

## W 2026 emisje listów zastawnych w Polsce powinny być tańsze

- Na rynku listów zastawnych w Polsce w 2025 emisje osiągnęły rekordowe 9,4 mld PLN, a zadłużenie netto sektora z tego tytułu wzrosło o 3,1 mld PLN, po raz pierwszy od 2019.
- W strukturze finansowania sektora nastąpiło wyraźne przesunięcie w kierunku emisji w PLN, które odpowiadają obecnie za ok. 88% listów zastawnych pozostających w obrocie.
- W 2026 zapadalność listów zastawnych na poziomie 3,2 mld PLN ograniczy potrzeby emisyjne brutto banków hipotecznych. Zakładamy utrzymanie dodatnich potrzeb netto.
- Zmiany regulacyjne pozostają kluczowym czynnikiem ryzyka dla podaży listów zastawnych. Potencjalne obniżenie wymogu WFD do 20% powinno ograniczać presję podażową.
- Koszt finansowania listów zastawnych w PLN wykazuje umiarkowany trend wzrostowy, a średnia marża emisji wzrosła do ok. 75 pb ponad stawkę referencyjną. W 2026 zakładamy stabilizację marż w związku z niższą podażą i wykorzystaniem emisji do klientów detalicznych.
- Poprawa nastrojów na europejskim rynku długu wesprze dodatkowo wyceny listów zastawnych. W efekcie zakładamy, że w 2026 premia za ryzyko dla polskich listów zastawnych spadnie.

Biuro Strategii Rynkowych

bsr@pkobp.pl

 @PKO\_Research

www.centrumanaliz.pkobp.pl

dr Mirosław Budzicki

Strateg

miroslaw.budzicki@pkobp.pl

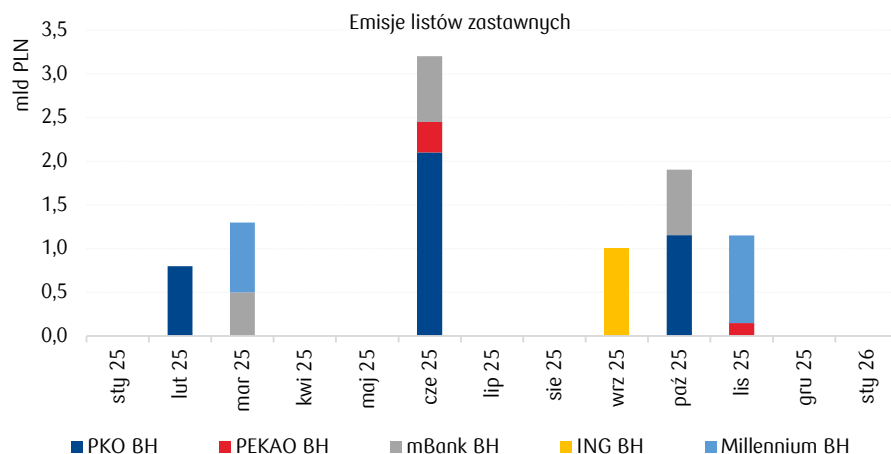
tel. 22 521 87 94

tel. 724 125 136

### Rekordowe emisje listów zastawnych w Polsce w 2025

Na krajowym rynku papierów nieskarbowych w 2025 pięć banków hipotecznych wyemitowało listy zastawne o łącznej wartości 9,4 mld PLN. Dla porównania, dotychczasowy rekord z 2017 wynosił 7,9 mld PLN. Najwięcej papierów wyemitował PKO BH (43%), a następnie mBank BH (21%) i Millennium BH (19%). W zeszłym roku, spośród 11 emisji, tylko jedna – o wartości 2,1 mld PLN (0,5 mld EUR) – została uplasowana w walucie obcej, pozostałe były denominowane w złotych.

Wykres 1. Na początku 2026 w obrocie pozostają listy zastawne o łącznej wartości 21,2 mld PLN.



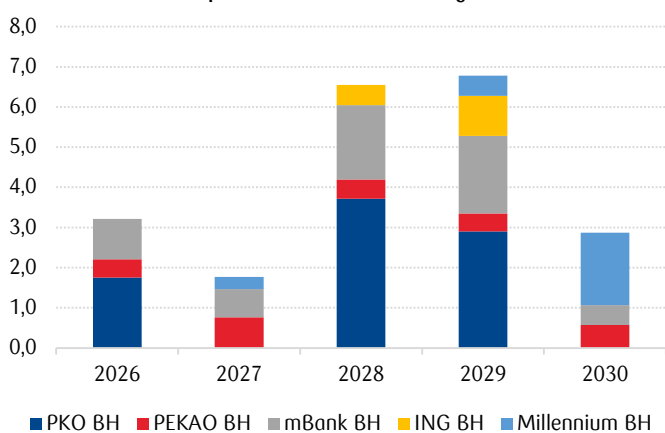
Źródło: szacunki PKO Bank Polski

W 2025 zapadły listy zastawne na łączną kwotę 6,2 mld PLN, co oznacza, że w ujęciu netto zobowiązania polskich banków hipotecznych zwiększyły się o 3,1 mld PLN. Był to pierwszy wzrost zobowiązań polskich instytucji od 2019. Warto też zwrócić uwagę, że wraz z wykupem zapadających listów zmianie ulega struktura finansowania całego sektora. W miejsce instrumentów w EUR weszły papiery denominowane w PLN, stanowiąc blisko 88% pozostających w obrocie emisji. Poza zmianą struktury walutowej jednocześnie doszło do zmiany struktury odsetkowej, gdyż papiery w euro oparte są na stałej stopie procentowej, podczas gdy krajowe na zmiennej stawce (najczęściej opartej na WIBOR).

**Wykres 2. W 2026 banki hipoteczne będą musiały wykupić listy zastawne o wartości 3,2 mld PLN. Najdłuższe instrumenty będą zapadać w 2030.**

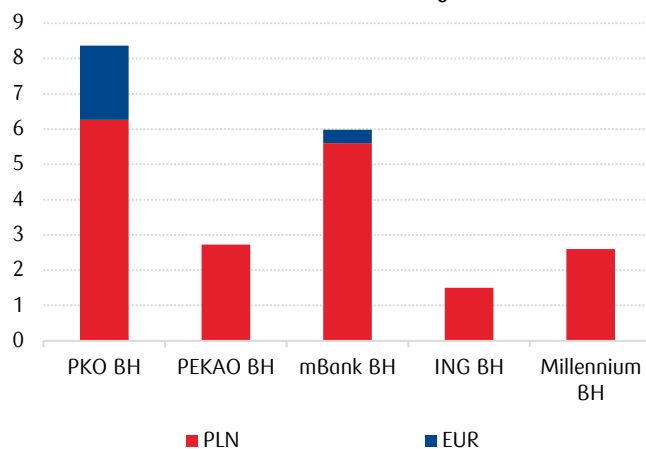
**Wykres 3. Obserwujemy systematyczną zmianę struktury zadłużenia banków hipotecznych. Zaczynają dominować zobowiązania w PLN i oprocentowanie zmienne.**

Zapadalności listów zastawnych w mld zł



Źródło: PKO Bank Polski

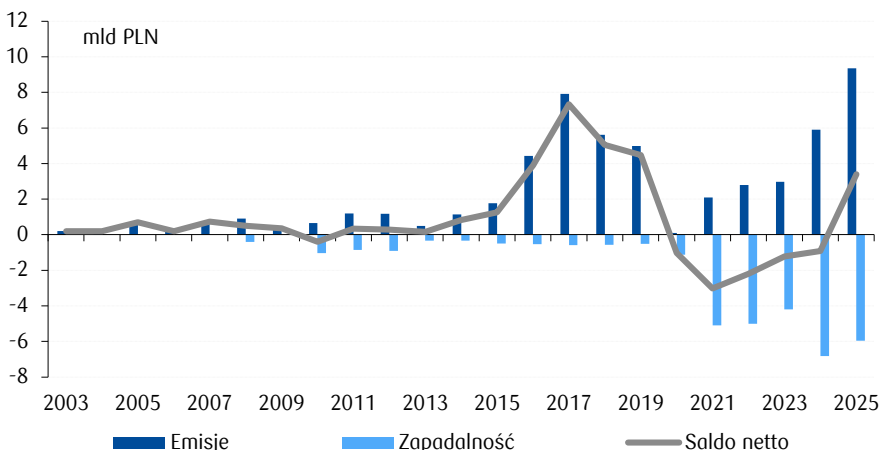
Struktura walutowa listów zastawnych w mld zł



Źródło: PKO Bank Polski

Skala emisji listów zastawnych będzie w roku 2026 uzależniona od wartości zapadających papierów, dynamiki akcji kredytowej, a także wymogów regulacyjnych. Warto zwrócić uwagę, że w tym roku do wykupu pozostają papiery o wartości 3,2 mld PLN, co obniża potrzeby emisyjne w ujęciu brutto. Potrzeby netto z kolei wspiera utrzymujące się wysokie zainteresowanie klientów kredytem mieszkaniowym i konieczność spełnienia wymogów KNF.

**Wykres 4. Pierwszy raz od 2019 zobowiązania netto z tytułu wyemitowanych listów zastawnych polskich banków hipotecznych wzrosły w ujęciu rocznym.**



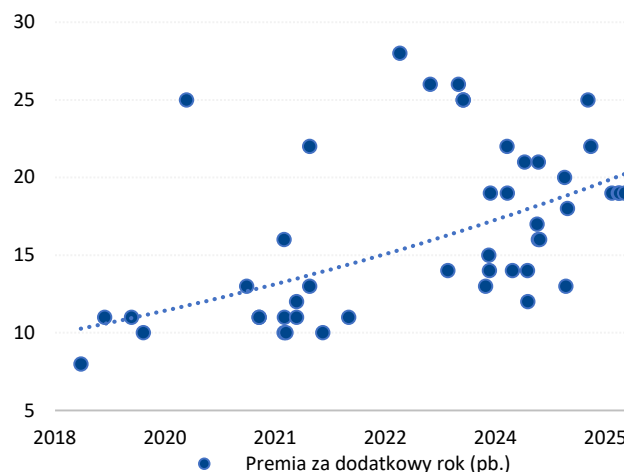
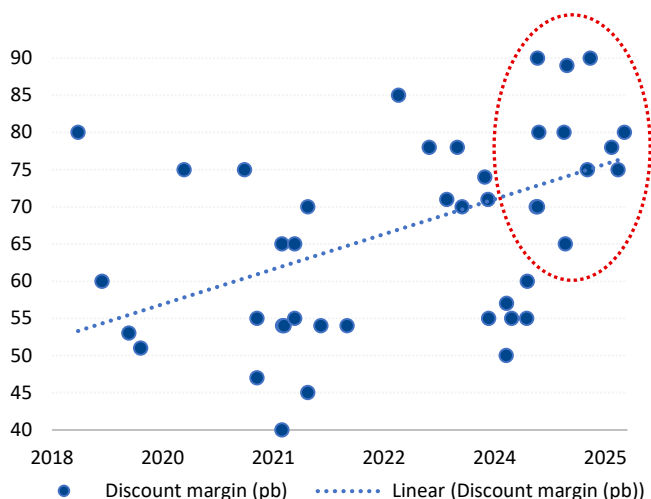
Źródło: szacunki PKO Bank Polski

Czynnikiem ryzyka pozostają kwestie związane z wprowadzanymi zmianami regulacyjnymi. Chociaż dotyczą one całego sektora bankowego, wpływają również na decyzje dotyczące emisji listów zastawnych. Ostatnie informacje sugerują, że KNF może w odniesieniu do Wskaźnika Finansowania Długoterminowego (WFD) wprowadzić niższy wymóg – na poziomie 20%, wobec pierwotnie planowanych 40%. Zmiany mają dotyczyć 2026, a istotne z punktu widzenia podaży papierów dłużnych będzie też kształtowanie się progu regulacyjnego w kolejnych latach. Złagodzenie wymogów powinno jednak wpływać na poprawę sytuacji na rynku pierwotnym i prowadzić do wzmocnienia wycen.

W ostatnich latach widać tendencję do wzrostu kosztu finansowania polskich banków hipotecznych. Na wykresach 5 i 6 pokazane zostały wyniki sprzedaży listów zastawnych denominowanych w złotych i adresowanych do instytucji finansowych (były to emisje o zapadalności od 3 do 5 lat). Chociaż warunki w przypadku konkretnych emisji mocno się różnią, to widoczny jest lekki trend wzrostowy, a średnia marża ponad stawkę referencyjną wzrosła średnio do 75pb w 2024 (analogicznie nieznacznie wzrosła również średnia premia płacona za wydłużenie emisji o każdy kolejny rok). Częściowo wyższy koszt finansowania można tłumaczyć wzrostem podaży wraz ze wzrostem roli złotego jako waluty finansującej. To mogło absorbować popyt krajowych instytucji finansowych. Rok 2026 może przynieść niższą podaż. Dodatkowo banki hipoteczne w większym zakresie mogą zacząć wykorzystywać popyt ze strony klientów detalicznych, gdyż finansowanie w tym segmencie jest tańsze. Takie działania przyciągnęłyby nowy kapitał na rynek pierwotny.

**Wykres 5. Na rynku pierwotnym w 2025 banki hipoteczne emitowały listy zastawne adresowane do instytucji finansowych z kosztem ponad stawkę referencyjną WIBOR 3M lub 6M na poziomie 65-93pb.**

**Wykres 6. Obserwować można lekki wzrost kosztu finansowania. Po przeliczeniu kosztu na każdy dodatkowy rok widać, że banki zaczynają płacić około 20 pb za każdy dodatkowy okres.**



Źródło: PKO Bank Polski

Źródło: PKO Bank Polski

Negatywny wpływ na wyceny listów zastawnych w 2025 mogły mieć: zmiana perspektywy ratingu Polski na negatywną (pośrednio stanowiąca punkt odniesienia do oceny banków), a także wysoka podaż papierów emitowanych przez Ministerstwo Finansów i BGK. Warto w tym kontekście zwrócić uwagę, że na krajowym rynku długu skarbowego w 2025 asset swap spread rozszerzył się o 30-50pb przy relatywnie stabilnej premii dyskontowej (discount margin – DM) w przypadku zmiennoprocentowych papierów serii WZ. Wydaje się, że sytuacja w zakresie spreadów w tym roku nie powinna się znacząco zmienić, co sugeruje

neutralny wpływ na rynek. Co więcej, jak wskazujemy w raporcie specjalnym „[Obligacje zmiennoprocentowe wyraźnie zyskują na wartości w 2026](#)” z 30 stycznia 2026 na szerokim rynku długu widać w ostatnich tygodniach wręcz zaskakująco silną poprawę wycen.

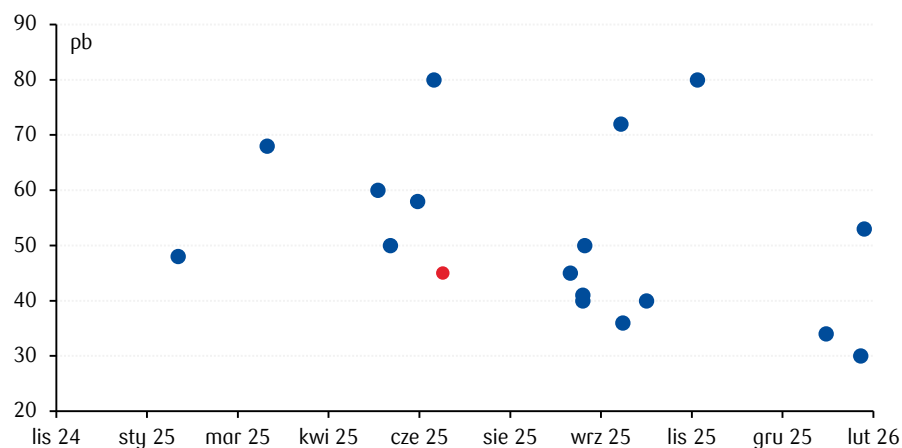
Powyższe argumenty wzmacniają tezę, że premia za ryzyko w przypadku listów zastawnych nie tylko przestanie rosnąć, ale wręcz ma przestrzeń do spadku. Warto też dodać, że agencje ratingowe podkreślają mocne fundamenty banków hipotecznych, które powinny równoważyć ryzyka związane z profilem kredytowym państwa. W swoich raportach zwracają również uwagę na pozytywne perspektywy w zakresie wzrostu gospodarczego Polski w kolejnych latach, co poprawia jakość zabezpieczeń.

### Coraz atrakcyjniejsze wyceny listów zastawnych w regionie CEE

Mimo rekordowych wyników osiągniętych w 2025 polski rynek listów zastawnych charakteryzuje ograniczona skala w odniesieniu do głównych rynków europejskich. Dla porównania, w relacji do każdego z największych rynków tzn. Francji, Niemiec czy Danii stanowi zaledwie około 1-2%. Z kolei w regionie CEE, jest o ponad połowę mniejszy od czeskiego, a równocześnie porównywalny z węgierskim czy słowackim (formułując tu wnioski należy pamiętać o odmiennych regulacjach prawnych w zakresie podmiotów emitujących listy zastawne).

Mimo że skala emisji listów zastawnych plasowanych w regionie CEE jest niewielka warto zwrócić uwagę na ich wyceny. W zeszłym roku z polskich instytucji tylko PKO BH emitował w czerwcu listy z ASW +45pb. Gdyby założyć zabezpieczenie ryzyka walutowego koszt emisji byłby porównywalny z kosztem uzyskiwanym na krajowym rynku. Dla porównania w lutym spready na euro rynku dla PKO BH zawężyły się o 10pb, a jednocześnie koszt zabezpieczania pozycji walutowej spadł w podobnej skali. To pokazuje, że emisje walutowe stają się atrakcyjną alternatywą dla polskich instytucji finansowych i mają potencjał, aby odciążać krajowy rynek pierwotny. Patrząc przez pryzmat wyników emisji listów organizowanych przez instytucje finansowe z naszego regionu w ostatnich kwartałach można odnieść wrażenie, że warunki rynkowe uległy lekkiej poprawie.

**Wykres 7. Asset swap spready odnotowane w momencie emisji listów zastawnych przez instytucje finansowe z regionu Europy Środkowo-Wschodniej.**



Źródło: szacunki PKO Bank Polski, na podstawie emisji instytucji z PL, CZ, HU, SK, EE, BG

## Na europejskim rynku listy zastawne z coraz węższym ASW

Pozytywne zmiany notowań widać było w ostatnich kwartałach na szerokim europejskim rynku listów zastawnych. Indeksy odnotowały spadek ASW o około 15-20pb od połowy 2025, a od początku zeszłego roku nawet o blisko 25pb. Warto wspomnieć, że w tym samym czasie ASW na rynku niemieckich obligacji utrzymywały się na stabilnych poziomach (częściowo na skutek zapowiedzi ekspansywnej polityki fiskalnej), co przyniosło relatywną poprawę wycen listów zastawnych. Aktualnie spread w przypadku 5-letnich listów zastawnych w strefie euro spadł w okolice 20pb dla ratingu AAA i do 30pb dla ratingu AA. Dla porównania analogiczny spread dla Bundów wynosi -10pb. Patrząc historycznie, jest to mała różnica, ale jednocześnie nie sygnalizująca dużego ryzyka przereagowania. Wspomniane pozytywne zmiany notowań potwierdzają, że rynek listów zastawnych do pewnego stopnia może pozostawać odporny na informacje nt. rosnącej nierównowagi finansów sektora publicznego i zachowywać się lepiej niż rynek papierów skarbowych. W tym kontekście dobrym przykładem może być Francja. Od dwóch lat ASW dla 10-letnich listów zastawnych francuskich banków kształtuje się poniżej spreadu obliczanego dla papierów skarbowych (aktualnie ta różnica wynosi -3pb).

Wyceny instrumentów na europejskim rynku w ostatnich kwartałach wzmacniał wysoki popyt widoczny na rynku papierów skarbowych ale też nieskarbowych. Był on podtrzymywany m.in. przez zakupy banków i napływy środków do funduszy inwestycyjnych. Co ciekawe, właściwie nie widać było negatywnego wpływu wysokiej podaży i spadającej roli EBC, który systematycznie redukuje zaangażowanie w papiery dłużne. Wsparciem dla rynku listów zastawnych pozostają natomiast zawężające się spready na rynku obligacji korporacyjnych, które obniżyły się do historycznie niskich poziomów, a także rosnący apetyt na ryzyko na globalnych rynkach finansowych. Koniec cyklu obniżek stóp procentowych EBC skutkowało natomiast stabilizacją nominalnych rentowności na rynku listów zastawnych denominowanych w EUR, mimo jednoczesnego wspomnianego spadku premii za ryzyko kredytowe.

W najbliższych kwartałach na rynku listów zastawnych w strefie euro asset swap spready powinny się stabilizować na obecnych poziomach. Wsparciem dla wycen pozostawać będą: środowisko niższych stóp procentowych zmniejszające ryzyko niewypłacalności kredytobiorców, rosnące ceny nieruchomości (tempo wzrostu cen w 2025 w UE sięgało 5% r/r po okresie stagnacji lub wręcz spadków w latach 2022-2024), a także oczekiwana poprawa koniunktury w Europie. Na razie nie widać też sygnałów osłabienia popytu, a dodatkowo z punktu widzenia agencji ratingowych perspektywy sektora instytucji finansowych pozostają zbilansowane.

W 2026 oczekujemy lekkiego wzrostu rentowności obligacji skarbowych w strefie euro, które stanowią punkt odniesienia dla papierów emitowanych przez banki. Patrząc z tej perspektywy, oczekiwać można również stabilizacji rentowności listów zastawnych, z ryzykiem ich nieznacznego wzrostu. Wciąż powinny jednak utrzymywać się one na poziomach atrakcyjnych dla polskich banków hipotecyjnych.

## Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.  
ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa  
email: [pkoresearch@pkobp.pl](mailto:pkoresearch@pkobp.pl)

### Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak [piotr.bujak@pkobp.pl](mailto:piotr.bujak@pkobp.pl)

**Biuro Strategii Rynkowych** [bsr@pkobp.pl](mailto:bsr@pkobp.pl)

Mariusz Adamiak, CFA (Dyrektor Biura)	<a href="mailto:mariusz.adamiak@pkobp.pl">mariusz.adamiak@pkobp.pl</a>	22 580 32 39
dr Sławomir Bembenik, CFA (Rynek Stopy Procentowej)	<a href="mailto:slawomir.bembenik@pkobp.pl">slawomir.bembenik@pkobp.pl</a>	22 580 32 39
dr Mirosław Budzicki (Rynek Stopy Procentowej)	<a href="mailto:miroslaw.budzicki@pkobp.pl">miroslaw.budzicki@pkobp.pl</a>	22 521 87 94
Andrzej Kiedrowicz (Rynek Walutowy)	<a href="mailto:andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl">andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl</a>	722 020 635
Tomasz Marek (Rynek Walutowy)	<a href="mailto:tomasz.marek@pkobp.pl">tomasz.marek@pkobp.pl</a>	785 065 512
Tomasz Niewiński (Rynek Surowcowy)	<a href="mailto:tomasz.niewinski@pkobp.pl">tomasz.niewinski@pkobp.pl</a>	696 406 889

Materiał został ukończony 06 lutego 2026 roku o godz. 14:45.

Materiał zatwierdził: Mariusz Adamiak

### Informacje i zastrzeżenia:

Niniejsza publikacja (Publikacja) powstała w Biurze Strategii Rynkowych (BSR), które jest wydziałem jednostką PKO BP S.A. (Bank). BSR nie zawiera i nie pośredniczy w zawieraniu transakcji na rynku finansowym. Publikacja ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu Kodeksu cywilnego. Informacje zawarte w Publikacji nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia jakichkolwiek instrumentów finansowych, rekomendacja inwestycyjna, usługa doradztwa inwestycyjnego, podatkowego lub jako forma świadczenia pomocy prawnej. Bank dołożył wszelkich starań, aby zamieszczone w Publikacji informacje były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. Publikacja powstała na podstawie niezależnych badań analitycznych prowadzonych w BSR na podstawie ogólnodostępnych źródeł informacji o charakterze ekonomiczno-rynkowym. Ewentualne opinie analityków zawarte w Publikacji zostały sporządzone przez nich w sposób niezależny i mogą ulegać zmianie.

Ewentualna ocena instrumentów finansowych zawarta w Publikacji dokonywana jest przy zastosowaniu kombinacji metod, w szczególności fundamentalnej, porównawczej, rynkowej i technicznej. Analiza fundamentalna zmierza do określenia wartości godziwej danego instrumentu finansowego. Główne zalety: bazuje na obiektywnych czynnikach; główne słabości: istotny lub nawet dominujący wpływ na wartość rynkową, szczególnie w krótkim terminie, mogą wywierać czynniki pozafundamentalne. Metoda porównawcza obejmuje porównanie wycen rynkowych zbliżonych do siebie instrumentów finansowych w celu zidentyfikowania bezwzględnej i względnej przewartościowania lub niedowartościowania. Główne zalety: identyfikacja względnych nieefektywności rynkowych; główne słabości: porównywanie instrumentów finansowych, które nie są tożsame rodzi ryzyko nadmiernego uproszczenia i w konsekwencji wyciągnięcia błędnych wniosków. Metoda rynkowa służy do określania przewidywanych zmian w podaży i popycie na dany instrument finansowy wynikających z różnorodnych przyczyn m.in. na podstawie analizy pozycji portfelowych lub zagregowanej opinii uczestników rynku względem danego instrumentu finansowego; główne słabości: fragmentaryczność i opóźnienie danych będących podstawą analizy. Metoda techniczna jest metodą uzupełniającą, przydatną w szczególności w identyfikowaniu krótkoterminowych trendów. Polega głównie na badaniu wykresów obrazujących historyczne kształtowanie się cen i innych parametrów rynkowych, w celu określenia w jaki sposób ukształtują się one w przyszłości. Główne zalety: względnie krótki czas analizy; główne słabości: zjawiska z przeszłości nie muszą powtórzyć się w przyszłości. W przypadku pytań lub wątpliwości dotyczących wymienionych metodologii zalecany jest kontakt z analitykami BSR.

Akcjonariuszem posiadającym powyżej 5 wyemitowanego kapitału zakładowego jest Skarb Państwa. Bank może być animatorem emitenta, rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych wymienionych w Publikacji jak również posiadać je w swoim portfelu. Bank na mocy zawartych umów pełni funkcję Dealera Rynku Pieniężnego oraz Dealera Skarbowych Papierów Wartościowych.

Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej publikacji. Niezależnie od informacji przekazanych przez Bank, przed zawarciem każdej transakcji Klient powinien dokonać całościowej oceny jej ryzyka, potencjalnych korzyści i ewentualnych strat, warunków i skutków prawnych, księgowych i podatkowych transakcji, wpływu czynników rynkowych na wartość inwestycji i wynik transakcji oraz w sposób niezależny ocenić, czy jest w stanie sam lub po konsultacjach ze swoimi doradcami podjąć ryzyko związane z daną transakcją. Instrumenty finansowe oraz transakcje, których są przedmiotem mogą być nieodpowiednie do indywidualnej sytuacji niektórych Klientów. Ostateczna decyzja o zawarciu transakcji, okresu inwestycji i wielkości zaangażowanych środków każdorazowo należy wyłącznie do Klienta.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna, ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa, Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP 525-000-77-38, REGON 016298263, kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.