

OD REDAKCJI

Czy zastanawialiście się, drodzy Czytelnicy, dlaczego banki działające w Polsce nie oferują kredytów zabezpieczonych hipoteką na nieruchomości mieszkalnej z ustalonym oprocentowaniem w okresie dłuższym niż 5 lat? Dla porównania: we Francji dostępne są kredyty mieszkaniowe o stopie stałej ustalonej dla okresu oprocentowania przekraczającego 20 lat, z możliwością każdorazowej przedterminowej spłaty bez ponoszenia kosztów przez kredytobiorcę. W chwili składania niniejszego wydania „Bezpiecznego Banku” koszt takiego kredytu we Francji wynosi ponad 3% (w Polsce jest to około 6%, przy okresie ustalenia odsetek na 5 lat). Podobnie w wielu innych krajach UE, np. Niemczech oraz Danii, banki powszechnie oferują dostępny kredyt mieszkaniowy o oprocentowaniu ustalonym na ponad 20 lat.

Oferowanie kredytów o okresowo ustalonej stopie procentowej w Polsce wymusiła na bankach Rekomendacja „S” KNF, w wersji przyjętej w końcu 2019 roku. Wprowadzenie obowiązku oferowania przez banki tego typu kredytów zrodziło wtedy silny opór przede wszystkim w środowisku banków. Argumentowano, że banki nie posiadają odpowiedniego know-how, aby móc skutecznie zaoferować kredyty o stałym oprocentowaniu same nie ponosząc nadmiernego ryzyka stopy procentowej. Dlatego przyjęty w roku 2019 okres minimalny wymaganego ustalenia oprocentowania wynoszący 5 lat był kompromisem. Banki miały w ciągu kolejnych lat stopniowo rozwijając zarówno kredyt stałodsetkowy, jak też instrumentarium zarządzania ryzykiem stopy procentowej w księdze bankowej, żeby móc stopniowo wydłużać ustalenie oprocentowania. Minęło prawie 7 lat od tamtego czasu i wciąż maksymalny okres ustalenia oprocentowania kredytów mieszkaniowych w Polsce wynosi 5 lat, z pojedynczymi wyjątkami (lecz nie dłużej niż 10 lat trwania stałego oprocentowania).

I tutaj dochodzimy do znaczenia listów zastawnych (w Unii Europejskiej wobec tej kategorii instrumentów używa się szerszego pojęcia – *covered bonds*): brak ich wykorzystywania przez banki w Polsce utrudnia właściwe refinansowanie portfela kredytów prawdziwie stałodsetkowych. Na listy zastawne należy bowiem spojrzeć przez pryzmat celu ich zastosowania, a nie emisji samej w sobie.

Oddajemy do rąk Czytelników numer tematyczny poświęcony głównie listom zastawnym jako instrumentowi finansowemu o doniosłych celach ekonomicznych i społecznych, którego konstrukcja jest tym celom podporządkowana.

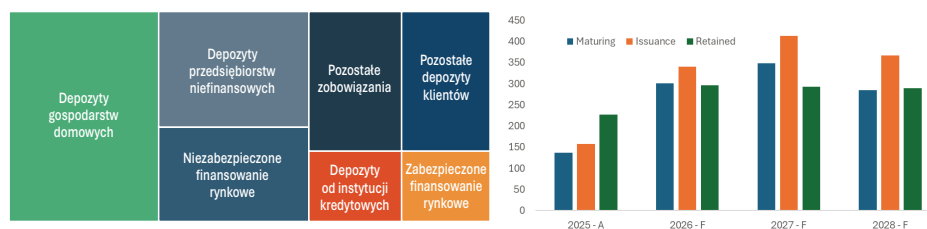
W Polsce istnieje luka literaturowa oraz luka wiedzy wśród praktyków na temat tego klasycznego już na rynkach rozwiniętych instrumentu finansowego. Bez rozwoju listów zastawnych w Polsce – jak pokazuje praktyka ostatnich 36 lat – prawdopodobnie nie będzie możliwe osiągnięcie dojrzałości produktowej w zakresie kredytu mieszkaniowego.

Warto przybliżyć skalę wykorzystania tego instrumentu jako narzędzia pozyskiwania finansowania przez banki w Unii Europejskiej (UE) i Europejskim Obszarze Gospodarczym (EOG) oraz największą zaletę listu zastawnego z punktu widzenia emitentów: niski koszt z punktu widzenia emitenta oraz odporność wyceny listów zastawnych na rynkowe zawirowania.

W bankach UE/EOG depozyty odgrywają kluczową rolę w strukturze finansowania. Jest to w dużej mierze odzwierciedleniem historycznie ukształtowanego i podstawowego modelu działalności banków. Niemniej jednak finansowanie rynkowe stanowi również ważny filar refinansowania banków, odpowiadając za około 20% ich łącznych zobowiązań. W jego ramach finansowanie zabezpieczone – które jest w dużej mierze napędzane przez listy zastawne – stanowi ponad 30% (por. rysunek 1).

Strukturę pasywów banków cechuje duże zróżnicowanie pomiędzy krajami. Podczas gdy finansowanie rynkowe odgrywa znacznie większą rolę w krajach Europy Północnej, jego znaczenie jest dużo mniejsze w państwach Europy Wschodniej. W krajach, w których finansowanie rynkowe ma większe znaczenie, udział finansowania zabezpieczonego w całkowitym finansowaniu rynkowym jest wyższy niż finansowania niezabezpieczonego. W Danii udział finansowania zabezpieczonego jest najwyższy i sięga niemal 50% zobowiązań banków.

Rysunek 1. Struktura zobowiązań banków w UE/EOG (stan na koniec 2025 r.; po lewej), wolumeny zapadających, emitowanych i zatrzymywanych listów zastawnych banków UE/EOG (w mld EUR) w 2025 r. (dane rzeczywiste – A) oraz w kolejnych latach (prognozy – F; po prawej)



Źródło: EBA (European Banking Authority) risk dashboard.

W projekcjach zawartych w planach finansowania składanych przez banki do Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego (EBA) listy zastawne utrzymają swoją rolę jako ważne narzędzie finansowania. Plany finansowania na 2026 r. dokumentują, że banki UE/EOG planują zwiększanie wolumenów emisji listów zastawnych. W porównaniu z rokiem 2025 – kiedy wolumen emisji był relatywnie niski (prawdopodobnie m.in. ze względu na stosunkowo atrakcyjne wyceny obligacji *senior preferred*) banki planują znacząco zwiększyć emisje listów zastawnych zarówno w 2026, jak i 2027 r. Analizy danych rynkowych potwierdzają ten trend. Co więcej, rozwojowi podlega również technologia obrotu listami zastawnymi. Rafał Włoczka w swoim opracowaniu „Rola tokenizacji w rozwoju rynku detalicznego listów za-

stawnych” charakteryzuje mechanizm i prawne aspekty tokenizacji listów zastawnych, co może sprzyjać atrakcyjności tego instrumentu, szczególnie w kontekście rozwoju rynku detalicznego po stronie popytu.

Dane z planów finansowania wskazują, że listy zastawne są nie tylko ważnym instrumentem aktywności na rynku pierwotnym. Banki również utrzymują je w swoich aktywach, aby dysponować uznanymi instrumentami finansowymi, które mogą być wykorzystane jako zabezpieczenie (np. w operacjach finansowania z bankiem centralnym). To kolejna istotna funkcja listów zastawnych, szczególnie w okresach kryzysów.

Analizując historyczną aktywność emisyjną banków UE/EOG, można zauważyć pewien wzorzec: banki emitują więcej listów zastawnych w okresach napięć lub kryzysów. Innymi słowy, w warunkach kryzysowych aktywność na rynku pierwotnym jest w większym stopniu napędzana przez listy zastawne niż przez dług *senior unsecured* czy dług podporządkowany. Świadczy to, że rynek pierwotny listów zastawnych nadal zapewnia dostęp do relatywnie korzystniejszych poziomów wyceny niż inne segmenty finansowania bankowego.

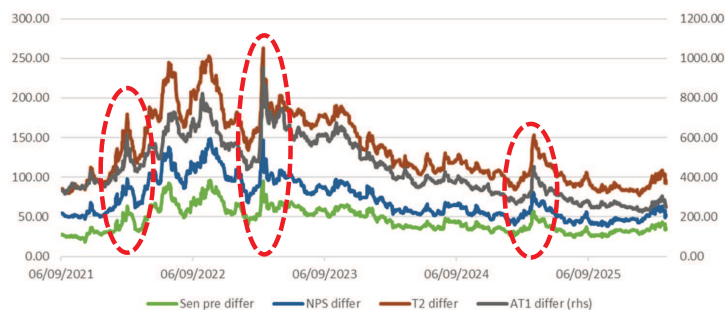
Było to szczególnie widoczne w momencie wybuchu pandemii COVID-19 w 2020 r., a także po rozpoczęcia pełnoskalowej inwazji Rosji na Ukrainę w 2022 r. Zjawisko to było mniej wyraźne – choć nadal zauważalne – podczas kryzysu wywołanego upadkiem SVB w USA w 2023 r. oraz po ogłoszeniu nowych taryf celnych przez USA („dzień wyzwolenia”) w 2025 r. Warto dodać, że w marcu 2020 r. łączny wolumen wszystkich emisji obligacji bankowych był znacząco poniżej średniej, co mogło sprzyjać większej roli listów zastawnych, podczas gdy w innych okresach napięć wolumeny emisji były co prawda obniżone, lecz nie odnotowano ich istotnego załamania.

Z kolei w pierwszych tygodniach ataku na Iran w marcu 2026 r. zwiększona emisja listów zastawnych nie była aż tak wyraźna. Zbiegło się to z mniej znaczącym wzrostem spreadów *asset swap* (ASW) dla instrumentów finansowania banków, co oznacza, że koszty finansowania banków nie wykazywały gwałtownych skoków, jak w poprzednich okresach kryzysowych.

Różnice w wycenie listów zastawnych i obligacji niezabezpieczonych i podporządkowanych – mierzone różnicami w spreadach ASW – oznaczają, że zmiany spreadów listów zastawnych są znacznie bardziej ograniczone w okresach napięć: różnice spreadów dla długu niezabezpieczonego i podporządkowanego w czasie kryzysów często istotnie się rozszerzają. Uzasadnia to ważność posiadania dostępu do tych relatywnie bezpiecznych instrumentów finansowania: dzięki listom zastawnym banki mogą nadal pozyskiwać atrakcyjne kosztowo finansowanie, nawet w warunkach stresowych. Oznacza to również, że banki są w mniejszym stopniu zależne od „okienek rynkowych” umożliwiających emisję pozostałych obligacji. Dodatkowo jest to ważną przesłanką posiadania dostępnych i efektywnych instrumentów finansowania rynkowego, a nie poleganie wyłącznie np. na depozytach klientów. Ogólnie rzecz biorąc, stosunkowo niski poziom ryzyka przypisywany przez inwestorów li-

stom zastawnym znajduje odzwierciedlenie w ich spreadach ASW. Spready ASW dla listów zastawnych są konsekwentnie niższe niż w przypadku innych instrumentów finansowania rynkowego, takich jak obligacje *senior unsecured* (rysunek 2).

Rysunek 2. Różnice spreadów ASW względem listów zastawnych (w pb) dla różnych instrumentów finansowania banków denominowanych w EUR, według poziomu uprzywilejowania (seniority), w ujęciu czasowym (czerwone okręgi wskazują wybrane wydarzenia kryzysowe w następującej kolejności: wojna rosyjska, kryzys wywołany SVB, cła USA – „dzień wyzwolenia”)



Sen pre differ → różnica względem obligacji nadrzędnych (senior); *NPS differ* → różnica względem *Senior non-preferred*; *T2 differ* → różnica względem T2; *AT1 differ (rhs)* → różnica względem AT1 (punkty bazowe, prawa oś).

Źródło: Markit IHS iBoxx.

W analizowanym kontekście należy zwrócić uwagę na charakterystyczne wydarzenia będące wynikiem kryzysu politycznego we Francji, skutkujące przeceną jej długu skarbowego w 2025 roku. Wzrost rentowności papierów skarbowych Francji przełożył się jednak na spadki cen obligacji bankowych, w tym listów zastawnych. Zagadnieniom badania reakcji rentowności listów zastawnych w sytuacji napięć na rynku długu rządowego Francji oraz Niemiec poświęcone jest opracowanie autorstwa Marcina Liberadzkiego i Arkadiusza Orzechowskiego pt. „Zmiany strukturalne i integracja rynków: analiza skutków kryzysu legislacyjnego we Francji w 2024 r. oraz obniżenia ratingu kredytowego Francji w 2025 r.”

Postrzeżenie bezpieczeństwa listów zastawnych banków UE/EOG, przez inwestorów m.in. odzwierciedla porównanie ich rentowności z rentownościami obligacji skarbowych (kraju macierzystego banku emitenta). W zależności od kraju istnieje zaskakująco wiele okresów, w których rentowności listów zastawnych są na podobnym poziomie, a nawet poniżej rentowności obligacji skarbowych¹.

¹ Występuje pewna różnica w zapadalności pomiędzy analizowanymi instrumentami. Analiza opiera się na 10-letnich obligacjach skarbowych, które są często wykorzystywane w tego typu badaniach i prawdopodobnie mają dłuższy termin zapadalności niż przeciętna zapadalność listów zastawnych uwzględnianych w indeksach, na podstawie których wyznaczane są ich rentowności. Można jednak

Rentowności listów zastawnych banków niemieckich przez wiele lat kształtowały się powyżej rentowności Bundów, jednak od 2025 r. znajdują się na relatywnie porównywalnych poziomach. Natomiast we Włoszech rentowności listów zastawnych pozostają poniżej rentowności obligacji skarbowych od 2021 r., podczas gdy we Francji sytuacja taka występuje od 2024 r. Podobnie w Hiszpanii, choć w latach 2021–2024 rentowności listów zastawnych były zbliżone do rentowności obligacji skarbowych (por. rysunek 3). Postrzeganie bezpieczeństwa listów zastawnych wynika m.in. z ich konstrukcji. Chodzi tu przede wszystkim o tzw. *dual recourse* czyli podwójne zabezpieczenie; wierzytelności posiadaczy listów zastawnych zabezpieczone są zarówno na bilansie banku hipotecznego, jak i na portfelu samych kredytów. Jednak istnieją bardziej wysublimowane metody zwiększenia bezpieczeństwa listu zastawnego, jak np. instytucja powiernika przewidziana w polskim systemie finansowym. Rolę powiernika analizuje Dorota Podedworna-Tarnowska w artykule „Rola powiernika we wzmacnianiu bezpieczeństwa inwestycyjnego listów zastawnych”.

Rysunek 3. Rentowności listów zastawnych vs. rentowności 10-letnich obligacji skarbowych dla wybranych jurysdykcji (lewy górny: Niemcy; prawy górny: Hiszpania, lewy dolny: Francja; prawy dolny: Włochy)



Źródło: Markit IHS iBoxx, S&P Capital IQ.

Różnice w wycenie listów zastawnych występujące pomiędzy krajami UE (rysunek 3) można tłumaczyć nie tylko poziomami wyceny ich długu państwowego, ale także specyfiką uregulowań prawnych, strukturą ich zabezpieczenia, sposobami ochrony inwestora itp. Miernikiem tej swoistej jakości i siły otoczenia prawnoinstytucjonalnego dla listów zastawnych w poszczególnych krajach jest indeks ram in-

przyjąć, że nawet po uwzględnieniu tej różnicy w zapadalności, ogólny wniosek – że rentowności listów zastawnych są zbliżone do rentowności obligacji skarbowych – pozostaje zasadny.

stytucjonalnych obligacji hipotecznych. Temu zagadnieniu poświęcone jest opracowanie Piotra Wiśniewskiego pt. „Indeks ram instytucjonalnych listów zastawnych: system punktacji i pilotażowe zastosowanie dla Niemiec i Polski”.

W tradycji „Bezpiecznego Banku” jest zamieszczanie rozważań wnoszących wkład w problematykę aktualnej debaty praktyków i teoretyków. W dziale Problemy i poglądy pakiet rozważań o listach zastawnych poszerza opracowanie Arkadiusza Lelka pt. „Prośrodowiskowe kryptoaktywa w kontekście zrównoważonego rozwoju w gospodarce cyfrowej”. W dziale Miscellanea publikujemy opracowanie Patryka Grochowskiego i Krzysztofa Koźmińskiego o instrukcyjnym tytule „Dlaczego WIBOR nie może być kwestionowany przez sądy powszechne? Glosa aprobująca do Wyroku Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej w sprawie C-471/24”.

Zachęcając do zapoznania się z przygotowanymi opracowaniami, życzę interesującej lektury.

Kamil Liberadzki*

* Profesor w Instytucie Finansów SGH, dyrektor Economic & Risk Analysis Department w Europejskim Urzędzie Nadzoru Bankowego (EBA). Wyrażone w tekście oceny i poglądy są poglądami autora, nie należy traktować ich jako stanowiska EBA.