

Nicolas Veron*
n.veron@bruegel.org

Europejska Unia Oszczędności i Inwestycji: co z niej będzie miała Polska?

Streszczenie

Projekt utworzenia jednolitego rynku usług finansowych Unii Europejskiej (UE), niedawno przemianowanego na Unię Oszczędności i Inwestycji (SIU), ma na celu przełamanie barier izolujących systemy finansowe poszczególnych krajów UE od reszty gospodarki UE. Biorąc pod uwagę dynamiczny rozwój gospodarczy wymagający dużego kapitału oraz stosunkowo słaby rozwój sektora finansowego, Polska ma więcej do zyskania niż większość innych państw członkowskich UE na postępach w kierunku utworzenia SIU.

Słowa kluczowe: Unia Oszczędności i Inwestycji, Unia Europejska, integracja rynku kapitałowego

Kody JEL: G15, G28, G30

The European Savings and Investment Union: What Will Poland Get Out of It?

Abstract

The project of building a single European Union (EU) market for financial services, recently rebranded as Savings and Investments Union (SIU), aims at breaking the barriers that isolate each EU country's financial system from the rest of the EU economy. Given its capital-hungry economic dynamism and relative lack of financial development, Poland has more to gain than most other EU member states from progress towards SIU.

Keywords: capital market integration, Savings and Investments Union, European Union

JEL Codes: G15, G28, G30

* Nicolas Véron – pracownik naukowy w Bruegel oraz w Peterson Institute for International Economics w Waszyngtonie.

1. Czym jest Unia Oszczędności i Inwestycji?

Koncepcja i terminologia SIU zostały zapoczątkowane w raporcie na temat jednolitego rynku autorstwa Enrico Letty z kwietnia 2024 r., a następnie poparte przez ponownie wybraną przewodniczącą Komisji Europejskiej Ursulę von der Leyen w jej inauguracyjnym przemówieniu programowym przed Parlamentem Europejskim w lipcu (Letta 2024, s. 11; von der Leyen 2024, s. 11).

Chociaż nazwa jest nowa, koncepcja nie jest nowością. Pierwsze dogłębne badania i działania Komisji Europejskiej na rzecz ponadnarodowej integracji systemu finansowego sięgają 1966 r., kiedy to opublikowano szczegółowy dokument zatytułowany „Rozwój europejskiego rynku kapitałowego”, znany również jako raport Segré, ponieważ został napisany przez grupę kierowaną przez urzędnika Komisji Claudio Segré (Komisja EWG 1966). Komentując raport Segré w tamtym czasie, znany naukowiec Charles Kindleberger stwierdził, że w Europie: *wiele wad funkcjonowania krajowych rynków kapitałowych i słabości instytucjonalnych można przezwyciężyć poprzez ich stopniową integrację, ponieważ wady funkcjonowania krajowych rynków papierów wartościowych wynikają głównie z ich wąskiego zakresu i rozdrobnienia* (Kindleberger 1967, s. 657–658). Prawie sześćdziesiąt lat później ta sama diagnoza jest powszechnie podzielana przez europejską społeczność analityczną i stanowi podstawę wizji SIU.

Obserwacja ta nie oznacza jednak, że w międzyczasie nie osiągnięto żadnego postępu. Główne inicjatywy polityczne UE, szczególnie w ciągu ostatnich trzydziestu lat, zbliżyły europejski system do ideału jednolitego rynku finansowego. Przepisy dotyczące usług finansowych i obowiązujące regulacje zostały stopniowo zharmonizowane, co zwiększyło wiarygodność koncepcji „jednolitego zbioru przepisów”, po raz pierwszy oficjalnie sformułowanej w przełomowym raporcie grupy kierowanej przez byłego bankiera centralnego Jacques’a de Larosière’a w szczytowym momencie wielkiego kryzysu finansowego (Komisja Europejska 2009).

Oprócz tworzenia przepisów wprowadzono mechanizmy zapewniające spójne wdrażanie i egzekwowanie przepisów, zazwyczaj w wyniku kryzysów. Na początku 2011 r. UE utworzyła trzy agencje w celu wspierania konwergencji praktyk nadzorczych w całej Europie, zastępując poprzednie komitety, które nie miały żadnej wiążącej władzy. Te trzy agencje to: Europejski Urząd Nadzoru Bankowego (EBA) w Londynie (przeniesiony później do Paryża w następstwie brexitu), Europejski Urząd Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych (EIOPA) we Frankfurcie oraz Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA), również w Paryżu. ESMA wkrótce uzyskała bezpośrednie uprawnienia nadzorcze w odniesieniu do ograniczonych segmentów rynku, na przykład agencji ratingowych w 2011 r. i repozytoriów transakcji w 2013 r.¹ Następnie strefa euro połączyła mikroostrożnościowy nadzór bankowy pod nadzorem Europejskiego Banku Centralnego (EBC), który zaczął obowiązywać od listopada 2014 r. Wkrótce

¹ Ujawnienie informacji: autor od dawna pełni funkcję niezależnego dyrektora niewykonawczego w jednym z repozytoriów transakcji nadzorowanych przez ESMA, spółce zależnej należącej w całości do amerykańskiej Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC).

potem w Brukseli utworzono Jednolitą Radę ds. Restrukturyzacji i Uporządkowanej Likwidacji (SRB), aby pomóc w zarządzaniu przyszłymi upadłościami znaczących banków strefy euro. W 2024 r. we Frankfurcie rozpoczęła działalność Unijna Agencja ds. Przeciwdziałania Praniu Pieniędzy (AMLA), która od 2028 r. ma pełnić bezpośrednią funkcję nadzorczą w zakresie przeciwdziałania praniu pieniędzy (AML) w odniesieniu do wybranych podmiotów w całej UE, w tym w Polsce.

W obecnej sytuacji ramy polityki UE są jednak dalekie od pełnej integracji. W wielu segmentach rynku przepisy są dalekie od jednolitości, a między przepisami krajowymi i unijnymi zachodzą złożone interakcje. Większość zadań nadzorczych jest wykonywana na poziomie krajowym, w tym w odniesieniu do większości segmentów rynków kapitałowych (takich jak zarządzający aktywami, firmy inwestycyjne i infrastruktury rynkowe), audytu i rachunkowości, ubezpieczeń, nadzoru makroostrożnościowego i ochrony konsumentów w bankach, a także nadzoru mikroostrożnościowego i restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków spoza strefy euro. Poza przeciwdziałaniem praniu pieniędzy UE nie podjęła w ciągu ostatnich dziesięciu lat żadnych znaczących kroków legislacyjnych w kierunku integracji polityki finansowej, mimo że od 2014 r. zaczęła promować pozornie ambitny program unii rynków kapitałowych (CMU). W semantyce Komisji Europejskiej CMU jest obecnie podzbiorem wszechstronnej SIU, która obejmuje również sektory bankowości i ubezpieczeń.

Komisja, kierując się słusznymi względami, przed przedstawieniem wniosków legislacyjnych dotyczących nowych inicjatyw przeprowadza szerokie konsultacje, w związku z czym ogłoszenie w zeszłym roku inicjatywy SIU nie przełożyło się jeszcze na konkretne działania w momencie sporządzania niniejszego dokumentu. W marcu 2025 r. Komisja opublikowała komunikat określający ogólną strategię i kolejność działań mających na celu realizację wizji SIU, wraz z załącznikiem zawierającym 22 poszczególne działania, z których 14 wiąże się (przynajmniej potencjalnie) z nowymi przepisami (Komisja Europejska 2025, s. 18–19). Spośród tych ostatnich tylko przegląd przepisów dotyczących sekurytyzacji został już opublikowany w połowie czerwca. (W lutym 2025 r. Komisja zaproponowała wprowadzić zmiany w przepisach dotyczących obowiązkowych ujawnień informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem, ale wykracza to poza zakres SIU w jej rozumieniu). Jak zwykle w UE, inicjatywy nielegislacyjne, takie jak sprawozdania, zalecenia i komunikaty, mogą mieć pewną wartość jako inspiracja dla reform krajowych lub przygotowanie gruntu pod kolejne inicjatywy na szczeblu UE, ale ich wpływ i znaczenie są zazwyczaj mniejsze niż w przypadku prawodawstwa UE, czy to w formie dyrektyw lub rozporządzeń (mających bezpośrednie zastosowanie), czy też dyrektyw (wymagających transpozycji do prawa krajowego każdego z państw członkowskich).

Po dokładnym przeanalizowaniu załącznika do komunikatu Komisji Europejskiej z marca dotyczącego SIU, dwa tematy wydają się potencjalnie istotne. Po pierwsze, przed końcem 2025 r. Komisja przedstawi wniosek ustawodawczy w sprawie „bardziej zintegrowanego i skutecznego nadzoru” nad rynkami kapitałowymi. Po drugie, w ciągu 2026 r. opublikuje „sprawozdanie na temat systemu bankowego na jednolitym rynku, w tym ocenę konkurencyjności”. Powszechnie oczekuje się,

że ten ostatni będzie zawierał przegląd ram unii bankowej w strefie euro, co może pociągać za sobą utworzenie ponadnarodowego systemu gwarancji depozytów (wspomnianego w komunikacie jako prace „w toku”), ale także reformy regulacyjne dotyczące skoncentrowanej ekspozycji banków na dług państwowy w strefie euro (Véron 2024). Jednocześnie oczekuje się, że raport będzie zawierał ocenę mikro- i makroostrożnościowych wymogów wobec banków, opartą między innymi na ramach Bazylea III, które zostały ustanowione na poziomie globalnym przez Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego w kilku etapach w latach 2010–2017.

Nadzór nad rynkiem kapitałowym i reforma polityki sektora bankowego, która dotyczy głównie strefy euro, wydają się być najbardziej istotnymi obszarami dyskusji legislacyjnej w ramach SIU w bieżącej kadencji legislacyjnej UE, kończącej się w 2029 r. – zakładając, że w międzyczasie nie dojdzie do niestabilności finansowej, która spowodowałaby ponowną ocenę priorytetów. Natomiast obszary, które cieszą się dużym zainteresowaniem retorycznym, ale ostatecznie dotyczą krajowych modeli społecznych, takie jak reforma prawa upadłościowego, ramy emerytalne, finansowanie mieszkalnictwa i oczywiście opodatkowanie i finansowanie rządowe, wydają się mało prawdopodobne, aby w najbliższym czasie stały się przedmiotem ambitnych przepisów UE, nawet jeśli w niektórych z tych dziedzin można rozważać wprowadzenie znaczących reform na poziomie poszczególnych państw członkowskich.

2. Stanowisko i interesy Polski

Z potencjalnego programu UE aspekty unii bankowej nie mają wpływu na Polskę, a przynajmniej nie w najbliższej przyszłości, ponieważ wydaje się, że kraj ten nie jest skłonny do przystąpienia do unii bankowej, a tym bardziej do przyjęcia euro jako swojej waluty. Polska opinia publiczna podchodzi ostrożnie do przyjęcia euro, podobnie jak w Czechach, a znacznie bardziej niż na Węgrzech i w Rumunii (Bartušek 2025). Tymczasem postrzeganie przyjęcia euro w Danii i Szwecji ewoluuje w zmieniającym się kontekście geopolitycznym Europy Północnej. Coraz bardziej prawdopodobne staje się, że Polska może być ostatnim krajem UE, który kiedykolwiek przyjmie wspólną walutę.

Zasadniczo istnieje możliwość przystąpienia do unii bankowej bez decyzji o przyjęciu euro. Jednak dotychczasowe doświadczenia wskazują, że jest to atrakcyjne tylko dla krajów, które obrały drogę do ostatecznego przyjęcia euro, jak miało to miejsce w przypadku Chorwacji i Bułgarii, które przystąpiły do unii bankowej w 2020 r. W rezultacie w dającej się przewidzieć przyszłości podstawowym scenariuszem dla Polski jest pozostanie poza strefą euro i unią bankową.

Interesy Polski i perspektywy polityczne są bardziej niejednoznaczne w zbliżającej się debacie UE na temat integracji nadzoru nad rynkiem kapitałowym. Z jednej strony wśród polskich elit i opinii publicznej panuje powszechna opinia, że *status quo* w tej dziedzinie służy dobrze interesom kraju. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie jest kultowym narodowym liderem o znacznej sile symbolicznej, o czym świadczy

fakt, że początkowo miała ona siedzibę w dawnym budynku polskiej partii komunistycznej, co stanowi metaforę transformacji postkomunistycznej. Większość udziałów w niej posiada państwo polskie, a powiązane infrastruktury rynkowe (centralna izba rozliczeniowa, centralny depozyt papierów wartościowych, repozytorium transakcji) są w dwóch trzecich własnością państwa. Po pewnych zawirowaniach w połowie pierwszej dekady XXI wieku krajowy organ nadzoru finansowego (KNF, Komisja Nadzoru Finansowego) ma ugruntowaną pozycję i cieszy się szacunkiem.

Z drugiej strony, większa integracja transgranicznych rynków kapitałowych przyniosłaby Polsce większe korzyści niż większości innych krajów UE ze względu na dynamikę jej sektora przedsiębiorczości, który ze względu na swoją strukturę potrzebuje do rozwoju kapitału wysokiego ryzyka. W najnowszym badaniu przeprowadzonym przez ekonomistów z Banku Francji podjęto próbę ilościowego określenia tego intuicyjnego wpływu (Gossé, Jehle 2024). Według symulacji autorów, na rynku ogólnounijnym, na którym zniknęła obecna tendencja do preferowania krajowych akcji, a wielkość rynków kapitałowych w stosunku do PKB uległa dalszej konwergencji, udział polskich akcji w optymalnym portfelu europejskim wzrósłby ponad trzykrotnie, a w portfelach francuskich lub niemieckich nawet ponad dwudziestokrotnie. Innymi słowy, popyt na polskie akcje notowane na giełdzie wzrósłby dramatycznie, przyczyniając się do łatwiejszego dostępu do kapitału wysokiego ryzyka dla bardziej dynamicznej części polskiej gospodarki. Polscy oszczędzający i inwestorzy skorzystaliby jednocześnie z lepszych i bardziej zróżnicowanych możliwości inwestycyjnych². Poprawa warunków finansowania miałaby największy wpływ na przedsiębiorstwa wysokiego ryzyka, które nie mogą polegać wyłącznie na tradycyjnych kredytach bankowych, w tym na nowe lub rozwijające się polskie firmy związane z sektorem obronnym i/lub rynkami ukraińskimi.

Ponadto odpowiedni program polityczny można wdrożyć w sposób, który nie podważa dalszego istnienia polskiego rynku krajowych liderów – oczywiście pod warunkiem, że Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie będzie skutecznie konkurować na równych zasadach. W tym kontekście zalecenie zawarte w raporcie Dragiego, aby: *UE dążyła do stworzenia jednej platformy centralnego kontrahenta (CCP) i jednego centralnego depozytu papierów wartościowych (CSD) dla wszystkich transakcji papierami wartościowymi* (Draghi 2024, s. 65), jest zbyt odgórne i niepotrzebne. Potrzebny jest projekt nadzoru rynku kapitałowego, który: po pierwsze zapewni lepsze zachęty do stworzenia prawdziwego jednolitego rynku kapitałowego, który zapewniłby równy i lepszy dostęp do finansowania dla przedsiębiorstw oraz lepsze możliwości dla inwestorów, a po drugie zwiększy lub przynajmniej utrzyma poziom skuteczności nadzoru w każdym środowisku krajowym, a mianowicie osiągnie co najmniej taką samą wydajność jak *status quo* w zakresie zrozumienia lokalnych specyfik i praktyk, egzekwowania obowiązujących przepisów i zarządzania odpowiednim ryzykiem.

² Autor jest wdzięczny Jean-Baptiste Gossé za wyjaśnienia i uzupełniające obliczenia oparte na opublikowanym artykule, do którego odwołuje się w niniejszym tekście.

Pierwsze z tych dwóch kryteriów sugeruje odejście od *status quo*, w którym istnieje 27 krajowych organów nadzoru rynku kapitałowego uzupełnionych przez ESMA, na rzecz jednego organu nadzoru. W tym celu istniejąca ESMA zostałaby przekształcona w znacznie większą organizację. Drugie kryterium sugeruje, że organizacja ta powinna opierać się na zasadach decentralizacji operacyjnej i tzw. neutralności lokalizacji, czyli nie powinna faworyzować żadnego konkretnego centrum finansowego w ramach rynku kapitałowego, który prawdopodobnie przez długi czas pozostanie wielośrodkowy: kilka centrów finansowych UE, które nadal będą ze sobą konkurować. Warszawa prawdopodobnie pozostanie jednym z nich, ponieważ wykazała się zdolnością do pokonania konkurentów w segmentach, w których nie występują zakłócenia konkurencji ze strony krajowych organów nadzoru, takich jak hurtowe usługi bankowe typu *back-office* na jednolitym rynku UE (McMurray 2025).

Wbrew powszechnym błędnym przekonaniom, dwa wyżej wymienione kryteria w żadnym wypadku nie wykluczają się wzajemnie. Ewentualny projekt jednolitego organu nadzoru rynku kapitałowego UE lub wzmocnionej ESMA przewiduje utworzenie krajowych biur we wszystkich państwach członkowskich; niektóre z tych biur krajowych przejęłyby ogólnounijne uprawnienia koordynacyjne w odniesieniu do danego segmentu rynku objętego nadzorem. Rozbudowana ESMA zastąpiłaby krajowe organy nadzoru rynku kapitałowego w każdym państwie członkowskim, a przeniesienie obowiązków zostałoby zakończone we wszystkich odpowiednich segmentach rynku pod koniec dziesięcioletniego okresu przejściowego. Byłaby ona prawdopodobnie od dziesięciu do dwudziestu razy większa niż obecna, a ponad dwie trzecie jej pracowników znajdowałoby się poza krajem siedziby głównej we Francji. Łączyłaby ona znajomość rynku, neutralność lokalizacyjną i powiązania z lokalnymi interesariuszami z podejściem opartym na jednolitym rynku, co jest strukturalnie niemożliwe do osiągnięcia w przypadku krajowych organów nadzoru odpowiedzialnych przed krajowymi interesariuszami (Véron 2025).

Oczywiście organy krajowe nie znikną z krajobrazu. W przypadku Polski KNF zachowa swoje uprawnienia w zakresie nadzoru ostrożnościowego i nadzoru nad prowadzeniem działalności przez banki, ubezpieczycieli i fundusze emerytalne. Polska, będąca największym krajem UE spoza strefy euro, może również spodziewać się odgrywania znaczącej roli w nowej, wzmocnionej ESMA, w tym w zakresie kluczowych stanowisk w jej zarządzie i wśród personelu.

Podsumowując, w ostatnich debatach w Polsce pojawiały się sporadyczne tendencje do utrzymania *status quo* w zakresie nadzoru nad rynkiem kapitałowym. Jednak opcja ta nie leży w najlepszym interesie Polski, ponieważ kraj ten ma wiele do zyskania dzięki integracji rynków kapitałowych UE. Być może nadszedł czas, aby polskie zainteresowane strony, podobnie jak ich odpowiedniki w innych krajach UE, rozważyły przyjęcie bardziej przyszłościowego stanowiska w trwającej dyskusji na temat przekształcenia europejskiej unii oszczędności i inwestycji z wizji w rzeczywistość.

Bibliografia

Bartůšek P. (2025), *Able but unwilling, willing but unable: Central Europe's euro dilemma*, VoxEurop, maj, <https://voxeurop.eu/en/central-europe-euro-dilemma/>

Draghi M. (2024), *Przyszłość europejskiej konkurencyjności – część A: Strategia konkurencyjności dla Europy* – raport dla Komisji Europejskiej, wrzesień, https://commission.europa.eu/document/download/97e481fd-2dc3-412d-be4c-f152a8232961_en

Komisja EWG (1966), *Rozwój europejskiego rynku kapitałowego* – raport grupy ekspertów powołanej przez Komisję Europejskich Wspólnot Gospodarczych (raport Segré), listopad, <https://aei.pitt.edu/31823/>

Komisja Europejska (2009), *Raport grupy wysokiego szczebla ds. nadzoru finansowego w UE pod przewodnictwem Jacques'a de Larosièrè'a* (raport Larosièrè'a), luty, https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication14527_en.pdf

Komisja Europejska (2025), *Strategia unii oszczędności i inwestycji mająca na celu zwiększenie możliwości finansowych obywateli i przedsiębiorstw UE*, Komunikat COM(2025) 124, marzec, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52025DC0124>

Gossé J.-B., Jehle C. (2024), *Korzyści z dywersyfikacji na rynkach kapitałowych UE: dowody z portfeli akcji*, *Economic Modelling* 135, czerwiec, <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0264999324000816>

Kindleberger C. (1967), *Recenzja pracy: Le développement d'un marché européen des capitaux – Rapport d'un Groupe d'Experts constitué par la Commission de la CEE*, *American Economic Review* 57(3), czerwiec, <https://www.jstor.org/stable/1812157?seq=1>

Letta E. (2024), *Wiele więcej niż rynek* – raport dla Rady Europejskiej, kwiecień, <https://www.consilium.europa.eu/media/ny3j24sm/much-more-than-a-market-report-by-enrico-letta.pdf>

von der Leyen U. (2024), *Wybór Europy: wytyczne polityczne dla następnej Komisji Europejskiej na lata 2024–2029*, Komisja Europejska, lipiec, https://commission.europa.eu/document/download/e6cd4328-673c-4e7a-8683-f63ffb2cf648_en

McMurray A. (2025), *Czy musisz przeprowadzić się do Polski, aby zachować pracę w branży technologii finansowych?*, eFinancialCareers, luty, <https://www.efinancialcareers.com/news/tech-jobs-finance-poland-warsaw>

Véron N. (2024), *Dziesięć lat unii bankowej w Europie: niedokończona, ale transformacyjna*, Bruegel, czerwiec, <https://www.bruegel.org/book/europes-banking-union-ten-unfinished-yet-transformative>

Véron N. (2025), *Przełamanie impasu: jeden organ nadzoru, aby uwolnić europejską unię rynków kapitałowych*, Bruegel Blueprint 35, czerwiec, <https://www.bruegel.org/book/breaking-deadlock-single-supervisor-unshackle-europes-capital-markets-union>