Do głównych barier należy fragmentacja regulacyjna; jak wskazuje Europejski Bank Centralny, ogranicza ona efektywną alokację kapitału i rozwój działalności transgranicznej w UE[63]. Szczególnie rozdrobniony jest sektor bankowy regionu Europy Środkowo-Wschodniej, gdzie ok. 60% banków ma mniej niż 5% udziału w rynku ogółem, co wskazuje na nieuchronność konsolidacji sektora bankowego[64]. Choć proces konsolidacji sektora bankowego w Europie może budzić pewne obawy związane z rosnącą koncentracją rynku (*opisane poniżej w sekcji zagrożeń*), jednocześnie stwarza on możliwości rozwojowe dla najsilniejszych instytucji finansowych. W szczególności największe polskie banki mogą potencjalnie wykorzystać integrację rynku kapitałowego do rozszerzenia działalności na inne rynki Unii Europejskiej lub do nawiązywania partnerstw strategicznych z zagranicznymi instytucjami finansowymi. W dłuższej perspektywie integracja rynku kapitałowego może zatem stworzyć warunki sprzyjające większemu umiędzynarodowieniu działalności banków oraz zwiększeniu ich zdolności do konkurowania na europejskim rynku usług finansowych.

5) Wzrost poziomu zaufania do krajowego sektora bankowego

W Polsce poziom zaufania społecznego do instytucji rynku kapitałowego, takich jak giełda czy fundusze inwestycyjne, pozostaje relatywnie ograniczony. Według badania: „Czemu Polacy nie inwestują, tak jak by chcieli i mogli? Przekonania Polaków na temat inwestowania, instrumentów finansowych, giełdy i samych inwestorów" przeprowadzonego na zlecenie GPW oraz Fundacji GPW w 2024 roku, brak zaufania do rynku finansowego oraz do jego przedstawicieli dotyczy ok. 35% dorosłych Polaków. Ponadto ok. 25% badanych uznało za istotne zwiększenie poziomu zaufania do GPW oraz innych instytucji finansowych, żeby zacząć inwestować na rynku kapitałowym w Polsce[65]. Jednocześnie sektor bankowy cieszy się stosunkowo wysokim poziomem zaufania ze strony klientów indywidualnych. W warunkach realizacji inicjatywy Unii Oszczędności i Inwestycji jednym z kluczowych celów polityki europejskiej jest zwiększenie udziału gospodarstw domowych w inwestowaniu oraz budowanie przekonania o bezpieczeństwie i przejrzystości produktów inwestycyjnych. W tym kontekście banki mogą odgrywać istotną rolę jako pośrednicy pomiędzy inwestorami indywidualnymi a rynkiem kapitałowym[66]. Dzięki rozbudowanej bazie klientów, rozwiniętej sieci oddziałów oraz coraz bardziej zaawansowanym kanałom cyfrowym, instytucje bankowe dysponują infrastrukturą umożliwiającą skuteczną dystrybucję produktów inwestycyjnych oraz prowadzenie działań edukacyjnych w zakresie zarządzania oszczędnościami. Banki mogą zatem pełnić funkcję instytucji wprowadzających klientów detalicznych na rynek kapitałowy poprzez oferowanie produktów łączących funkcje oszczędnościowe i inwestycyjne. W praktyce oznacza to rozwój różnego rodzaju produktów hybrydowych, takich jak konta oszczędnościowo-inwestycyjne czy instrumenty umożliwiające łatwy dostęp do rynku obligacji skarbowych. Włączenie takich instrumentów do oferty banków może stanowić dla nich dodatkowe źródło przychodów prowizyjnych, a jednocześnie sprzyjać budowaniu długoterminowych relacji z klientami. Wykorzystując istniejące relacje z klientami oraz wysoki poziom zaufania społecznego, instytucje bankowe mogą przyczyniać się do kierowania oszczędności gospodarstw domowych w stronę inwestycji kapitałowych. Z jednej strony może to stanowić korzyść biznesową dla banków w postaci nowych usług finansowych, z drugiej natomiast wzmacniać ich pozycję jako kluczowego ogniwa systemu finansowego, nawet w warunkach rosnącego znaczenia rynku kapitałowego.

62 European Central Bank, Cross-border banking in the euro area since the crisis: what is driving the great retrenchment?, 2017;

63 European Central Bank, Advancing the Capital Markets Union: a roadmap for harmonising securities post-trading, Economic Bulletin, Issue 2/2025.

64 Szubański P., W Europie Środkowo-Wschodniej mniej fuzji i przejęć banków, 2025, www.parkiet.com. (dostęp 17.04.2026 r.).

65 GPW, Fundacja GPW, Czemu Polacy nie inwestują, tak jak by chcieli i mogli? Przekonania Polaków na temat inwestowania, instrumentów finansowych, giełdy i samych inwestorów, 2024.

66 Komisja Europejska, Kompas konkurencyjności

6) Wzmocnienie stabilności makroekonomicznej i pośrednie korzyści dla sektora bankowego

Integracja rynku kapitałowego może również przynosić pośrednie korzyści dla sektora bankowego poprzez wzmacnianie stabilności makroekonomicznej oraz poprawę efektywności funkcjonowania całego systemu finansowego. Zintegrowany i dobrze rozwinięty rynek kapitałowy sprzyja bardziej zrównoważonemu finansowaniu gospodarki oraz umożliwia lepszą dywersyfikację ryzyka pomiędzy różnymi uczestnikami systemu finansowego. W modelu docelowym, w którym równolegle funkcjonują rozwinięte rynki kapitałowe oraz stabilny sektor bankowy, wstrząsy gospodarcze mogą być absorbowane przez różne segmenty systemu finansowego. Straty wynikające z pogorszenia koniunktury gospodarczej nie są wówczas w całości przenoszone na sektor bankowy, lecz w większym stopniu rozkładają się pomiędzy inwestorów kapitałowych. Przykładowo spadki cen akcji mogą być absorbowane przez akcjonariuszy globalnych, a nie wyłącznie przez lokalne instytucje finansowe finansujące działalność przedsiębiorstw poprzez kredyty. Tego rodzaju mechanizm podziału ryzyka może ograniczać prawdopodobieństwo wystąpienia systemowych kryzysów bankowych. Integracja rynku kapitałowego może również sprzyjać konwergencji kosztów kapitału pomiędzy państwami członkowskimi Unii Europejskiej. Zmniejszenie premii za ryzyko kraju oznacza, że instytucje finansowe działające w Polsce mogą pozyskiwać finansowanie na warunkach bardziej zbliżonych do tych, które obowiązują w najbardziej rozwiniętych gospodarkach europejskich. W konsekwencji może to prowadzić do poprawy warunków finansowania działalności gospodarczej oraz zwiększenia dostępności kapitału dla przedsiębiorstw. Dodatkowo łatwiejszy dostęp przedsiębiorstw do finansowania rynkowego może sprzyjać poprawie ich sytuacji finansowej oraz wzrostowi wiarygodności kredytowej. W przypadku gdy rozwój rynku kapitałowego przyczynia się do poprawy ratingów kredytowych przedsiębiorstw, banki mogą doświadczać niższego poziomu ryzyka kredytowego w swoich portfelach. Ograniczenie prawdopodobieństwa niewypłacalności przedsiębiorstw przekłada się bowiem na mniejszą skalę strat kredytowych ponoszonych przez sektor bankowy. W tym sensie rozwój zintegrowanego rynku kapitałowego może pełnić funkcję swoistego mechanizmu stabilizującego system finansowy. Silny i płynny rynek kapitałowy może stanowić dla banków dodatkowe źródło finansowania oraz alternatywny kanał pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwa, zwłaszcza w sytuacjach, gdy banki znajdują się pod presją regulacyjną lub ograniczeniami kapitałowymi wpływającymi na ich zdolność kredytową.

Zagrożenia:

1) Substytucja finansowania bankowego finansowaniem rynkowym

Jednym z najbardziej bezpośrednich skutków pogłębiania integracji rynku kapitałowego może być stopniowe zastępowanie finansowania bankowego finansowaniem rynkowym. Zwiększona dostępność instrumentów rynku kapitałowego oraz większa płynność europejskich rynków finansowych mogą prowadzić do spadku popytu na kredyt bankowy, zwłaszcza ze strony dużych i średnich przedsiębiorstw. W sytuacji, gdy przedsiębiorstwa mogą pozyskiwać kapitał na korzystniejszych warunkach poprzez emisję obligacji lub innych instrumentów dłużnych, znaczenie tradycyjnego finansowania bankowego może ulec ograniczeniu. Z punktu widzenia sektora bankowego oznacza to potencjalne zmniejszenie przychodów odsetkowych wynikających z działalności kredytowej. Banki mogą wprawdzie częściowo kompensować ten spadek poprzez rozwój działalności związanej z obsługą emisji papierów wartościowych, jednak konkurencja w tym segmencie rynku jest znacząca. Globalne banki inwestycyjne posiadają przewagę wynikającą ze skali działalności, doświadczenia oraz rozwiniętej infrastruktury operacyjnej, co może ułatwiać im zdobywanie najbardziej dochodowych mandatów emisyjnych. W rezultacie istnieje ryzyko, że krajowe instytucje finansowe będą pełnić jedynie ograniczoną rolę w obsłudze największych transakcji kapitałowych. Dodatkowo w przypadku odpływu najbardziej wiarygodnych klientów korporacyjnych na rynek obligacji bankom mogą pozostać relatywnie bardziej ryzykowni kredytobiorcy, w szczególności przedsiębiorstwa z sektora MŚP, które ze względu na skalę działalności lub profil ryzyka nie posiadają bezpośredniego dostępu do rynku kapitałowego. Taka zmiana struktury portfela kredytowego może prowadzić do pogorszenia jego jakości. W dłuższej perspektywie wzrost znaczenia finansowania rynkowego może prowadzić do zmniejszenia udziału banków w finansowaniu przedsiębiorstw. Jeżeli banki nie będą w stanie skutecznie dostosować swoich modeli biznesowych do nowych warunków funkcjonowania, może to prowadzić do ograniczenia skali ich działalności bilansowej. Przykłady takich procesów można zaobserwować w gospodarkach o wy-

soko rozwiniętych rynkach finansowych, takich jak Stany Zjednoczone, gdzie udział banków komercyjnych w finansowaniu przedsiębiorstw jest relatywnie mniejszy, a ich model działalności w większym stopniu koncentruje się na usługach dla gospodarstw domowych oraz działalności inwestycyjnej. Dla polskiego sektora bankowego może to oznaczać konieczność stopniowego redefiniowania swojej roli w systemie finansowym – od dominującego kredytodawcy w kierunku instytucji pełniącej funkcję pośrednika finansowego, doradcy oraz organizatora finansowania rynkowego. Proces ten ma charakter strategiczny i może okazać się szczególnie wymagający dla mniejszych instytucji finansowych, które ze względu na ograniczoną skalę działalności mogą mieć trudności z konkurowaniem na rynku usług inwestycyjnych.

2) Presja na marże oraz pogorszenie rentowności sektora bankowego

Nawet w sytuacji, gdy banki utrzymają znaczną część swojej dotychczasowej działalności, pogłębiająca się integracja rynku kapitałowego może prowadzić do wzrostu presji konkurencyjnej oraz stopniowego obniżania marż w sektorze bankowym. Rozwój alternatywnych źródeł finansowania, w szczególności rynku obligacji korporacyjnych, zwiększa konkurencję pomiędzy bankami a rynkiem kapitałowym w zakresie pozyskiwania finansowania przez przedsiębiorstwa. W warunkach relatywnie ograniczonej konkurencji na rynku krajowym polskie banki mogły w przeszłości utrzymywać stosunkowo wysokie marże kredytowe. Jednak rozwój rynku obligacji korporacyjnych – zwłaszcza w segmencie przedsiębiorstw o wysokiej wiarygodności kredytowej – powoduje, że banki są coraz częściej zmuszone konkurować cenowo z finansowaniem rynkowym. W konsekwencji może dochodzić do stopniowego zawężania spreadów odsetkowych oraz obniżenia dochodów z działalności kredytowej. Podobne zjawisko może występować w obszarze usług inwestycyjnych. Postępująca globalizacja rynku usług finansowych sprawia, że klienci instytucjonalni mają możliwość porównywania ofert instytucji działających w różnych krajach. Zwiększona przejrzystość rynku oraz dostęp do zagranicznych dostawców usług finansowych może prowadzić do presji na obniżanie opłat i prowizji również na rynku krajowym. W rezultacie opisanych procesów może dojść do stopniowego obniżenia rentowności sektora bankowego, mierzonej m.in. wskaźnikiem zwrotu z kapitału własnego (ROE). Utrzymanie dotychczasowego poziomu rentowności może wymagać od banków zwiększenia skali działalności, poprawy efektywności operacyjnej lub dywersyfikacji źródeł przychodów. Dodatkowym wyzwaniem dla instytucji finansowych może być konieczność ponoszenia znaczących nakładów inwestycyjnych związanych z rozwojem infrastruktury technologicznej. Postępująca digitalizacja rynku finansowego, rozwój paneuropejskich platform transakcyjnych oraz rosnąca konkurencja ze strony fintechów mogą zmuszać banki do intensyfikacji inwestycji w nowe technologie. Choć inwestycje te są niezbędne z punktu widzenia utrzymania konkurencyjności, w krótkim okresie mogą dodatkowo obciążać wyniki finansowe sektora bankowego.

3) Nasilenie konkurencji ze strony zagranicznych instytucji finansowych oraz większych rynków kapitałowych

Postępująca integracja rynku kapitałowego w Unii Europejskiej wiąże się z ujednoliceniem regulacji oraz ograniczaniem barier w transgranicznym świadczeniu usług finansowych. Z jednej strony może to stwarzać możliwości ekspansji dla polskich instytucji finansowych na rynki zagraniczne, z drugiej jednak ułatwia wejście na rynek krajowy podmiotom zagranicznym, w szczególności dużym bankom inwestycyjnym oraz międzynarodowym firmom zarządzającym aktywami. Już obecnie znaczną część usług inwestycyjnych dla największych polskich przedsiębiorstw świadczą globalne instytucje finansowe. Dotyczy to m.in. organizacji emisji obligacji, obsługi transakcji fuzji i przejęć czy doradztwa finansowego. W warunkach zintegrowanego rynku finansowego przewaga konkurencyjna dużych ośrodków finansowych może ulec dalszemu wzmocnieniu. Harmonizacja regulacji nie eliminuje bowiem różnic wynikających ze skali działalności, poziomu kapitału czy rozwinięcia infrastruktury finansowej. W konsekwencji integracja rynku kapitałowego może sprzyjać koncentracji działalności finansowej w największych centrach europejskich, takich jak Frankfurt czy Paryż, kosztem mniejszych rynków krajowych. W skrajnym scenariuszu może to prowadzić do stopniowej marginalizacji krajowych instytucji finansowych. Wraz ze spadkiem aktywności na rynku krajowym mogłoby dojść do ograniczenia znaczenia krajowych biur maklerskich oraz banków inwestycyjnych. Choć banki uniwersalne nadal pełniłyby kluczową rolę w obsłudze depozytów, płatności oraz kredytów detalicznych, segment usług korporacyjnych i inwestycyjnych mógłby w większym stopniu zostać zdominowany przez instytucje zagraniczne. Na takie ryzyko wska-

zują również eksperci, podkreślając, że integracja rynków finansowych o znacznie zróżnicowanej skali może prowadzić do sytuacji, w której interesy mniejszych rynków nie będą w pełni uwzględniane w procesie kształtowania regulacji. Z perspektywy polskich banków oznacza to potencjalne ryzyko utraty części udziału w rynku usług finansowych na rzecz większych konkurentów zagranicznych. Podmioty te mogą korzystać z przewagi kapitałowej, doświadczenia oraz dostępu do rozwiniętej infrastruktury finansowej, a także z możliwości świadczenia usług transgranicznych bez konieczności tworzenia lokalnych struktur organizacyjnych, np. poprzez działalność prowadzoną zdalnie na podstawie jednolitej licencji europejskiej. Dodatkowym czynnikiem zwiększającym presję konkurencyjną jest relatywnie słabsza pozycja europejskiego sektora finansowego w porównaniu z rynkiem amerykańskim. Postępujące opóźnienie Europy względem Stanów Zjednoczonych w zakresie dynamiki wzrostu gospodarczego oraz rozwoju innowacji finansowych rodzi obawy dotyczące zdolności europejskich instytucji finansowych do utrzymania konkurencyjności na rynku globalnym. Europejski sektor bankowy funkcjonuje bowiem w warunkach licznych ograniczeń regulacyjnych oraz strukturalnych, które mogą ograniczać jego zdolność do konkurowania z największymi instytucjami finansowymi na świecie[67].

4) Zmniejszenie tempa rozwoju depozytów oraz zmiana zachowań finansowych klientów detalicznych

Jednym z celów polityki Unii Europejskiej w obszarze integracji rynku kapitałowego jest zwiększenie udziału gospodarstw domowych w inwestowaniu na rynkach finansowych. W tym kontekście promowane są nowe formy oszczędzania oraz inwestowania, takie jak planowane konta oszczędnościowo-inwestycyjne czy uproszczone produkty inwestycyjne przeznaczone dla inwestorów indywidualnych. Instrumenty te mają zachęcać gospodarstwa domowe do lokowania oszczędności w instrumentach rynku kapitałowego – takich jak akcje, fundusze inwestycyjne czy obligacje – zamiast utrzymywania ich w tradycyjnych depozytach bankowych. Z punktu widzenia rozwoju rynku kapitałowego proces ten może być oceniany pozytywnie, ponieważ sprzyja zwiększeniu aktywności inwestycyjnej gospodarstw domowych oraz poprawie alokacji kapitału w gospodarce. Jednocześnie jednak z perspektywy sektora bankowego może on stanowić istotne wyzwanie, związane z potencjalnym odpływem części bazy depozytowej. Polski sektor bankowy w dużym stopniu opiera finansowanie swojej działalności kredytowej na depozytach krajowych klientów indywidualnych. W przypadku istotnego przesunięcia oszczędności gospodarstw domowych w kierunku instrumentów rynku kapitałowego banki mogą zacząć odczuwać ograniczenie dostępności relatywnie taniego źródła finansowania, jakim są depozyty detaliczne. W dłuższej perspektywie mogłoby to prowadzić do wzrostu kosztów finansowania działalności bankowej. Zmniejszenie tempa rozwoju depozytów może również prowadzić do osłabienia relacji banków z klientami detalicznymi. Depozyty często stanowią podstawę długoterminowej relacji klienta z instytucją finansową, umożliwiając bankom oferowanie dodatkowych produktów finansowych w ramach tzw. cross-sellingu. W sytuacji, gdy oszczędności klientów będą w coraz większym stopniu zarządzane przez podmioty działające na rynku kapitałowym, banki mogą stopniowo tracić część kontaktu z klientem w obszarze zarządzania jego aktywami finansowymi. W skrajnym scenariuszu banki mogłyby zostać zredukowane do roli dostawców podstawowej infrastruktury finansowej, obejmującej prowadzenie rachunków płatniczych oraz obsługę transakcji, podczas gdy zarządzanie oszczędnościami klientów byłoby realizowane przez wyspecjalizowane instytucje inwestycyjne, często o charakterze międzynarodowym. Tego rodzaju zmiana modelu funkcjonowania sektora finansowego mogłaby prowadzić do ograniczenia znaczenia tradycyjnej działalności depozytowo-kredytowej banków na rzecz instytucji działających na rynku kapitałowym.

5) Ryzyka regulacyjne i systemowe związane z integracją rynku kapitałowego

Choć jednym z głównych celów integracji rynku kapitałowego w Unii Europejskiej jest wzmocnienie stabilności systemu finansowego oraz zwiększenie jego odporności na wstrząsy gospodarcze, proces ten może jednocześnie generować nowe ryzyka regulacyjne i systemowe. W szczególności wskazuje się na możliwość wzrostu znaczenia instytucji niebankowych, często określanych jako sektor tzw. shadow banking, który obejmuje m.in. fundusze inwestycyjne, czy inne instytucje finansowe prowadzące działalność zbliżoną do bankowej, lecz niepodlegające identycznym wymogom regulacyjnym. Integra-

67 Economic Governance and EMU Scrutiny Unit (EGOV), How have European banks developed along different dimensions of international competitiveness?, 2025.

cja rynków kapitałowych może sprzyjać ekspansji tych podmiotów, ponieważ swobodny przepływ kapitału stwarza warunki do prowadzenia działalności transgranicznej. Rada Stabilności Finansowej (FSB) wskazuje jednak, że aktywność sektora niebankowego może stwarzać warunki do arbitrażu regulacyjnego, który podważa cele reform przeprowadzonych po globalnym kryzysie finansowym subprime[68]. W warunkach rozwiniętego rynku kapitałowego część działalności kredytowej może być stopniowo przenoszona poza sektor bankowy, np. do funduszy inwestycyjnych czy instytucji ubezpieczeniowych. Zjawisko to może być wzmacniane przez rozwój sekurytyzacji, która umożliwia bankom sprzedaż portfeli kredytowych inwestorom rynkowym. Choć mechanizm ten sprzyja dywersyfikacji ryzyka w systemie finansowym, jednocześnie rodzi obawy dotyczące potencjalnego występowania zjawiska moral hazard. W sytuacji, gdy banki mogą przenosić część ryzyka kredytowego poza własny bilans, mogą być bardziej skłonne do podejmowania wyższego ryzyka kredytowego, zakładając możliwość dalszej odsprzedaży tych aktywów na rynku. Jeżeli rozwój rynku kapitałowego nie będzie odpowiednio nadzorowany, ryzyko finansowe może stopniowo kumulować się poza sektorem bankowym, w instytucjach niepodlegających równie restrykcyjnym wymogom kapitałowym i nadzorczym jak banki. W skrajnym scenariuszu potencjalne problemy w tym segmencie rynku mogłyby prowadzić do napięć w całym systemie finansowym. Z punktu widzenia banków istotnym ryzykiem pozostaje również możliwość utraty reputacji w przypadku pogorszenia jakości aktywów sprzedanych wcześniej inwestorom. Gdyby portfele kredytów sprzedane na rynku kapitałowym okazały się nadmiernie ryzykowne, mogłoby to prowadzić do utraty zaufania inwestorów oraz w konsekwencji do zaostrzenia regulacji dotyczących działalności bankowej. W takim przypadku regulatorzy mogliby wprowadzić dodatkowe wymogi kapitałowe lub sprawozdawcze, ograniczające elastyczność działania instytucji finansowych.

Kolejnym istotnym elementem jest stopniowa centralizacja części kompetencji regulacyjnych i nadzorczych na poziomie europejskim. W ramach integracji rynku kapitałowego rośnie znaczenie instytucji takich jak Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA), który odgrywa coraz większą rolę w nadzorze nad rynkami finansowymi. Z perspektywy państw takich jak Polska może to rodzić obawy dotyczące ograniczenia wpływu krajowych regulatorów na kształt regulacji dostosowanych do specyfiki lokalnych rynków finansowych. Istnieje również ryzyko, że projektowane regulacje będą w większym stopniu odzwierciedlać potrzeby największych rynków finansowych w Europie, podczas gdy mniejsze rynki mogą napotykać trudności w dostosowaniu się do nowych wymogów. Przykładowo nowe obowiązki sprawozdawcze czy wymogi kapitałowe związane z obsługą bardziej złożonych instrumentów finansowych mogą generować istotne koszty dla instytucji finansowych działających na mniejszych rynkach. Dodatkowym czynnikiem zwiększającym niepewność regulacyjną są różnice interesów pomiędzy państwami członkowskimi w zakresie harmonizacji kluczowych elementów otoczenia instytucjonalnego, takich jak prawo upadłościowe czy systemy podatkowe. W rezultacie proces integracji rynku kapitałowego może być również polem sporów politycznych pomiędzy państwami członkowskimi, co zwiększa niepewność regulacyjną dla instytucji finansowych zmuszonych do dostosowywania swoich modeli biznesowych do zmieniającego się otoczenia prawnego.

6) Potencjalna konsolidacja sektora bankowego w wyniku fuzji i przejęć

Postępująca integracja rynku finansowego w Unii Europejskiej może sprzyjać nasileniu procesów konsolidacyjnych w sektorze bankowym. Jednym z długoterminowych efektów integracji rynków finansowych może być powstawanie dużych, paneuropejskich instytucji bankowych zdolnych do prowadzenia działalności w wielu państwach członkowskich. Choć dotychczasowe doświadczenia związane z funkcjonowaniem unii bankowej w strefie euro nie doprowadziły do znaczącego wzrostu liczby transgranicznych fuzji i przejęć, w debacie dotyczącej dalszej integracji rynków finansowych coraz częściej podkreśla się potrzebę pogłębiania współpracy również w obszarze sektora bankowego. W warunkach dalszej harmonizacji regulacji oraz ograniczania barier instytucjonalnych można oczekiwać, że duże międzynarodowe grupy finansowe będą dążyć do zwiększenia swojej obecności na rynkach krajowych poprzez przejęcia lokalnych instytucji finansowych. W przypadku Polski mogłoby to prowadzić do zmniejszenia liczby niezależnych krajowych banków oraz zwiększenia udziału zagranicznych grup kapitałowych w krajowym sektorze bankowym. Z jednej strony proces konsolidacji może przynosić pewne korzyści ekonomiczne, wynikające m.in. z efektów

68 Financial Stability Board, Global Monitoring Report on Nonbank Financial Intermediation, 2025.

skali, większej efektywności operacyjnej czy łatwiejszego dostępu do międzynarodowych źródeł finansowania. Z drugiej jednak strony pojawiają się obawy dotyczące potencjalnego ograniczenia autonomii decyzyjnej krajowego sektora bankowego. W przypadku instytucji należących do międzynarodowych grup finansowych kluczowe decyzje strategiczne – w tym decyzje dotyczące polityki kredytowej – mogą być podejmowane na poziomie centrali zlokalizowanej poza Polską. Taka struktura własnościowa może rodzić ryzyko, że w sytuacjach kryzysowych międzynarodowe instytucje finansowe będą w pierwszej kolejności koncentrować się na ochronie swoich rynków macierzystych. Doświadczenia globalnego kryzysu finansowego z lat 2008-09 wskazują, że w okresach napięć finansowych banki międzynarodowe często ograniczają zaangażowanie na rynkach zagranicznych, koncentrując zasoby kapitałowe i płynnościowe na rynkach krajowych. Dodatkowo rosnąca obecność dużych, paneuropejskich instytucji finansowych może prowadzić do stopniowego ograniczania znaczenia lokalnych uwarunkowań w procesie podejmowania decyzji kredytowych. Globalne banki mogą w większym stopniu kierować się strategią obejmującą całość działalności w Europie, co może ograniczać ich skłonność do finansowania projektów o bardziej lokalnym charakterze, takich jak inwestycje samorządowe czy finansowanie małych i średnich przedsiębiorstw. W tym kontekście integracja rynku kapitałowego rodzi pytanie o właściwą równowagę pomiędzy zwiększeniem napływu kapitału zagranicznego a zachowaniem odpowiedniego poziomu autonomii decyzyjnej krajowego sektora bankowego. Z perspektywy stabilności systemu finansowego istotne może być utrzymanie takiej struktury sektora bankowego, która z jednej strony umożliwia korzystanie z korzyści wynikających z integracji finansowej, z drugiej zaś pozwala na zachowanie zdolności do finansowania krajowej gospodarki w oparciu o lokalne uwarunkowania ekonomiczne.

3.5. Rola banków w kształtowaniu kultury inwestycyjnej i zaufania do rynku kapitałowego w Polsce

Banki odgrywają w Polsce centralną rolę w kształtowaniu kultury inwestycyjnej, ponieważ dla większości gospodarstw domowych są pierwszym i najczęściej jedynym stałym punktem kontaktu z systemem finansowym. Polski system finansowy pozostaje silnie ubankowiony – banki dominują w pośrednictwie finansowym, oferując produkty depozytowe, kredytowe oraz inwestycyjne, podczas gdy bezpośredni udział gospodarstw domowych na rynku kapitałowym (poprzez rachunki maklerskie) pozostaje ograniczony. To właśnie przez pryzmat relacji z bankiem przeciętny klient buduje swoje rozumienie ryzyka, zaufania oraz sensu długoterminowego oszczędzania, co czyni sektor bankowy głównym kształtującym normy i nawyki inwestycyjne w społeczeństwie.

Istotnym wymiarem wpływu banków jest skala i dostępność dystrybucji produktów inwestycyjnych, w szczególności funduszy inwestycyjnych. Zdecydowana większość sprzedaży detalicznych funduszy w Polsce odbywa się poprzez sieci bankowe, a w przypadku wielu towarzystw funduszy inwestycyjnych kanał bankowy odpowiadał historycznie nawet za 80–90% aktywów pozyskanych od klientów indywidualnych. Dominują przy tym TFI będące częścią grup bankowych, które dzięki silnej pozycji dystrybucyjnej największych banków kontrolują dużą część aktywów rynku funduszy, szczególnie w segmentach funduszy dłużnych sprzedawanych jako „alternatywa dla lokaty". Bank pełni więc rolę „bramkarza" do rynku kapitałowego – to on decyduje, czy klient w ogóle usłyszy o funduszach akcyjnych, ETF czy bardziej złożonych rozwiązaniach, czy też jego doświadczenie inwestycyjne ograniczy się do konserwatywnych funduszy obligacyjnych i prostych produktów strukturyzowanych.[69]

Równolegle banki od lat rozwijają funkcję edukacyjną, tworząc portale wiedzy, publikując raporty i komentarze rynkowe oraz organizując webinary i spotkania edukacyjne. Tego typu działania wpisują się w rosnące oczekiwania regulatorów i opinii publicznej, zgodnie z którymi banki – jako instytucje zaufania publicznego – powinny aktywnie podnosić poziom świadomości finansowej społeczeństwa. Jednocześnie jednak praktykę edukacyjną silnie warunkuje otoczenie regulacyjne MiFID II, które rozróżnia doradztwo inwestycyjne (z obowiązkiem rekomendacji najlepszego rozwiązania dla klienta) od sprzedaży i dystrybucji produktów, opartej na ocenie adekwatności i odpowiedniości. W efekcie kontakt klienta z „doradcą" w banku ma

69 Stan polskiego rynku funduszy inwestycyjnych oraz potencjalne kierunki jego dalszego rozwoju, McKinsey & Company, https://www.mckinsey.com/pl/~/media/mckinsey/locations/europe%20and%20middle%20east/polska/raporty/polski%20rynek%20funduszy%20inwestycyjnych%20w%20obliczu%20wyzwan/stan%20polskiego%20rynku%20funduszy%20inwestycyjnych%20oraz%20potencjalne%20kierunki%20jego%20dalszego%20rozwoju%20mckinsey%20raport.pdf [31.03.2026].

najczęściej charakter sprzedażowy, a narzędzia edukacyjne pełnią funkcję wspierającą proces komercyjny, a nie autonomiczną misję budowania kultury inwestycyjnej. Powoduje to napięcie między potencjałem edukacyjnym banków (zasięg, dane o kliencie, zaufanie) a strukturą bodźców ekonomicznych i ograniczeniami regulacyjnymi, które skłaniają instytucje do koncentracji na produktach marżowych.[70]

W obszarze zaufania społecznego banki mają w Polsce przewagę nad rynkiem kapitałowym. Badania reputacji sektora wskazują, że ponad połowa Polaków wyraża pozytywną opinię o bankach, a znacząca część klientów deklaruje skłonność do polecenia swojego banku innym. W analizach postaw konsumenckich banki są postrzegane jako instytucje bezpieczne, nowoczesne i dobrze zorganizowane, szczególnie w kontekście bezpieczeństwa środków i usług cyfrowych. Tymczasem zaufanie do giełdy i rynku kapitałowego jest niższe i bardziej zmienne, co wynika m.in. z mniejszej znajomości tych instytucji, doświadczeń związanych z wahaniami kursów akcji czy kontrowersji wokół reform systemu emerytalnego. Banki stają się więc kluczowym kanałem „pożyczania" zaufania instrumentom inwestycyjnym – klient jest skłonny zaufać funduszowi czy produktowi strukturyzowanemu, ponieważ znajduje go w ofercie znanego banku, który dotąd rzetelnie obsługiwał jego depozyty i kredyty. Efekt reputacyjny ma charakter dwukierunkowy: dobra reputacja banku ułatwia upowszechnianie inwestowania, ale przypadki missellingu lub afery produktowe mogą podważać zaufanie nie tylko do konkretnej instytucji, lecz także do całego rynku kapitałowego.[71]

Znacząca jest także rola banków w faktycznej dystrybucji instrumentów rynku kapitałowego. W ofercie wielu banków detalicznych znajdują się fundusze inwestycyjne, obligacje skarbowe i korporacyjne, wybrane ETF oraz produkty strukturyzowane, często opakowane w formę lokat strukturyzowanych lub certyfikatów inwestycyjnych. Niektóre instytucje tworzą szerokie „supermarkety funduszy", oferując klientom dostęp do setek strategii różnych TFI, podczas gdy inne ograniczają się głównie do promowania funduszy z własnej grupy kapitałowej – modele te można określić jako otwarte, półotwarte i zamknięte. W ostatnich latach zdecydowana większość napływów do funduszy kierowana była do funduszy dłużnych, co wynikało zarówno z preferencji klientów, jak i z konstrukcji ankiet MiFID oraz polityki sprzedażowej banków, które promowały te rozwiązania jako względnie bezpieczne substytuty lokat. Taki profil dystrybucji kształtuje kulturę inwestycyjną w sposób selektywny – klienci zaczynają kojarzyć inwestowanie przede wszystkim z konserwatywnymi funduszami obligacyjnymi i produktami ochrony kapitału, a mniej z ekspozycją na rynek akcji czy pasywne inwestowanie przez ETF.

Banki są również jednym z głównych kanałów budowania długoterminowych nawyków oszczędzania. Poprzez ofertę IKE i IKZE, pracowniczych programów emerytalnych oraz uczestnictwo w pracowniczych planach kapitałowych banki pomagają klientom łączyć bieżące produkty bankowe z długoterminowym inwestowaniem emerytalnym. Istotną rolę odgrywają także plany systematycznego oszczędzania, automatyczne zlecenia przelewów z rachunku bieżącego na konto inwestycyjne lub fundusz oraz funkcje „zaokrąglania" płatności i odkładania nadwyżek w instrumenty o charakterze inwestycyjnym. Takie rozwiązania wspierają budowę nawyku regularnego odkładania środków i stopniowego zwiększania ekspozycji na rynek kapitałowy, przynajmniej w ujęciu ilościowym. Jednocześnie komunikacja tych produktów często koncentruje się bardziej na bezpieczeństwie i ochronie kapitału niż na akceptacji zmienności w długim horyzoncie, co może ograniczać rozwój dojrzałej, świadomej akceptacji ryzyka inwestycyjnego w społeczeństwie.[72]

Na tle powyższych funkcji wyraźnie rysują się wyzwania strukturalne, które ograniczają pozytywny wpływ banków na kulturę inwestycyjną. Liczne badania świadomości finansowej wskazują na niski poziom wiedzy ekonomicznej Polaków i trudności w rozumieniu podstawowych pojęć związanych z procentem składanym, inflacją czy ryzykiem inwestycyjnym. Powoduje to silną asymetrię informacyjną między klientem a instytucją, zwiększając podatność na działania sprzedażowe oraz utrudniając krytyczną ocenę oferowanych produktów.

70 Stosunek Polaków do działalności banków w obszarze edukacji finansowej, https://bank.pl/wp-content/uploads/2024/06/SWResearch_WIB_24.05.2024.pptx-1.pdf [dostęp: 12.03.2026].

71 Świadomość finansowa Polaków, Rzecznik Finansowy, https://rf.gov.pl/wp-content/uploads/2024/04/Raport_RF-Swiadomosc_finansowa_Polakow.pdf [dostęp: 12.03.2026].

72 Raport roczny o rynku funduszy inwestycyjnych za rok 2022, IZFiA, https://www.izfa.pl/sites/default/files/2023-08/raport-roczny-o-rynku-funduszy-inwestycyjnych-za-rok-2022.pdf [dostęp: 12.03.2026].

Należy zwrócić uwagę, że banki w Polsce pełnią rolę kluczowego pośrednika między gospodarstwami domowymi a rynkiem kapitałowym i mają ogromny wpływ na sposób, w jaki kształtują się nawyki oraz postawy inwestycyjne społeczeństwa. Dzięki skali, zaufaniu i rozbudowanej infrastrukturze dystrybucyjnej mogą być katalizatorem rozwoju dojrzałej kultury inwestycyjnej, opartej na zrozumieniu ryzyka, długoterminowym horyzoncie i zaufaniu do instytucji rynku kapitałowego. Jednocześnie realizacja tego potencjału wymaga ograniczenia konfliktów interesów, większej otwartości produktowej oraz konsekwentnego traktowania edukacji finansowej jako celu równorzędnego z krótkoterminowymi celami sprzedażowymi. W przeciwnym razie banki będą nadal przede wszystkim kanałem sprzedaży prostych, względnie bezpiecznych produktów, co stabilizuje system, ale spowalnia rozwój dojrzałego, zdywersyfikowanego uczestnictwa Polaków w rynku kapitałowym.

Opinie badanych ekspertów wskazują na ambiwalentną rolę banków w kształtowaniu kultury inwestycyjnej oraz zaufania do rynku kapitałowego w Polsce. Z jednej strony podkreślany jest istotny potencjał banków jako pierwszego punktu kontaktu klienta z systemem finansowym, z drugiej – ograniczenia wynikające z modeli biznesowych, regulacji oraz uwarunkowań społecznych.

Część ekspertów wskazuje, że zdolność banków do realnego wzmacniania kultury inwestycyjnej jest ograniczona przez ich własne interesy ekonomiczne. Jak zauważono, „banki nie są w stanie realnie wzmacniać kultury inwestycyjnej, ponieważ stoi to w sprzeczności z ich interesem biznesowym", gdyż dążą one raczej do utrzymania klienta w obrębie własnych produktów (Respondent 1). W tym ujęciu banki pełnią rolę selektywnego „filtra" inwestycyjnego, promując rozwiązania zgodne z ich strategią sprzedażową, a niekoniecznie najbardziej efektywne z punktu widzenia długoterminowego budowania kompetencji inwestycyjnych klientów.

Eksperci zwracają również uwagę na ograniczenia wynikające z poziomu zaufania społecznego do sektora bankowego oraz rynku kapitałowego. Jak wskazano, skuteczność działań banków osłabiają m.in. „relatywnie niskie zaufanie społeczne do banków, będące pokłosiem kredytów walutowych", negatywne doświadczenia związane ze sprzedażą obligacji korporacyjnych oraz wysoki poziom skomplikowania produktów finansowych (Respondent 2). W szerszym ujęciu podkreślano, że „zaufanie do rynku kapitałowego jest ograniczone", a jego odbudowa wymaga długoterminowego procesu opartego na transparentności i jakości obsługi (Respondent 6). Kolejny ekspert (Respondent 9) wskazuje, że banki mają unikalną pozycję jako pierwszy punkt kontaktu klienta z systemem finansowym, co pozwala im skutecznie promować dywersyfikację oszczędności i długoterminowe inwestowanie. Mogą to robić poprzez integrację prostych produktów inwestycyjnych z bankowością codzienną (np. automatyczne plany inwestycyjne), wsparcie doradcze oraz personalizowaną edukację cyfrową. Kluczowe jest budowanie zaufania poprzez transparentność kosztów, unikanie missellingu oraz stabilność oferty. Ograniczenia to niska skłonność do ryzyka wśród klientów, brak długoterminowych nawyków inwestycyjnych oraz konkurencja ze strony fintechów oferujących intuicyjne i tanie platformy inwestycyjne.

Istotnym wątkiem jest także rola regulacji, w szczególności MiFID II, w kształtowaniu relacji bank–klient. Z jednej strony eksperci wskazują, że mechanizmy takie jak test odpowiedniości oraz obowiązek dostosowania oferty do profilu ryzyka klienta wspierają rozwój bardziej świadomego inwestowania (Respondent 4). Z drugiej jednak strony podkreśla się, że złożoność wymogów regulacyjnych może ograniczać skłonność banków do oferowania bardziej zaawansowanych produktów. Jak zauważono, „oferując lokatę, banki nie muszą robić nic związanego z MiFID", co czyni je bardziej atrakcyjnymi z punktu widzenia instytucji finansowych (Respondent 3). Wskazywano również na potrzebę poszukiwania bardziej elastycznych form współpracy z klientem, które mogłyby mieć jednocześnie wymiar edukacyjny (Respondent 3).

Eksperci podkreślają również znaczenie czynników behawioralnych i kulturowych po stronie klientów. Wskazywano, że kultura inwestycyjna w Polsce pozostaje słabo rozwinięta, a zaufanie do rynku ograniczone. Jak zauważono, część klientów oczekuje pełnej partycypacji w zyskach przy jednoczesnym przenoszeniu odpowiedzialności za straty na instytucje finansowe lub państwo (Respondent 5). Dodatkowo wskazywano na utrwalone negatywne skojarzenia rynku kapitałowego, takie jak postrzeganie giełdy jako formy hazardu czy utożsamianie inwestowania z wysokim ryzykiem strat, a także niski poziom świadomości finansowej społeczeństwa (Respondent 5). Czynniki te ograniczają efektywność działań edukacyjnych banków i utrudniają budowę długoterminowego zaufania.

Z perspektywy funkcjonalnej eksperci dostrzegają jednak istotny, choć niewykorzystany potencjał banków. Podkreślano, że jako instytucje dysponujące szeroką bazą klientów i rozwiniętymi kanałami dystrybucji, banki mogą „normalizować inwestowanie jako element długoterminowego planowania finansowego" oraz wspierać dywersyfikację oszczędności poza depozyty (Respondent 8). Jednocześnie realizacja tego potencjału ograniczana jest przez ostrożność regulacyjną i reputacyjną oraz dominację krótkoterminowego modelu oszczędzania wśród klientów (Respondent 8).

Istotnym ograniczeniem wskazywanym przez ekspertów są również doświadczenia inwestorów indywidualnych. Do czynników osłabiających zaufanie zaliczono m.in. ponoszone straty inwestycyjne, wysokie koszty usług maklerskich, niedostateczną informację o ryzyku oraz rozbieżność między rekomendacjami a rzeczywistymi wynikami inwestycji (Respondent 4). Wskazuje to na znaczenie jakości doradztwa i transparentności jako kluczowych elementów budowania trwałego zaufania do rynku kapitałowego.

W kontekście organizacyjnym zwrócono również uwagę na ograniczenia strukturalne w funkcjonowaniu banków, które mogą wpływać na jakość obsługi klientów inwestycyjnych. W szczególności wskazywano na rozdzielenie funkcji maklerskich i działalności na rynkach OTC, które ogranicza elastyczność oferty oraz możliwość zapewnienia klientowi pełnej swobody wyboru formy realizacji transakcji (Respondent 7).

Podsumowując opinie ekspertów, można stwierdzić, że rola banków w kształtowaniu kultury inwestycyjnej i zaufania do rynku kapitałowego w Polsce jest znacząca, lecz nie w pełni wykorzystana. Banki dysponują unikalnymi zasobami – bazą klientów, infrastrukturą oraz kapitałem zaufania – które predestynują je do pełnienia funkcji edukacyjnej i integrującej. Jednocześnie jednak ich działania są ograniczane przez konflikty interesów, uwarunkowania regulacyjne, niski poziom wiedzy finansowej społeczeństwa oraz historyczne doświadczenia podważające zaufanie do rynku. W efekcie banki pozostają kluczowym, lecz ambiwalentnym aktorem procesu budowy dojrzałej kultury inwestycyjnej w Polsce.

PROGRAM ANALITYCZNO BADAWCZY

IV. Wyzwania i prognozy – unia rynków kapitałowych jako impuls dla rozwoju sekurytyzacji i bankowości inwestycyjnej w Polsce



4.1. Perspektywy rozwoju sekurytyzacji kredytów w Polsce i jej rola w zwiększaniu zdolności banków do finansowania transformacji energetycznej, cyfrowej i obronnej oraz we wspieraniu rozwoju rynku kapitałowego w perspektywie średniookresowej

Cel i kontekst analizy

Sekurytyzacja stanowi jeden z głównych celów projektu Unii Oszczędności i Inwestycji. Mechanizm ten daje silny impuls do efektywniejszego wykorzystania kapitału bankowego oraz zwiększa zdolności banków do finansowania innowacji i projektów przyszłościowych[73]. Nie jest to je dnak rozwiązanie automatycznie zwiększające akcję kredytową. Jego skuteczność zależy od ekonomiki transakcji (kosztów przygotowania transakcji, kosztów finansowania, korzyści kapitałowej), popytu inwestorskiego, uznania istotnego transferu ryzyka oraz od strategii banku po uwolnieniu kapitału.

Celem tej części raportu jest ocena możliwości rozwoju sekurytyzacji w Polsce w perspektywie najbliższych pięciu lat. Analiza koncentruje się na czterech zagadnieniach:

1. portfelach kredytowych, w których występuje największy potencjał uwolnienia kapitału regulacyjnego i transferu ryzyka;
2. czynnikach mogących stymulować rozwój sekurytyzacji, w tym transakcji SRT (synthetic risk transfer);
3. barierach ograniczających rozwój tego rynku;
4. scenariuszach rozwoju rynku do 2030 r.

W terminologii finansowej skrót SRT funkcjonuje obecnie w dwóch powiązanych znaczeniach. W ścisłym ujęciu regulacyjnym SRT oznacza *significant risk transfer,* czyli istotny transfer ryzyka rozumiany jako rezultat transakcji oceniany przez właściwy organ nadzoru, którego uznanie pozwala bankowi uwzględnić przeniesienie ryzyka przy obliczaniu aktywów ważonych ryzykiem i wymogów kapitałowych. Istotny transfer ryzyka może zostać osiągnięty zarówno w ramach sekurytyzacji tradycyjnej, jak i syntetycznej. Jednocześnie skrót SRT jest rozwijany jako *synthetic risk transfer*, czyli syntetyczny transfer ryzyka. Określenie to odnosi się do metody, w której bank zachowuje aktywa bazowe w bilansie, natomiast przenosi część związanego z nimi ryzyka kredytowego na inwestorów za pomocą różnych rozwiązań (gwarancji, instrumentów pochodnych lub obligacji powiązanych z ryzykiem kredytowym). Warto podkreślić, że zbieżność skrótów nie jest przypadkowa. W praktyce większość transakcji służących osiągnięciu regulacyjnie istotnego transferu ryzyka ma formę syntetyczną. Oba pojęcia opisują jednak różne aspekty tego samego mechanizmu. Nie są one jednak w pełni tożsame, ponieważ transakcja syntetyczna może nie spełnić warunków uznania istotnego transferu ryzyka, a istotny transfer ryzyka może nastąpić również w sekurytyzacji tradycyjnej.

Pytanie o rozwój sekurytyzacji powraca w warunkach kumulacji potrzeb inwestycyjnych, realizacja których wymaga wyjścia poza tradycyjny model finansowania *„originate to hold”*. Transformacja energetyczna wiąże się z finansowaniem OZE, efektywności energetycznej, magazynowania energii, modernizacji sieci i przebudowy energochłonnego przemysłu. Cyfryzacja z kolei oznacza zwiększone nakłady na centra danych, cyberbezpieczeństwo, chmury danych, AI i cyfryzację MŚP. Dodatkowo wyzwania w obszarze bezpieczeństwa i obronności wiążą się z koniecznością wsparcia producentów uzbrojenia, kooperantów, logistyki, elektroniki, infrastruktury krytycznej oraz technologii podwójnego zastosowania.

W każdym z tych obszarów banki pozostaną głównym źródłem kapitału. Jednak ich zdolność do dalszego zwiększania akcji kredytowej będzie ograniczana przez wymogi kapitałowe, poziom aktywów ważonych ryzykiem, limity koncentracji sektorowej oraz rosnącą złożoność ryzyka kredytowego i sektorowego.

W tych warunkach ważną rolę może odegrać sekurytyzacja, która pozwala uwolnić część kapitału regulacyjnego i w ten sposób zwiększyć możliwości banków do finansowania rozwoju. Nie jest to jednak substytut funduszy własnych banków. Długofalowo zdolność polskiego sektora bankowego do finansowania rozwoju gospodarczego będzie zależała

73 Unia oszczędności i inwestycji: stanowisko Rady co do ożywienia unijnego rynku sekurytyzacji, https://www.consilium.europa.eu/pl/press/press-releases/2025/12/19/savings-and-investment-union-council-agrees-position-on-revitalising-the-eu-s-securitisation-market/ [dostęp: 22.04.2026].

głównie od dalszego wzmacniania bazy kapitałowej banków. Kluczowe znaczenie mają tu zyski zatrzymane, które pozostają podstawowym źródłem organicznego przyrostu kapitału CET1. Z tej perspektywy dodatkowe obciążenia fiskalne nakładane na sektor bankowy (w tym podatek CIT) działają kontrproduktywnie, ponieważ ograniczają zdolność banków do absorpcji ryzyka i kredytowania nowych inwestycji[74].

Istota i funkcje sekurytyzacji

Sekurytyzacja może przyczynić się do bardziej efektywnego wykorzystania istniejącego kapitału bankowego i w tym należy upatrywać jej głównego atutu. W szczególności sekurytyzacja syntetyczna – pod warunkiem uznania istotnego transferu ryzyka – pozwala obniżyć wartość aktywów ważonych ryzykiem przypisanych do danego portfela, co zwalnia przestrzeń kapitałową na nowe ekspozycje.

Mechanizm ten nie tworzy jednak nowego, dodatkowego kapitału, lecz zmienia sposób zarządzania nim. Bank zyskuje możliwość dalszego rozwijania akcji kredytowej dzięki redukcji bazy aktywów ważonych ryzykiem. Z tego powodu sekurytyzację należy traktować jako rozwiązanie komplementarne wobec wzmacniania funduszy własnych banków. Zwiększa ona bowiem jedynie efektywność wykorzystania kapitału, ale nie eliminuje potrzeby jego systematycznej akumulacji, zwłaszcza poprzez zyski zatrzymane.

Kolebką nowoczesnej sekurytyzacji są Stany Zjednoczone. Jej dynamiczny rozwój był początkowo związany przede wszystkim z kredytami mieszkaniowymi. Współcześnie sekurytyzacji podlegają różnorodne klasy aktywów i ekspozycji kredytowych. Sekurytyzacja aktywów to alternatywny sposób umożliwiający przedsiębiorstwom i instytucjom finansowym pozyskanie kapitału[75]. Sekurytyzacja może dotyczyć zasadniczo wszystkich aktywów dających jakiekolwiek przepływy gotówkowe, to jednak banki inicjują najwięcej takich aktywów[76].

„Sekurytyzacja to proces łączenia i przekształcania pożyczek w papiery wartościowe, które są następnie sprzedawane inwestorom”[77]. W procesie sekurytyzacji dochodzi do wyodrębnienia i prawnego usamodzielnienia pewnej puli kredytów. Następnie pod te kredyty sprzedaje się dłużne papiery wartościowe. W najprostszej formie proces sekurytyzacji składa się z dwóch etapów. „W pierwszym etapie firma posiadająca pożyczki lub inne aktywa generujące dochód – inicjator – identyfikuje aktywa, które chce usunąć ze swojego bilansu i grupuje je w tzw. portfel referencyjny. Następnie sprzedaje tę pulę aktywów emitentowi, takiemu jak spółka celowa (SPV) – podmiot utworzony, zazwyczaj przez instytucję finansową, w celu zakupu aktywów i realizacji ich pozabilansowego traktowania dla celów prawnych i księgowych.

W drugim etapie emitent finansuje nabycie puli aktywów poprzez emisję zbywalnych, oprocentowanych papierów wartościowych, które są sprzedawane inwestorom na rynku kapitałowym. Inwestorzy otrzymują płatności o stałym lub zmiennym oprocentowaniu z rachunku powierniczego, finansowane przepływami pieniężnymi generowanymi przez portfel referencyjny”[78].

Jednym z głównych celów sekurytyzacji jest pozyskanie finansowania, ale równie istotne mogą być transfer ryzyka oraz uwolnienie kapitału regulacyjnego[79]. W przypadku sekurytyzacji tradycyjnej ostatecznym rezultatem transakcji jest to, że jej inicjator może uzyskać środki poprzez sprzedaż aktywów, a nie poprzez zaciąganie długu[80]. Natomiast w przypadku sekurytyzacji syntetycznej mechanizm jest odmienny. Aktywa inicjatora sekurytyzacji pozostają w bilansie banku, a transferowi podlega ryzyko kredytowe.

74 Podatek dochodowy obciążający banki krajowe z wyjątkiem banków spółdzielczych został od 1 stycznia 2026 r. podwyższony do 30 proc. W 2027 r. podatek wyniesie 26%, a w kolejnych latach 23%. Jest to forma podatku od nadzwyczajnych zysków (windfall tax), który - choć uzasadniany koniecznością zwiększenia dochodów budżetowych w okresie wysokiej rentowności sektora bankowego - może potencjalnie wywierać negatywny wpływ w dłuższym terminie. Podwyższone obciążenie fiskalne ogranicza bowiem zdolność banków do zatrzymywania zysków i budowania funduszy własnych najwyższej jakości (CET1), co z kolei może osłabiać ich bazę kapitałową oraz zdolność do akcji kredytowej i finansowania gospodarki realnej.

75 A. Kosiński, Sekurytyzacja aktywów, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1997, s. 11.

76 J. Zombirt, Mitygowanie ryzyka w procesie sekurytyzacji, Społeczeństwo i polityka, 2(83)/2025, s. 44.

77 O. E. Ergungor, Securitization, Federal Reserve Bank of Cleveland, August 15, 2003, s. 1.

78 A. Jobst, What is Securitization? Finance & Development, IMF 2008, s. 48.

79 Zob. M. Kalasińska, Sekurytyzacja aktywów bankowych, ZBP, Warszawa 2007, s. 20.

80 F. J. Fabozzi, V. Kothari, Introduction to Securitization, WILEY, 2008, s. 11.

Sekurytyzacja po globalnym kryzysie finansowym i ramy STS

Współcześnie sekurytyzacja występuje w różnych odmianach. Wyróżnia się sekurytyzację tradycyjną, opartą na tzw. prawdziwej sprzedaży aktywów oraz syntetyczną polegającą na transferze ryzyka bez przeniesienia aktywów z bilansu. W pierwszym modelu sekurytyzacja pełni przede wszystkim funkcję refinansującą, natomiast w drugim dominuje funkcja zarządzania kapitałem i ryzykiem.

Początkowo sekurytyzacja służyła głównie refinansowaniu jednorodnych portfeli wierzytelności, głównie hipotecznych. Z czasem nastąpił dynamiczny rozwój złożonych struktur, w tym instrumentów CDO, które umożliwiały wielokrotne przepakowywanie ryzyka kredytowego[81]. Okazały się one jednak bardzo trudne do wyceny i podatne na systemowe ryzyko.

Intensywny od początku lat 90. XX w. rozwój sekurytyzacji został gwałtownie przerwany przez wybuch globalnego kryzysu finansowego, który niestety ujawnił poważne słabości modelu „originate-to-distribute"[82]. Okazało się, że niektóre struktury sekurytyzacyjne stały się zbyt złożone i maskowały ryzyko, takie jak ryzyko związane z hipotekami śmieciowymi[83]. Co więcej, model ten tworzył niewłaściwe zachęty do maksymalizowania wolumenu udzielanych kredytów niezależnie od ich jakości kredytowej[84].

W Europie sekurytyzacja rozwinęła się w latach 90. XX w., jednak nigdy nie osiągnęła skali porównywalnej ze Stanami Zjednoczonymi. Wynikało to m.in. z odmiennej struktury rynku, w której dominował tradycyjny kredyt, a także dynamicznego rozwoju listów zastawnych – tańszych w emisji i cieszących się korzystniejszym traktowaniem regulacyjnym[85].

Odmienne były też cele tego procesu. Podczas gdy w USA sekurytyzacja służyła masowemu finansowaniu kredytów hipotecznych przez agencje rządowe (Fannie Mae, Freddie Mac), w Europie stosowano ją głównie jako narzędzie zarządzania bilansem banków i dywersyfikacji źródeł kapitału, a nie jako mechanizm systemowego przenoszenia ryzyka na rynek kapitałowy.

Sekurytyzacja wiąże się z wymiernymi korzyściami dla inicjatorów (aranżerów) sekurytyzacji. Z perspektywy inicjatora jej podstawową zaletą jest możliwość przeniesienia części ryzyka kredytowego związanego z określonym portfelem aktywów. Z sekurytyzacji korzystają również inwestorzy, którzy uzyskują dostęp do instrumentów ryzyka kredytowego, pozwalających im zdywersyfikować portfel inwestycyjny i zaspokoić apetyt na ryzyko[86]. Sekurytyzacja, pod pewnymi warunkami, może również poprawić finansowanie realnej gospodarki. Przenosząc ryzyko na szerszą bazę inwestorów, może stworzyć przestrzeń w bilansach banków na nową działalność, w zależności od ich strategii[87].

Globalny kryzys zahamował sekurytyzację w Europie, której znaczenie rosło od początku XXI w. z 50 mld euro w 2000 r. do 200 mld euro bezpośrednio przed wybuchem GFC[88].

Dopiero w ostatnich latach ponownie rozwinęła się dyskusja o tym, jak zwiększyć znaczenie sekurytyzacji i powiązać ją z finansowaniem gospodarki realnej. Sprawnie funkcjonująca sekurytyzacja wspiera efektywny transfer ryzyka i zarządzanie bilansem instytucji finansowych, a zarazem dywersyfikuje źródła finansowania dla przedsiębiorstw i konsumentów[89].

Sekurytyzacja w Unii Europejskiej, a zwłaszcza w Polsce, pozostaje mechanizmem wykorzystywanym znacznie poniżej swojego potencjału. Dotyczy to zarówno jej funkcji refinansującej, jak i pozosta-

81 G. B. Gorton, A. Metrick, Securitization, NBER Working Paper No. 18611, 2012.

82 Originate to distribute (OTD) to model działalności kredytowej banków, w którym bank udziela kredytów nie po to, by trzymać je w swoim bilansie do terminu zapadalności, lecz po to, by następnie je sprzedać lub przenieść ryzyko kredytowe na rynek kapitałowy.

83 Significant growth in securitisations in 2024 after years of contraction, https://www.dnb.nl/en/general-news/statistical-news/2025/significant-growth-in-securitisations-in-2024-after-years-of-contraction/ [dostęp: 21.04.2026].

84 Tamże.

85 M. Segoviano, B. Jones, P. Lindner, J. Blankenheim, Securitization: Lessons Learned and the Road Ahead, IMF Working Paper, WP/13/255.

86 P. Machado, Securitisation: you can never tranche the same portfolio twice, https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/speeches/date/2025/html/ssm.sp250930~224d637bdc.pl.html [dostęp: 22.04.2026].

87 Tamże.

88 Y. Altunbas, L. Gambacorta, D. Marques, Securitization and the Bank Lending Channel, Working Paper Series, No 838, European Central Bank, December 2007, s. 28.

89 EU Securitisation Reform – Securitisation Regulation and Beyond, https://www.schroders.com/en/middle-east/professional/insights/eu-securitisation-reform-unlocking-the-market-and-driving-growth-our-view/ [dostęp: 25.04.2026].

łych funkcji związanych z zarządzaniem bilansem, transferem ryzyka oraz uwalnianiem kapitału regulacyjnego.

Po latach „infamii", która spotkała sekurytyzację, spowodowanej wybuchem globalnego kryzysu finansowego, w 2017 r. wprowadzono przepisy, których celem miało być odbudowanie tego rynku na bezpieczniejszych podstawach. Konieczność zmian zasygnalizowano w komunikacie z dnia 26 listopada 2014 r. zatytułowanym „Plan inwestycyjny dla Europy". „Komisja ogłosiła zamiar ożywienia rynków sekurytyzacji wysokiej jakości, bez powtarzania błędów popełnionych przed kryzysem finansowym z 2008 r. Rozwój rynku prostych, przejrzystych i standardowych sekurytyzacji jest jednym z podstawowych elementów składowych unii rynków kapitałowych oraz przyczynia się do realizacji priorytetowego celu Komisji, jakim jest wspieranie tworzenia miejsc pracy i powrót na ścieżkę trwałego wzrostu gospodarczego"[90].

Przyjęte następnie rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/2402 z 12 grudnia 2017 r., stosowane od 1 stycznia 2019 r. [91], ustanowiło ogólne ramy sekurytyzacji w UE oraz szczególny reżim dla sekurytyzacji prostych, przejrzystych i standardowych (STS - simple, transparent and standardised). Wprowadziło ono wspólne wymogi w zakresie due diligence, retencji ryzyka i przejrzystości dla wszystkich sekurytyzacji, stworzyło kategorię STS oraz wzmocniło ramy nadzorcze i informacyjne dla tego rynku. Późniejsza nowelizacja wprowadzona rozporządzeniem (UE) 2021/557 z 31 marca 2021 r. rozszerzyła ramy STS także na bilansowe sekurytyzacje syntetyczne, co miało szczególne znaczenie dla banków wykorzystujących sekurytyzację głównie do celów zarządzania kapitałem i ryzykiem.

Reforma zwiększyła bezpieczeństwo, przejrzystość i ochronę inwestorów. Nie doprowadziła jednak do szerokiego odrodzenia europejskiego rynku tych instrumentów. W przeglądzie ram sekurytyzacyjnych przeprowadzonym przez Wspólny Komitet Europejskich Urzędów Nadzoru w marcu 2025 r.[92] wskazano, że część wymogów okazała się nadmiernie złożona, kosztowna lub niewystarczająco proporcjonalna. W rezultacie ramy regulacyjne, które miały odbudować zaufanie do rynku, jednocześnie ograniczały skalę jej wykorzystania.

Nowy impuls polityczny przyniosły raporty Enrica Letty i Mario Draghiego z 2024 r., które wskazały na potrzebę głębszej integracji rynku usług finansowych i skuteczniejszego kierowania europejskich oszczędności do inwestycji w UE. Raport Draghiego sformułował rekomendację bardziej bezpośrednią: aby zwiększyć zdolność finansową sektora bankowego, Unia powinna ożywić rynek sekurytyzacji, dostosować wymogi ostrożnościowe dla aktywów sekurytyzacyjnych, dokonać przeglądu wymogów przejrzystości i due diligence oraz rozważyć stworzenie dedykowanej platformy sekurytyzacyjnej, potencjalnie wspartej dobrze zaprojektowanymi gwarancjami publicznymi dla transz pierwszej straty[93].

17 czerwca 2025 r. Komisja Europejska przedstawiła pakiet zmian mających uprościć i ożywić unijne ramy sekurytyzacji. Była to pierwsza duża inicjatywa legislacyjna w ramach Unii Oszczędności i Inwestycji. Instytucja ta zapowiedziała uproszczenie nadmiernie obciążających wymogów, redukcję kosztów emisji i inwestowania oraz bardziej funkcjonalne dostosowanie ram ostrożnościowych. tak aby sekurytyzacja mogła skuteczniej wspierać finansowanie gospodarki realnej, przy zachowaniu stabilności finansowej[94].

Stanowisko Rady UE z 19 grudnia 2025 r.[95] potwierdziło ten kierunek, ale jednocześnie doprecyzowało kilka kluczowych elementów. Rada UE zaproponowała, aby przepisy dotyczące sekurytyzacji były bardziej elastyczne i lepiej dostosowane do poziomu ryzyka. Chodzi o to, by bezpieczniejsze transakcje nie były obciążane tak surowymi wymogami jak obecnie, przy zachowaniu ostrożnego podejścia

90 https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-13577-2017-INIT/pl/pdf [dostęp: 16.07.2026].

91 ROZPORZĄDZENIE PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY (UE) 2017/2402 z dnia 12 grudnia 2017 r. w sprawie ustanowienia ogólnych ram dla sekurytyzacji oraz utworzenia szczególnych ram dla prostych, przejrzystych i standardowych sekurytyzacji, a także zmieniające dyrektywy 2009/65/WE, 2009/138/WE i 2011/61/UE oraz rozporządzenia (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 648/2012, https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017R2402&from=FI [dostęp: 16.07.2026].

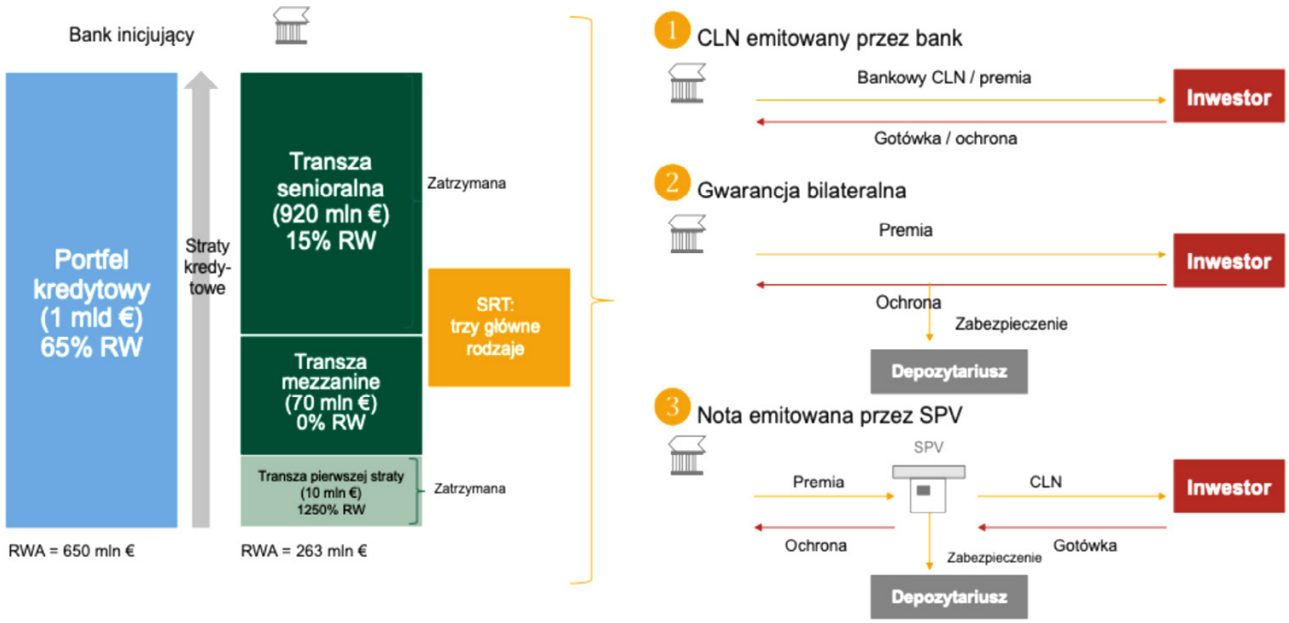
92 Joint Committee Report on the functioning of the securitisation regulation (SECR), 31 March 2025.

93 The future of European competitiveness, Part A „A competitiveness strategy for Europe" (raport Draghiego), 2024, s. 65.

94 https://finance.ec.europa.eu/news/revitalising-eu-securitisation-2025-06-27_en [dostęp: 3.05.2026].

95 https://www.consilium.europa.eu/pl/press/press-releases/2025/12/19/savings-and-investment-union-council-agrees-position-on-revitalising-the-eu-s-securitisation-market/ [dostęp: 24.04.2026]; https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-16740-2025-INIT/en/pdf [dostęp: 24.04.2025].

Rysunek 1. Mechanizm ulgi kapitałowej w typowej strukturze SRT z trzema transzami



CLN = credit-linked note; RW = waga ryzyka; RWA = aktywa ważone ryzykiem; SPV = spółka celowa; SRT = syntetyczny transfer ryzyka.

Źródło: P. R. Babu, M. Chui, C. Stephanou, The rise and risks of synthetic risk transfers BIS Quarterly Review, March 2026 s. 34; s. 34; tłumaczenie własne.

wobec struktur bardziej ryzykownych. Rada poparła także uproszczenie części procedur, zwiększenie roli niezależnych podmiotów potwierdzających zgodność ze standardem STS oraz podniesienie limitu inwestycji funduszy UCITS w pojedynczą publiczną sekurytyzację. Szczególnie ważne jest to, że proponowane rozwiązania otwierają drogę do objęcia standardem STS także sekurytyzacji projektów inwestycyjnych jeszcze przed rozpoczęciem ich normalnej działalności. To może ułatwić finansowanie nowych projektów infrastrukturalnych, energetycznych i przemysłowych.

Kolejnym krokiem milowym było stanowisko Parlamentu Europejskiego, przyjęte przez komisję ECON 5 maja 2026 r. Europarlament poparł reformę, jednak kluczowym punktem spornym stała się wysokość dolnego limitu kapitałowego (tzw. *p-floor*). Parlament opowiedział się za poziomem 4%, podczas gdy Rada UE proponowała 6%, przy jednoczesnym nacisku sektora bankowego na dalsze obniżki w celu odblokowania rynku hipotek[96]. Rozbieżności te otworzyły drogę do rozpoczęcia w czerwcu 2026 r. ostatecznych negocjacji w formule trilogu pomiędzy Komisją, Radą a Parlamentem Europejskim. Faza ta zadecyduje o ostatecznym kształcie nowej architektury prawnej Unii Oszczędności i Inwestycji oraz skali uwolnienia unijnego kapitału. Finałem tego procesu ma być przyjęcie nowego rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady, które znowelizuje dotychczasowe ramy prawne[97].

SRT jako główny kanał rozwoju sekurytyzacji bankowej w Europie

Z perspektywy celu niniejszego opracowania szczególne znaczenie mają transakcje SRT, oparte zazwyczaj na sekurytyzacji syntetycznej. To w nich upatruje się jednego z głównych kanałów przyspieszenia rozwoju tego rynku w Unii Europejskiej. Mechanizm ulgi kapitałowej w typowej architekturze SRT przedstawiono na rysunku 1.

Powyższy rysunek przedstawia mechanizm ulgi kapitałowej osiąganej przez inicjatora sekurytyzacji w typowej strukturze SRT, obejmującej trzy tran-

96 EU committee backs securitisation reform, capital floor undetermined, https://euperspectives.eu/2026/05/econ-backs-securitisation-reform/ [dostęp: 16.07.2026].

97 Recalibrating the securitisation framework in the European Union, https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2026/779863/ECTI_BRI(2026)779863_EN.pdf#page=10 [dostęp: 16.07.2026].

sze (senioralną, mezzanine, pierwszej straty). Tego rodzaju transakcja umożliwia bankowi obniżenie poziomu aktywów ważonych ryzykiem (RWA) bez konieczności sprzedaży ekspozycji kredytowych z bilansu. Punktem wyjścia jest portfel kredytowy o wartości nominalnej 1 mld euro, któremu przypisano wagę ryzyka na poziomie 65%, co przekłada się na RWA w wysokości 650 mln euro i bezpośrednio wyznacza początkowe wymogi kapitałowe banku[98].

W ramach sekurytyzacji syntetycznej portfel referencyjny został podzielony zgodnie z zasadą podporządkowania na trzy transze o zróżnicowanym profilu ryzyka oraz odmiennej kolejności absorpcji strat. Transza senioralna, o wartości 920 mln euro i wadze ryzyka 15%, pozostaje w bilansie banku jako pozycja zatrzymana. Transza mezzanine (wartość 70 mln euro) stanowi przedmiot transferu ryzyka kredytowego do inwestorów zewnętrznych. Po uzyskaniu ochrony kredytowej jej waga ryzyka po stronie banku zostaje obniżona do 0%. Z kolei transza pierwszej straty, o wartości 10 mln euro i wadze ryzyka 1250%, również pozostaje w bilansie banku, jednak ze względu na niewielką wartość nominalną jej wpływ na łączny poziom RWA jest ograniczony. W rezultacie łączne aktywa ważone ryzykiem banku uległy zmniejszeniu do 263 mln euro, co oznacza redukcję o blisko 60% względem poziomu wyjściowego.

Sekurytyzacja syntetyczna może być realizowana w trzech podstawowych formułach, różniących się sposobem zabezpieczenia roszczeń (podział na ochronę ufundowaną i nieufundowaną)[99]. Pierwszą z nich jest nota powiązana z kredytem (CLN, ang. *credit-linked note*) [100] emitowana bezpośrednio przez bank, stanowiąca przykład ochrony ufundowanej (*funded*). W tej formule inwestor nabywa instrument i przekazuje bankowi-inicjatorowi gotówkę stanowiącą zabezpieczenie roszczeń, pozostając jednak narażonym na ryzyko kredytowe samego emitenta. Drugą formą jest gwarancja bilateralna lub swap ryzyka kredytowego (CDS, ang. *credit default swap*) zawierany bezpośrednio między bankiem a inwestorem. W tym przypadku ochrona ma charakter nieufundowany (*unfunded*), przy czym przekazane środki na poczet kaucji lub depozytu deponowane są u niezależnego powiernika, co eliminuje ekspozycję banku na ryzyko kontrahenta. Trzecią opcję stanowi CLN emitowany przez spółkę celową (SSPE[101]). W tej strukturze spółka wystawia bankowi ochronę kredytową, a środki pozyskane z emisji CLN lokowane są na wydzielonym rachunku zabezpieczeń. Rozwiązanie to łączy zalety obu poprzednich podejść. Emitowane noty są bowiem zbywalne oraz mogą służyć jako zabezpieczenie w transakcjach repo, a bank nie ponosi ryzyka kontrahenta.

Wspólną cechą opisanych instrumentów jest mechanizm premii za ochronę kredytową. Bank płaci inwestorowi wynagrodzenie, a ten zobowiązuje się do absorpcji strat z portfela referencyjnego. W przypadku ziszczenia się ryzyka kredytowego absorpcja następuje zgodnie z kaskadą podporządkowania: najpierw pierwszej straty, następnie mezzanine, a dopiero później uprzywilejowana (senior).

Atrakcyjność ekonomiczna transakcji zależy od porównania kosztu ochrony kredytowej z kosztem kapitału, który bank musiałby utrzymywać bez sekurytyzacji[102]. Jeżeli koszt ochrony jest niższy niż koszt utrzymywania kapitału na danym portfelu, SRT może być ekonomicznie uzasadniona. Jeżeli natomiast bank posiada bardzo wysoką nadwyżkę kapitałową albo inwestorzy żądają wysokiej premii, atrakcyjność transakcji SRT maleje. Wysokie bufory kapitałowe nie wykluczają jednak stosowania SRT, ponieważ banki zarządzają nie tylko poziomem kapitału ogółem, lecz także kapitałem krańcowym, RWA, koncentracją portfela oraz rentownością kapitału.

Podejście syntetyczne ma kilka zalet, które spowodowały, że banki oraz inwestorzy ponadnarodowi (np. Europejski Bank Inwestycyjny) je wybierały[103]. Po pierwsze, było ono bardziej efektywne kapitałowo dla banków niż tradycyjna sekurytyzacja typu true-sale, która wiąże się z wyższymi kosztami[104]. Po drugie, nadpłynność w sektorze bankowym ograniczała potrzebę pozyskiwania finansowania poprzez sprzedaż aktywów[105]. Po trzecie, sekurytyzacja syntetyczna sprawdzała się dobrze przy pakietowaniu

98 P. R. Babu, M. Chui, C. Stephanou, The rise and risks of synthetic risk transfers BIS Quarterly Review, March 2026 s. 46. W dalszej części opis i wyliczenia struktury zaprezentowano na podstawie przykładu analitycznego zawartego w ww. publikacji.

99 Na podstawie P. R. Babu, M. Chui, C. Stephanou, op. cit., s. 34.

100 „W standardowej postaci CLN to hybrydowy instrument, który łączy zwykłą obligację i CDS" (Ł. Wiechecki, Kredytowe instrumenty pochodne (cd.), Bank 9/2002, s. 45).

101 Securitisation Special Purpose Entity.

102 P. R. Babu, M. Chui, C. Stephanou, op. cit., s. 34.

103 EU Securitisation back on track – AFME's 5-point plan, Association for Financial Markets in Europe, 2024, s. 15.

104 Tamże.

105 Tamże.

kredytów dla firm, małych i średnich przedsiębiorstw oraz w finansowaniu projektów – są to aktywa kapitałochłonne, które trudniej przenieść w drodze rzeczywistej sprzedaży ze względu na złożoność takich portfeli[106].

Europejski rynek sekurytyzacji i znaczenie syntetycznych sekurytyzacji STS

Europejski rynek sekurytyzacji obejmuje zarówno sekurytyzacje tradycyjne typu true sale, w których aktywa są przenoszone przez inicjatora do podmiotu specjalnego przeznaczenia, jak i sekurytyzacje syntetyczne, w których bez sprzedaży aktywów dochodzi do przeniesienia ich ryzyka kredytowego[107]. Ogólną skalę rynku można przedstawić za pomocą wartości sekurytyzacji pozostających w obrocie. Według AFME na koniec IV kwartału 2025 r. wynosiła ona w Europie 1 294,2 mld euro, z uwzględnieniem CLO, i była o 6,3% wyższa niż rok wcześniej[108].

W odniesieniu do nowych emisji sekurytyzacji typu true sale dane AFME pokazują, że w 2025 r. ich łączna wartość w Europie, obejmująca emisje uplasowane u inwestorów oraz zatrzymane przez emitentów, wyniosła 252,3 mld euro wobec 244,9 mld euro w 2024 r., co oznaczało wzrost o 3,0%[109]. Wśród emisji uplasowanych u inwestorów największą kategorią były paneuropejskie CLO, których wartość wyniosła 60,5 mld euro[110].

Rynek SRT AFME przedstawia odrębnie, posługując się nie wartością wyemitowanych papierów, lecz wartością nominalną portfeli referencyjnych, których ryzyko zostało objęte transferem. W 2025 r. łączna wartość portfeli referencyjnych europejskich transakcji SRT (obejmujących zarówno transakcje syntetyczne, jak i transakcje true sale spełniające kryteria istotnego transferu ryzyka) wyniosła 206,8 mld euro wobec 152,8 mld euro w 2024 r.[111]. Największą kategorię portfeli referencyjnych europejskich transakcji SRT stanowiły kredyty dla przedsiębiorstw i MŚP, których wartość w 2025 r. wyniosła 148,5 mld euro, czyli około 72% łącznego wolumenu SRT[112]. Według EBA niemal trzy czwarte ekspozycji bazowych w transakcjach SRT raportowanych przez banki z UE/EOG stanowiły ekspozycje wobec przedsiębiorstw, w tym MŚP, oraz ekspozycje związane z finansowaniem nieruchomości komercyjnych (CRE).[113].

Według analizy Banku Rozrachunków Międzynarodowych (BIS) przeciętny bank z UE stosujący transakcje istotnego transferu ryzyka (*significant risk transfer*, SRT) miał około 5% portfela kredytowego objętego ochroną[114]. Odpowiadało to szacowanej uldze kapitałowej rzędu niemal 50 punktów bazowych współczynnika kapitału podstawowego Tier I (CET1) [115]. Dla całego sektora bankowego UE wartość portfeli kredytowych objętych SRT wynosiła na koniec 2024 r. około 391 mld euro, czyli 2,1% wszystkich kredytów bankowych[116]. Wartości te są szacunkami BIS opartymi na ujawnieniach w ramach Filaru 3 i przyjętych założeniach dotyczących struktury transz, a nie bezpośrednią statystyką nadzorczą[117].

Europa należy do najbardziej rozwiniętych i dynamicznych rynków SRT. W Unii Europejskiej roczny wolumen nowych transakcji SRT, mierzony wartością aktywów referencyjnych, zwiększył się ponad trzykrotnie w latach 2016-2024[118]. Kredyty korporacyjne stanowiły największą klasę aktywów[119]. Ogólnie rzecz biorąc, banki wskazują, że wykorzystanie SRT w przypadku kredytów korporacyjnych wynika z wysokich regulacyjnych wymogów kapitałowych, jakie te kredyty generują, w porównaniu z kapitałem ekonomicznym[120].

Rozwój SRT w Europie pozostanie prawdopodobnie dynamiczny, ale może podlegać istotnym ograni-

106 Tamże.

107 Statystyki AFME odnoszą się do szeroko rozumianego rynku europejskiego, obejmującego również Wielką Brytanię, a więc nie są w pełni tożsame z danymi dotyczącymi samej Unii Europejskiej.

108 AFME, Securitisation Data Report – 2025FY & Q4 2025, https://www.afme.eu/media/y2kmhvhc/securitisation-data-report-2025fy-q4-2025.pdf [dostęp: 6.05.2026], s. 4 i 25.

109 Tamże, s. 16.

110 Tamże, s. 5.

111 Tamże, s. 30, tabela 4.2.

112 Tamże, s. 30, tabela 4.2., obliczenia własne na podstawie danych ESMA.

113 https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/2025-06/93431cb8-4877-4325-82f9-0a41ba71e45a/Risk%20Assessment%20Report%20Spring%202025.pdf [dostęp: 25.04.2026].

114 P. R. Babu, M. Chui, C. Stephanou, The rise and risks of synthetic risk transfers BIS Quarterly Review, March 2026 s. 39.

115 Tamże.

116 Tamże.

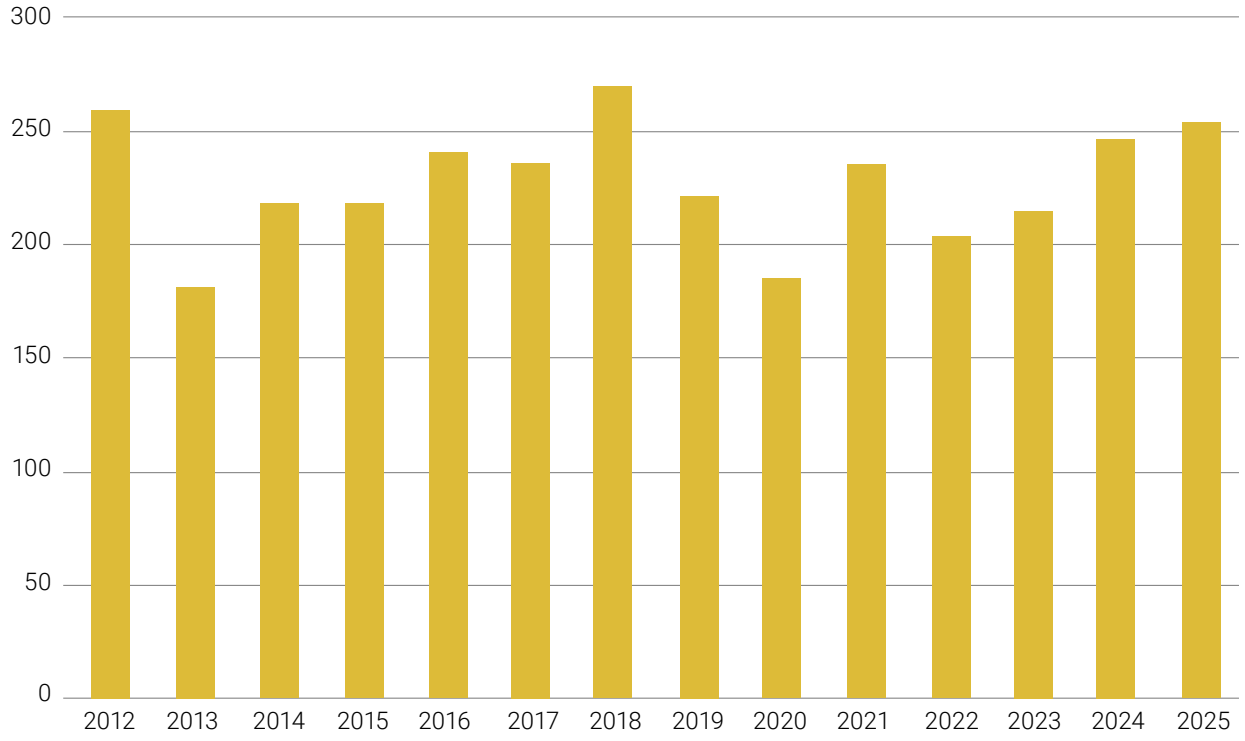
117 Tamże.

118 Synthetic risk transfers, BIS, February 2026, s. 9.

119 Tamże, s. 10.

120 Tamże.

Wykres 6. Łączna wartość europejskich emisji sekurytyzacyjnych w latach 2012–2025



Nota: Roczna wartość emisji obejmuje zarówno emisje uplasowane u inwestorów (placed), jak i emisje zatrzymane przez emitentów (retained).

Źródło: AFME, Securitisation Data Report – 2025FY & Q4 2025, https://www.afme.eu/media/y2kmhvhc/securitisation-data-report-2025fy-q4-2025.pdf [dostęp: 6.05.2026], s. 16.

czeniom. Po pierwsze, wskaźnik dźwigni finansowej stanowi nieważony ryzykiem mechanizm ograniczający korzyści z redukcji RWA[121]. SRT obniża bowiem aktywa ważone ryzykiem (RWA), ale zasadniczo nie zmniejsza miary ekspozycji dźwigni, ponieważ kredyty pozostają w bilansie banku. Po drugie, organy nadzoru mogą nie akceptować nadmiernej zależności banków od SRT, zwłaszcza gdyby czasowe zamknięcie rynku ochrony kredytowej mogło doprowadzić do spadku współczynników kapitałowych poniżej minimalnych wymogów regulacyjnych[122].

Ograniczenia te nie pozbawiają jednak SRT znaczenia, lecz sprawiają, że transakcje te powinny być traktowane przede wszystkim jako narzędzie uzupełniające, a nie substytut trwałej bazy kapitałowej banku. Również dobrze dokapitalizowane instytucje mogą wykorzystywać SRT do zarządzania krańcowym zużyciem kapitału, poprawy rentowności kapitału, ograniczania koncentracji sektorowych i geograficznych oraz uwalniania pojemności bilansowej na nowe ekspozycje. Ekonomiczna zasadność takiej transakcji zależy od tego, czy koszt ochrony pozostaje konkurencyjny względem kosztu kapitału własnego oraz dochodu generowanego przez portfel. Z kolei regulacyjne uwolnienie kapitału jest możliwe jedynie pod warunkiem uznania przez właściwy organ, że doszło do istotnego transferu ryzyka.

W przypadku sekurytyzacji syntetycznej istotnym kierunkiem rozwoju jest wzrost znaczenia transakcji spełniających kryteria STS[123]. Należy jednak podkreślić, że STS nie jest warunkiem regulacyjnego uwolnienia kapitału. Podstawowe znaczenie ma spełnienie wymogów dotyczących istotnego transferu ryzyka (SRT). Status STS może natomiast poprawiać warunki ekonomiczne transakcji, m.in. dzięki możliwości zastosowania korzystniejszego traktowania kapitałowego do kwalifikujących się pozycji sekurytyzacyjnych oraz dzięki większej przejrzystości i standaryzacji. Kryteria STS ułatwiają również inwe-

121 P. R. Babu, M. Chui, C. Stephanou, The rise..., op. cit., s. 39.

122 Tamże.

123 EBA https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/2024-05/c2643528-9d43-4f64-863b-053864465f96/Final%20report%20on%20GL%20on%20STS%20criteria%20for%20OBS%20securitisation.pdf [dostęp: 11.05.2026].

storom ocenę struktury transakcji oraz ustanawiają bardziej rygorystyczne wymogi dotyczące jakości i dywersyfikacji ekspozycji bazowych.

Według ESRB wartość ekspozycji objętych syntetycznymi sekurytyzacjami STS wzrosła od zera w 2021 r. do 145 mld euro w II kwartale 2024 r., co odpowiadało około 40% łącznej wartości syntetycznych sekurytyzacji w UE[124]. Segment ten pozostaje niewielki pod względem liczby transakcji, ale istotny pod względem wartości nominalnych. ESRB wskazuje, że od 2021 r. do końca 2024 r. zgłoszono 132 syntetyczne transakcje STS, wszystkie o charakterze prywatnym[125]. W latach 2021–2023 średnia wartość sekurytyzowanych ekspozycji w momencie inicjacji transakcji STS przekraczała 2 mld euro i była około dwukrotnie wyższa niż w przypadku syntetycznych transakcji non-STS[126].

Rynek syntetycznych transakcji spełniających kryteria STS charakteryzuje się obecnie silną koncentracją. Dominują na nim duże banki, dla których sekurytyzacja syntetyczna jest narzędziem zarządzania kapitałem i ryzykiem, a nie źródłem finansowania płynnościowego. Liczba banków-inicjatorów wzrosła z 10 w 2021 r. do 21 w 2022 r., a następnie spadła do 17 w 2023 r.[127]. Banki te charakteryzowały się dużą skalą działalności, ponieważ ich średnia wartość aktywów przekraczała 600 mld EUR [128]. Jednocześnie ekspozycje syntetyczne STS pozostawały dla tych banków relatywnie niewielką częścią bilansu (średnio około 0,9% aktywów w II kwartale 2024 r.)[129]. Geograficznie rynek koncentruje się przede wszystkim we Francji, Hiszpanii i Niemczech. Banki francuskie odpowiadały za 44% rynku, czyli około 55 mld EUR aktywnych ekspozycji syntetycznych STS w II kwartale 2024 r.[130]. Trzy największe jurysdykcje generowały łącznie około dwóch trzecich rynku, a pięciu największych banków-inicjatorów (aranżerów) odpowiadało za 58% jego wartości[131].

Oznacza to, że rozwój syntetycznych STS zwiększa powiązania między sektorem bankowym a sektorem niebankowych instytucji finansowych (NBFI), obejmującym m.in. fundusze inwestycyjne, fundusze kredytowe, fundusze emerytalne, ubezpieczycieli oraz inne podmioty finansowe spoza sektora bankowego. Jednocześnie transfer ryzyka sprzyja jego szerszej dywersyfikacji poza sektor bankowy i pomiędzy jurysdykcjami. W okresach napięć może to prowadzić do procyklicznego ograniczania przez inwestorów gotowości do zapewniania ochrony kredytowej lub wzrostu jej ceny. Dodatkowym źródłem ryzyka mogą być potencjalne niedopasowania płynnościowe i wykorzystanie dźwigni przez część funduszy posiadających CLN[132].

Reasumując, syntetyczne STS należą do najszybciej rozwijających się segmentów unijnego rynku sekurytyzacji, przy czym ich znaczenie polega przede wszystkim na transferze ryzyka i optymalizacji kapitału banków, a nie na pozyskiwaniu finansowania płynnościowego. Segment ten koncentruje się głównie na portfelach korporacyjnych, opiera się na transakcjach prywatnych, jest skoncentrowany i pozostaje silnie powiązany z sektorem niebankowych instytucji finansowych. Jego dalszy rozwój będzie zależał zarówno od opłacalności transakcji i uznania istotnego transferu ryzyka, jak i od odporności dostawców ochrony, jakości danych, standardów raportowania oraz zdolności nadzoru do monitorowania koncentracji i procykliczności. Z punktu widzenia finansowania gospodarki istotne będzie natomiast, w jakim stopniu uzyskana ulga kapitałowa przełoży się na zwiększenie akcji kredytowej, a w jakim zostanie wykorzystana do innych celów, w tym do wypłat dla akcjonariuszy.

Polski rynek sekurytyzacji bankowej

Polski rynek sekurytyzacji aktywów bankowych znajduje się nadal na stosunkowo wczesnym etapie rozwoju, choć w ostatnich latach obserwuje się wyraźny wzrost wykorzystania tej techniki przez banki. Z danych KNF wynika, że w 2024 r. banki przeprowadziły sześć transakcji sekurytyzacji aktywów o łącznej wartości około 22 mld zł[133].

Wszystkie transakcje miały charakter prywatny, co oznaczało, że były to transakcje przeprowadzone bez konieczności przygotowania prospektu emisyj-

124 Unveiling the impact of STS on-balance-sheet securitisation on EU financial stability, European Sytemic Risk Board, May 2025, s. 4.

125 Tamże, s. 33.

126 Tamże.

127 Tamże, s. 4-5.

128 Tamże, s. 34.

129 Tamże, s. 34.

130 Tamże, s. 36.

131 Tamże, s. 5.

132 Tamże, s. 45-47.

133 Informacja na temat sytuacji sektora bankowego w 2024 r., UKNF, Warszawa 2025, s. 56.

nego, skierowane do wąskiej grupy profesjonalnych inwestorów[134]. Były to sekurytyzacje syntetyczne, których zasadniczym celem było przeniesienie części ryzyka kredytowego z wybranych portfeli aktywów, a w konsekwencji ograniczenie wymogów kapitałowych i poprawa współczynników kapitałowych banków. Transakcje te spełniały również kryteria STS.

Na koniec 2024 r. nadzorem objętych było łącznie 17 transakcji sekurytyzacji aktywów przeprowadzonych przez banki komercyjne, o łącznej wartości wyjściowej ok. 63 mld zł; wszystkie miały charakter prywatny[135]. Dane KNF pokazują jednak także, że polski rynek wszedł w fazę przyspieszenia dopiero niedawno. Na koniec 2022 r. nadzorem objętych było 9 transakcji o łącznej wartości 23,8 mld zł, a sam 2022 r., z ośmioma nowymi transakcjami, został przez KNF określony jako rekordowy dla sekurytyzacji w sektorze bankowym[136]. Oznacza to, że w ciągu dwóch kolejnych lat liczba transakcji objętych nadzorem niemal się podwoiła, natomiast ich łączna wartość wzrosła ponad dwukrotnie.

W 2024 r. polskie banki wykorzystywały sekurytyzację syntetyczną przede wszystkim do zarządzania ryzykiem kredytowym i kapitałem regulacyjnym, a nie do pozyskiwania finansowania płynnościowego. Portfele referencyjne pozostawały w bilansach banków, natomiast ryzyko kredytowe wybranych transz było przenoszone na inwestorów m.in. za pomocą gwarancji finansowych lub instrumentów CLN. Szczególnie wyraźne efektu ulgi kapitałowej z celami rozwojowymi występowało w transakcjach BNP Paribas Bank Polska z IFC oraz Banku Millennium z EBRD. W pierwszym przypadku IFC wskazywała na zwiększenie finansowania projektów z zakresu energii odnawialnej, efektywności wykorzystania wody i czystego transportu; w drugim EBRD przewidywał wykorzystanie uwolnionej pojemności do nowych kredytów dla MŚP i przedsiębiorstw, w tym projektów kwalifikujących się jako zielone[137]. Transakcja mBanku z listopada 2024 r., oparta na portfelu kredytów korporacyjnych o wartości ok. 5,2 mld zł, była kolejnym przykładem wykorzystania SRT do poprawy pozycji kapitałowej banku[138].

W 2025 r. publicznie ujawnione transakcje potwierdziły dalsze wykorzystanie sekurytyzacji syntetycznej jako narzędzia zarządzania kapitałem oraz, w części przypadków, wspierania finansowania transformacji. mBank przeprowadził z PGGM transakcję podziału ryzyka na portfelu project finance o wartości ok. 3,8 mld zł, z czego ok. 75% stanowiło finansowanie farm wiatrowych i instalacji fotowoltaicznych[139]. Z kolei PKO Bank Polski zawarł pierwszą w swojej historii transakcję sekurytyzacji syntetycznej na portfelu kredytów korporacyjnych o wartości 1,892 mld zł; bank szacował jej pozytywny wpływ na współczynnik CET1 grupy na ok. 5 pb[140]. W październiku 2025 r. mBank jednocześnie wykonał opcję ramp-up transakcji z 2024 r., zwiększając wartość nominalną sekurytyzowanego portfela z ok. 5,2 mld zł do 7,0 mld zł; łączny dodatni wpływ nowej transakcji i ramp-upu na współczynnik CET1 bank szacował na ok. 38 pb[141]. Dane te pokazują wpływ SRT na pozycję kapitałową banków, ale nie pozwalają na proste przeliczenie ulgi kapitałowej na konkretną wartość nowej akcji kredytowej.

Polski rynek jest jednak daleki od skali obserwowanej w największych ośrodkach sekurytyzacji w UE. Komisja Europejska wskazuje, że 80% aktywności sekurytyzacyjnej w UE koncentruje się w pięciu państwach: Francji, Niemczech, Włoszech, Hiszpanii i Niderlandach[142]. Polska nie należy zatem do głównych europejskich rynków sekurytyzacji. Krajowy rynek pozostaje stosunkowo płytki i skoncentrowany, podczas gdy bardziej rozwinięte rynki charakteryzu-

134 Tamże.

135 Tamże.

136 Informacja na temat sytuacji sektora bankowego w 2022 r., UKNF, Warszawa 2023, s. 60-61.

137 IFC, „IFC, BNP Paribas Bank Polska Launch SRT Transaction to Increase Climate Finance in Poland", 9.04.2024, https://www.ifc.org/en/pressroom/2024/ifc-bnp-paribas-bank-polska-launch-srt-transaction-to-increase-climate-finance-in-poland; EBRD, „Bank Millennium Synthetic Securitisation", Project ID 55832, https://www.ebrd.com/home/work-with-us/projects/psd/55832.html [dostęp: 10.08.2026].

138 mBank S.A. Group, IFRS Consolidated Financial Statements 2024, s. 125–126; Management Board Report on Performance of mBank S.A. Group in 2024.

139 mBank/PGGM, „mBank and PGGM enter into PLN 3.8 billion credit risk sharing transaction backed by financing to the renewable energy sector", 22.10.2025, https://pggm.nl/en/press/mbank-and-pggm-enter-into-pln-3-8-billion-credit-risk-sharing-transaction-backed-by-financing-to-the-renewable-energy-sector [dostęp: 10.08.2026].

140 PKO Bank Polski, Raport nr 14/2025 „Zawarcie transakcji sekurytyzacji syntetycznej", 12.05.2025, https://www.pkobp.pl/relacje-inwestorskie/biezace-raporty/raport-nr-142025-zawarcie-transakcji-sekurytyzacji-syntetycznej [dostęp: 10.08.2026].

141 mBank Group, Investor Presentation Q3 2025, s. 22.

142 European Commission, „Revitalising EU securitisation", 27.06.2025, https://finance.ec.europa.eu/news/revitalising-eu-securitisation-2025-06-27_en. [dostęp: 10.08.2026].

ją się większą ciągłością emisji, szerszą bazą inwestorów i silniejszym powiązaniem z rynkiem kapitałowym.

Różnica między Polską a rynkami dojrzałymi dotyczy więc nie tylko skali, lecz także struktury rynku. W Polsce dominują transakcje bilateralne lub kierowane do ograniczonego grona inwestorów, natomiast na bardziej rozwiniętych rynkach większe znaczenie mają powtarzalność transakcji, szersza i bardziej zróżnicowana baza inwestorska oraz większy udział emisji plasowanych na rynku. Dalszy rozwój polskiego rynku będzie zatem zależał m.in. od poszerzania bazy inwestorów, wzrostu częstotliwości transakcji oraz rozwoju publicznego segmentu rynku.

Scenariusze rozwoju polskiego rynku sekurytyzacji do 2030 r. oraz wpływ na rynek kapitałowy w Polsce

Na potrzeby raportu przyjęto trzy scenariusze rozwoju rynku sekurytyzacji bankowej w Polsce.

1. bazowy,
2. optymistyczny,
3. pesymistyczny.

Scenariusze są prognozowanymi wariantami rozwoju rynku do 2030 r. Poszczególne scenariusze zostały zbudowane na odmiennych założeniach dotyczących trzech głównych zmiennych: otoczenia regulacyjnego, popytu inwestorskiego oraz gotowości banków do realizowania powtarzalnych transakcji SRT. Materializacja każdego z wariantów pozostaje jednak wrażliwa również na otoczenie makrofinansowe, w szczególności dynamikę akcji kredytowej, koszt ryzyka, poziom stóp procentowych oraz bufory kapitałowe banków.

Z perspektywy rozwoju rynku kapitałowego równie ważna jak zwiększenie liczby transakcji jest zmiana ich charakteru. Chodzi tu o transformację od pojedynczych, prywatnych struktur do powtarzalnych programów, które ułatwiają wycenę ryzyka i poszerzają bazę inwestorów.

Przedstawione w ramach poszczególnych scenariuszy szacunki wolumenu transakcji, liczby transakcji rocznie, uwolnionego kapitału oraz tzw. dodatkowej przestrzeni RWA (potencjalnej redukcji aktywów ważonych ryzykiem wynikającej z przeniesienia ryzyka kredytowego) zostały oparte na doświadczeniach z lat 2024-2025. W 2024 r. banki przeprowadziły 6 transakcji o łącznej wartości ok. 22 mld zł, natomiast w 2025 r. publicznie zidentyfikowane transakcje i zdarzenia sekurytyzacyjne w grupach bankowych obejmowały ok. 11-12 mld zł portfeli. Oznacza to średni roczny wolumen odniesienia na poziomie ok. 16-17 mld zł oraz średnią liczbę ok. 4-5 transakcji rocznie.

W scenariuszu bazowym (ocenianym jako najbardziej prawdopodobny) przyjęto, że będzie miało miejsce stopniowe przyjmowanie i wdrażanie proponowanych zmian unijnych, wystąpi umiarkowane poszerzenie popytu inwestorskiego oraz dalszy wzrost znaczenia transakcji służących osiągnięciu istotnego transferu ryzyka, przede wszystkim w formule sekurytyzacji syntetycznej. W tym wariancie kilka największych polskich banków stworzyłoby podstawy do realizowania powtarzalnych programów transakcji na portfelach korporacyjnych, MŚP, finansowania projektów oraz wybranych portfelach detalicznych. W logice tego scenariusza przyjęto założenie, że rynek będzie nieco większy niż w 2024 r., a kilka banków będzie prowadziło powtarzalne programy.

Na tej podstawie w scenariuszu bazowym założono wzrost aktywności do około 6–8 transakcji rocznie, przy średniej wartości jednej transakcji na poziomie około 3,5 mld zł. Oznaczałoby to roczny wolumen sekurytyzacji na poziomie około 21–28 mld zł, co odpowiadałoby około 1,5–2,5% portfela kredytowego sektora bankowego. Przy scenariuszowym założeniu, że efekt kapitałowy odpowiada około 7% wartości portfela[143], szacunkowy efekt kapitałowy wyniósłby około 1,5–2,0 mld zł w ekwiwalencie CET1, co – przy zastosowanym w szacunku technicznym przeliczniku 12,5% CET1 względem RWA – odpowiadałoby około 12–16 mld zł dodatkowej przestrzeni RWA.

Uwolniona przestrzeń RWA nie przekłada się jednak w całości na bezpośrednią dostępność kapitału dla projektów energetycznych, cyfrowych lub zbrojeniowych. W scenariuszu bazowym przyjęto jako założenie scenariuszowe, że ok. 45–55% uwolnionej przestrzeni RWA mogłoby zostać skierowane na

143 Założenie efektu kapitałowego na poziomie 7% wartości portfela ma charakter scenariuszowy i odpowiada orientacyjnej skali efektów kapitałowych obserwowanych w wybranych transakcjach SRT realizowanych przez polskie banki. Rzeczywista ulga kapitałowa zależy m.in. od struktury portfela, poziomu RWA przed i po SRT, struktury transz oraz warunków uznania istotnego transferu ryzyka.

projekty transformacyjne[144]. Oznaczałoby to ok. 5–9 mld zł rocznie przestrzeni RWA dla finansowania transformacji, z dominującym udziałem projektów energetycznych, rosnącym udziałem cyfryzacji oraz selektywnym finansowaniem projektów obronnych, głównie w formule dual use, infrastruktury krytycznej i cyberbezpieczeństwa.

Realizacja scenariusza bazowego oznaczałaby częściowe zbliżenie się do obecnych europejskich poziomów odniesienia, bez osiągnięcia skali obserwowanej w najbardziej aktywnych bankach europejskich. Wpływ na rynek kapitałowy byłby umiarkowany. Pojawiłyby się przede wszystkim zaczątki nowej klasy aktywów dla inwestorów instytucjonalnych, ale dominowałyby nadal transakcje prywatne.

Scenariusz optymistyczny jest możliwy do realizacji, jednak wymaga jednoczesnego wystąpienia kilku sprzyjających czynników: terminowego i skutecznego wdrożenia reformy unijnej, aktywizacji krajowych inwestorów instytucjonalnych oraz zbudowania rynkowych standardów wyceny. Wynika to z faktu, że kierunek proponowanych reform unijnych jest wyraźnie prorozwojowy, a europejski rynek SRT rośnie, natomiast w Polsce nadal brakuje szerokiej krajowej bazy inwestorów, regularnych benchmarków cenowych oraz doświadczenia w powtarzalnym strukturyzowaniu transakcji. W konsekwencji bardziej prawdopodobna jest stopniowa, selektywna adopcja sekurytyzacji przez największe banki niż szybkie przejście do głębokiego i płynnego rynku.

Scenariusz optymistyczny zakłada silniejszy efekt Unii Oszczędności i Inwestycji, skuteczne pobudzenie popytu po stronie ubezpieczycieli, funduszy emerytalnych i funduszy kredytowych oraz budowę rynkowych standardów danych, raportowania i wyceny. Największe banki będące inicjatorami przechodziłyby wówczas z modelu transakcji realizowanych pojedynczo do modelu programowego. Pojawiłyby się pierwsze transakcje plasowane w szerszej grupie inwestorów, w tym emisje o bardziej publicznym charakterze, oparte na jednorodnych aktywach, a krajowi inwestorzy zaczęliby traktować sekurytyzację jako pełnoprawną klasę aktywów. W tym wariancie sekurytyzacją mogłoby zostać objęte około 3,0-5,0% portfela kredytowego sektora bankowego. Taki poziom zbliżałby się do skali obserwowanej przeciętnie wśród europejskich banków aktywnie korzystających z SRT, choć nadal pozostawałby poniżej poziomów charakterystycznych dla najbardziej zaawansowanych użytkowników tego mechanizmu.

W scenariuszu pesymistycznym przyjęto, że reforma unijna okaże się ograniczona w skutkach, a popyt inwestorski pozostanie słaby. W takim wariancie polski rynek pozostałby rynkiem prywatnych, incydentalnych transakcji, realizowanych głównie przez kilka największych banków, najczęściej w formule syntetycznej i z istotnym udziałem instytucji rozwojowych jako dostawców ochrony. Sekurytyzacja zwiększałaby zdolność kredytową wybranych banków, ale nie przełożyłaby się istotnie na pogłębienie rynku kapitałowego, standaryzację dokumentacji ani powstanie krajowej bazy inwestorów. W tym scenariuszu sekurytyzacją objęte byłoby około 0,5-1,5% portfela kredytowego sektora bankowego. Byłby to jednak poziom niższy od obecnej europejskiej średniej dla SRT i świadczyłby raczej o punktowym wykorzystaniu mechanizmu niż o powstaniu regularnego rynku.

Z perspektywy rozwoju rynku kapitałowego bardzo ważna, obok zwiększenia liczby transakcji, jest także zmiana ich charakteru. Chodzi tu o transformację od pojedynczych, prywatnych struktur do powtarzalnych programów, które tworzą dane porównawcze, ułatwiają wycenę ryzyka i poszerzają bazę inwestorów. Sam wzrost wolumenu prywatnych transakcji SRT nie jest jednak równoznaczny z rozwojem rynku kapitałowego; ten wymaga także większej przejrzystości, porównywalności wycen, szerszej bazy inwestorów oraz – w przypadku instrumentów zbywalnych – rozwoju rynku wtórnego.

W kolejnej tabeli przedstawiono prognozy rozwoju rynku sekurytyzacji do roku 2030 w trzech wcześniej ustalonych scenariuszach.

Ważną stymulantą rozwoju polskiego rynku sekurytyzacji są działania regulacyjne podejmowane na poziomie Unii Europejskiej, których celem jest zwiększenie znaczenia sekurytyzacji jako narzędzia finansowania gospodarki realnej oraz transferu ryzyka poza sektor bankowy. Te działania nadają sekurytyzacji charakter jednego z narzędzi wspierających budowę Unii Oszczędności i Inwestycji. Już samo umiejscowienie sekurytyzacji w agendzie unijnej jako elementu pogłębiania rynku kapitałowego może sprzyjać większemu zainteresowaniu

144 Przedział 45–55% ma charakter założenia scenariuszowego, opartego na strukturze portfeli kredytowych największych polskich banków oraz deklarowanych priorytetach alokacji kapitału w kontekście transformacji energetycznej i cyfrowej. Z tych względów nie należy go interpretować jako prognozy rzeczywistej alokacji uwolnionej przestrzeni RWA.

Tabela 1. Scenariusze rozwoju rynku sekurytyzacji w Polsce do 2030 r. – wpływ na finansowanie transformacji i rynek kapitałowy

Scenariusz	Cechy rynku	Wpływ na finansowanie transformacji	Wpływ na rynek kapitałowy
Pesymistyczny	Rynek pozostaje prywatny i incydentalny; transakcje realizowane głównie przez największe banki, z istotnym udziałem inwestorów zagranicznych i instytucji rozwojowych.	Selektywne wsparcie wybranych portfeli OZE, MŚP i finansowania projektów, bez efektu systemowego.	Ograniczony; brak płynnej klasy aktywów i niewielki wpływ na krajową bazę inwestorów.
Bazowy	Kilka powtarzalnych programów SRT w największych bankach; dominacja transakcji prywatnych, lecz z rosnącą standaryzacją dokumentacji i danych.	Widoczne zwiększenie zdolności kredytowej dla transformacji energetycznej, cyfrowej i wybranych projektów infrastrukturalnych.	Początek budowy klasy aktywów dla inwestorów instytucjonalnych oraz pierwsze punkty odniesienia dla wyceny ryzyka.
Optymistyczny	Standaryzacja struktur, większy popyt ze strony inwestorów, transakcje plasowane wśród szerszej grupy inwestorów, w tym emisje kierowane do szerszego grona inwestorów oraz przejście największych banków do modelu programowego.	Sekurytyzacja staje się istotnym kanałem uwalniania kapitału na priorytety strategiczne, w tym transformację energetyczną, cyfrową i inwestycje obronne.	Bardziej dojrzały rynek długu strukturyzowanego*, rozwój krajowej bazy inwestorów i powstanie nowych punktów odniesienia dla wyceny instrumentów.

** W kontekście niniejszego raportu pojęcie to odnosi się przede wszystkim do instrumentów związanych z sekurytyzacją i transferem ryzyka kredytowego.* *Źródło: Opracowanie własne.*

Tabela 2. Scenariusze rozwoju rynku sekurytyzacji w perspektywie 2030 – wpływ na uwolnienie kapitału

Scenariusz	Liczba transakcji rocznie	Roczny wolumen transakcji w mld zł	Szacunkowy efekt kapitałowy (ekwiwalent CET1), mld zł
Pesymistyczny	3-4	10-14	0,6-0,8
Bazowy	6-8	21-28	1,5-2
Optymistyczny	11-14	38-49	3-3,9

Źródło: Opracowanie własne.

tym instrumentem również w Polsce. Drugim elementem jest rosnące wykorzystanie sekurytyzacji syntetycznej jako instrumentu zarządzania kapitałem i ryzykiem.

Wśród czynników ograniczających rozwój rynku sekurytyzacji aktywów bankowych w Polsce warto wyróżnić cztery zasadnicze bariery.

Po pierwsze, barierę związaną z niską dojrzałością rynku. W latach 2024-2025 polski rynek nie miał bowiem cech rynku regularnego i płynnego. Liczba transakcji pozostawała niewielka w stosunku do możliwości banków, przez co rynek charakteryzował się niską zdolnością do budowania punktów odniesienia dla wyceny i plasowania kolejnych emisji.

Po drugie, istotną barierą pozostaje ograniczony popyt na papiery wartościowe oparte na sekurytyzacji. Szczególnie istotny jest niedostatek krajowych inwestorów zdolnych do absorpcji transz obejmujących ryzyko podporządkowane, w tym mezzanine, które w wielu strukturach syntetycznego transferu ryzyka (SRT) mają istotne znaczenie z punktu widzenia uzyskania ulgi kapitałowej przez bank. W praktyce zwiększa to zależność polskich banków od inwestorów zagranicznych oraz instytucji rozwojowych jako dostawców ochrony kredytowej. Ochronę SRT zapewniają m.in. niebankowe instytucje finansowe (NBFI), w tym wyspecjalizowane fundusze, a także instytucje rozwojowe[145].

Po trzecie, barierę stanowią obowiązki regulacyjne, sprawozdawcze i dokumentacyjne związane z przygotowaniem oraz obsługą transakcji sekurytyzacyjnych. Choć kierunek proponowanych reform unijnych jest bardziej prorozwojowy, przez ostatnie lata sekurytyzacja była postrzegana jako obszar obciążony relatywnie wysokimi kosztami raportowania, dokumentacji oraz interpretacji ostrożnościowej[146].

Po czwarte, ciągle istotna jest bariera wizerunkowa sekurytyzacji wynikająca z doświadczeń globalnego kryzysu finansowego, w którym sekurytyzacja była kojarzona z nadmiernie złożonymi, mało przejrzystymi strukturami oraz niewłaściwą oceną ryzyka kredytowego. Negatywną rolę przypisywano również agencjom ratingowym. Te negatywne skojarzenia nadal mogą ograniczać akceptację tego instrumentu wśród części inwestorów, decydentów i opinii publicznej.

Ryzyka związane z szerszym wykorzystaniem SRT

Na koniec warto zwrócić uwagę na potencjalne ryzyka związane z szerszym wykorzystywaniem sekurytyzacji syntetycznej przez banki. Są one przedmiotem coraz szerszych badań, obejmujących zarówno perspektywę mikroostrożnościową, jak i analizę potencjalnych skutków systemowych.

Komitet Bazylejski ds. Nadzoru Bankowego (BCBS) wyróżnia trzy główne kategorie ryzyka[147]. Należą do nich ryzyko nadmiernej zależności banków od SRT, ryzyka związane z finansowaniem przez banki dostawców ochrony SRT oraz inne potencjalne ryzyka związane ze stosowaniem SRT, w tym ryzyka strukturalne. Zostały one przedstawione poniżej[148].

Pierwszą kategorią jest ryzyko nadmiernej zależności od transakcji SRT. Banki intensywnie korzystające z ochrony kredytowej stają się podatne na zakłócenia w sektorze niebankowych pośredników finansowych (NBFI), którzy pełnią rolę dostawców ochrony. W warunkach pogorszenia koniunktury gospodarczej inwestorzy mogą wykazywać mniejszą skłonność lub zdolność do obejmowania nowych transakcji, co może istotnie ograniczyć akcję kredytową banków i nasilić niebezpieczną procykliczność podaży kredytu w gospodarce. Na podobny mechanizm wskazuje Bank Anglii, podkreślając, że w warunkach napięć rynkowych banki mogą mieć ograniczoną możliwość zawierania nowych transakcji SRT lub odnawiania wygasającej ochrony, a skutki takiego ograniczenia są większe w przypadku banków silniej uzależnionych od SRT[149].

Drugą kategorię stanowi ryzyko związane z finansowaniem przez banki dostawców ochrony SRT. Udzielanie przez banki finansowania, m.in. w for-

145 Synthetic..., op. cit., s. 23.

146 Szerzej: Propozycje Zespołu ds. Simplification UKNF dotyczące uproszczeń i redukcji obciążeń, UKNF, 27 lutego 2025, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Propozycje_UKNF_dot_uproszczen_93911.pdf [dostęp: 24.04.2026].

147 Synthetic..., op. cit., s. 20.

148 Opis poszczególnych rodzajów ryzyka oparto przede wszystkim na: Synthetic..., op. cit., s. 20–23. W przypadku informacji zaczerpniętych z innych publikacji zamieszczono odrębne odwołania bibliograficzne.

149 Bank of England, Financial Stability Report, July 2026, Box C: Developments in significant risk transfer activity, https://www.bankofengland.co.uk/financial-stability-report/2026/july-2026 [dostęp: 11.08.2026].

mie transakcji repo zabezpieczonych obligacjami powiązanymi z ryzykiem kredytowym (CLN) posiadanymi przez inwestorów, ogranicza rzeczywisty zakres transferu ryzyka poza sektor bankowy. Rodzi to możliwość częściowego powrotu przeniesionego ryzyka do systemu bankowego, a ekspozycja banku na zabezpieczenie w postaci niepłynnych i trudnych do wyceny instrumentów może powodować, że wymogi kapitałowe nie odzwierciedlają w pełni ryzyka związanego z likwidacją takiego zabezpieczenia. W kwietniu 2025 r. brytyjski Prudential Regulation Authority (PRA) zwrócił uwagę, że w przypadku niektórych portfeli finansowania banki stosowały niedostatecznie ostrożne podejście do uznawania zabezpieczeń dla celów regulacyjnych, co mogło prowadzić do niedoszacowania kapitału potrzebnego do pokrycia ryzyka[150]. Na występowanie takich powiązań wskazują również dane ESRB[151].

Trzecia kategoria obejmuje ryzyka strukturalne, tj. możliwe osłabienie standardów kredytowych wskutek wysokiego popytu na transakcje SRT, ryzyko udzielenia przez bank wsparcia poza zobowiązaniami umownymi (step-in risk) oraz potencjalną resekurytyzację SRT, która mogłaby znacząco utrudnić ocenę rzeczywistego profilu ryzyka; BCBS nie zidentyfikował dotąd takich przypadków, a w Unii Europejskiej resekurytyzacja jest co do zasady zakazana, z wyjątkiem określonych prawem przypadków.

BCBS podkreśla, że stosowane przez banki techniki ograniczania ryzyka związanego z SRT (w szczególności dywersyfikacja dostawców ochrony, rozłożenie terminów zapadalności transakcji i ich dopasowanie do terminów zapadalności aktywów bazowych oraz ograniczanie stosowania struktur z niefinansowaną ochroną) nie zostały dotąd w pełni zweryfikowane w warunkach znacznych strat kredytowych[152]. Rynek SRT rozwijał się bowiem w ostatnich latach w otoczeniu relatywnie niskich strat kredytowych, co utrudnia ocenę skuteczności tych mechanizmów w warunkach poważnych napięć rynkowych i wysokich strat kredytowych[153].

Do podobnych wniosków prowadzi badanie opublikowane w serii *Working Paper* Europejskiego Banku Centralnego. Z badania wynika, że ulga kapitałowa uzyskana dzięki SRT nie musi prowadzić do proporcjonalnego ograniczenia ryzyka ekonomicznego banku. Autorzy wskazują, że banki mogą wykorzystywać uwolnioną zdolność kapitałową do zwiększania akcji kredytowej, przez co ich portfele stają się bardziej ryzykowne w relacji do poziomu kapitalizacji. Badanie wskazuje również na możliwość osłabienia monitoringu kredytobiorców po syntetycznym transferze ryzyka.[154].

Konkluzje

Najbliższe lata powinny zostać wykorzystane nie tylko do zwiększania liczby transakcji SRT, lecz także do budowy infrastruktury rynku, obejmującej m.in. standardy danych, dokumentacji, wyceny i raportowania oraz rozwój udziału krajowych inwestorów instytucjonalnych. Wraz z rozwojem rynku po sekurytyzację mogą sięgać także mniejsze instytucje. Jednak to przede wszystkim duże banki będą odnosiły korzyści kapitałowe z tych transakcji, co może mieć realne znaczenie dla finansowania transformacji energetycznej i cyfrowej. Jednocześnie wpływ sekurytyzacji na rozwój rynku kapitałowego pozostanie ograniczony, jeżeli transakcje będą nadal niemal wyłącznie prywatne i adresowane do wąskiej grupy inwestorów zagranicznych.

Przejście w przyszłości do bardziej dojrzałego modelu rozwoju sekurytyzacji będzie wiązało się z koniecznością poszerzenia bazy inwestorów, w tym ubezpieczycieli, funduszy emerytalnych, funduszy kredytowych i instytucji rozwojowych. Ważne będzie również stworzenie powtarzalnych programów transakcji, a w przypadku struktur opartych na CLN – także programów emisji. Dopiero szersza baza inwestorów i większa powtarzalność transakcji pozwolą sekurytyzacji w większym stopniu pełnić podwójną funkcję. Po pierwsze, wspierać finansowanie strategicznych inwestycji, po drugie zaś rozwijać krajowy rynek kapitałowy.

Należy również podkreślić, że sekurytyzacja nie zastępuje kapitału własnego banków, gwarancji publicznych ani finansowania budżetowego. Jej znaczenie polega na bardziej efektywnym wykorzy-

150 Prudential Regulation Authority, Significant risk transfer financing: Prudential expectations, Dear CFO Letter, 9 April 2025, s. 2-3.

151 European Systemic Risk Board, EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2025, September 2025, Box 3: Investors in simple, transparent and standardised synthetic securitisations.

152 Synthetic..., op. cit., s. 21.

153 Tamże.

154 A. Osberghaus, G. Scheppens, Synthetic, but how much risk transfer?, Working Paper Series, No 3210.

staniu kapitału banków oraz przenoszeniu części ryzyka kredytowego na innych uczestników rynku. Z punktu widzenia finansowania transformacji energetycznej i cyfrowej oraz innych strategicznych inwestycji kluczowe będzie to, czy dodatkowa zdolność kredytowa uzyskana dzięki sekurytyzacji zostanie wykorzystana do finansowania nowych projektów.

4.2. Możliwości i bariery rozwoju bankowości inwestycyjnej w Polsce w kontekście postępującej integracji europejskiego rynku kapitałowego oraz działań przewidzianych w ramach Unii Oszczędności i Inwestycji

Postępująca integracja europejskiego rynku kapitałowego rodzi pytanie o przyszłość oraz potencjał rozwoju bankowości inwestycyjnej w Polsce. Działania podejmowane na poziomie Unii Europejskiej mają na celu zwiększenie znaczenia finansowania rynkowego w gospodarce poprzez rozwój takich form pozyskiwania kapitału jak emisje akcji, obligacji korporacyjnych, finansowanie venture capital czy fundusze infrastrukturalne. Proces ten może prowadzić do wzrostu zapotrzebowania na usługi bankowości inwestycyjnej, w szczególności w zakresie organizacji emisji papierów wartościowych, doradztwa transakcyjnego oraz obsługi procesów pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwa. Istotnym elementem wspierającym rozwój rynku kapitałowego są inicjatywy regulacyjne Komisji Europejskiej, takie jak tzw. Listing Act[155], których celem jest uproszczenie procedur wprowadzania spółek na giełdę poprzez ograniczenie wymogów dotyczących prospektów emisyjnych oraz zmniejszenie kosztów debiutu giełdowego. W założeniu działania te mają zwiększyć liczbę pierwszych ofert publicznych (IPO) oraz kolejnych emisji akcji (SPO) na europejskich rynkach kapitałowych. Równolegle rozwój sektora private equity i venture capital może przyczyniać się do wzrostu liczby przedsiębiorstw poszukujących finansowania rynkowego oraz usług doradczych związanych z emisją instrumentów finansowych. Polski rynek kapitałowy posiada potencjał, aby częściowo skorzystać z tych procesów. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie jest największym rynkiem kapitałowym w Europie Środkowo-Wschodniej i w sprzyjających warunkach mogłaby pełnić rolę regionalnej platformy dla ofert publicznych spółek z Polski i państw sąsiednich. Rozwój bankowości inwestycyjnej stanowi zatem ważny element umożliwiający wykorzystanie możliwości wynikających z integracji rynku kapitałowego, gdyż obsługa emisji papierów wartościowych wymaga obecności wyspecjalizowanych instytucji finansowych pełniących funkcję underwriterów, doradców oraz pośredników rynkowych. Jednocześnie rozwój bankowości inwestycyjnej w Polsce napotyka istotne bariery. Do najważniejszych z nich należy relatywnie niewielka głębokość krajowego rynku kapitałowego oraz ograniczona liczba dużych transakcji finansowych, co ogranicza skalę działalności instytucji świadczących usługi inwestycyjne. Dodatkowo istotną rolę odgrywają bariery regulacyjne i podatkowe, które mogą zwiększać koszty emisji papierów wartościowych, a także czynniki kulturowe, takie jak stosunkowo niska skłonność przedsiębiorstw do pozyskiwania kapitału poprzez rynek publiczny oraz ograniczone zaufanie części inwestorów indywidualnych do instrumentów rynku kapitałowego.

Możliwości rozwoju

1) Ożywienie rynku IPO i emisji akcji dzięki inicjatywom UE i napływowi kapitału

Jednym z najbardziej bezpośrednich kanałów oddziaływania integracji europejskiego rynku kapitałowego na bankowość inwestycyjną w Polsce może być ożywienie rynku emisji akcji oraz szerzej całego segmentu ECM (Equity Capital Markets). Znaczenie tego kanału potwierdzają zarówno ostatnie dane z GPW, jak i kierunek zmian regulacyjnych na poziomie UE. W 2024 r. na rynku głównym GPW przeprowadzono dziewięć IPO, w tym osiem transferów z NewConnect[156], a wartość IPO, SPO i ABB wzrosła o 122% r/r do 15,8 mld zł. Dodatkowo debiut Żabki

155 Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/2809 z dnia 23 października 2024 r. w sprawie zmiany rozporządzenia (UE) 2017/1129, (UE) nr 596/2014 i (UE) nr 600/2014 w celu zwiększenia atrakcyjności publicznych rynków kapitałowych w Unii dla spółek oraz ułatwienia małym i średnim przedsiębiorstwom dostępu do kapitału; Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/2811 z dnia 23 października 2024 r. w sprawie zmiany dyrektywy 2014/65/UE w celu zwiększenia atrakcyjności publicznych rynków kapitałowych w Unii dla spółek i ułatwienia małym i średnim przedsiębiorstwom dostępu do kapitału oraz uchylenia dyrektywy 2001/34/WE; Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/2810 z dnia 23 października 2024 r. w sprawie struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu w spółkach ubiegających się o dopuszczenie ich akcji do obrotu na wielostronnej platformie obrotu.

156 Narodowy Bank Polski, Rozwój systemu finansowego w Polsce, 2023.

o wartości 6,45 mld zł był czwartym największym IPO w historii GPW i dziesiątym największym IPO na świecie w 2024 r[157]. Tendencja ta była kontynuowana także w 2025 r. Według prezesa GPW wartość transakcji ECM, obejmujących IPO, ABB i SPO, przekroczyła 20 mld zł, co oznaczało najwyższy poziom od pięciu lat. Jednocześnie na warszawskiej giełdzie było już ponad 40 spółek o dziennym wolumenie obrotu przekraczającym 2 mln USD, a udział inwestorów zagranicznych w obrotach sięgał ok. 70%. Dane te sugerują, że wraz ze wzrostem płynności oraz zainteresowania inwestorów zagranicznych poprawiają się warunki do organizowania większych emisji akcji i plasowania ich w szerszej bazie inwestorów[158]. Znaczenie integracji rynku kapitałowego polega w tym kontekście nie tylko na zwiększaniu popytu inwestorskiego, ale również na stopniowym obniżaniu barier wejścia dla emitentów. Komisja Europejska wskazuje, że Listing Act ma uprościć zasady wejścia na giełdę i funkcjonowania spółek publicznych, a łączne oszczędności kosztów compliance dla spółek notowanych w UE mają sięgać ok. 100 mln EUR rocznie, z czego ok. 67 mln EUR ma wynikać z uproszczenia zasad prospektowych. Dla mniejszych emitentów – a więc szczególnie dla segmentu, na którym mogłyby specjalizować się krajowe instytucje – oznacza to potencjalnie niższy koszt wejścia na rynek publiczny i większą skłonność do pozyskiwania kapitału poprzez emisję akcji[159].

Wprowadzenie rozwiązań ułatwiających emisję akcji może zatem przyczynić się do ponownego ożywienia rynku ofert publicznych, także na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Zwiększenie liczby IPO oraz kolejnych emisji akcji może przełożyć się bezpośrednio na wzrost zapotrzebowania na usługi bankowości inwestycyjnej. Proces przygotowania emisji publicznej obejmuje bowiem szereg działań realizowanych przez instytucje finansowe, takich jak przeprowadzenie analiz finansowych i due diligence, wycena spółki, organizacja procesu budowania księgi popytu czy doradztwo w zakresie spełnienia wymogów regulacyjnych. W konsekwencji większa aktywność emisyjna może prowadzić do zwiększenia liczby transakcji obsługiwanych przez krajowe domy maklerskie oraz banki świadczące usługi bankowości inwestycyjnej. Istotną rolę w tym procesie mogą odgrywać również specjalistyczne segmenty rynku kapitałowego przeznaczone dla małych i średnich przedsiębiorstw. W Polsce funkcję takiego rynku pełni NewConnect, który mimo znaczącej liczby notowanych spółek od kilku lat charakteryzuje się relatywnie niską aktywnością inwestorów. Integracja rynku kapitałowego oraz zwiększenie dostępu do inwestorów europejskich może przyczynić się do poprawy płynności tego segmentu rynku oraz zwiększenia liczby spółek zainteresowanych debiutem giełdowym. Potencjalne ożywienie rynku emisji akcji może również sprzyjać rozwojowi całego ekosystemu usług związanych z bankowością inwestycyjną. Wzrost liczby ofert publicznych zwiększa zapotrzebowanie na analizy finansowe, działalność analityczną, usługi związane z relacjami inwestorskimi czy underwriting emisji. W takich warunkach instytucje finansowe działające w Polsce mogą rozwijać specjalizacje sektorowe, koncentrując się np. na obsłudze spółek z branż szczególnie silnych w polskiej gospodarce. Jednocześnie większa obecność inwestorów międzynarodowych na rynku polskim może ułatwić plasowanie ofert publicznych oraz zwiększyć skalę przeprowadzanych emisji. W konsekwencji integracja rynku kapitałowego w Unii Europejskiej może sprzyjać tworzeniu bardziej sprzyjającego otoczenia dla rozwoju działalności emisyjnej z trzech powodów. Po pierwsze, obniża koszty wejścia emitentów na rynek dzięki uproszczeniu regulacji i prospektów. Po drugie, zwiększa potencjalną bazę inwestorów, co poprawia szanse uplasowania emisji i umożliwia realizację większych transakcji. Po trzecie, poprawa płynności wtórnej zwiększa atrakcyjność nowych emisji dla inwestorów instytucjonalnych. Łącznie oznacza to wzrost popytu na usługi bankowości inwestycyjnej związane z przygotowaniem, strukturyzacją i dystrybucją emisji papierów wartościowych.

2) Wzrost zapotrzebowania na usługi bankowości inwestycyjnej przez finansowanie infrastruktury i transformacji gospodarczej

Postępująca integracja europejskiego rynku kapitałowego, w połączeniu z głębokimi transformacjami gospodarczymi zachodzącymi w Europie – w szczególności w obszarze transformacji energetycznej, cyfryzacji gospodarki oraz zwiększonych wydatków na obronność – może prowadzić do wzrostu zapotrzebowania na usługi bankowości inwestycyjnej. Europejski Bank Centralny wskazuje, że sama zielona transformacja wymaga dodatkowych inwestycji rzędu 477 mld EUR rocznie, a całkowite potrzeby

157 Management Board Report on the Activity of the Parent Entity and the Group: Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A, 2024, 2025. (dostęp: 18.04.2026 r.).

158 Zainteresowanie giełdą rośnie, przyjdzie czas na zmianę głównego indeksu – prezes, www.bankier.pl (dostęp: 18.04.2026 r.)

159 Komisja Europejska, Listing Act: Why has the Commission proposed to review the rules on companies' access to public markets?, 2024.

inwestycyjne w obszarze osiągnięcia celu klimatycznego Fit for 55 sięgają 1241 mld EUR rocznie[160]. Dodatkowo, potrzeby inwestycyjne związane z cyfryzacją są szacowane na 125 mld EUR rocznie, a luka w obszarze łączności cyfrowej wynosi co najmniej 173 mld EUR. Mario Draghi wskazywał, że realizacja celów UE w obszarach konkurencyjności, transformacji, bezpieczeństwa i infrastruktury będzie wymagała 750–800 mld EUR dodatkowych inwestycji rocznie. Skala ta przekracza możliwości finansowania wyłącznie za pomocą kredytu bankowego i oznacza, że rola rynku kapitałowego będzie musiała rosnąć.

Z punktu widzenia bankowości inwestycyjnej oznacza to, że dynamicznie mogą rozwijać się te linie biznesowe, które są bezpośrednio związane z organizowaniem finansowania dużych projektów i emitentów. Realizacja wielkoskalowych projektów inwestycyjnych, takich jak modernizacja sieci energetycznych czy rozwój energetyki jądrowej, będzie wymagała pozyskiwania znaczących środków finansowych z rynku kapitałowego. Finansowanie takich przedsięwzięć często opiera się na emisjach obligacji, emisjach akcji spółek projektowych lub wykorzystaniu struktur partnerstwa publiczno-prywatnego. W tym kontekście instytucje świadczące usługi bankowości inwestycyjnej mogą odgrywać istotną rolę w strukturyzowaniu oraz organizowaniu finansowania dużych projektów infrastrukturalnych (project finance). Banki inwestycyjne mogą uczestniczyć m.in. w aranżacji emisji obligacji infrastrukturalnych, tworzeniu konsorcjów finansujących projekty energetyczne, doradztwie w zakresie partnerstw publiczno-prywatnych czy organizacji emisji akcji spółek realizujących projekty inwestycyjne. Podobne procesy mogą występować również w sektorze obronnym. Zwiększające się wydatki państw europejskich na bezpieczeństwo i modernizację sił zbrojnych mogą sprzyjać rozwojowi przemysłu obronnego, co w dłuższej perspektywie może prowadzić do prywatyzacji części przedsiębiorstw z tej branży, emisji akcji na rynku publicznym lub emisji obligacji służących finansowaniu dużych programów inwestycyjnych. W takich warunkach polskie instytucje finansowe mogą posiadać pewną przewagę wynikającą z dobrej znajomości lokalnych uwarunkowań gospodarczych oraz relacji z instytucjami publicznymi i przedsiębiorstwami krajowymi. Może to umożliwić im aktywny udział w przygotowaniu oraz realizacji projektów inwestycyjnych, często we współpracy z dużymi instytucjami finansowymi działającymi na rynku międzynarodowym. Dodatkowo integracja rynku kapitałowego może ułatwiać udział inwestorów zagranicznych w finansowaniu projektów realizowanych w Polsce. Szerszy dostęp do międzynarodowej bazy inwestorów zwiększa potencjalną skalę finansowania, umożliwiając realizację większych emisji instrumentów finansowych, takich jak euroobligacje przeznaczone na finansowanie projektów infrastrukturalnych. W konsekwencji rozwój europejskiego rynku kapitałowego może przyczyniać się do wzrostu liczby i wartości transakcji obsługiwanych przez instytucje bankowości inwestycyjnej działające w Polsce.

3) Wykorzystanie nisz rynkowych i przewag lokalnych

Pomimo relatywnie mniejszej skali działania polskich instytucji finansowych w porównaniu z globalnymi bankami inwestycyjnymi, krajowe podmioty mogą rozwijać działalność w wybranych segmentach rynku, w których posiadają przewagi informacyjne lub relacyjne. Dotyczy to w szczególności obsługi małych i średnich przedsiębiorstw oraz spółek o średniej kapitalizacji, które często nie stanowią priorytetu dla największych międzynarodowych instytucji finansowych. Globalne banki inwestycyjne koncentrują się zazwyczaj na dużych transakcjach kapitałowych, podczas gdy emisje o mniejszej wartości – np. IPO o wartości kilkudziesięciu milionów euro – mogą być bardziej atrakcyjnym obszarem działalności dla instytucji działających na rynku lokalnym. W efekcie możliwe jest ożywienie emisji akcji przez przedsiębiorstwa z sektora MŚP, co stwarza potencjalne możliwości rozwoju dla krajowych instytucji świadczących usługi bankowości inwestycyjnej. Polskie domy maklerskie oraz banki inwestycyjne mogą w takim scenariuszu wyspecjalizować się w obsłudze emisji papierów wartościowych dla przedsiębiorstw średniej wielkości, pełniąc rolę doradców oraz organizatorów emisji. Integracja rynku kapitałowego może dodatkowo zwiększyć atrakcyjność takich transakcji poprzez ułatwienie dostępu do szerszej bazy inwestorów europejskich. Szerszy krąg potencjalnych nabywców instrumentów finansowych zwiększa prawdopodobieństwo powodzenia emisji oraz umożliwia realizację transakcji o większej skali. W takich warunkach krajowe instytucje finansowe mogą rozwijać kompetencje w zakresie obsługi emisji przedsiębiorstw z określonych sektorów gospodarki. Dodatkowym atutem polskich instytucji finansowych mogą być silne po-

160 Europejski Bank Centralny, Massive investment needs to meet EU green and digital targets, 2024.

wiązania gospodarcze z państwami Europy Środkowo-Wschodniej. Wykorzystanie relacji z przedsiębiorstwami oraz inwestorami z tego regionu może sprzyjać budowaniu pozycji Polski jako regionalnego centrum usług bankowości inwestycyjnej w wybranych segmentach rynku. Integracja europejskiego rynku kapitałowego zmniejsza formalne bariery dla działalności transgranicznej, co stwarza warunki do rozwoju regionalnych specjalizacji instytucji finansowych. Istotnym czynnikiem, który w nadchodzących latach może zwiększyć zapotrzebowanie na usługi bankowości inwestycyjnej, są procesy sukcesyjne w wielu polskich przedsiębiorstwach. Znaczna część firm powstała w latach 90. i pozostaje nadal zarządzana przez swoich założycieli. W miarę upływu czasu przedsiębiorstwa te mogą stawać przed koniecznością przeprowadzenia zmian właścicielskich, sprzedaży udziałów lub pozyskania kapitału na dalszy rozwój. Procesy tego typu często wymagają wsparcia doradczego w zakresie fuzji i przejęć, restrukturyzacji własnościowej lub pozyskiwania finansowania rynkowego. W konsekwencji mogą one generować dodatkowy popyt na usługi bankowości inwestycyjnej.

4) Rozwój rynku długu korporacyjnego i instrumentów hybrydowych

Integracja europejskiego rynku kapitałowego może również sprzyjać rozwojowi rynku długu korporacyjnego, co ma bezpośrednie znaczenie dla bankowości inwestycyjnej. Dane GPW pokazują, że wartość obligacji nieskarbowych wprowadzonych na Catalyst wzrosła w 2024 r. o 84,2% r/r, do 36,2 mld zł. Jednocześnie obrót na Catalyst w 2024 r. wyniósł 5,95 mld zł, wobec 5,70 mld zł rok wcześniej, co wskazuje na poprawę aktywności przy nadal ograniczonej skali wtórnej płynności. To właśnie w takim środowisku integracja rynku może mieć szczególne znaczenie: większy udział inwestorów zagranicznych i wzrost standaryzacji emisji mogą zwiększać skalę rynku pierwotnego, nawet jeśli płynność wtórna na rynku krajowym pozostaje umiarkowana[161]. Banki inwestycyjne mogą uczestniczyć w organizacji emisji obligacji przedsiębiorstw, pełniąc funkcję doradców finansowych, organizatorów emisji lub współkoordynatorów ofert kierowanych do inwestorów instytucjonalnych. W przypadku emisji realizowanych na rynkach międzynarodowych krajowe instytucje finansowe mogą występować jako współorganizatorzy emisji, wykorzystując relacje z lokalnymi emitentami. Rozwój rynku kapitałowego może również sprzyjać większemu wykorzystaniu instrumentów hybrydowych, takich jak obligacje zamienne na akcje czy finansowanie mezzanine. Instrumenty te pozwalają przedsiębiorstwom na bardziej elastyczne pozyskiwanie kapitału, łącząc cechy finansowania dłużnego i kapitałowego. Na rozwiniętych rynkach finansowych struktury tego typu stanowią istotny element finansowania przedsiębiorstw, jednak w Polsce ich zastosowanie pozostaje dotychczas stosunkowo ograniczone. Postępująca integracja rynku kapitałowego oraz zwiększenie dostępności inwestorów zagranicznych może sprzyjać popularyzacji tego typu instrumentów również na rynku krajowym. Rozszerzenie wachlarza dostępnych form finansowania przedsiębiorstw zwiększa zapotrzebowanie na usługi związane z ich strukturyzacją, wyceną oraz dystrybucją, które stanowią podstawowy obszar działalności bankowości inwestycyjnej. W konsekwencji rozwój rynku instrumentów dłużnych i hybrydowych może stanowić jeden z ważnych kierunków rozwoju bankowości inwestycyjnej w Polsce w warunkach pogłębiającej się integracji europejskiego rynku kapitałowego.

5) Współpraca z międzynarodowymi instytucjami finansowymi i transfer wiedzy

W krótkiej i średniej perspektywie bardziej realistycznym scenariuszem rozwoju bankowości inwestycyjnej w Polsce może być współpraca z dużymi międzynarodowymi instytucjami finansowymi niż samodzielne prowadzenie największych transakcji kapitałowych. Integracja rynku kapitałowego sprzyja bowiem tworzeniu partnerstw pomiędzy instytucjami finansowymi z różnych państw, które mogą wspólnie organizować finansowanie dużych projektów lub emisje instrumentów finansowych. W praktyce współpraca taka może przyjmować formę konsorcjów bankowych lub partnerstw w zakresie organizacji emisji papierów wartościowych. Przykładowo w przypadku emisji euroobligacji polski bank inwestycyjny może pełnić funkcję współorganizatora odpowiedzialnego za relacje z lokalnym emitentem lub inwestorami krajowymi, podczas gdy międzynarodowa instytucja finansowa odpowiada za dystrybucję emisji na rynkach zagranicznych. Tego rodzaju współpraca może przyczyniać się do transferu wiedzy i doświadczeń pomiędzy instytucjami finansowymi. Uczestnictwo w coraz bardziej złożonych transakcjach kapitałowych może sprzyjać rozwojowi kompetencji krajowych instytucji finansowych oraz zwiększeniu ich wiarygodności na rynku międzynarodowym. Integracja rynku finanso-

161 GPW Group Financial Results, 2024.

wego może również zwiększać atrakcyjność Polski jako miejsca prowadzenia działalności w obszarze usług finansowych. Wzrost aktywności na rynku kapitałowym może sprzyjać przyciąganiu specjalistów z zakresu bankowości inwestycyjnej, zarówno z zagranicy, jak i wśród polskich ekspertów pracujących obecnie na rynkach międzynarodowych. W dłuższej perspektywie może to przyczynić się do wzmocnienia pozycji Warszawy jako regionalnego centrum usług finansowych w Europie Środkowo-Wschodniej.

Bariery rozwoju

1) Niewielka skala krajowego rynku kapitałowego oraz jego zmienność

Jednym z podstawowych ograniczeń rozwoju bankowości inwestycyjnej w Polsce jest relatywnie niewielka skala krajowego rynku kapitałowego w porównaniu z największymi rynkami europejskimi i globalnymi. Kapitalizacja krajowych spółek notowanych na warszawskiej giełdzie odpowiadała w 2024 r. za ok. 22% PKB, podczas gdy średnia unijna wynosiła ok. 64%. Oznacza to, że mimo relatywnie silnej pozycji GPW w regionie, polski rynek pozostaje znacznie płytszy niż rynki Europy Zachodniej, a więc generuje mniejszą liczbę dużych i regularnych transakcji ECM i M&A. Dla bankowości inwestycyjnej ma to bardzo praktyczne konsekwencje: mniejsza liczba znaczących transakcji utrudnia utrzymanie zespołów o wysokich kosztach stałych, ogranicza możliwość budowy specjalizacji sektorowych i zwiększa cykliczność przychodów. Nawet w przypadku pozytywnego wpływu integracji europejskiego rynku kapitałowego na aktywność inwestycyjną, osiągnięcie odpowiedniej skali rynku może wymagać dłuższego czasu. Istnieje również ryzyko, że najbardziej atrakcyjne transakcje kapitałowe będą realizowane poza polskim rynkiem. W praktyce część dużych przedsiębiorstw może decydować się na tzw. dual listing na większych rynkach europejskich, takich jak Londyn czy Amsterdam, co często wiąże się z wyborem zagranicznych instytucji finansowych jako głównych organizatorów emisji. W takiej sytuacji krajowe instytucje finansowe mogą być angażowane głównie w mniejsze lub bardziej złożone projekty, co ogranicza ich możliwości budowania doświadczenia w obsłudze dużych transakcji międzynarodowych. Dodatkowym czynnikiem utrudniającym rozwój bankowości inwestycyjnej w Polsce jest zmienność nastrojów inwestorów na rynku kapitałowym. Okresy wzmożonej aktywności inwestycyjnej często przeplatają się z okresami spadku zainteresowania rynkiem, co utrudnia długoterminowe planowanie działalności oraz rozwój zespołów specjalistycznych. W konsekwencji utrzymanie i rozwój krajowych kompetencji w obszarze bankowości inwestycyjnej wymaga stabilnego i odpowiednio rozwiniętego rynku kapitałowego. Integracja europejskiego rynku finansowego może sprzyjać stopniowemu pogłębianiu rynku, jednak efekty tych procesów będą prawdopodobnie widoczne dopiero w dłuższej perspektywie. Z opinii ekspertów wynika również, że bankowość inwestycyjna w klasycznym rozumieniu pozostaje w Polsce słabo rozwinięta. W przeciwieństwie do największych rynków finansowych działalność inwestycyjna jest w dużej mierze realizowana w ramach banków uniwersalnych, a liczba niezależnych instytucji inwestycyjnych pozostaje ograniczona. Struktura rynku finansowego w Polsce sprzyja koncentracji kapitału w sektorze bankowym oraz ubezpieczeniowym, co utrudnia rozwój wyspecjalizowanych podmiotów świadczących usługi bankowości inwestycyjnej.

2) Silna konkurencja ze strony globalnych banków inwestycyjnych

Istotną barierą dla rozwoju bankowości inwestycyjnej w Polsce pozostaje również konkurencja ze strony dużych międzynarodowych instytucji finansowych. W segmencie największych transakcji kapitałowych od wielu lat dominującą rolę odgrywają globalne banki inwestycyjne. Instytucje te dysponują znaczną przewagą konkurencyjną wynikającą z ich globalnej reputacji, doświadczenia w obsłudze dużych transakcji międzynarodowych oraz rozbudowanej sieci relacji z inwestorami instytucjonalnymi. Integracja europejskiego rynku kapitałowego może dodatkowo zwiększać tę przewagę, ponieważ zmniejszenie barier regulacyjnych ułatwia zagranicznym instytucjom świadczenie usług finansowych na rynkach krajowych. W praktyce oznacza to, że zagraniczne banki inwestycyjne mogą w coraz większym stopniu uczestniczyć w transakcjach realizowanych przez polskie przedsiębiorstwa, zarówno poprzez bezpośrednią obecność na rynku krajowym, jak i poprzez świadczenie usług transgranicznych na podstawie jednolitej licencji europejskiej. W szczególności dotyczy to segmentu dużych emisji obligacji międzynarodowych oraz ofert publicznych skierowanych do inwestorów zagranicznych. Dodatkowym ograniczeniem dla polskich instytucji finansowych jest relatywnie słabiej rozwinięta sieć dystrybucji zagranicznej. W wielu przypadkach krajowe banki inwestycyjne muszą współpracować z part-

nerami zagranicznymi, aby dotrzeć do inwestorów instytucjonalnych działających na największych rynkach finansowych. Choć integracja rynku kapitałowego zmniejsza znaczenie granic geograficznych, nie eliminuje ona różnic w skali działalności, kapitale oraz sieci kontaktów międzynarodowych. W konsekwencji istnieje ryzyko, że w bardziej zintegrowanym europejskim rynku finansowym polskie instytucje bankowości inwestycyjnej będą częściej pełnić rolę partnerów pomocniczych lub podwykonawców w większych transakcjach organizowanych przez globalne instytucje finansowe. Jednocześnie możliwe jest dalsze nasilenie procesów konsolidacyjnych w sektorze, prowadzących do przejmowania lokalnych instytucji przez większe międzynarodowe grupy finansowe. Choć zjawisko to może sprzyjać transferowi wiedzy i technologii, rodzi również pytania o długoterminową pozycję i autonomię krajowego sektora bankowości inwestycyjnej.

3) Ograniczona baza krajowego kapitału instytucjonalnego

Rozwój bankowości inwestycyjnej wymaga nie tylko przedsiębiorstw zainteresowanych pozyskiwaniem kapitału, lecz także odpowiednio silnej bazy inwestorów zdolnych do nabywania emitowanych instrumentów finansowych. W przypadku Polski jednym z istotnych ograniczeń pozostaje relatywnie niewielka skala krajowego kapitału instytucjonalnego. Szczególne znaczenie miały w tym kontekście zmiany w systemie emerytalnym w ostatniej dekadzie, które doprowadziły do ograniczenia roli otwartych funduszy emerytalnych jako inwestorów na rynku kapitałowym [162]. W wyniku kolejnych reform część aktywów została przeniesiona do innych form oszczędzania, co osłabiło zdolność krajowych instytucji do pełnienia roli stabilnego inwestora długoterminowego. Obecnie głównymi inwestorami instytucjonalnymi na rynku kapitałowym w Polsce pozostają fundusze inwestycyjne zarządzane przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Skala ich aktywów jest jednak ograniczona w porównaniu z dużymi funduszami emerytalnymi czy ubezpieczeniowymi funkcjonującymi w bardziej rozwiniętych systemach finansowych. Niewystarczająca baza krajowych inwestorów instytucjonalnych może ograniczać rozwój rynku emisji papierów wartościowych, a tym samym ograniczać możliwości rozwoju bankowości inwestycyjnej. Stabilna obecność krajowych inwestorów instytucjonalnych jest szczególnie istotna w procesie organizowania emisji papierów wartościowych. Instytucje te stanowią bowiem naturalnych uczestników procesu budowania księgi popytu, uczestniczą w spotkaniach z emitentami oraz współtworzą stabilną bazę popytu na instrumenty finansowe. W sytuacji gdy ich zasoby kapitałowe są ograniczone, część potencjalnych emisji może nie dochodzić do skutku lub mieć znacznie mniejszą skalę. Choć integracja europejskiego rynku kapitałowego może sprzyjać większemu napływowi inwestorów zagranicznych, kapitał międzynarodowy często cechuje się większą zmiennością i silniejszą zależnością od globalnej koniunktury finansowej. W takich warunkach brak silnej bazy inwestorów krajowych może ograniczać stabilność popytu na instrumenty finansowe emitowane przez polskie przedsiębiorstwa. W konsekwencji ograniczona skala krajowego kapitału instytucjonalnego może stanowić istotną barierę dla rozwoju bankowości inwestycyjnej, zwłaszcza w przypadku emisji o mniejszej wartości.

4) Bariery regulacyjne i otoczenie prawno-podatkowe

Pomimo postępującej harmonizacji regulacji na poziomie europejskim, rozwój bankowości inwestycyjnej w Polsce nadal w istotnym stopniu zależy od krajowego otoczenia prawnego i instytucjonalnego. W praktyce funkcjonowania rynku kapitałowego nadal występują liczne bariery regulacyjne i podatkowe, które mogą ograniczać atrakcyjność finansowania rynkowego dla przedsiębiorstw. Jednym z problemów wskazywanych przez uczestników rynku jest niepewność interpretacji przepisów podatkowych, dotyczących m.in. kosztów emisji papierów wartościowych czy opodatkowania poszczególnych instrumentów finansowych. Brak stabilności regulacyjnej może zwiększać. Uczestnicy rynku wskazują również na stosunkowo wysoki poziom formalizacji procesów regulacyjnych oraz długi czas procedur administracyjnych związanych z obsługą emisji papierów wartościowych. Bankowość inwestycyjna często operuje w warunkach krótkich „okien rynkowych", w których możliwe jest przeprowadzenie emisji na korzystnych warunkach. W przypadku nadmiernych opóźnień proceduralnych istnieje ryzyko utraty sprzyjającej koniunktury rynkowej, co może prowadzić do rezygnacji z planowanych emisji. Istotne znaczenie mają także koszty regulacyjne prowadzenia działalności maklerskiej. Wysokie wymogi kapitałowe oraz obowiązki związane z systemami compliance mogą stanowić szczególne obciążenie dla mniejszych instytucji finansowych. W konse-

162 Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju, Poland diagnostic, 2023.

kwencji, pomimo postępującej integracji europejskiego rynku kapitałowego, krajowe uwarunkowania regulacyjne mogą nadal stanowić istotną barierę dla pełnego wykorzystania potencjału rozwoju bankowości inwestycyjnej w Polsce.

Podsumowanie

Postępująca integracja europejskiego rynku kapitałowego stanowi dla polskiej bankowości inwestycyjnej zarówno istotną szansę rozwojową, jak i test zdolności do funkcjonowania w bardziej konkurencyjnym i zintegrowanym środowisku finansowym. Z jednej strony działania podejmowane na poziomie Unii Europejskiej mogą sprzyjać wzrostowi liczby transakcji kapitałowych, takich jak emisje akcji, obligacji korporacyjnych czy transakcje fuzji i przejęć. Dodatkowo rosnące potrzeby inwestycyjne związane z transformacją energetyczną, cyfryzacją gospodarki oraz rozwojem infrastruktury mogą generować zwiększone zapotrzebowanie na usługi bankowości inwestycyjnej, w tym w zakresie strukturyzacji finansowania czy organizacji emisji instrumentów finansowych. Integracja rynku kapitałowego może również stwarzać możliwość uczestnictwa polskich instytucji finansowych w realizacji dużych projektów o charakterze paneuropejskim oraz sprzyjać rozszerzeniu oferty usług inwestycyjnych o nowe instrumenty finansowe i segmenty rynku. Dodatkowo rozwój technologii finansowych oraz postępująca cyfryzacja usług inwestycyjnych mogą umożliwić instytucjom działającym w Polsce dotarcie do nowych grup klientów oraz obsługę transakcji o mniejszej skali przy niższych kosztach operacyjnych. Biorąc pod uwagę relatywnie rozwinięty sektor finansowy oraz dostęp do wykwalifikowanych specjalistów, Polska posiada potencjał, aby w dłuższej perspektywie rozwijać funkcję regionalnego centrum usług finansowych dla części Europy Środkowo-Wschodniej. Jednocześnie rozwój bankowości inwestycyjnej w Polsce napotyka istotne ograniczenia strukturalne. Relatywnie niewielka skala krajowego rynku kapitałowego oraz ograniczona liczba dużych transakcji mogą utrudniać stabilny rozwój działalności w tym obszarze. W takich warunkach istnieje ryzyko, że bankowość inwestycyjna będzie rozwijać się w sposób nieregularny, uzależniony od pojedynczych większych projektów, zamiast opierać się na stabilnym strumieniu transakcji. W celu ograniczenia tego problemu istotne znaczenie może mieć dalsze wzmacnianie atrakcyjności i płynności krajowego rynku kapitałowego, w tym rozwój infrastruktury rynku obligacji oraz przyciąganie nowych emitentów i inwestorów na Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie. Kolejnym wyzwaniem pozostaje ograniczona skala krajowego kapitału instytucjonalnego. Wzmocnienie roli inwestorów długoterminowych, takich jak fundusze emerytalne czy programy oszczędnościowe dla gospodarstw domowych, mogłoby przyczynić się do zwiększenia stabilnego popytu na instrumenty finansowe emitowane przez przedsiębiorstwa. Istotne znaczenie ma również dalsze doskonalenie otoczenia prawno-regulacyjnego rynku kapitałowego, w tym zapewnienie stabilnych regulacji podatkowych, sprawnego systemu rozstrzygania sporów gospodarczych oraz efektywnych procedur administracyjnych związanych z emisją instrumentów finansowych. Oprócz czynników instytucjonalnych ważną rolę odgrywają także uwarunkowania kulturowe i społeczne. Długofalowy rozwój bankowości inwestycyjnej w Polsce wymaga zwiększenia nie tylko poziomu zaufania do rynku kapitałowego, ale również popularyzacji inwestowania wśród gospodarstw domowych. Z opinii ekspertów wynika również, że sama integracja europejskiego rynku kapitałowego nie musi automatycznie prowadzić do dynamicznego rozwoju bankowości inwestycyjnej w Polsce. Jej rozwój będzie w dużej mierze zależał od czynników strukturalnych, takich jak skala rynku kapitałowego, dostępność kapitału instytucjonalnego czy kultura inwestycyjna gospodarstw domowych.

4.3. Rozwój detalicznych produktów oszczędnościowo-inwestycyjnych w świetle strategii Unii Oszczędności i Inwestycji

Strategia Unii Oszczędności i Inwestycji (Savings and Investments Union, SIU), rozwijająca dotychczasowe założenia Unii Rynków Kapitałowych (CMU), zakłada stopniowe przestawianie europejskiego modelu finansowania gospodarki z depozytów bankowych i kredytu na większy udział finansowania kapitałowego oraz długoterminowego oszczędzania gospodarstw domowych. W takim ujęciu detaliczne produkty oszczędnościowo-inwestycyjne w Polsce i UE mają stać się podstawowym kanałem transformacji drobnych oszczędności w kapitał dla rynku kapitałowego, przedsiębiorstw oraz transformacji energetycznej.[163]

163 Eurogroup (2024). Statement of the Eurogroup in inclusive format on the future of Capital Markets Union

Po pierwsze, cele SIU i CMU w obszarze detalicznym koncentrują się na zwiększeniu udziału gospodarstw domowych w inwestycjach kapitałowych, poprzez odejście od nadmiernej koncentracji oszczędności w depozytach i nieruchomościach na rzecz funduszy, ETF-ów, planów emerytalnych oraz bezpośrednich inwestycji na rynku kapitałowym. Po drugie, istotnym filarem jest ujednolicenie dostępu do produktów inwestycyjnych w ramach jednolitego rynku – tak aby ten sam inwestor detaliczny mógł z łatwością nabywać porównywalne produkty w całej UE, wykorzystując paszportowanie, paneuropejskie standardy informacyjne oraz cyfrowe kanały dystrybucji. Dla Polski oznacza to presję na dalszą integrację rozwiązań krajowych z ramami unijnymi, ale także możliwość eksportu lokalnych produktów (np. funduszy długoterminowych, PEPP oferowanych przez polskie podmioty) na inne rynki europejskie.

W tym kontekście kluczowym kierunkiem jest rozwój produktów długoterminowych, które pozwalają na kumulację kapitału w horyzoncie kilkunasto- lub kilkudziesięcioletnim. W Polsce naturalnym trzonem są programy emerytalne PPK oraz trzeci filar (IKE/IKZE), które mogą być coraz bardziej integrowane z europejską architekturą poprzez harmonizację standardów raportowania, włączenie komponentów zrównoważonego inwestowania (ESG) oraz zwiększoną mobilność między krajami UE. Na poziomie unijnym szczególne znaczenie ma rozwój Paneuropejskiego Produktu Emerytalnego (PEPP), który jako standaryzowany, transgraniczny produkt emerytalny może być oferowany zarówno przez instytucje finansowe w krajach „starej" UE, jak i przez polskich dostawców, otwierając nowe rynki zbytu i ułatwiając obsługę mobilnych pracowników.

Komplementarnym elementem polityki SIU jest budowa segmentu funduszy długoterminowych (LTI), w tym europejskich funduszy inwestycji długoterminowych, które umożliwiają kierowanie środków detalistów do infrastruktury, zielonej transformacji czy innowacyjnych przedsiębiorstw, przy jednoczesnym zapewnieniu odpowiednich mechanizmów ochrony inwestora. W miarę jak popyt na finansowanie długoterminowych projektów rośnie, detaliczne produkty LTI stają się naturalnym uzupełnieniem tradycyjnych funduszy rynku pieniężnego i krótkoterminowych funduszy obligacyjnych.

Krajowym, projektowanym instrumentem wpisującym się w tę logikę mogą być Osobiste Konta Inwestycyjne. Jest to rozwiązanie wzorowane na modelu szwedzkim ISK, który jest prawdziwym fenomenem, ponieważ w dziesięciomilionowym kraju takie konto posiada ponad 3,5 mln osób. Model ten pokazuje, że odpowiednio zaprojektowane zachęty podatkowe, prostota produktu oraz konsekwentna edukacja finansowa mogą skutecznie budować kulturę długoterminowego inwestowania gospodarstw domowych. W tym kontekście OKI wpisują się zarówno w założenia strategii Unii Oszczędności i Inwestycji (Investment & Savings Union), jak i w potrzebę zwiększania udziału obywateli w rynku kapitałowym oraz mobilizacji prywatnych oszczędności na cele rozwojowe gospodarki.

Jednocześnie sukces tego rozwiązania w Polsce nie będzie automatyczny. Jednym z głównych wyzwań pozostaje ograniczona kultura inwestowania na rynku kapitałowym. W debacie publicznej giełda nadal często postrzegana jest jako obszar spekulacji, a nie długoterminowego budowania majątku. Dla wielu Polaków podstawową formą lokowania nadwyżek finansowych pozostają nieruchomości lub depozyty bankowe, podczas gdy inwestowanie w instrumenty rynku kapitałowego nadal ma charakter niszowy. Oznacza to, że OKI powinny być postrzegane nie tylko jako instrument podatkowy, ale również jako narzędzie stopniowej zmiany nawyków oszczędnościowych społeczeństwa.

Istotną rolę w upowszechnieniu OKI mogą odegrać również banki, które posiadają największy dostęp do klientów detalicznych i od lat stanowią podstawowy kanał dystrybucji produktów oszczędnościowych. To właśnie sektor bankowy może stać się naturalnym pośrednikiem w procesie budowania uczestnictwa gospodarstw domowych w rynku kapitałowym. Banki dysponują zarówno odpowiednią infrastrukturą technologiczną, jak i zaufaniem klientów, co daje możliwość skutecznego promowania nowych rozwiązań inwestycyjnych. W praktyce mogą one nie tylko dystrybuować OKI, ale również zachęcać klientów do stopniowego przechodzenia od tradycyjnych depozytów do bardziej zdywersyfikowanych form lokowania kapitału. Z perspektywy strategii Investment & Savings Union jest to szczególnie istotne, ponieważ jednym z jej celów pozostaje zwiększenie przepływu oszczędności gospodarstw domowych na rynek kapitałowy przy aktywnym udziale instytucji finansowych.

Kluczowe znaczenie będzie miała także konstrukcja samego produktu. Potencjalnym ryzykiem jest nadmierne skomplikowanie systemu, zwłaszcza jeśli inwestor będzie zmuszony do korzystania z wielu

rachunków prowadzonych przez różne instytucje finansowe. Doświadczenia międzynarodowe pokazują, że masowe produkty inwestycyjne odnoszą sukces przede wszystkim dzięki prostocie i przejrzystości. Z perspektywy przeciętnego oszczędzającego istotne będzie więc stworzenie intuicyjnego mechanizmu działania oraz jasnej komunikacji korzyści.

Aby umożliwić skalowanie takich rozwiązań, działania legislacyjne UE koncentrują się na uproszczeniu regulacji i zwiększeniu porównywalności produktów, tak aby inwestor detaliczny mógł w prosty sposób zrozumieć profil ryzyka, kosztów i potencjalnych korzyści. Kluczową rolę odgrywają reformy ram PRIIPs, w tym standaryzacja dokumentu KID (Key Information Document), który ma stać się krótkim, jednolitym, porównywalnym między produktami „paszportem informacyjnym", w szczególności w wersji dostosowanej do kanałów cyfrowych. Uproszczone disclosure, w tym rezygnacja z nadmiarowych, technicznych informacji na rzecz przejrzystych wskaźników kosztów, scenariuszy stóp zwrotu i ryzyka, ma zwiększać zaufanie klientów i obniżać bariery wejścia dla nowych inwestorów.

W praktyce rozwój detalicznych produktów oszczędnościowo-inwestycyjnych będzie w dużej mierze zależał od roli banków jako głównego kanału dystrybucji i zaufanego partnera dla gospodarstw domowych. Banki, dysponując rozbudowanymi bazami klientów oraz rozwiniętą bankowością mobilną, są naturalnym miejscem integracji oferty depozytowej i inwestycyjnej, w tym PPK, IKE/IKZE, funduszy, ETF-ów czy produktów strukturyzowanych. Koncepcja „one-stop-shop" zakłada, że klient w jednym środowisku – aplikacji mobilnej banku – może zarządzać bieżącymi płatnościami, depozytami, produktami kredytowymi, a także inwestycjami długoterminowymi, otrzymując spójne rekomendacje i informacje o ryzyku.

Jednocześnie banki mogą aktywnie uczestniczyć w realizacji celów SIU poprzez wdrażanie mechanizmów przekierowywania kapitału z depozytów na inwestycje, przy zachowaniu odpowiedniego poziomu bezpieczeństwa. Automatyzacja oszczędzania, np. rozwiązania typu auto-invest, które cyklicznie transferują określony procent wpływów na rachunek inwestycyjny lub do funduszu, pozwalają stopniowo budować ekspozycję klienta na rynki kapitałowe bez konieczności podejmowania każdorazowej, świadomej decyzji. Dodatkowym narzędziem mogą być robo-doradcy, integrujący prosty wywiad potrzeb i tolerancji ryzyka z algorytmicznym doborem portfela, co obniża barierę wejścia i koszty doradztwa dla klientów masowych.

W Polsce i w innych krajach UE rosnące znaczenie mają również produkty hybrydowe, łączące cechy depozytu i inwestycji, które mogą stanowić „pomost" dla klientów niechętnych do całkowitego porzucenia bezpiecznych form lokowania środków. Konstrukcje typu „depozyt + ETF/fundusz" pozwalają klientowi zachować część kapitału w formie gwarantowanej (np. minimalny zwrot z depozytu) przy jednoczesnej ekspozycji na rynek kapitałowy, co ułatwia stopniową zmianę nawyków oszczędzania. Ważnym uzupełnieniem jest profesjonalna komunikacja korzyści długoterminowych w porównaniu z krótkoterminowymi stopami procentowymi – pokazująca, że pomimo okresowych wzrostów oprocentowania depozytów, w długim horyzoncie przewagę mają produkty inwestycyjne powiązane z realnym wzrostem gospodarczym.

Realizacja tej wizji napotyka jednak na szereg ograniczeń, które strategia ISU i działania na poziomie krajowym muszą równolegle adresować. Po stronie gospodarstw domowych głównym wyzwaniem jest utrwalona awersja do ryzyka i niska wiedza finansowa, która sprawia, że zmienność wycen funduszy czy ETF-ów jest postrzegana jako „strata", a nie naturalny element długoterminowego inwestowania. Wymaga to rozbudowanych programów edukacyjnych, prostych narzędzi w aplikacjach bankowych oraz jasnej komunikacji różnicy między inwestowaniem a spekulacją.

Kolejnym czynnikiem ograniczającym rozwój detalicznych produktów inwestycyjnych w Polsce pozostają bariery podatkowe, w tym złożoność zasad opodatkowania różnych instrumentów oraz brak pełnej neutralności podatkowej między formami oszczędzania. Utrudnia to klientom porównanie realnych, po-podatkowych stóp zwrotu, a instytucjom – projektowanie prostych, skalowalnych rozwiązań, które mogłyby być łatwo eksportowane na inne rynki UE. Dodatkowo niestabilność regulacyjna, częste zmiany przepisów dotyczących opodatkowania inwestycji czy konstrukcji programów emerytalnych, podważają zaufanie i skłonność do wiązania się z produktami o wieloletnim horyzoncie.

W perspektywie najbliższych lat rozwój detalicznych produktów oszczędnościowo-inwestycyjnych w Polsce i UE będzie zatem przebiegał wzdłuż kilku równoległych wektorów: dalszej integracji z celami

SIU/CMU, rozbudowy długoterminowych produktów emerytalnych i funduszy LTI, upraszczania regulacji informacyjnych oraz cyfryzacji dystrybucji z dominującą rolą banków. Ostateczny sukces zależeć będzie od zdolności do połączenia atrakcyjnej oferty produktowej, przyjaznych regulacji i stabilnego otoczenia podatkowego z konsekwentną edukacją finansową, która pozwoli gospodarstwom domowym świadomie przesuwać oszczędności z depozytów w stronę inwestycji kapitałowych.[164]

Eksperci zwracają również uwagę na strukturalne ograniczenia w dostępie do produktów inwestycyjnych oraz zróżnicowanie jakości oferty kierowanej do klientów detalicznych. Wskazano, że dostęp do bardziej efektywnych kosztowo i zaawansowanych produktów inwestycyjnych jest często uzależniony od poziomu zamożności klienta, co oznacza, że mniej zamożni inwestorzy otrzymują relatywnie droższe i mniej atrakcyjne rozwiązania. W pojedynczych wskazaniach eksperckich podkreślono również istnienie pewnych niespójności rynkowych – przykładowo banki aktywnie inwestują w obligacje skarbowe, podczas gdy dostęp do tych instrumentów dla klientów detalicznych pozostaje ograniczony organizacyjnie, mimo potencjalnej prostoty takiego rozwiązania.

W opinii części ekspertów ograniczona jest również rola banków w zakresie rzeczywistej edukacji inwestycyjnej klientów. W pojedynczych wskazaniach eksperckich wskazywano, że pełna, neutralna informacja o alternatywnych formach lokowania środków – w tym o relatywnej atrakcyjności obligacji skarbowych względem depozytów – nie zawsze jest zgodna z interesem biznesowym banków, co może ograniczać zakres przekazywanej wiedzy.

Jednocześnie inni respondenci podkreślają, że działania edukacyjne oraz informacyjne podejmowane przez instytucje finansowe przynoszą pewne wymierne efekty rynkowe. Wskazywano, że kampanie promujące produkty emerytalne (np. IKE/IKZE) czy aktywność podmiotów rynkowych mogą zwiększać zainteresowanie inwestowaniem oraz przyczyniać się do wzrostu liczby klientów korzystających z produktów inwestycyjnych. Podkreślono jednak, że skala tych działań pozostaje niewystarczająca, a większe zaangażowanie powinno wykazywać państwo, m.in. poprzez ogólnokrajowe kampanie edukacyjne wspierające długoterminowe oszczędzanie. Jeden z ekspertów zwraca uwagę, że działania edukacyjne są coraz bardziej zaawansowane – obejmują webinary, platformy e-learningowe i materiały analityczne – ale ich efektywność w zmianie zachowań klientów jest nadal ograniczona. Kluczowym problemem jest „luka behawioralna": nawet dobrze poinformowani klienci często unikają ryzyka lub reagują procyklicznie. Widoczny jest jednak stopniowy wzrost zainteresowania funduszami inwestycyjnymi i obligacjami, szczególnie w okresach niskich realnych stóp procentowych i wysokiej inflacji. Największy wpływ mają działania łączące edukację z konkretnym doświadczeniem inwestycyjnym, a nie sama edukacja teoretyczna.

Część ekspertów ocenia działania edukacyjne pozytywnie, wskazując na ich rosnącą skalę oraz powiązanie zarówno z celami biznesowymi instytucji finansowych, jak i wymogami raportowania niefinansowego (np. ESG). Jednocześnie podkreślano, że działania te są często ukierunkowane na pozyskiwanie klientów i rozszerzanie współpracy, a nie na fundamentalną zmianę postaw inwestycyjnych gospodarstw domowych. W efekcie obserwowany jest raczej ograniczony efekt substytucji depozytów bankowych w kierunku inwestycji kapitałowych, przy jednoczesnym wzroście zainteresowania obligacjami skarbowymi jako formą pośrednią.

Inni respondenci wskazują natomiast, że działania edukacyjne są relatywnie słabe, a ich efekty ograniczone, co wynika przede wszystkim z niedostatecznego zaangażowania sektora publicznego. W tym ujęciu edukacja finansowa nie stanowi priorytetu polityki gospodarczej, co przekłada się na niską skuteczność działań w tym obszarze.

Zbieżne wnioski formułowane są w odniesieniu do charakteru przekazu regulacyjnego. Wskazywano, że dotychczasowe działania edukacyjne nie doprowadziły do istotnej zmiany postaw inwestorów, a dominująca narracja koncentruje się na ostrzeganiu przed ryzykiem i stratami, co nie sprzyja budowaniu pozytywnej kultury inwestowania. W tym kontekście podkreślono, że realna zmiana może mieć charakter długoterminowy i być związana z doświadczeniami uczestników programów emerytalnych, takich jak PPK, w momencie rozpoczęcia wypłat środków.

Eksperci wskazują również na potrzebę zwiększenia aktywności edukacyjnej w powiązaniu z promocją produktów emerytalnych oraz poprawy percepcji ryzyka wśród klientów detalicznych, która często ma

164 PwC (2024). ELTIF 2.0: A new era for retail investors in private markets

charakter nierealistyczny. Jednocześnie podkreślono, że działania edukacyjne mają często charakter procykliczny oraz sprzedażowy, a nie ukierunkowany na budowanie trwałych kompetencji inwestycyjnych.

W pojedynczych wskazaniach eksperckich zwrócono także uwagę na konieczność zmiany struktury rynku w kierunku większej roli produktów instytucjonalnych, w szczególności funduszy inwestycyjnych – zwłaszcza pasywnych – oraz zwiększenia dostępności ETF, których oferta w Polsce pozostaje ograniczona na tle innych rynków europejskich.

Jednocześnie podkreślano, że działania edukacyjne banków mają w dużej mierze charakter marketingowy, choć istnieją również pozytywne przykłady inicjatyw o charakterze bardziej systemowym. Wskazano, że istotną rolę w budowaniu świadomości inwestycyjnej odgrywają także instytucje rynku kapitałowego oraz programy długoterminowego oszczędzania, takie jak IKE, IKZE czy PPK. W tym ujęciu zmiana postaw inwestorów może mieć charakter pokoleniowy i być wspierana przez czynniki takie jak spadek atrakcyjności depozytów bankowych, rosnąca potrzeba dywersyfikacji oraz rozwój długoterminowych produktów oszczędnościowych.

Podsumowując, opinie ekspertów wskazują na istotne napięcie pomiędzy potencjałem rozwoju detalicznych produktów inwestycyjnych a ograniczeniami wynikającymi z modeli biznesowych instytucji finansowych, poziomu edukacji finansowej oraz struktury rynku. Realizacja celów SIU w tym obszarze będzie wymagała nie tylko zmian regulacyjnych i produktowych, ale również wzmocnienia roli edukacji publicznej oraz zwiększenia dostępności prostych, przejrzystych i kosztowo efektywnych instrumentów inwestycyjnych dla szerokiego grona klientów detalicznych.

PROGRAM ANALITYCZNO BADAWCZY

V. Ocena związków między sektorem bankowym a rynkiem kapitałowym



5.1. Charakter relacji między sektorem bankowym a rynkiem kapitałowym: konkurencja, komplementarność i synergie

Od wielu lat możemy obserwować wielokrotne podejmowanie prób zbadania wzajemnych związków pomiędzy sektorem bankowym a rynkiem kapitałowym. Wyniki tych badań nie są jednoznaczne. Prace naukowe jeszcze z XX wieku wskazywały, że banki i rynki konkurują w sferze finansów i inwestycji, a wzrost wykorzystania jednego z nich do pozyskiwania kapitału prowadzi do spadku wartości drugiego[165]. Jednakże pojawiły się też modele architektury systemu finansowego, wskazujące na występowanie efektów symbiozy we wzajemnych interakcjach pomiędzy bankami a rynkami kapitałowymi.[166] Jednakże intensywny rozwój technologii informatycznych i komunikacyjnych, a także zwiększony udział w rynkach finansowych nowych typów instytucji (FinTech-ów) i firm technologicznych znacząco zmienia warunki funkcjonowania sektora usług finansowego.[167] W środowisku silnie innowacyjnym, o większej ilości informacji i ułatwionym ich przekazywaniu oraz przetwarzaniu, względna, historyczna przewaga w zakresie wpływu na przedsiębiorstwa, jaką miały banki komercyjne dzięki bliższym relacjom z kredytobiorcami, powoli zaczyna maleć.[168] Nie bez znaczenia jest też, czy rozpatrujemy czysty model kredytowo-depozytowy, czy uniwersalny - wzmocniony o bankowość inwestycyjną. Duże polskie banki działają w tej drugiej formule, ale z bardzo wyraźną przewagą na rzecz tradycyjnego zbierania depozytów i udzielania kredytów. Biorąc pod uwagę ten podział, ma on ważny wpływ na oddziaływanie na rozwój rynku kapitałowego. Prowadzone badania w przekroju globalnym z uwzględnieniem specjalności banków pokazują, że tradycyjna bankowość depozytowo-kredytowa cechuje się bardziej konkurencyjnym charakterem wobec rynku kapitałowego, a bankowość inwestycyjna wspomagającym.[169] W tych okolicznościach klasycznym podejściem jest postrzeganie tych dwóch rynków (bankowego i kapitałowego) jako alternatywnych kanałów finansowania gospodarki. W przypadku mniej rozwiniętych rynków, spotyka się przekonanie, że relacje między sektorem bankowym a rynkiem kapitałowym mają charakter komplementarny i w części wzajemnie wspomagający.[170] W duchu przekonania o komplementarności tych relacji, opieranie realizacji Unii Oszczędności i Inwestycji poprzez skierowanie się między innymi w kierunku banków, jako potencjalnych sojuszników ma swoje uzasadnienie. Nie można jednak zapominać, co zostało już zasygnalizowane, że występują tu też silne cechy konkurencyjne. Sztandarowy przykład, tak bardzo obrazowy w polskich realiach, to zjawisko potencjalnego odpływu (straty) depozytów zgromadzonych w bankach na rzecz funduszy inwestycyjnych, prowadzące do ograniczenia dochodów z marży odsetkowej, w wyniku zmniejszania się sald wkładów, a w konsekwencji kredytów lub innych inwestycji (głównie w papiery dłużne). Z kolei w modelu uniwersalnym (hybrydowym: depozytowo-kredytowym i inwestycyjnym), ze względu na udział samych banków (bezpośrednio lub poprzez spółki zależne) w rynku kapitałowym, jako aktywnych graczy, to ich większe zaangażowanie w tę dziedzinę może prowadzić do wzrostu rentowności (częściej w ramach wyników skonsolidowanych całych grup bankowych, niż samych banków). Mniejsze dylematy budzi wpływ na stabilność całego systemu finansowego (przede wszystkim dzięki efektowi ogólnego powiększenia i zwiększenia dywersyfikacji całego rynku finansowego, szczególnie gdy nie jest jeszcze dostatecznie rozwinięty). Dobitnym przykładem są doświadczenia krajów azjatyckich z kryzysu z 1997 roku. Do tego czasu były one bardzo uzależnione od banków w zakresie finansowania gospodarki, a to zwiększyło podatność na wstrząsy. Po kryzysie, kraje ASEAN poczyniły znaczne wysiłki w celu rozwoju rynków kapitałowych (zwłaszcza obligacji), jako al-

165 F. Allen, D. Gale, Financial Markets, Intermediaries, and Intertemporal Smoothing, "Journal of Political Economy" Nr 105/3, 1997, (dostęp 04.04.2026); A. W. Boot, A. V. Thakor (1997). Financial System Architecture, The Review of Financial Studies" No. 10.3, 1997, (dostęp 04.04.2026).

166 F. Song, A. V. Thakor, Financial System Architecture and the Co-evolution of Banks and Capital Markets, "The Economic Journal" No. 120.547, 2010, (dostęp 04.04.2025).

167 K. Petralia, T. Philippon, T. Rice, N. Véron, Banking Disrupted? Financial Intermediation in an Era
of Transformational Technology, Geneva Reports on the World Economy 22. Geneva: ICMB International Center for Monetary and Banking Studies, 2019, https://cepr.org/system/files/publication-files/60127-geneva_22_banking_disrupted_financial_intermediation_in_an_era_of_transformational_technology.pdf (dostęp 04.04.2026).

168 L. J. Mester, L. I. Nakamura, M. Renault, Transactions Accounts and Loan Monitoring, "The review of financial studies : Cary, NC 20.3, 2007, https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip,uid&db=edszbw&AN=EDSZBW547226268&site=eds-live&scope=site (dostęp 04.04.2026)

169 N. Jendi, An Inquiry Into the Relationship Between Banks and Capital Markets, 2025, https://lup.lub.lu.se/luur/download?func=downloadFile&recordOId=9195135&fileOId=9195157 (dostęp 04.04.2026).

170 J. Schellhase, M. Sau, A. (P.) Prabha, Capital Markets in Developing Countries. The State of Play, Center for Financial Markets, Milken Institute, 2014, Capital-Markets-in-Developing-Countries2.pdf (dostęp 3.04.2026)

ternatywy dla finansowania bankowego.[171] Dlatego też wyraźnie pozytywne oceny dotyczą możliwości rozwoju różnicowanych form finansowania przedsiębiorstw (odchodzenie od dominacji kredytu bankowego), w tym dla sektora MSP (choć tu pojawiają się poważne ograniczenia – kwestia kosztów transakcyjnych np. znacznej kosztochłonności emisji obligacji wobec małej skali tych podmiotów), a także innowacji. W tym ostatnim przypadku, ze względu na wysoki poziom ryzyka kredytowego, skłonność banków do finansowania przedsięwzięć innowacyjnych jest bardzo ograniczona i częściowo kompensuje ją rynek kapitałowy. Dodatkowymi czynnikami, które należy uwzględnić w ocenie wzajemnych relacji pomiędzy sektorem bankowym a kapitałowym są różne cechy charakterystyczne tych dwóch rynków, zwłaszcza przy wzięciu pod uwagę przekroju lokalnego i międzynarodowego, co wynika z różnej ich otwartości na udział zewnętrznych graczy. W dużym stopniu rynki bankowe są lokalne i relatywnie zamknięte, w przeciwieństwie do rynków kapitałowych, znacznie bardziej otwartych nie tylko dla inwestorów, ale też instytucjonalnych pośredników.

171 Ibidem.

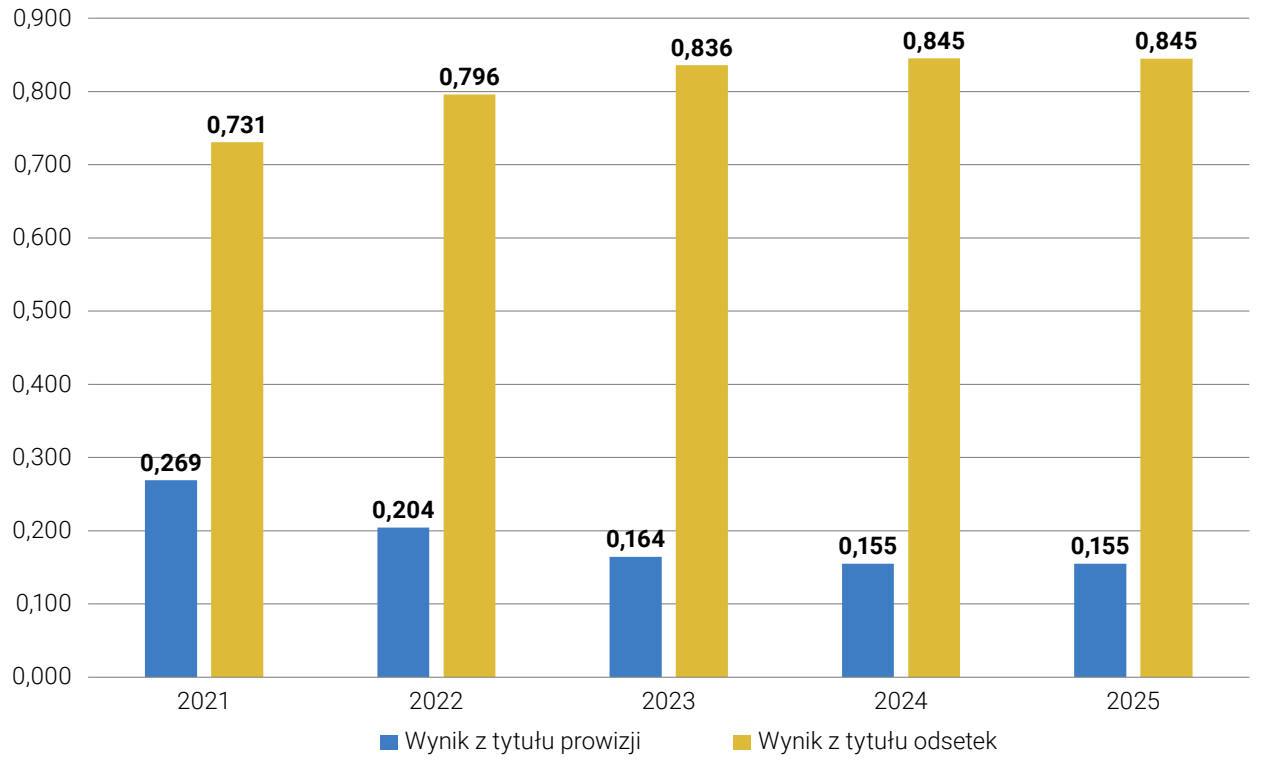
5.2. Wpływ większej roli rynku kapitałowego na rentowność polskiego sektora bankowego

Wzrost znaczenia rynku kapitałowego wymusza wprowadzanie istotnych zmian w modelu biznesowym banków. Tradycyjny model bankowy ma charakter depozytowo-kredytowy i osiąganie dochodów głównie opiera się na marży odsetkowej. Dochody z prowizji i opłat mają tylko charakter uzupełniający. Jak ta sytuacja kształtuje się w polskim sektorze bankowym widać na przykładzie ostatnich pięciu lat, co pokazuje wykres 7, przedstawiający proporcję tych dwóch rodzajów dochodów.

Czynnikiem bardzo mocno rzutującym na tę proporcję są rynkowe poziomy stóp procentowych, przede wszystkim będące rezultatem polityki monetarnej, czyli wysokości stóp procentowych banku centralnego.

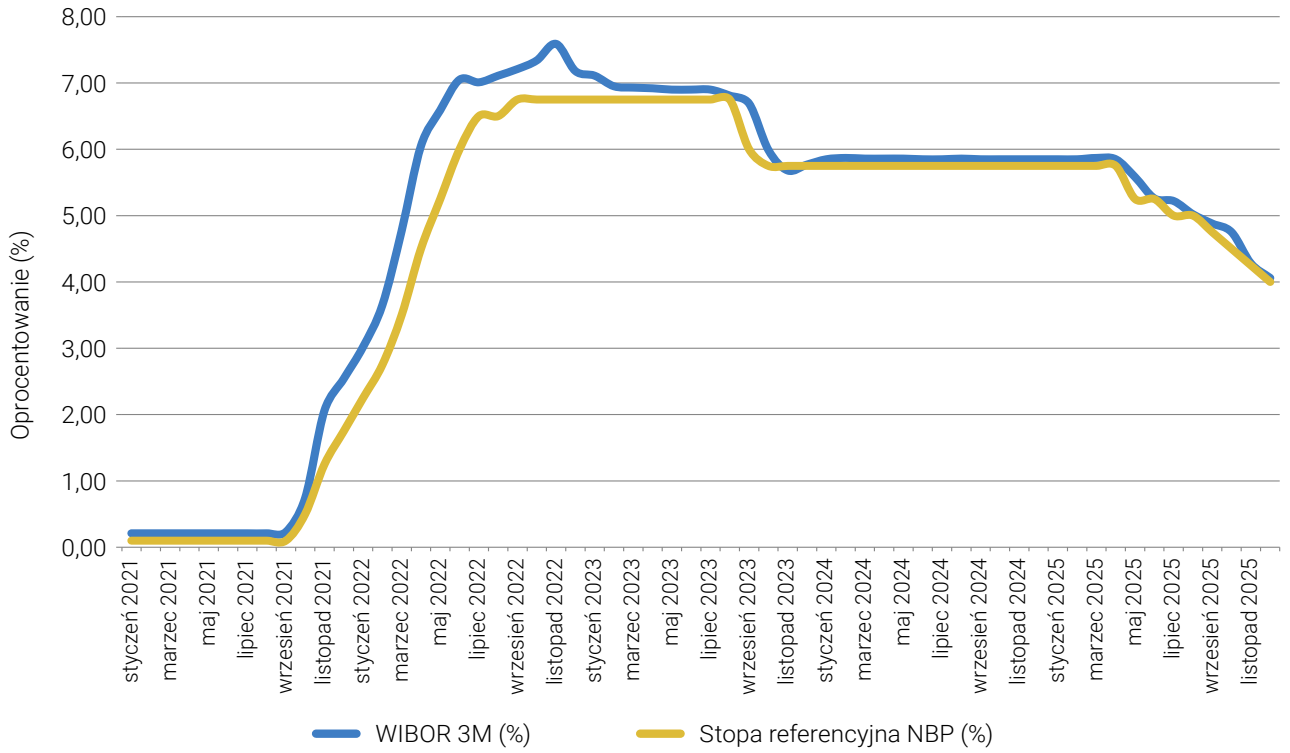
Zatem dla okresów o niskich stopach procentowych znaczenie dochodów z prowizji i opłat znacząco wzrasta, np. w 2021 r. proporcja ta w polskich bankach wynosiła 26,9% do 73,1%, by po podwyżkach stóp zmienić się w latach 2024 i 2025 do 15,5% i 84,5%. Oczywiście wysokość stóp procentowych

Wykres 7. Relacja dochodu z prowizji i opłat do dochodu odsetkowego polskiego sektora bankowego w latach 2021-2025



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych UKNF.

Wykres 8. WIBOR (3M – przybliżenie) versus stopa referencyjna NBP w latach 2021–2025



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP.

bezpośrednio nie rzutuje na bezwzględny poziom dochodów prowizyjnych, a jedynie na relację do dochodów odsetkowych i motywuje do poszukiwania innych źródeł przychodów niż marża odsetkowa netto (NIM). Mimo przytoczenia powyższych relacji dotyczących sytuacji rynkowej, nawet przy niskich stopach procentowych podstawą dla rentowności banków (a polskich w szczególności) jest możliwość osiągania odpowiedniej marży odsetkowej, co wynika z dominacji typowego modelu depozytowo-kredytowego, a potwierdza zestawienie ROE i NIM w tabeli 3.

Jednak wyraźnie trzeba zaznaczyć, że dochody z prowizji i opłat w rachunkach wyników banków pochodzą tylko w części i to w małej skali (średnio 10-15%[172]) z aktywności na rynku kapitałowym. Dochody z pozostałych prowizji i opłat pochodzą m.in. z obsługi kart płatniczych i płatności, rachunków bankowych, udzielania kredytów, pośrednictwa w ubezpieczeniach (*bancassurance*) oraz innych tytułów. Zatem te wielkości dochodów prowizyjnych pochodzących z aktywności na rynku kapitałowym są całkowicie niewspółmierne (pod kątem znaczenia dla rentowności) z dochodami odsetkowymi.

Szczególnie ważne jest także to, że w obecnych polskich realiach mamy do czynienia z bardzo dużym zapotrzebowaniem na finansowanie długu publicznego, co jest dodatkowo wspomagane konstrukcją podatku bankowego (zwolnienie z niego banków przy zakupie skarbowych papierów wartościowych). Wysokie oprocentowanie obligacji Skarbu Państwa i bonów pieniężnych NBP pozwala stosunkowo łatwo lokować bankom swoje nadwyżki finansowe w te bezpieczne i relatywnie wysoko dochodowe papiery dłużne. Nie jest zatem problemem, a wręcz okolicznością korzystną (co najmniej w krótkim horyzoncie czasowym) posiadanie ogromnej przewagi depozytów nad kredytami, gdyż łatwo je inwestować w dochodowe i bezpieczne aktywa. Sytuacja ta z punktu widzenia banków występuje w pewnej, a nawet silnej, kontradykcji do potrzeby rozwoju rynku kapitałowego i założeń Unii Oszczędności i Inwestycji, aby przekierować depozyty bankowe na rynek kapitałowy. Dla Polski najprawdopodobniej wiązać się to może z obniżeniem rentowności banków. Oczywiście skala tej obniżki zależeć będzie z jed-

172 Wielkość dochodów z działalności związanej z rynkiem kapitałowym (dystrybucja jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, działalność maklerska, powiernictwo, obsługa emisji i inne) różni się w zależności od modelu biznesowego konkretnego banku (np. banki z silnymi domami maklerskimi lub TFI mają ten udział wyższy). Powyższe informacje pochodzą z wywiadów przeprowadzonych w ramach niniejszego badania oraz raportów rocznych banków.

Tabela 3. Rentowność sektora bankowego w procentach (zwrot z kapitału, aktywów i marża odsetkowa netto) w latach 2021 - 2025

	ROE	ROA	NIM
2021 (gru)	3,14	0,24	0,07
2022 (gru)	6,78	0,37	3,07
2023 (gru)	12,36	0,97	3,72
2024 (gru)	15,58	1,28	3,81
2025 (gru)	16,35	1,40	3,55

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych UKNF.

nej strony od środowiska rynkowych stóp procentowych (utrata większej lub mniejszej NIM), a także od szans uzyskania dodatkowych dochodów z prowizji i opłat, wynikających z większego zaangażowania na rynku kapitałowym grup bankowych.

Generalnie przesunięcie struktury przychodów z dochodów odsetkowych w kierunku dochodów prowizyjnych uniezależnia banki od poziomu stóp procentowych i dywersyfikuje ich pochodzenie. Banki rozwijając działalność w zakresie usług maklerskich, dystrybucji funduszy inwestycyjnych, doradztwa finansowego, czy organizacji emisji papierów wartościowych podążają w tym kierunku. Dzięki temu ich przychody stają się bardziej stabilne. Jednakże pod kątem utrzymania rentowności warunkiem jest brak utraty dochodów odsetkowych lub jej minimalne obniżenie, które może być skompensowane zwiększeniem prowizji i opłat oraz innymi synergicznymi efektami. W przypadku zmobilizowania nowych środków (spoza sektora bankowego) do inwestowania na rynkach kapitałowych, to sytuacja przedstawia się odmiennie. Jedynie pytaniem otwartym pozostaje skala niezbędnych inwestycji, które ponosić muszą banki w celu przygotowania obsługi zwiększającego się i zmieniającego się rynku oraz pokrywanie bieżących kosztów funkcjonowania w stosunku do wielkości uzyskiwanych dodatkowych przychodów. W tej materii zwiększanie się wymogów regulacyjnych i konieczność zastosowania nowych technologii znacząco zwiększa te koszty, a przez to ogranicza dochodowość działalności na rynku kapitałowym.

5.3. Znaczenie rynku kapitałowego dla stabilności systemu finansowego

Silny i bardziej zintegrowany rynek kapitałowy zwiększa odporność i stabilność systemu finansowego, przede wszystkim poprzez dywersyfikację źródeł finansowania gospodarki. Przedsiębiorstwa mogą korzystać zarówno z kredytu bankowego, jak i z emisji akcji, czy obligacji, co zmniejsza uzależnienie od sektora bankowego. Istotnym mechanizmem jest również rozproszenie ryzyka (*risk-sharing*) na większą ilość instytucji finansowych (w ujęciu ilościowym i rodzajowym) oraz różnych interesariuszy. Na rynku kapitałowym ryzyko ponoszone jest przede wszystkim przez szeroką grupę inwestorów, a nie koncentruje się wyłącznie w bilansach banków. Dzięki temu system finansowy może lepiej absorbować szoki gospodarcze. Ponadto zachwianie pozycji banków (zagrożenie ich niewypłacalności), jako instytucji zaufania publicznego, w zdecydowanie większym stopniu prowokuje ingerencję (pomoc) instytucji publicznych, niż to ma miejsce w odniesieniu do podmiotów niebankowych (rynku kapitałowego), a w konsekwencji ponoszenie kosztów procesu sanacyjnego przez podatników. W Polsce, chociaż globalny kryzys finansowy lat 2007-2009 przebiegał względnie łagodnie i nie trzeba było ratować banków przed bankructwem (w przeciwieństwie do Stanów Zjednoczonych, czy Europy Zachodniej), to takie wsparcie w historii ostatnich kilku dekad miało jednak miejsce, a konkretnie w latach 90. To publiczne pieniądze uratowały np. Pierwszy Komercyjny Bank

w Lublinie, czy Prosper Bank. Także uruchomienie środków z BFG oznaczało zaangażowanie publicznych środków na rzecz bądź podmiotów bankowych, czy SKOK-ów, bądź deponentów, którzy zgromadzili tam swoje oszczędności. Natomiast rynek kapitałowy w o wiele większym stopniu opiera się na przyjmowaniu pełnego ryzyka przez jego uczestników, głównie inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych. W takich okolicznościach transparentność jest znacznie większa, a w efekcie finalnym lepiej sprzyja osiąganiu efektywności alokacyjnej rynku finansowego. Natomiast instytucjonalne ramy ochronne w sektorze bankowym prowadzą do zjawisk hazardu moralnego (np. składanie depozytów na bankowe rachunki wysoko oprocentowane, mimo wątpliwej kondycji finansowej podmiotu je oferującego, ze względu na gwarancję wypłaty ze strony BFG – w Polsce miało to miejsce np. w przypadku wołomińskiego SKOK-u, czy SK Banku. Natomiast wierzyciele GetBack SA na tego typu gwarancje nie mogli liczyć.

Z przedstawionej tabeli wyraźnie widać korzyści, jakie gospodarce daje system z rozwiniętym rynkiem kapitałowym.

Jednakże, zwłaszcza kraje o słabiej rozwiniętych rynkach finansowych (w tym kapitałowych i bankowych) mogą doświadczać negatywnych konsekwencji ich niekontrolowanego, przyspieszonego rozwoju. Sytuacja taka pojawia się m.in. w odniesieniu do kwestii integracji krajowego rynku kapitałowego z rynkami międzynarodowymi. Teoretycznie z jednej strony może to wspomagać dodatkowy napływ kapitału zagranicznego w okresach napięć, dzięki temu zwiększając odporność gospodarki na lokalne kryzysy. Rynek kapitałowy może też ograniczać procykliczność sektora bankowego, ponieważ w sytuacji ograniczenia akcji kredytowej istnieje szansa na przynajmniej częściowe przejęcie funkcji finansowania przedsiębiorstw. Z drugiej jednak strony, przy znacznie większej otwartości międzynarodowej rynku kapitałowego, przepływy pomiędzy rynkami krajowymi następują zdecydowanie szybciej (zwłaszcza ucieczka z nich), a wrażliwość na zjawiska kryzysowe jest o wiele większa. To głównie poprzez rynki kapitałowe następował i może następować proces zarażania światowego systemu finansowego, a w tym rynków lokalnych. Znacząco podniesiony poziom i stopień skomplikowania relacji pomiędzy bankami a instytucjami rynku kapitałowego, przede wszystkim poprzez rozwinięty proces sekurytyzacji aktywów banków (relatywnie mało uregulowany) i przeniesienie ich na rynki kapitałowe, wywołały na skalę globalną (niespotykaną od czasów Wielkiego Kryzysu lat 30. XX w.) tak ogromny krach - Globalny Kryzys Finansowy 2007-2009 - i do tego tak szybko rozprzestrzeniający się po całym świecie. Niejed-

Tabela 4. Różnice między systemami: z dominacją rynku kapitałowego i sektora bankowego

Cechy systemu finansowego	Model z dominacją rynku kapitałowego	Model z dominacją sektora bankowego
Koncentracja kapitału	niska	wysoka
Cel inwestycji	głównie inwestycje portfelowe	kontrola nad podmiotem
Stopień rozwoju rynków finansowych	wysoki	średni
Znaczenie notowanych przedsiębiorstw	wysokie	średnie
Znaczenie rynku jako systemu kontroli	wysokie	ograniczone

Źródło: Opracowanie własne na podstawie M. Czarkowska, Stabilność systemu finansowego w Polsce przed wybuchem pandemii COVID-19, „Przedsiębiorstwo & Finanse", 2021, nr 1.

nokrotnie wskazywano, że relatywnie duży stopień zapóźnienia banków w Polsce pod kątem rozwoju bankowości inwestycyjnej i lokalność polskiego rynku kapitałowego przyczyniły się w znacznym stopniu do uniknięcia sytuacji kryzysowych w tamtym czasie, jak w innych regionach (tylko bardzo sporadycznie polskie podmioty lub klienci inwestowali w toksyczne aktywa, jak to robiono w Stanach Zjednoczonych, czy Europie Zachodniej, czyli tam, gdzie rozwinięte są rynki finansowe). Szeroko opisane są skutki finansjalizacji gospodarki (np. większa rola spekulacji, oderwanie wycen od fundamentów itd.), co niestety wiąże się z rozwiniętymi rynkami, głównie kapitałowymi. Z polskiej perspektywy należy też dodać, że w sytuacjach niepokojów rynkowych następuje naturalny przepływ inwestorów od rynków „wschodzących" do rynków ocenianych jako bezpieczne. Niestety polski rynek należy do tych pierwszych, uznaje się go za jeszcze relatywnie młody i nie w pełni dojrzały, o charakterze peryferyjnym, a zatem o podwyższonym stopniu ryzyka. W takich sytuacjach wrażliwość inwestorów jest jeszcze większa, co istotnie obniża stabilność systemu finansowego.

Reasumując znaczenie rynku kapitałowego dla stabilności systemu finansowego może mieć zarówno pozytywne, jak i negatywne oblicze. Tak jak dla całej gospodarki pozytywne aspekty wydają się przeważać, to dla tradycyjnego sektora bankowego sytuacja przedstawia się raczej odwrotnie.

5.4. Wpływ aktywności banków na rozwój rynku kapitałowego

Aktywna rola sektora bankowego w stosunku do rynku kapitałowego może znacząco przyczyniać się do rozwoju tego ostatniego, przede wszystkim poprzez aktywizację bankowości inwestycyjnej. W literaturze dość szeroko badane były wzajemne związki pomiędzy tradycyjną bankowością a rynkiem kapitałowym co już uprzednio zostało omówione. Jednakże banki odegrały istotną rolę w budowaniu nowoczesnej infrastruktury systemu finansowego. Szczególnie w Polsce, to właśnie banki były jednym z głównych motorów kreowania rynku kapitałowego, zarówno od strony instytucjonalnej, jak i świadczonych usług: organizacji emisji papierów wartościowych, wspieraniu przedsiębiorstw w pozyskiwaniu kapitału poprzez giełdę, przede wszystkim poprzez główny parkiet Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie lub rynek alternatywny NewConnect. Szczególną rolę odegrały banki w procesie prywatyzacji, a potem wchodzeniu spółek na parkiet giełdowy (m.in. rola doradcy, underwritera, depozytariusza). W ramach Programu Powszechnej Prywatyzacji (PPP), banki były wiodącymi podmiotami tworzącymi firmy zarządzające Narodowymi Funduszami Inwestycyjnymi, zarówno polskie jak np. PKO BP, Bank Handlowy w Warszawie SA, Pekao SA, Wielkopolski Bank Kredytowy SA, Polski Bank Inwestycyjny SA, jak i zagraniczne np. BNP, Raiffeisen, Kleinwort Benson. Banki, a konkretnie PKO BP stworzył ogólnokrajową sieć dystrybucji Powszechnych Świadectw Udziałowych w ramach PPP dla obywateli (ok. 1200 placówek)[173]. Na giełdę trafiły też same Narodowe Fundusze Inwestycyjne (w które inwestowały m.in. banki), ale także część przedsiębiorstw objętych tym Programem. Powszechne świadectwa udziałowe zadebiutowały też na giełdzie. Mimo wielu kontrowersji dotyczących Programu Powszechnej Prywatyzacji niewątpliwie był to krok w kierunku budowy rozwiniętego rynku kapitałowego, co najmniej w początkowym okresie uruchamiania tego przedsięwzięcia, który trudno sobie wyobrazić bez banków.

Również w reformie systemu emerytalnego, tworzeniu Otwartych Funduszy Emerytalnych (OFE) i Powszechnych Towarzystw Emerytalnych (PTE), to banki obok firm ubezpieczeniowych szeroko zaangażowały się w nowopowstające instytucje finansowe. Kilka banków znalazło się wśród powstałych piętnastu powszechnych towarzystw emerytalnych. Ich udziały w kapitale akcyjnym PTE wynosiły od 10% do 100%. Do instytucji zaangażowanych w powszechne towarzystwa emerytalne należały: Bank Polska Kasa Opieki SA, PKO BP SA, BRE Bank SA, ING Bank Śląski SA, Bank Przemysłowo-Handlowy PBK SA, Bank Zachodni WBK SA, Invest Bank SA, BIG Bank Gdański SA. Jednakże PTE, w których dominowały banki, nie zdobyły znaczącej pozycji, obejmując mniej niż 10% rynku. Rola ta przypadła instytucjom związanym z zakładami ubezpieczeniowymi: Commercial Union, ING Nationale-Nederlanden Polska, PZU oraz AIG.[174] Niewątpliwie jednak wejście w życie reformy emerytalnej i pojawienie się OFE oznaczało ogromny impuls do rozwoju rynku kapitałowego, których rolę niestety kilka lat później zmarginalizowano (prawie wyeliminowano), co znacząco odbiło się na kondycji tego segmentu sektora finansowego.

173 Raport z realizacji Programu Narodowych Funduszy Inwestycyjnych w latach 1995 – 2003, Sejm RP, Druk 4016, Warszawa 2005., s. 12.

174 P. Zieliński, Sektor bankowy wobec reformy emerytalnej, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska", Sectio H, Oeconomia 39, 2005.

Dodatkowo niebagatelną rolę odgrywała i odgrywa edukacja klientów, którą banki zajmują się zarówno przy świadczeniu usług związanych z rynkiem kapitałowym (codzienna obsługa przez doradców bankowych w placówkach, w call center, w ramach kanałów cyfrowych np. czatów), jak i wsparcie działalności instytucji edukacyjnych i różnorodnych inicjatyw. Programy edukacyjne i konkursy organizuje przede wszystkim Związek Banków Polskich wraz z Warszawskim Instytutem Bankowości, np. „Bankowcy dla Edukacji", w ramach którego prowadzone są m.in. konkursy z wykorzystaniem internetowych symulacji inwestycji giełdowych, takie jak „Milion na Bank" skierowany do uczniów szkół ponadpodstawowych. Poszerzanie edukacji finansowej i zwiększanie świadomości rynkowej należy do działań banków (np. poprzez różne inicjatywy, własne fundacje), które mają na celu wzrost kompetencji finansowych obywateli (*financial literacy*). Pomaga to rozumieć szanse i zagrożenia rynkowe, w tym ryzyko związane z inwestowaniem na rynkach kapitałowych. W tej dziedzinie ważna jest też współpraca z instytucjami publicznymi takimi jak Narodowy Bank Polski (NBP), Komisja Nadzoru Finansowego (KNF), Ministerstwo Finansów, Giełda Papierów Wartościowych (GPW), Rzecznik Finansowy. Realizowane są takie projekty edukacyjne jak Krajowa Strategia Edukacji Finansowej, gdzie kluczową rolę odgrywają banki.

Natomiast w największym stopniu rozpowszechnianie usług dotyczących rynku kapitałowego, m.in. obrotu papierami wartościowymi odbywa się poprzez dystrybucyjne kanały bankowe. Niebagatelne znaczenie ma tu świadczenie tych usług przez wiarygodne, o wysokim zaufaniu instytucje, jakimi są właśnie banki. Ogólnie rzecz biorąc w dużym stopniu to za sprawą banków polski rynek kapitałowy stał się bardziej płynny, głęboki i atrakcyjny dla uczestników krajowych i zagranicznych. W dalszym ciągu podmioty powiązane z bankami, jak i one same, stanowią zasadniczy trzon instytucji finansowych operujących na naszym rynku kapitałowym. Raz jeszcze należy podkreślić, że to właśnie banki rozwijają rynek obligacji korporacyjnych, pełnią funkcję dystrybutora instrumentów finansowych oraz zapewniają dostęp inwestorów do rynku poprzez usługi maklerskie. Ich działalność sprzyja także rozwojowi funduszy inwestycyjnych oraz segmentu zarządzania aktywami.

Banki pełnią ważną rolę jako depozytariusze funduszy inwestycyjnych. Do niedawna przechowywały ich aktywa i kontrolowały czy działały one zgodnie z prawem i statutem. W tej ostatniej sprawie w 2025 r. nastąpiła nowelizacja ustawy i zniesiono ten trochę kłopotliwy, kontrolny obowiązek banków[175]. Niemniej jednak pokazuje to jak ściśle powiązane są to instytucje z rynkiem kapitałowym. Ponadto wiele Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych (TFI) należy bezpośrednio do grup bankowych (np. PKO TFI jako liderem rynku detalicznego w Polsce, ale także Pekao TFI, BNP Paribas TFI, BPS TFI), a banki są głównymi kanałami sprzedaży jednostek uczestnictwa funduszy.

5.5. Rola banków w finansowaniu innowacyjnych MSP przez rynek kapitałowy

Szczególnie pożądanym obszarem współpracy między bankami a rynkiem kapitałowym jest finansowanie sektora MSP, zwłaszcza przedsiębiorstw innowacyjnych. Banki mogą pełnić tu funkcję pośrednika i katalizatora dostępu do kapitału. Jednakże skala wykorzystania rynku kapitałowego do finansowania małych i średnich przedsiębiorstw jest wyjątkowo mała. Ilustruje to tabela nr 5 pokazująca źródła finansowania inwestycji w polskich przedsiębiorstwach.

Interesujące jest jednak to, że wartościowa wielkość pozycji w tabeli nr 5, w ramach której znajduje się wykorzystanie rynku kapitałowego („inne źródła razem") jest minimalna nie tylko dla małych i średnich przedsiębiorstw, ale co ciekawe także i dużych. Nawet w tym ostatnim przypadku jeszcze mniejsza (2,2% wobec 1,9%). Świadczy to jak znikomą rolę odgrywa rynek kapitałowy dla finansowania polskich firm. Zatem można tu zastosować dwa podejścia. Jedno opierające się na stwierdzeniu, że omawiane zagadnienie jest tak marginesowe, że w zasadzie nie ma o czym mówić, a drugie jak potencjalnie wielki rynek stoi przed nami. Oczywiście kierunek jest jednoznaczny, ale fakt śladowego znaczenia finansowania polskich przedsiębiorstw poprzez rynek kapitałowy przede wszystkim winien zastanawiać nad przyczynami tego stanu, ale także świadczy, jak trudno jest przełamać istniejące bariery.

175 W połowie 2025 r. znowelizowano art. 72 ustawy o funduszach inwestycyjnych, który reguluje podstawowe obowiązki depozytariusza. Najważniejsza zmiana polegała na uchyleniu ust. 1 pkt 10, nakładającego na banki pełniące tę funkcję ogólny, nieprecyzyjny obowiązek weryfikacji całej działalności funduszu z przepisami prawa i interesem uczestników. Główną intencją usunięcia tego zapisu było dostosowanie polskich przepisów do standardów unijnych oraz likwidacja tak zwanego „gold-platingu", czyli nadmiarowej krajowej regulacji.

Tabela 5. Struktura źródeł finansowania nakładów inwestycyjnych w przedsiębiorstwach (bez mikroprzedsiębiorstw) w 2022 r. (w %)

	Środki własne	Środki budżetowe	Kredyty i pożyczki krajowe	Leasing finansowy	Środki bezpośrednio z zagranicy – razem	Środki bezpośrednio z zagranicy – kredyty bankowe	Inne źródła razem	Nakłady niesfinansowane
Firmy ogółem	70,2%	3,6%	10,3%	5,0%	6,3%	0,3%	2,0%	2,7%
Małe i średnie firmy	67,1%	3,1%	16,1%	7,1%	4,2%	0,2%	2,2%	0,2%
Małe	66,1%	2,7%	19,9%	4,2%	5,3%	0,1%	1,9%	0,1%
Średnie	67,7%	3,3%	14,1%	8,7%	3,6%	0,3%	2,4%	0,3%
Duże	71,5%	3,8%	7,8%	4,1%	7,2%	0,4%	1,9%	3,7%

Źródło: A. Skowrońska, A. Tarnawa (red.), Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce, PARP, 2025, https://www.parp.gov.pl/storage/publications/pdf/ROSS_2025_skorygowany_22_07_2025.pdf (dostęp 24.03.2026)

Tabela 6. Dostępność form finansowania małych i średnich przedsiębiorstw

Łatwo dostępne	Średnio dostępne	Trudno dostępne
• środki własne • kredyty od dostawców • poręczenia kredytowe • środki unijne • pożyczki z sektora pozabankowego • dotacje budżetowe • pozyczki od rodziny i znajomych	• kredyty bankowe krótkoterminowe • leasing • kredyty od odbiorców • faktoring • emisje na rynku pozagiełdowym	• emisje obligacji • emisje na rynku giełdowym • kredyty bankowe długoterminowe • fundusze venture capital • franchising

Źródło: A. Żołnierski (red.), Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2007-2008, PARP, 2009, www.parp.gov.pl/files/74/81/305/5000.pdf.

W przypadku MŚP wynika to przede wszystkim z trudności w dostępie do tej formy finansowania i nie dotyczy tylko rynku polskiego. Przede wszystkim stoją tu na przeszkodzie niewspółmiernie wysokie koszty transakcyjne (przede wszystkim administracyjne, mniej finansowe) w stosunku do skali potrzebnych środków. W tej materii trudność w dostępie do finansowania małych i średnich przedsiębiorstw, a zwłaszcza długoterminowego na cele inwestycyjne za pośrednictwem rynku kapitałowego od lat pozostaje znaczna (bardzo silna). Różnice w możliwości uzyskania środków przez MŚP przedstawia Tabela nr 6.

Wydaje się, że wdrożenie koncepcji Unii Oszczędności i Inwestycji w tym zakresie niewiele jednak zmieni. Niemniej założenia są ambitne. Po pierwsze przewiduje się uproszczenie wejścia na giełdę (*Listing Rules*), czyli łagodniejsze wymogi regulacyjne. Zakłada się wprowadzenie uproszczonych zasad publikacji prospektów emisyjnych dla mniejszych emitentów, co ma obniżyć koszty administracyjne debiutu giełdowego. Natomiast nowa definicja MŚP dla rynków długu dotyczy uznania za MŚP podmiotów emitujących obligacje o wartości do 50 mln euro (w ciągu 12 miesięcy), co powinno pozwolić większej liczbie firm korzystać z ulg regulacyjnych na rynkach wzrostowych dla MŚP. Rozwój sekurytyzacji (opisany w poprzednim rozdziale) ma stanowić niejako „uwalniacz" kredytów. Zatem chodzi o uproszczenie przepisów dotyczących sekurytyzacji, co ma pozwolić bankom na przenoszenie ryzyka z portfeli kredytowych na inwestorów rynkowych. Dzięki temu banki miałyby „odblokować" swoje bilanse, co umoż-

liwi im udzielanie nowych kredytów dla MŚP. Jednak to są założenia dla całej Unii Europejskiej. W Polsce banki mierzą się generalnie z problemem ulokowania kredytu, a nie brakiem jego finansowania (strukturalna nadwyżka depozytów nad kredytami), czy potrzebą „odblokowania" kapitału regulacyjnego (tu także występują strukturalne nadwyżki ponad wymogi regulacyjne). Takim dobitnym przykładem jest sektor bankowości spółdzielczej, naturalnie nastawiony na finansowanie małych i średnich przedsiębiorstw. Natomiast banki spółdzielcze mają jeszcze większe problemy w rozbudowie swojego portfela kredytowego w stosunku do banków komercyjnych, a napływ depozytów muszą bezpośrednio lub pośrednio lokować w instrumenty długu publicznego.

Strategia Unii Oszczędności i Inwestycji zakłada również zachęcanie funduszy emerytalnych i firm ubezpieczeniowych do zwiększenia inwestycji w długoterminowy kapitał wysokiego ryzyka (Venture Capital i Private Equity). Natomiast w Polsce prawie zniszczono fundusze emerytalne, a możliwości dość wysoko rentownego lokowania środków w obligacje Skarbu Państwa nie zachęcają do ryzykownych inwestycji typu Venture Capital, czy Private Equity. Wydaje się, że w Polsce małe też są szanse na szersze tworzenie atrakcyjnych produktów finansowych dla inwestorów detalicznych, które będą bezpośrednio finansować innowacyjne firmy i start-upy. Znaczenie ma tu wysoki poziom ryzyka inwestycyjnego, do akceptacji którego polskie społeczeństwo wykazuje małą skłonność. W tej materii niepowetowane straty przyniosła afera GetBack, gdzie polscy inwestorzy stracili 3,5 mld złotych (podejrzenie popełnienia przestępstw przez kierownictwo GetBack, ale też inne osoby związane z rynkiem kapitałowym - członków zarządów Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych, spółek giełdowych, biegłych, a nawet prokuratora).[176] Przede wszystkim podważyło to zaufanie do instytucji finansowych nie objętych gwarancjami jak np. banki, a związanych właśnie z rynkiem kapitałowym. Wydaje się tu spełniać prawidłowość odkryta przez znanego psychologa społecznego Gerta Hofstede na temat charakterystyki społeczeństw narodowych, polegająca na mniejszej lub większej skłonności do unikania niepewności (wskaźnik UAI). Dla Polski ten wskaźnik jest bardzo wysoki i wynosi 93 pkt. (wobec minimalnego 8 pkt – Singapur i najwyższego dla Grecji - 112 pkt)[177]. Jednak jak to opisuje i interpretuje polski profesor P. Boski nie wyklucza to, a nawet wręcz towarzyszy – silny poziom ryzykanctwa.[178] Tak też można zinterpretować sytuację na polskim rynku finansowym, gdzie wobec rynku kryptowalut według raportu Polskiego Instytutu Ekonomicznego *Popularność kryptowalut w Polsce* z 2023 r. aż 11,7 proc. Polaków w wieku produkcyjnym deklarowało posiadanie kryptowalut (1 148 730 osób).[179] Interesujące jest tu zestawienie tych danych z liczbą 1,969 mln, czyli ilością rachunków maklerskich w Polsce, z czego tylko 267 tys. aktywnych. (grudzień 2024).[180] Wielkości te mogą świadczyć, jak duże jest zainteresowanie kryptowalutami, które może świadczyć o ryzykanctwie, a jak małe tradycyjnym rynkiem kapitałowym (inwestowanie w instrumenty o podwyższonym ryzyku) plus zdecydowanie największe zainteresowanie bezpiecznymi lokatami bankowymi, choć oprocentowanie tych ostatnich nie zawsze pozwala na pokrycie przynajmniej poziomu inflacji.

Wracając do strategii Unii Oszczędności i Inwestycji, jej wdrożenie dotyczyć też ma zbudowania europejskiej infrastruktury informacyjnej i nadzoru oraz stworzenia ogólnounijnej, Europejskiej Bazy Danych o MSP, która ma dostarczać inwestorom wiarygodnych informacji o kondycji finansowej mniejszych firm, ułatwiając im ocenę ryzyka i decyzję o inwestycji. Słuszna poniekąd idea wydaje się daleka w realizacji, chociażby ze względu na skalę tego przedsięwzięcia. Natomiast konwergencja nadzorcza, czyli dążenie do ujednolicenia nadzoru nad rynkami (wzmocnienie roli ESMA), a w konsekwencji eliminowanie barier dla inwestycji transgranicznych również nie wydaje się przedsięwzięciem łatwym w obliczu coraz silniejszego oporu w wielu krajach członkowskich do wzmacniania integracji wspólnotowej. Natomiast w odniesieniu do Polski potencjalne pozyskiwanie kapitału przez MSP od inwestorów z innych krajów Unii Europejskiej, wobec relatywnie łatwego dostępu do kredytu bankowego (najprawdopodobniej tańszego) również budzi wątpliwości.

176 M. Gadawa, Wielka afera. Ponad 9 tys. pokrzywdzonych. NIK ujawnia ustalenia ws. GetBack, Money.pl. 8.07.2025, https://www.money.pl/gospodarka/wielka-afera-ponad-9-tys-pokrzywdzonych-nik-ujawnia-ustalenia-7176049334279008a.html (dostęp 04.04.2026).

177 Clearly Cultural. Making Sense of Cross Cultural Communication, https://clearlycultural.com/geert-hofstede-cultural-dimensions/uncertainty-avoidance-index/ (dostęp 04.04.2026).

178 P. Boski, Kulturowe ramy zachowań społecznych, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2009, s. 110-111.

179 K. Łukasik, J. Witczak, (Popularność kryptowalut w Polsce, Polski Instytut Ekonomiczny, Warszawa, 2023, s. 21.

180 Rekordowa liczba rachunków maklerskich na GPW, Stefa Inwestorow, https://strefainwestorow.pl/wiadomosci/20250402/rekordowa-liczba-rachunkow-maklerskich-na-gpw (dostęp 04.04.2026)

Dodatkowo szerokie możliwości uzyskania środków z różnych funduszy wsparcia (głównie w formie grantów, których przede wszystkim nie potrzeba spłacać SIC!) nie sprzyjają budowie zdrowych podstaw rynku kapitałowego. Szczególnie ten ostatni rodzaj źródeł pozyskania środków finansowych odgrywa istotną rolę – zwłaszcza w tak preferowanych obszarach jak nowoczesne technologie obronne, cyfryzacja, zielona transformacja, czy ogólnie przedsięwzięcia innowacyjne – a nie mechanizm rynkowy. Według opinii przedstawicieli funduszy Venture Capital mamy do czynienia z pewnym „zepsuciem" rynku i dość powszechną od wielu już lat „grantozą". Zatem atrakcyjność kanałów pozyskania funduszy poprzez rynek kapitałowy, a częściowo i bankowy, wydaje się relatywnie słabsza. Brakuje silnego popytu na finansowanie ze strony samych firm MSP.

Teoretycznie, w kontekście rozwoju rynku kapitałowego, banki mogą zapewniać finansowanie pomostowe, przygotowując firmy do wejścia na rynek kapitałowy, a także wspierać je w procesie emisji akcji i obligacji. Dzięki swojej zdolności do oceny ryzyka (*screening*) mogą działać jako instytucje certyfikujące jakość projektów, co może sprzyjać zwiększaniu zaufania inwestorów. Jest to tym ważniejsze, że spotyka się opinie o bardziej restrykcyjnym wycenianiu ryzyka przez rynek kapitałowy na co wskazują dotychczasowe doświadczenia.[181] Generalnie w tej materii istotne zmiany następują za sprawą rozwoju technologicznego i dostępu do szerszych baz danych, co osłabi wartość dodaną wynikającą z relacyjności klientów z bankami. Niemniej ta sytuacja dotyczy bardziej dużych przedsiębiorstw niż sektora MSP.

Ogólnie banki mają potencjał, aby uczestniczyć w dystrybucji instrumentów finansowych, zapewniając popyt na papiery wartościowe emitowane przez MSP. Są otwarte na współpracę z funduszami venture capital i private equity, w celu tworzenia kompleksowego ekosystemu finansowania innowacji. Jednak przy ograniczonym popycie z jednej strony, ale i z drugiej przy barierach regulacyjnych i nastawieniu nadzorcy dążącym do ograniczania przedsięwzięć o wysokim ryzyku, w efekcie finalnym ten rodzaj aktywności ma charakter marginalny. Zatem działalność banków, która teoretycznie mogłaby przyczyniać się do ograniczenia luki finansowania (*equity gap*), charakterystycznej dla MSP, a także innowacyjnych przedsiębiorstw o wysokim ryzyku i ograniczonych zabezpieczeniach prawie zupełnie nie ma miejsca. Najprawdopodobniej Unia Oszczędności i Inwestycji niewiele zmieni tę sytuację.

5.6. Relacje między sektorem bankowym a rynkiem kapitałowym w Polsce wobec koncepcji Unii Oszczędności i Inwestycji

Relacje między sektorem bankowym a rynkiem kapitałowym są złożone, a uwaga ta też dotyczy Polski. Obopólne odnoszenia mają zarówno charakter konkurencyjny, jak i komplementarny. Współcześnie dominuje pogląd o ich wzajemnym uzupełnianiu się, choć napięcia między nimi pozostają istotne – szczególnie w kontekście przepływu środków między depozytami bankowymi a inwestycjami rynkowymi. Banki wraz z rynkiem kapitałowym tradycyjnie traktowane są jako alternatywne źródła finansowania gospodarki i dziś coraz częściej postrzegane jako system współzależny. Natomiast rozwój technologii i nowych instytucji finansowych osłabia przewagi banków wynikające z relacji z klientem.

Wzrost znaczenia rynku kapitałowego zmusza banki do poszukiwania nowych rodzajów usług i dywersyfikacji przychodów, między innymi poprzez większe zaangażowanie się w sferę bankowości inwestycyjnej. Niemniej dominują dochody odsetkowe (model depozytowo-kredytowy), a przychody z rynku kapitałowego mają niewielkie znaczenie. Przesuwanie oszczędności z banków na rynek kapitałowy może obniżać ich rentowność, chyba że zostanie zrekompensowane nowymi źródłami dochodu.

Rozwinięty rynek kapitałowy zwiększa stabilność systemu finansowego poprzez dywersyfikację źródeł finansowania gospodarki i rozproszenie ryzyka. Zmniejsza też obciążenie sektora bankowego w czasie kryzysów. Jednocześnie jednak zwiększa podatność na szoki globalne i może sprzyjać niestabilności (np. ze względu na szybki odpływ kapitału).

Zatem uzyskujemy efekt netto, który jest pozytywny dla gospodarki, ale bardziej ambiwalentny dla banków.

Jednakże to banki odegrały kluczową rolę w rozwoju rynku kapitałowego w Polsce. Walnie przyczyniły się do budowy infrastruktury rynku, wzięły udział w prywatyzacji i licznych IPO, wspomagały rozwój funduszy inwestycyjnych i OFE, dystrybuowały pro-

181 K. Trzaska, Szansa czy marginalizacja polskiego rynku? „Miesięcznik Finansowy BANK", kwiecień 2025, https://bank.pl/wp-content/uploads/2015/05/bank.2015.04.016-017.pdf (dostęp 05.04.2026).

dukty inwestycyjne oraz były bardzo aktywne na niwie edukacji finansowej społeczeństwa (w tym dotyczącej rynku kapitałowego). Do dziś banki pozostają głównym pośrednikiem między oszczędnościami a rynkiem kapitałowym.

W odniesieniu do finansowania sektora MSP rynek kapitałowy odgrywa marginalną rolę w Polsce. Do głównych barier w tej dziedzinie należą wysokie koszty emisji, niska skłonność do ryzyka oraz dostępność alternatyw (kredyt, dotacje). Banki posiadają potencjał, aby wspierać ten obszar (np. jako pośrednicy, doradcy), ale w praktyce ich rola jest ograniczona.

Obecne bariery rozwoju rynku kapitałowego w Polsce wynikają przede wszystkim z:

- atrakcyjności oprocentowania obligacji skarbowych (choć to można nazwać rynkiem kapitałowym, to ten rodzaj inwestowania przytłacza prawie wszystkie inne i hamuje ogólny rozwój rynku),
- słabo rozwiniętych krajowych inwestorów instytucjonalnych (np. prawie całkowite wyeliminowanie funduszy emerytalnych),
- niskiego zaufania do rynku (m.in. po aferach finansowych),
- szerokiej dostępności finansowania publicznego (granty),
- zgromadzonych znacznych oszczędności środków własnych (m.in. po zalaniu rynku wsparciem związanym z pandemią COVID-19),
- aktualnej sytuacji na rynku bankowym, słabo sprzyjającej rozwojowi rynku kapitałowego.

Reasumując relacje między sektorem bankowym a rynkiem kapitałowym w Polsce są złożone i wielowymiarowe. Z jednej strony rynek kapitałowy wspiera stabilność systemu i rozwój gospodarki. Natomiast z drugiej, jego wzrost może osłabiać tradycyjny model biznesowy banków. W tę ostatnią obawę wpisują się opinie przedstawicieli banków wyrażane zarówno wobec strategii Unii Oszczędności i Inwestycji, jak i wcześniej wobec jej poprzedniczki Unii Rynków Kapitałowych.

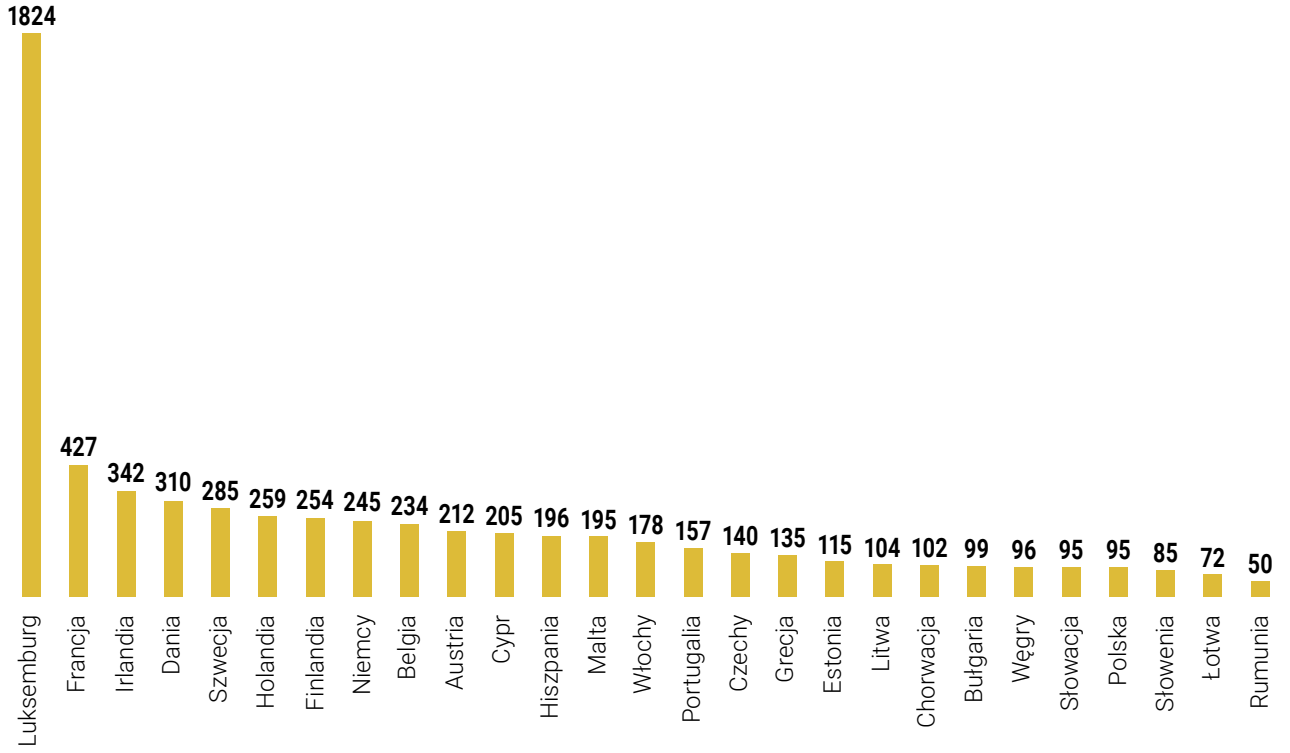
Można zadać sobie pytanie, czy Unia Oszczędności i Inwestycji stanowi szansę, czy groźbę marginalizacji polskiego rynku? Działanie Unii Europejskiej zmierza do ograniczania udziału sektora bankowego w finansowaniu gospodarek krajów członkowskich. Tak jak w przypadku krajów wysoko rozwiniętych, z przerostem sektora finansowego w stosunku do ich PKB, to ten kierunek ma jak najbardziej sens. Jednak w przypadku Polski, gdzie daleko jest do poziomów aktywów całego sektora bankowego w stosunku do PKB, jak to ma miejsce w krajach „starej" Unii, może oznaczać wzmacnianie hamulców rozwojowych krajowych banków. Polska należy do tych krajów, posiadających relatywnie najmniejszy sektor bankowy w Unii Europejskiej – patrz wykres nr 3.5.

Na koncepcję Unii Oszczędności i Inwestycji w kontekście sektora bankowego należy też spojrzeć od strony barier rozwojowych banków. Tsunami regulacyjne, które nastąpiło po Globalnym Kryzysie Finansowym w pewnym stopniu do tego się przyczyniło. Pierwotnie ostrze tych zmian regulacyjnych skierowane miało być w wielkie, globalne banki, które w największym stopniu współponosiły odpowiedzialność za powstały kryzys. Jednak te restrykcyjne regulacje objęły wszystkie banki (zasadę proporcjonalności zastosowano tylko marginalnie), także te, które powinny się intensywnie rozwijać, a nie być hamowane (ta uwaga dotyczy w dużym stopniu m.in. Polski). Dodatkowo w naszym kraju zastosowano także inne hamulce rozwojowe, jak np. specjalny podatek bankowy (uderzający w jądro działalności bankowej – kredytowanie), czy też budzący wątpliwości konstytucyjne ponadnormatywny podatek dochodowy CIT. Zatem proponowane przeorientowanie się w ramach Unii Oszczędności i Inwestycji z polskiej perspektywy niesie ze sobą poważne wątpliwości. Dochodzi jeszcze zagrożenie zmarginalizowania polskiego rynku i krajowych instytucji finansowych. Dla tych ostatnich koszty związane z rozwojem i utrzymaniem infrastruktury są relatywnie większe niż dla dużych podmiotów zagranicznych.[182] Stosunkowa słabość krajowych podmiotów na polskim rynku kapitałowym może zostać jeszcze bardziej pogłębiona.

Generalnie nie chodzi jednak o blokowanie wszelkich inicjatyw związanych z rozwojem rynków kapitałowych w Unii Europejskiej, także z polskiej perspektywy. Dowodem na to jest przygotowanie specjalnego (niedawno podpisanego 11 marca 2026 r.) listu mi-

182 K. Trzaska, Szansa czy marginalizacja polskiego rynku? „Miesięcznik Finansowy BANK", kwiecień 2025, https://bank.pl/wp-content/uploads/2015/05/bank.2015.04.016-017.pdf (dostęp 05.04.2026).

Wykres 9. Aktywa w relacji do PKB w II kw. 2025 r. – polski sektor bankowy i sektory bankowe z krajów UE (w proc.)



Źródło: Polska i Europa. Inwestycje, bezpieczeństwo, przyszłość, Raport Związku Banków Polskich, XII wydanie, Warszawa, 2025, s. 50.

nistrów Francji, Niemiec, Włoch, Niderlandów, Polski i Hiszpanii, który skierowany został do komisarz Albuquerque i wiceprzewodniczącego Dombrovskisa, Eurogrupy oraz prezydencji Rady UE w sprawie przyspieszenia prac nad kluczowymi reformami rynku kapitałowego w Unii Europejskiej. Sygnatariusze tego dokumentu podkreślają, że budowa Unii Oszczędności i Inwestycji stanowi konieczność dla wzmocnienia europejskiej konkurencyjności, suwerenności gospodarczej oraz zdolności finansowania wspólnych celów Unii[183]. Nie zmienia to jednak faktu, że sytuacja Polski w tym gronie jest zgoła odmienna od sytuacji pozostałych sygnatariuszy pod względem stopnia rozwoju rynku kapitałowego oraz przyszłych konsekwencji wdrożenia Unii Oszczędności i Inwestycji. Z europejskiej perspektywy ogólnie słuszne są postulaty konieczności szybkiej finalizacji prac legislacyjnych nad Market Integration and Supervision Package oraz pakietem o sekurytyzacji, a także potrzeby odważnej i systemowej deregulacji, prowadzącej do uproszczenia istniejących przepisów oraz stworzenia jednolitych ram prawnych dla funkcjonowania rynku kapitałowego w UE.[184] Jednakże z polskiej perspektywy do tego dokumentu trzeba mieć podejście bardziej polityczne, podpisanie go jako państwa, które chce odgrywać rolę jednego z wiodących graczy w Unii Europejskiej, niż wynikałoby to z *stricte* interesów gospodarczych Polski. Natomiast jeden punkt listu ma bardzo istotne znaczenie dla nas, a mianowicie ten dotyczący kwestii konkurencyjności sektora bankowego w Unii Europejskiej jako głównego źródła finansowania rozwoju gospodarczego i niepomijanie tego aspektu. W przypadku Polski jest to szczególnie ważne, na co wskazaliśmy we wcześniejszych uwagach niniejszego opracowania.

Stąd też pomimo powyższej deklaracji, zgłoszone problemy, uwarunkowania oraz wątpliwości skuteczności wdrożenia Unii Oszczędności i Inwestycji pozostają aktualne.

183 P. Gałązka, Wspólny list ministrów finansów sześciu państw UE, w tym Polski, z mocnym wezwaniem do reform i integracji rynków kapitałowych, 7.04.2026, bank.pl, https://bank.pl/wspolny-list-ministrow-finansow-szesciu-panstw-ue-w-tym-polski-z-mocnym-wezwaniem-do-reform-i-integracji-rynkow-kapitalowych/ (dostęp 9.04.2026).

184 Ibidem.

PROGRAM ANALITYCZNO BADAWCZY

Wnioski i rekomendacje



Wnioski

1. Integracja rynku kapitałowego w Unii Europejskiej stanowi jeden z kluczowych kierunków rozwoju europejskiego systemu finansowego i jest postrzegana jako proces nieunikniony z punktu widzenia długoterminowych celów gospodarczych i inwestycyjnych UE. Z perspektywy polskiego sektora bankowego oznacza ona przede wszystkim konieczność stopniowej transformacji modelu biznesowego (od tradycyjnej roli instytucji koncentrujących się głównie na finansowaniu kredytowym do roli pośredników finansowych, oferujących również na szerszą skalę usługi związane z rynkiem kapitałowym). W tym ujęciu integracja nie jest jedynie procesem regulacyjnym, ale przede wszystkim impulsem do redefinicji miejsca banków w systemie finansowym. Banki, które pozostaną wyłącznie przy tradycyjnym modelu depozytowo-kredytowym, mogą stopniowo tracić znaczenie w obszarach związanych z finansowaniem rozwoju przedsiębiorstw. Dlatego konieczne jest wzmocnienie w bankach kompetencji w zakresie organizacji emisji, doradztwa kapitałowego, dystrybucji produktów inwestycyjnych oraz sekurytyzacji.

2. Polska gospodarka jest jedną z najbardziej bankozależnych w UE, a finansowanie rynkowe pełni w niej nadal ograniczoną funkcję. Jednocześnie zarówno sektor bankowy, jak i rynek kapitałowy są relatywnie słabiej rozwinięte względem skali gospodarki niż w wielu krajach UE. Podstawowym problemem Polski nie jest nadmierna dominacja banków, lecz zbyt płytka struktura całego systemu finansowego. Dlatego celem polityki publicznej nie powinno być przesuwanie finansowania z banków na rynek kapitałowy kosztem sektora bankowego, ale budowa komplementarnego modelu, w którym banki nadal finansują gospodarkę, a rynek kapitałowy zwiększa dostęp przedsiębiorstw do długoterminowego kapitału udziałowego i dłużnego. Polski sektor bankowy pozostaje bowiem relatywnie niewielki względem potrzeb inwestycyjnych i skali gospodarki, zwłaszcza w porównaniu z wybranymi państwami UE o zbliżonej lub nieco większej skali PKB, takimi jak Holandia, Belgia, Szwecja czy Austria. Co więcej, jest on nadmiernie obciążony fiskalnie.

3. Polski rynek kapitałowy charakteryzuje się asymetryczną integracją z rynkiem europejskim. Jest ona relatywnie silnie zaawansowana w wymiarze regulacyjnym i instytucjonalnym, natomiast bardzo umiarkowana w wymiarze ekonomicznym, rynkowym i infrastrukturalnym. Mimo dostosowania do standardów Unii Europejskiej skala, płynność i znaczenie rynku kapitałowego w Polsce pozostają znacznie niższe niż w wiodących państwach UE, co ogranicza jego zdolność do pełnienia funkcji realnego źródła finansowania rozwoju przedsiębiorstw i transformacji polskiej gospodarki. Oznacza to, że sama harmonizacja regulacyjna nie wystarcza do zbudowania efektywnego rynku kapitałowego. Bez zwiększenia liczby emitentów, wzmocnienia krajowej bazy inwestorów, poprawy płynności oraz rozwoju instrumentów dłużnych i udziałowych Polska może uczestniczyć w integracji europejskiej głównie jako rynek peryferyjny, a to może stanowić zagrożenie dla rozwoju gospodarczego w dłuższym okresie.

4. Dane dotyczące kapitalizacji giełdy, rynku obligacji korporacyjnych oraz wskaźnika Market Finance Indicator wskazują nie tylko na relatywnie niski poziom finansowania rynkowego w Polsce, lecz także brak wyraźnej poprawy strukturalnej w ostatniej dekadzie. Szczególnie istotne jest to, że kapitalizacja krajowych spółek giełdowych w relacji do PKB spadła w Polsce, przy jednoczesnym wzroście średniej unijnej. Oznacza to, że Polska nie nadrabia dystansu wobec bardziej rozwiniętych rynków kapitałowych, lecz ryzykuje jego dalsze pogłębienie. W tym kontekście Capital Markets Union / Savings and Investments Union powinna być traktowana nie jako ogólna europejska inicjatywa integracyjna, ale jako impuls do stworzenia krajowych mechanizmów zwiększających liczbę emitentów, płynność rynku, rolę inwestorów instytucjonalnych i realną dostępność finansowania rynkowego dla przedsiębiorstw, zwłaszcza większych firm i perspektywicznych MŚP.

5. Integracja rynku kapitałowego przynosi jednocześnie korzyści i istotne ryzyka. Z jednej strony może zwiększać dostęp do kapitału, podnosić standardy ładu korporacyjnego i sprzyjać efektywności rynku, z drugiej zaś prowadzić do wysokiej zależności od inwestorów zagranicznych, zwiększać podatność na zewnętrzne szoki, wahania koniunktury oraz wzmacniać ryzyko marginalizacji polskiego rynku w ramach europejskiego systemu finansowego, jeżeli krajowe instytucje nie zwiększą aktywności i skali działania

6. Rynek kapitałowy należy traktować jako uzupełnienie finansowania bankowego, a nie jako jego prostą alternatywę. Oba segmenty systemu finansowego pełnią odmienne, ale komplementarne funkcje. Kredyt bankowy pozostaje istotnym źródłem finansowania przedsiębiorstw, natomiast emisje obligacji i akcji mogą poszerzać dostęp przedsiębiorstw do kapitału oraz zmniejszać koncentrację ryzyka w bilansach banków. W takim modelu banki zachowują istotną rolę pośrednika, ponieważ mogą organizować emisje, doradzać emitentom, animować obrót instrumentami finansowymi oraz kierować oszczędności gospodarstw domowych do produktywnych inwestycji.

7. W przypadku Polski rozwój rynku kapitałowego w ramach Unii Oszczędności i Inwestycji nie powinien być rozumiany jako ograniczanie roli banków w finansowaniu gospodarki. Bardziej chodzi o wykorzystanie ich potencjału do budowy silniejszego rynku kapitałowego. Polska znajduje się w innej sytuacji niż największe gospodarki UE. Sektor bankowy jest relatywnie niewielki, baza krajowych inwestorów instytucjonalnych jest ograniczona, a rynek kapitałowy jest stosunkowo płytki. Dlatego próba zastępowania banków finansowaniem rynkowym mogłaby prowadzić do osłabienia krajowego systemu finansowego, zamiast do jego modernizacji. Najbardziej racjonalnym kierunkiem jest model komplementarny, w którym banki pozostają podstawowym źródłem finansowania gospodarki, ale równocześnie pełnią funkcję ważnego kanału dystrybucji, doradztwa, edukacji i pośrednictwa w rozwoju rynku kapitałowego.

8. Polski sektor bankowy wchodzi w proces integracji z relatywnie silnej pozycji finansowej, ale jednocześnie z ograniczonym doświadczeniem i skalą działalności na rynku kapitałowym. Bilans skutków integracji będzie zależał nie tylko od zmian instytucjonalnych w UE, lecz także od zdolności polskich banków do wykorzystania własnych atutów: zaufania klientów, bazy depozytowej, rozbudowanych kanałów dystrybucji i zaawansowania cyfrowego. To właśnie te zasoby mogą zostać użyte do rozwijania usług inwestycyjnych oraz źródeł przychodów niezależnych od wyniku odsetkowego.

9. Potencjalne korzyści wynikające z integracji rynku kapitałowego obejmują przede wszystkim możliwość dywersyfikacji źródeł przychodów sektora bankowego, poprawę płynności oraz zwiększenie odporności instytucji finansowych poprzez wykorzystanie mechanizmów transferu ryzyka na rynek kapitałowy. Szerszy dostęp do międzynarodowych źródeł finansowania, większa płynność rynku oraz możliwość transferu części ryzyka na rynek kapitałowy mogą ograniczać zależność banków od wyniku odsetkowego. Rozwój usług inwestycyjnych, doradczych, emisyjnych i związanych z zarządzaniem aktywami może zarazem wzmacniać stabilność przychodów w okresach osłabienia akcji kredytowej.

10. Do głównych zagrożeń związanych z integracją należy zaliczyć potencjalną utratę części tradycyjnej działalności kredytowej na rzecz finansowania rynkowego, wzrost konkurencji ze strony zagranicznych instytucji finansowych oraz presję na obniżanie marż i rentowności działalności bankowej. Dodatkowym czynnikiem niepewności pozostaje otoczenie regulacyjne związane z integracją rynków finansowych, które może generować nowe obowiązki regulacyjne oraz zwiększać koszty funkcjonowania instytucji finansowych.

11. Aktywność banków na rynku kapitałowym w Polsce jest silnie ograniczana przez restrykcyjne regulacje ostrożnościowe oraz wysokie koszty compliance, wynikające głównie z reżimów CRR/CRD oraz MiFID II/MiFIR i MAR. Regulacje te promują model bankowości kredytowej, zwiększają koszt angażowania się w instrumenty rynku kapitałowego i prowadzą do ograniczenia oferty usług inwestycyjnych, szczególnie bardziej zaawansowanych.

12. Bariery rozwoju aktywności banków na rynku kapitałowym mają charakter nie tylko regulacyjny, ale także strategiczny i strukturalny. Banki często traktują działalność inwestycyjną jako uzupełniającą wobec bankowości kredytowej, a ograniczona skala krajowego rynku, niska płynność, niewystarczająca baza emitentów oraz ryzyko prawne i nadzorcze zmniejszają opłacalność rozwijania bankowości inwestycyjnej i funkcji animatora rynku.

13. Banki pełnią kluczową, lecz selektywną rolę w kształtowaniu kultury inwestycyjnej w Polsce. Jako główny punkt kontaktu klientów z systemem finansowym oraz dominujący ka-

nał dystrybucji produktów inwestycyjnych wpływają na sposób postrzegania inwestowania. W praktyce jednak często promują produkty konserwatywne lub proste produkty dystrybucyjne, co może utrwalać zawężone rozumienie inwestowania i ograniczać rozwój bardziej świadomego uczestnictwa gospodarstw domowych w rynku kapitałowym.

14. Strategia Unii Oszczędności i Inwestycji (ISU) zakłada systemową transformację modelu oszczędzania w kierunku produktów inwestycyjnych i długoterminowych, co oznacza rosnącą rolę funduszy, ETF-ów, produktów emerytalnych (PPK, IKE/IKZE, PEPP) oraz funduszy długoterminowych (LTI). W Polsce rozwój ten będzie silnie powiązany z integracją regulacyjną UE, cyfryzacją dystrybucji oraz wykorzystaniem banków jako głównego kanału dostępu dla klientów detalicznych.

15. Rozwój detalicznych produktów oszczędnościowo-inwestycyjnych napotyka istotne bariery strukturalne, w tym niską skłonność do ryzyka i wiedzę finansową gospodarstw domowych, złożoność podatkową, niestabilność regulacyjną oraz ograniczoną dostępność prostych i tanich produktów (np. ETF). Dodatkowo konflikty interesów w modelach dystrybucji oraz selektywna edukacja inwestycyjna ograniczają tempo realnej zmiany struktury oszczędności.

16. Rola banków w budowaniu zaufania do rynku kapitałowego ma charakter ambiwalentny – z jednej strony banki „pożyczają" swoją wiarygodność instrumentom inwestycyjnym i mogą zwiększać partycypację klientów, z drugiej strony konflikty interesów, model sprzedażowy oraz niska świadomość finansowa społeczeństwa ograniczają ich funkcję edukacyjną i mogą osłabiać długoterminowe zaufanie do rynku.

17. Analiza scenariuszowa wskazuje, że do 2030 r. sekurytyzacja ma potencjał, aby stać się istotnym, choć najprawdopodobniej nadal selektywnie wykorzystywanym narzędziem zarządzania kapitałem, ryzykiem i zdolnością kredytową banków. Najbardziej prawdopodobny wydaje się scenariusz bazowy, w którym rynek rozwija się stopniowo, pozostaje w dużej mierze prywatny, jednak zaczyna nabierać cech powtarzalności dzięki programom SRT realizowanym przez największe banki. Prognozę skali rynku oparto na doświadczeniach z lat 2024-2025. W scenariuszu bazowym założono wzrost aktywności do ok. 6-8 transakcji rocznie, przy średniej wartości jednej transakcji na poziomie ok. 3,5 mld zł. Oznaczałoby to roczny wolumen sekurytyzacji na poziomie ok. 21-28 mld zł. Przy założeniu efektu kapitałowego odpowiadającego ok. 7% wartości portfela szacunkowy efekt kapitałowy wyniósłby ok. 1,5–2,0 mld zł w ekwiwalencie CET1, co odpowiadałoby ok. 12–16 mld zł dodatkowej przestrzeni RWA.

18. Bilans potencjalnych korzyści i zagrożeń wynikających z integracji rynku kapitałowego nie jest jednoznaczny. Wiele wskazuje jednak na to, że polski sektor bankowy może odnieść istotne korzyści z tego procesu, pod warunkiem aktywnego dostosowania się do zmieniających się warunków funkcjonowania. Kluczowe znaczenie może mieć rozwój kompetencji w zakresie usług rynku kapitałowego, inwestycje w infrastrukturę technologiczną oraz budowanie zdolności do współpracy z innymi instytucjami finansowymi, np. w ramach konsorcjów organizujących emisje instrumentów finansowych. Należy również podkreślić, że sektor bankowy i rynek kapitałowy nie powinny być postrzegane jako konkurencyjne elementy systemu finansowego, lecz raczej jako jego komplementarne filary. W warunkach dobrze funkcjonującego systemu finansowego może występować istotny efekt synergii pomiędzy tymi segmentami rynku. Przykładowo banki mogą aktywnie wspierać rozwój rynku obligacji korporacyjnych poprzez organizację emisji, doradztwo finansowe czy animowanie obrotu tymi instrumentami. Podobnie rozwój działalności w obszarze zarządzania aktywami może pozwolić bankom na zwiększenie przychodów z usług inwestycyjnych, przy jednoczesnym zachowaniu ich kluczowej roli w procesie alokacji kapitału w gospodarce. Z punktu widzenia polskiego sektora bankowego integracja rynku kapitałowego może zatem stanowić impuls do przyspieszenia ewolucji modelu biznesowego. W przypadku biernej postawy instytucji finansowych istnieje ryzyko, że rosnące znaczenie finansowania rynkowego doprowadzi do stopniowego ograniczenia roli banków w systemie finansowym. Jeżeli jednak banki będą w stanie aktywnie wykorzystać nowe możliwości wynikające z integracji rynku kapitałowego, mogą umocnić swoją pozycję jako kluczowych uczestników ekosystemu finansowego, łącza-

cych oszczędności gospodarstw domowych z inwestycjami przedsiębiorstw przy wykorzystaniu zarówno tradycyjnych instrumentów bankowych, jak i narzędzi rynku kapitałowego.

19. Wykorzystanie szans wynikających z integracji będzie zależało od zdolności banków do aktywnego rozwoju kompetencji, technologii i współpracy instytucjonalnej. Kluczowe znaczenie będą miały inwestycje w wiedzę dotyczącą instrumentów finansowych, regulacji unijnych, analityki ryzyka, doradztwa inwestycyjnego i obsługi emisji. Równie ważna będzie współpraca z GPW, domami maklerskimi, funduszami inwestycyjnymi, fintechami oraz partnerami zagranicznymi, ponieważ samodzielne działanie banków może okazać się niewystarczające wobec skali konkurencji na rynku europejskim.

20. W dłuższej perspektywie dobrze zintegrowany i zdywersyfikowany system finansowy może przyczynić się do zwiększenia odporności polskiej gospodarki na wstrząsy makroekonomiczne oraz do poprawy efektywności alokacji kapitału. Rozłożenie finansowania między banki i rynek kapitałowy może ułatwiać przedsiębiorstwom dostęp do różnych źródeł kapitału, ograniczać ryzyko nadmiernej koncentracji finansowania w sektorze bankowym oraz wspierać rozwój inwestycji długoterminowych. Korzyści te nie pojawią się jednak automatycznie, lecz będą zależeć od jakości regulacji, poziomu zaufania inwestorów i aktywności krajowych instytucji finansowych.

Rekomendacje

1. Polityka rozwoju rynku kapitałowego w Polsce powinna być prowadzona w formule komplementarności z sektorem bankowym, a nie jego substytucji. W polskich warunkach nadmierne obciążanie banków regulacyjnie i fiskalnie może ograniczyć zdolność całego systemu finansowego do wspierania inwestycji i zrównoważonego wzrostu gospodarczego. Ma to szczególne znaczenie w kontekście wysokiego i rosnącego obciążenia fiskalnego sektora bankowego, obejmującego podatek od niektórych instytucji finansowych, jak i podwyższone od początku 2026 r. opodatkowanie dochodów banków (windfall tax). Nałożenie się tych obciążeń może ograniczać możliwości wzmacniania bazy kapitałowej banków, finansowania akcji kredytowej i rozwijania przez banki działalności na rynku kapitałowym. W konsekwencji nadmierne obciążenia fiskalne i regulacyjne mogą osłabiać nie tylko sam sektor bankowy, lecz także zdolność całego systemu finansowego do wspierania inwestycji i koniecznej transformacji gospodarczej.

2. Dlatego państwo powinno równolegle wzmacniać potencjał banków do finansowania gospodarki m.in. poprzez selektywne zachęty do ich aktywniejszej roli na rynku kapitałowym. Konieczne jest przede wszystkim usprawnienie warunków sekurytyzacji i transferu ryzyka, tak aby banki mogły bezpiecznie uwalniać kapitał regulacyjny i zwiększać zdolność do finansowania nowych inwestycji.

3. Kluczowym kierunkiem działań powinno być wzmocnienie krajowej bazy inwestorów oraz pogłębienie lokalnego rynku kapitałowego (np. poprzez rozwój długoterminowych oszczędności gospodarstw domowych i instytucji krajowych), tak aby ograniczyć zależność od kapitału zagranicznego i zwiększyć zdolność Polski do pełniejszego wykorzystania korzyści wynikających z integracji z rynkiem europejskim. Po stronie inwestorów ważne jest rozwijanie długoterminowych produktów oszczędnościowo-inwestycyjnych. Z tej perspektywy pozytywnie należy ocenić projekt OKI. Nowe konto powinno wzmacniać krajową bazę inwestorów, zwiększać udział gospodarstw domowych w finansowaniu przedsiębiorstw oraz ograniczać nadmierną koncentrację oszczędności w depozytach bankowych. Instrument ten powinien jednak uzupełniać, a nie wypierać istniejące rozwiązania długoterminowego oszczędzania. Banki powinny być zaangażowane w promocję OKI i działania edukacyjne z tym związane.

4. Rozwój rynku kapitałowego wymaga lepszej koordynacji instytucjonalnej między państwem, nadzorem, bankami, GPW i pozostałymi uczestnikami rynku. Obecnie działania na rzecz rynku kapitałowego są często rozproszone i niewystarczająco powiązane z polityką gospodarczą, podatkową, emerytalną i regulacyjną. Wskazane jest stworzenie spójnego programu rozwoju rynku kapitałowego, obejmującego mierzalne cele, harmonogram działań oraz mechanizmy monitorowania efektów. Do zastanowienia się pozostaje wskazanie jednej instytucji odpowiedzialnej za koordynację wspomnianych działań.

5. Należy dążyć do zrównoważenia podejścia regulacyjnego poprzez ograniczenie nadmiernych obciążeń compliance i stworzenie zachęt do większego zaangażowania banków w rynek kapitałowy, przy jednoczesnym wspieraniu zmiany strategicznej w bankach (rozwój bankowości inwestycyjnej, lepsze wykorzystanie synergii z działalnością maklerską), co pozwoli wzmocnić ich rolę jako pośredników kapitału i zwiększyć głębokość rynku.

6. Należy wzmacniać edukację finansową i inwestycyjną klientów poprzez skoordynowane działania banków oraz instytucji publicznych. Banki, ze względu na bezpośredni kontakt z klientami, dostęp do szerokiej grupy odbiorców oraz udział w dystrybucji produktów finansowych, mogą pełnić istotną funkcję informacyjną i doradczą. Nie powinny jednak ponosić wyłącznej odpowiedzialności za budowanie wiedzy finansowej społeczeństwa, ponieważ ich działalność ma charakter komercyjny. Rolą państwa powinno być ustanawianie standardów informacyjnych i doradczych, kontrolowanie praktyk sprzedażowych oraz zapewnianie obywatelom dostępu do wiarygodnych materiałów edukacyjnych. Taki podział odpowiedzialności powinien w dłuższej perspektywie sprzyjać budowie dojrzałej kultury inwestycyjnej w Polsce.

7. Rekomendowane jest nie tyle tworzenie nowych ram dla sekurytyzacji, ile usprawnienie ich praktycznego stosowania w Polsce, zwłaszcza w odniesieniu do transakcji typu SRT. Priorytetem powinno być zwiększenie przewidywalności nadzorczej, ograniczenie niepewności podatkowej i prawnej, standaryzacja dokumentacji oraz doprecyzowanie zasad obsługi sekurytyzowanych wierzytelności. Pozwoliłoby to wykorzystać sekurytyzację jako bezpieczne narzędzie transferu ryzyka, uwalniania kapitału regulacyjnego i zwiększania zdolności banków do finansowania gospodarki, przy zachowaniu wysokich standardów przejrzystości, jakości aktywów i kontroli ryzyka.

PROGRAM ANALITYCZNO BADAWCZY

Bibliografia



Allen F., Gale D., *Financial Markets, Intermediaries, and Intertemporal Smoothing*, "Journal of Political Economy" Nr 105/3, 1997.

Boot A. W., Thakor A. V., *Financial System Architecture*, The Review of Financial Studies" No. 10.3, 1997.

Boski P., *Kulturowe ramy zachowań społecznych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2009.

Clearly Cultural. Making Sense of Cross Cultural Communication, https://clearlycultural.com/geert-hofstede-cultural-dimensions/uncertainty-avoidance-index/.

Gadawa M., *Wielka afera. Ponad 9 tys. pokrzywdzonych. NIK ujawnia ustalenia ws. GetBack*, Money.pl. 8.07.2025, https://www.money.pl/gospodarka/wielka-afera-ponad-9-tys-pokrzywdzonych-nik-ujawnia-ustalenia-7176049334279008a.html.

Gałązka P., *Wspólny list ministrów finansów sześciu państw UE, w tym Polski, z mocnym wezwaniem do reform i integracji rynków kapitałowych*, 7.04.2026, bank.pl, https://bank.pl/wspolny-list-ministrow-finansow-szesciu-panstw-ue-w-tym-polski-z-mocnym-wezwaniem-do-reform-i-integracji-rynkow-kapitalowych/

Jendi N., *An Inquiry Into the Relationship Between Banks and Capital Markets*, 2025, https://lup.lub.lu.se/luur/download?func=downloadFile&recordOId=9195135&fileOId=9195157.

Łukasik K., Witczak J., *Popularność kryptowalut w Polsce,* Polski Instytut Ekonomiczny, Warszawa, 2023.

Mester L. J., Nakamura L. I., Renault M., *Transactions Accounts and Loan Monitoring*, "The review of financial studies : Cary, NC 20.3, 2007, https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip,uid&db=edszbw&AN=EDSZBW547226268&site=eds-live&scope=site

Petralia K., Philippon T., Rice T., Véron N., *Banking Disrupted? Financial Intermediation in an Era*

of Transformational Technology, Geneva Reports on the World Economy 22. Geneva: ICMB International Center for Monetary and Banking Studies, 2019, https://cepr.org/system/files/publication-files/60127-geneva_22_banking_disrupted_financial_intermediation_in_an_era_of_transformational_technology.pdf.

Polska i Europa. Inwestycje, bezpieczeństwo, przyszłość, Raport ZBP XII wydanie, Warszawa, 2025.

Raport z realizacji Programu Narodowych Funduszy Inwestycyjnych w latach 1995 – 2003, Sejm RP, Druk 4016, Warszawa 2005.

Rekordowa liczba rachunków maklerskich na GPW, Strefa Inwestorów, https://strefainwestorow.pl/wiadomosci/20250402/rekordowa-liczba-rachunkow-maklerskich-na-gpw

Schellhase J., Sau M., Prabha A. (P.), *Capital Markets in Developing Countries. The State of Play*, Center for Financial Markets, Milken Institute, 2014, Capital-Markets-in-Developing-Countries2.pdf

Skowrońska A., Tarnawa A. (red.), *Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*, PARP, 2025, https://www.parp.gov.pl/storage/publications/pdf/ROSS_2025_skorygowany_22_07_2025.pdf

Song F., Thakor A. V., *Financial System Architecture and the Co-evolution of Banks and Capital Markets*, "The Economic Journal" No. 120.547, 2010.

Trzaska K., *Szansa czy marginalizacja polskiego rynku? „Miesięcznik Finansowy BANK", kwiecień 2025,* https://bank.pl/wp-content/uploads/2015/05/bank.2015.04.016-017.pdf .

Zieliński P., *Sektor bankowy wobec reformy emerytalnej*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska", Sectio H, Oeconomia 39, 2005.

Żołnierski A. (red.), *Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2007-2008*, PARP, 2009, www.parp.gov.pl/files/74/81/305/5000.pdf.

Unia oszczędności i inwestycji: stanowisko Rady co do ożywienia unijnego rynku sekurytyzacji, https://www.consilium.europa.eu/pl/press/press-releases/2025/12/19/savings-and-investment-union-council-agrees-position-on-revitalising-the-eu-s-securitisation-market/

A. Kosiński, Sekurytyzacja aktywów, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1997.

J. Zombirt, Mitygowanie ryzyka w procesie sekurytyzacji, Społeczeństwo i polityka, 2(83)/2025.

O. E. Ergungor, Securitization, Federal Reserve Bank of Cleveland, August 15, 2003.

A. Jobst, What is Securitization? Finance & Development, IMF 2008.

M. Kalasińska, Sekurytyzacja aktywów bankowych, ZBP, Warszawa 2007.

F. J. Fabozzi, V. Kothari, Introduction to Secutirization, WILEY, 2008.

Significant growth in securitisations in 2024 after years of contraction, https://www.dnb.nl/en/general-news/statistical-news/2025/significant-growth-in-securitisations-in-2024-after-years-of-contraction/

P. Machado, Securitisation: you can never tranche the same portfolio twice, https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/speeches/date/2025/html/ssm.sp250930~224d637bdc.pl.html [dostęp: 22.04.2026].

Y. Altunbas, L. Gambacorta, D. Marques, Securitization and the Bank Lending Channel, Working Paper Series, No 838, European Central Bank, December 2007, s. 28.

EU Securitisation Reform – Securitisation Regulation and Beyond, https://www.schroders.com/en/middle-east/professional/insights/eu-securitisation-reform-unlocking-the-market-and-driving-growth-our-view/ [dostęp: 25.04.2026].

https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017R2402&from=FI

ROZPORZĄDZENIE PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY (UE) 2017/2402 z dnia 12 grudnia 2017 r. w sprawie ustanowienia ogólnych ram dla sekurytyzacji oraz utworzenia szczególnych ram dla prostych, przejrzystych i standardowych sekurytyzacji, a także zmieniające dyrektywy 2009/65/WE, 2009/138/WE i 2011/61/UE oraz rozporządzenia (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 648/2012.

Parlament Europejski, Savings and investments union: Overview and state of play, 2025.

Rada Unii Europejskiej, Statement of the Eurogroup in inclusive format on the future of Capital Markets Union, 2024.

Komisja Europejska, Savings and investments union: better financial opportunities for EU citizens and businesses, 2025.

Developing European Capital Markets to Finance the Future. Proposal for a Saving and Investments Union, April 2024.

Ahuja V., Role of Banks in Capital Market Development, Prime Database, 2016.

Thakor A. A., Song F., Banks and capital markets as a coevolving financial system, VOXEU, 2010.

Balakrishnan R., Pradhan M., Europe's Elusive Savings and Investment Union, IMF, 2025.

European Commission, Savings and Investments Union: A Strategy to Foster Citizens' Wealth and Economic Competitiveness in the EU, COM(2025) 124 final, 2025.

The European Savings and Investment Union is going ahead, Abreu Advogados, 2025.

Eurostat, Financial balance sheets – annual data, 2025.

Draghi M., The Future of European Competitiveness / Part A: A Competitiveness Strategy for Europe, 2024/2025.

Council of the EU, Retail investment strategy, 2025.

Council of the EU, Financial literacy, 2026.

ECB, Occasional Paper Series: Capital markets union: a deep dive, 2025.

European Parliament, The ambitious Savings and Investment Union project: lessons from monitoring Capital Markets Union progress, 2025.

ESMA, Building more effective and attractive capital markets in the EU, 2024.

Oliver Wyman / EBF, The EU Banking Regulatory Framework and Its Impact on Banks and the Economy, 2023.

IMF Background Note on CMU for Eurogroup, 2023.

ECB, Financial Integration and Structure in the Euro Area, 2022.

Optimizing the financing of EU enterprises: main issues and challenges, The Eurofi Magazine, 2021.

Esposito P., Larocca V., Messori M., Mischitelli M., Bank-based or Market-based financial sources: Which is better for the EU?, Luiss SEP, 2021.

ECB, Financial Integration and Structure in the Euro Area, 2023.

Minister finansów Andrzej Domański o wizji rozwoju GPW, Gazeta Parkiet, 2024.

Na rynku kapitałowym brakuje indywidualnych inwestorów. Co zmienią nowe regulacje UE, Stockwatch, 2024.

ICMA, Bond markets to meet EU investment challenges, 2024.

Regaining competitiveness and preserving European way of life, The Eurofi Magazine, 2024.

Dziekoński O., Lokalne rynki kapitałowe narzędziem regionalnej polityki rozwoju?, Pomorski Thinkletter 2(13), 2023.

Lehmann A., European Equity Markets: A Crisis in Listings and a New Scheme for Private Capital Exchanges, CFA Institute, 2026.

OECD, Venture capital investments (market statistics).

BIS, Key changes in the Polish financial system in recent years, 2023.

NBP, Rozwój systemu finansowego w Polsce, 2023.

NBP, Rozwój systemu finansowego w Polsce, 2024.

EBRD, Poland diagnostic, 2023.

Deutsche Bank Research, Corporate Bond markets in Europe – a structural perspective, 2024.

ESRB, Reports of the Advisory Scientific Committee, 2023.

ECB, Corporate loans versus market-based finance: substitutes or complements?, 2023.

AFME, Capital Markets Union – Key Performance Indicators, 2025.

SIFMA 2024 Capital Markets Factbook.

Ambroziak Ł. et al., How Poland benefits from the single market, PIE, 2023.

European Commission, European Financial Stability and Integration Review (EFSIR), 2023.

GPW, Statystyki Roczne GPW za rok 2023, 2024.

GPW, Opinion of Warsaw Stock Exchange on the Capital Market Union Project.

UKNF, Informacja na temat sytuacji sektora bankowego w 2024 roku, 2025.

EBF, Facts & Figures 2024.

Nearly 3 bn BLIK transactions in 2025 and over 2 m new users, BLIK.

ECB, Financial Integration and Structure in Euro Area, 2024.

ECB, Synergies between banking union and capital markets union, 2017.

ESMA, ESMA finds that distribution costs account for almost half of the total costs paid to invest in UCITS, 2025.

NBP, Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2022 r..

EBA, Advice on the review of the EU covered bond framework, 2025.

Directive (EU) 2019/2162 on the issue of covered bonds and covered bond public supervision.

ECBC, European Covered Bond Fact Book 2024.

ECB, Cross-border banking in the euro area since the crisis: what is driving the great retrenchment?, 2017.

ECB, Advancing the Capital Markets Union: a roadmap for harmonising securities post-trading, 2025.

Szubański P., W Europie Środkowo-Wschodniej mniej fuzji i przejęć banków, Parkiet, 2025.

GPW/Fundacja GPW, Czemu Polacy nie inwestują, tak jak by chcieli i mogli?, 2024.

EGOV, How have European banks developed along different dimensions of international competitiveness?, 2025.

FSB, Global Monitoring Report on Nonbank Financial Intermediation, 2025.

McKinsey & Company, Stan polskiego rynku funduszy inwestycyjnych oraz potencjalne kierunki jego dalszego rozwoju.

Stosunek Polaków do działalności banków w obszarze edukacji finansowej, SW Research/WIB.

Rzecznik Finansowy, Świadomość finansowa Polaków.

IZFiA, Raport roczny o rynku funduszy inwestycyjnych za rok 2022.

Gorton G. B., Metrick A., Securitization, NBER WP 18611, 2012.

Segoviano M., Jones B., Lindner P., Blankenheim J., Securitization: Lessons Learned and the Road Ahead, IMF WP/13/255.

Joint Committee Report on the functioning of the securitisation regulation (SECR), 31 March 2025.

European Commission, Revitalising EU securitisation, 2025.

Council document ST-16740-2025-INIT.

EU committee backs securitisation reform, capital floor undetermined, EU Perspectives, 2026.

European Parliament, Recalibrating the securitisation framework in the European Union, 2026.

Babu P. R., Chui M., Stephanou C., The rise and risks of synthetic risk transfers, BIS Quarterly Review, March 2026.

Wiechecki Ł., Kredytowe instrumenty pochodne (cd.), Bank 9/2002.

AFME, EU Securitisation back on track – AFME's 5-point plan, 2024.

AFME, Securitisation Data Report – 2025FY & Q4 2025.

BIS, Synthetic risk transfers, February 2026.

ESRB, Unveiling the impact of STS on-balance-sheet securitisation on EU financial stability, 2025.

UKNF, Informacja na temat sytuacji sektora bankowego w 2022 r., 2023.

IFC, IFC, BNP Paribas Bank Polska Launch SRT Transaction to Increase Climate Finance in Poland, 2024.

EBRD, Bank Millennium Synthetic Securitisation, Project ID 55832.

mBank S.A. Group, IFRS Consolidated Financial Statements 2024.

mBank S.A. Group, Management Board Report on Performance ... 2024.

mBank/PGGM, mBank and PGGM enter into PLN 3.8 billion credit risk sharing transaction..., 2025.

PKO Bank Polski, Raport nr 14/2025 „Zawarcie transakcji sekurytyzacji syntetycznej".

mBank Group, Investor Presentation Q3 2025.

UKNF, Propozycje Zespołu ds. Simplification UKNF dotyczące uproszczeń i redukcji obciążeń, 2025.

Bank of England, Financial Stability Report, July 2026, Box C: Developments in significant risk transfer activity.

Prudential Regulation Authority, Significant risk transfer financing: Prudential expectations, Dear CFO Letter, 2025.

ESRB, EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2025.

Osberghaus A., Scheppens G., Synthetic, but how much risk transfer?, Working Paper Series No 3210.

Regulation (EU) 2024/2809.

Directive (EU) 2024/2811.

Directive (EU) 2024/2810.

GPW, Management Board Report on the Activity of the Parent Entity and the Group, 2024/2025.

Zainteresowanie giełdą rośnie, przyjdzie czas na zmianę głównego indeksu – prezes, Bankier.pl.

European Commission, Listing Act: Why has the Commission proposed to review the rules on companies' access to public markets?, 2024.

ECB, Massive investment needs to meet EU green and digital targets, 2024.

GPW Group Financial Results, 2024.

PwC, ELTIF 2.0: A new era for retail investors in private markets, 2024.

Country Poland | Single Market and Competitiveness, Single Market Scoreboard.

Pan-European Integration and EU Regional Capital Markets Growth.

KNF, Key legal acts – Banking.

European Commission, Competitiveness Compass.

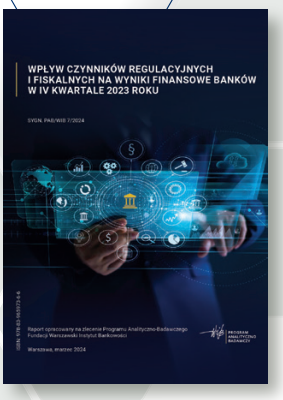
Council document ST-13577-2017-INIT.

EBA, Risk Assessment Report Spring 2025.

EBA, Final report on GL on STS criteria for OBS securitisation.

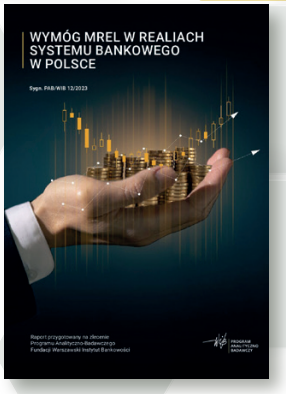
WYBRANE PUBLIKACJE











PROGRAM ANALITYCZNO BADAWCZY

WARSZAWSKI INSTYTUT BANKOWOŚCI

Masz ciekawy pomysł na badanie w obszarze finansów? Zachęcamy do zgłaszania swoich propozycji! Nabór na realizację badań finansowanych w ramach Programu Analityczno-Badawczego trwa cały rok.

ZAPRASZAMY DO WSPÓŁPRACY I KONTAKTU

pabwib
www.pabwib.pl
YouTube
pab@wib.org.pl

Warszawski Instytut Bankowości
| ul. Kruczkowskiego 8, 00-380 Warszawa
www.wib.org.pl



dr Tomasz Pawlonka
Dyrektor Programu
tpawlonka@wib.org.pl
kom.: (+48) 607-302-844



Agnieszka Nierodka
anierodka@wib.org.pl
kom.: (+48) 607-484-391



dr Agnieszka Wicha
agnieszka.wicha@zbp.pl
kom.: (+48) 661-646-474



Bartosz Przyborowski
bartosz.przyborowski@zbp.pl
kom.: (+48) 795-933-104



dr Radosław Ciukaj
radoslaw.ciukaj@zbp.pl
kom.: (+48) 784-680-685



PROGRAM
ANALITYCZNO
BADAWCZY

Raport opracowany na zlecenie
Programu Analityczno-Badawczego
Fundacji Warszawski Instytut Bankowości