

Wskaźniki referencyjne stopy procentowej – modele IBOR i RFR, reformy regulacyjne i doświadczenia państw europejskich

dr hab. Paweł Szczęśniak, prof. UMCS / redakcja naukowa

dr hab. Patrycja Kowalczyk-Rólczyńska, prof. UEW

dr Jarosław Bełdowski

r.pr. Wojciech Kapica

dr Błażej Lepczyński

r.pr. Tomasz Orczykowski

dr Piotr Pisarewicz

SYGN. PAB/WIB 11/2026



ISBN 978-83-910226-5-8

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

WIB

PROGRAM
ANALITYCZNO
BADAWCZY

O raporcie

Raport „**Wskaźniki referencyjne stopy procentowej – modele IBOR i RFR, reformy regulacyjne i doświadczenia państw europejskich**” został opracowany na zlecenie Programu Analityczno-Badawczego Fundacji Warszawski Instytut Bankowości

Autorzy

Raport został opracowany przez zespół w składzie:

dr hab. **Paweł Szczęśniak**, prof. UMCS (kierownik projektu),

dr hab. **Patrycja Kowalczyk-Rólczyńska**, prof. UEW,

dr **Jarosław Bełdowski**,

r.pr. **Wojciech Kapica**,

dr **Błażej Lepczyński**,

r.pr. **Tomasz Orczykowski**,

dr **Piotr Pisarewicz**

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

Streszczenie wykonawcze	7
Zespół autorski	11
Wprowadzenie	14



CZĘŚĆ PIERWSZA Wskaźniki referencyjne stopy procentowej IBOR (Interbank Offered Rate) – doświadczenia europejskie	17
--	----

Rozdział I. Opracowywanie, administrowanie i zarządzanie wskaźnikami referencyjnymi stopy procentowej IBOR (<i>Interbank Offered Rate</i>)	18
---	----

1. Charakterystyka i funkcje wskaźników referencyjnych referencyjnymi stopy procentowej IBOR	18
2. Opracowywanie, administrowanie i zarządzanie wskaźnikami referencyjnymi stopy procentowej IBOR w Europie	18

Rozdział II. Opracowywanie, administrowanie i zarządzanie wskaźnikami referencyjnymi stopy procentowej IBOR (<i>Interbank Offered Rate</i>) w Polsce na tle doświadczeń europejskich	22
---	----

1. Charakterystyka wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Polsce	22
2. Opracowywanie, administrowanie i zarządzanie wskaźnikiem referencyjnym stopy procentowej WIBOR	22
3. Wskaźnik referencyjny stopy procentowej WIBOR jako kluczowy wskaźnik referencyjny	23
4. Funkcjonowanie wskaźnika referencyjnego WIBOR na tle innych europejskich wskaźników referencyjnych	23
5. Znaczenie wskaźników referencyjnych stopy procentowej IBOR dla rynku finansowego oraz finansów publicznych w Europie i w Polsce	24
6. Rola wskaźników referencyjnych stopy procentowej IBOR w transmisji polityki pieniężnej w Europie oraz rola wskaźnika referencyjnego stopy procentowej WIBOR w transmisji polityki pieniężnej prowadzonej przez Narodowy Bank Polski	42
7. Rola wskaźnika referencyjnego stopy procentowej WIBOR w transmisji polityki pieniężnej prowadzonej przez Narodowy Bank Polski	60
8. Powiązanie wskaźnika referencyjnego stopy procentowej WIBOR z instrumentami polityki pieniężnej Narodowego Banku Polskiego	63



CZĘŚĆ DRUGA Przyczyny reformy wskaźników referencyjnych stopy procentowej i pojęcie wskaźników referencyjnych RFR (<i>Risk Free Rate</i>)	68
--	----

Rozdział I. Przyczyny przejścia od wskaźników referencyjnych typu IBOR do wskaźników referencyjnych typu RFR – uwagi wprowadzające	69
---	----

1. Przyczyny i chronologia reformy wskaźników referencyjnych w Europie	69
2. Przyczyny przejścia od wskaźników referencyjnych typu IBOR do wskaźników referencyjnych typu RFR – aspekt ekonomiczny	73
3. Zestawienie przyczyn przejścia od wskaźników referencyjnych typu IBOR do wskaźników referencyjnych typu RFR	75

Rozdział II. Rekomendacje International Organization of Securities Commissions (IOSCO)	77
---	----

Rozdział III. Rekomendacje Financial Stability Board (FSB)	81
Rozdział IV. Rekomendacje EBA i ESMA z 2013 r. pt. <i>Principles for Benchmark-Setting Processes in the EU</i>	85
Rozdział V. Przyjęcie rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 (BMR)	92
Rozdział VI. Wskaźniki referencyjne Risk Free Rate (RFR) – doświadczenia europejskie	99
1. Geneza i istota wskaźników referencyjnych RFR	99
2. Porównanie wskaźników referencyjnych RFR oraz IBOR (zalety oraz wady)	101
3. Porównanie wskaźników referencyjnych RFR w Polsce i strefie Euro (porównanie €STR i POLSTR jako wstęp do sformułowania wniosków w zakresie korelacji ze stopami depozytowymi banków centralnych)	104
4. Wykorzystanie wskaźników referencyjnych RFR oraz konsekwencje dla wyceny instrumentów finansowych	106

 CZEŚĆ TRZECIA Reforma wskaźników referencyjnych stopy procentowej w państwach europejskich	121
Rozdział I. Reforma wskaźników referencyjnych stopy procentowej w strefie euro	122
1. Ewolucja wskaźnika referencyjnego EURIBOR	122
2. Zakończenie opracowywania wskaźnika referencyjnego EONIA i wprowadzenie wskaźnika referencyjnego €STR (<i>Euro Short-Term Rate</i>)	129
3. Powiązanie wskaźnika referencyjnego stopy procentowej €STR z instrumentami polityki pieniężnej Europejskiej Banku Centralnego	134
4. Wpływ reformy wskaźników referencyjnych stopy procentowej w strefie euro na rynek finansowy i finanse publiczne	138
Rozdział II. Reforma wskaźników referencyjnych stopy procentowej w państwach europejskich pozostających poza strefą euro	141
1. Uwagi wstępne	141
2. Reforma wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Szwecji i konstrukcja wskaźnika SWESTR (<i>Swedish krona Short Term Rate</i>)	142
3. Reforma wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Danii i konstrukcja wskaźnika DESTR (<i>Denmark Short-Term Rate</i>)	146
4. Reforma wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Norwegii i konstrukcja wskaźnika NOWA (<i>Norwegian Overnight Weighted Average</i>)	149
5. Reforma wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Wielkiej Brytanii i konstrukcja wskaźnika SONIA (<i>Sterling Overnight Index Average</i>)	152
6. Reforma wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Szwajcarii i konstrukcja wskaźnika SARON (<i>Swiss Average Rate Overnight</i>)	155
Rozdział III. Reforma wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Polsce	159
1. Przyczyny reformy wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Polsce	159
2. Ewolucja stawek referencyjnych WIBID/ WIBOR	161
3. Przebieg reformy wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Polsce i konstrukcja wskaźnika POLSTR (<i>Polish Short Term Rate</i>)	165
4. Zasady konwersji umów z WIBOR na POLSTR w świetle rozporządzenia BMR	177

5. Konstytucyjne uwarunkowania konwersji umów z WIBOR na POLSTR	179
6. Reforma wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Polsce na tle innych jurysdykcji	179
7. Reforma wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Polsce jako wyzwanie systemowe sektora bankowego i źródło ryzyk	183
8. Wpływ reformy wskaźników referencyjnych w Polsce na użytkowników wskaźników referencyjnych	185
9. Korelacja wskaźnika referencyjnego stopy procentowej POLSTR z instrumentami polityki pieniężnej Narodowego Banku Polskiego	188
10. Skutki makroekonomiczne reformy wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Polsce (wpływ na rynek bankowy oraz na finanse publiczne oraz na przewidywalność i transmisyjność polityki pieniężnej)	192
Wnioski końcowe oraz rekomendacje	198
1. Wnioski końcowe	199
Wniosek nr 1	199
Wniosek nr 2	199
Wniosek nr 3	200
Wniosek nr 4	200
Wniosek nr 5	200
Wniosek nr 6	201
Wniosek nr 7	202
Wniosek nr 8	203
Wniosek nr 9	204
Wniosek nr 10	204
2. Rekomendacje	204
Rekomendacja nr 1	204
Rekomendacja nr 2	205
Rekomendacja nr 3	205
Rekomendacja nr 4	205
Rekomendacja nr 5	205
Rekomendacja nr 6	206
Rekomendacja nr 7	206
Bibliografia	207
Wykaz literatury	208
Wykaz tabel	210
Wykaz wykresów	212
Wykaz rysunków	212
Wykaz map	212

Streszczenie wykonawcze





1. Przedmiotem raportu jest przedstawienie procesu ewolucji zasad opracowywania wskaźników referencyjnych stopy procentowej na tle doświadczeń europejskich. Jak ukazano w raporcie ewolucja ta miała charakter stopniowy. Rozwój regulacji prawnych był związany z rzeczywistymi zmianami zachodzącymi na rynku finansowym, a w szczególności na rynku pieniężnym i rynku międzybankowym. Podstawowym celem badań przeprowadzonych w niniejszym raporcie było przedstawienie przyczyn oraz modeli reformy wskaźników referencyjnych stopy procentowej w państwach europejskich, ze szczególnym uwzględnieniem unijnego porządku prawnego. Celami szczegółowymi raportu było przedstawienie zasad opracowywania administrowania i zarządzania wskaźnikami referencyjnymi stopy procentowej typu IBOR (*Interbank Offered Rate*) w państwach europejskich w ujęciu prawnym oraz ekonomicznym, a także identyfikacja przyczyn przejścia od tych wskaźników do wskaźników typu RFR (*Risk Free Rate*).

2. Realizacja tych celów wypłynęła na układ i strukturę raportu. W części pierwszej opracowania przedstawiono konstrukcję wskaźników referencyjnych stopy procentowej typu IBOR. Skupiono się na materii dotyczącej zasad opracowywania, administrowania i zarządzania wskaźnikami referencyjnymi typu IBOR. Ukazano ich znaczenie dla rynku finansowego oraz finansów publicznych w Europie i w Polsce. W sposób szczegółowy odniesiono się do roli wskaźników referencyjnych stopy procentowej typu IBOR w transmisji polityki pieniężnej.

W części drugiej raportu przedstawiono przyczyny reformy wskaźników referencyjnych stopy procentowej. W związku z tym w sposób komplementarny zestawiono przyczyny przejścia od wskaźników typu IBOR do wskaźników typu RFR. Przyczyny te, jak wspomniano, wynikały ze zmian zachodzących na rynkach finansowych. Wskaźniki referencyjne typu IBOR zostały ukształtowane w określonym kontekście historycznym rozwoju rynku pieniężnego, w którym niezabezpieczone finansowanie międzybankowe stanowiło istotny element obrotu finansowego i pełniło kluczową funkcję w zarządzaniu płynnością instytucji kredytowych. Proces przejścia od niektórych wskaźników typu IBOR do wskaźników typu RFR w państwach europejskich był zatem konsekwencją kilku następujących po sobie etapów zmian strukturalnych na rynku finansowym. Reforma wskaźników referencyjnych i ich ewolucja nie była procesem wyłącznie legislacyjnym, lecz poprzedzona została istotnym etapem formułowania standardów regulacyjnych. W tej części raportu

dokonano zatem analizy takich dokumentów, jak: rekomendacje International Organization of Securities Commissions (IOSCO), rekomendacje Financial Stability Board (FSB), wytyczne EBA i ESMA z 2013 r. pt. *Principles for Benchmark-Setting Processes in the EU*. Kolejnym etapem, który z jednej strony umożliwił ewolucję metody opracowywania wskaźników referencyjnych typu IBOR, a z drugiej strony ustanowienie alternatywnych wskaźników typu RFR było przyjęcie rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych. W części drugiej dokonano ponadto analizy genezy i istoty wskaźników RFR w ujęciu ogólnym i ekonomicznym z uwzględnieniem doświadczeń państw europejskich.

Trzecia część raportu przedstawia proces reformy wskaźników referencyjnych w państwach europejskich. Część ta została podzielona na trzy płaszczyzny badawcze. W pierwszej dokonano analizy reformy wskaźników referencyjnych stopy procentowej w strefie euro w ujęciu normatywnym i ekonomicznym. Druga płaszczyzna objęła analizę państw europejskich pozostających poza strefą euro, gdzie doszło do ustanowienia wskaźników typu RFR. W konsekwencji badaniom poddano szwedzki, duński, norweski, brytyjski i szwajcarski porządek prawny. W ostatniej płaszczyźnie skupiono się na reformie wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Polsce. Omówiono przyczyny oraz przebieg reformy wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Polsce, a także zasady konwersji umów z WIBOR na POLSTR w świetle rozporządzenia BMR. Odniesiono się ponadto do wpływu reformy na ryzyka w sektorze bankowym, a także na użytkowników wskaźników referencyjnych. Istotnym elementem ostatniej części raportu są także ustalenia ekonomiczne dotyczące korelacji wskaźnika referencyjnego stopy procentowej POLSTR z instrumentami polityki pieniężnej Narodowego Banku Polskiego oraz scharakteryzowanie skutków makroekonomicznych reformy wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Polsce.

3. Rynek finansowy – jako środowisko o wysokiej dynamice i podatności na zmiany strukturalne – podlega stałej ewolucji, co znajduje odzwierciedlenie również w wymogach dotyczących metody opracowywania wskaźników referencyjnych. Rozporządzenie BMR nie narzuca jednego, preferowanego modelu pomiaru rynku bazowego, lecz ustanawia ramy jakościowe, którym metoda powinna odpo-



wiadać, w szczególności w zakresie przejrzystości, rzetelności, odporności oraz zdolności do reprezentatywnego odzwierciedlania realiów gospodarczych, których pomiar jest celem wskaźnika.

Rozporządzenie BMR dopuszcza szeroki katalog potencjalnych źródeł danych wejściowych, obejmujący zarówno dane transakcyjne z rynku bazowego, jak i inne dane rynkowe, w tym dane dotyczące transakcji z rynków powiązanych, kwotowania czy oceny eksperckie. W konsekwencji sposób pomiaru rynku bazowego może przyjmować różne formy, pod warunkiem zachowania zgodności z zasadami określonymi w przywołanym rozporządzeniu. Kluczowe znaczenie ma nie sam wybór konkretnej metody, lecz jej zdolność do zapewnienia reprezentatywności wskaźnika w odniesieniu do rynku, który ma on mierzyć. W tym ujęciu zmienność metody nie stanowi odstępstwa od wymogów regulacyjnych, lecz ich naturalną konsekwencję. Rozporządzenie BMR zakłada bowiem konieczność cyklicznej walidacji danych i weryfikacji zdolności wskaźnika do pomiaru rynku bazowego oraz umożliwia jego dostosowywanie do zmieniających się warunków rynkowych. W tym kontekście należy rozumieć ewolucję metod opracowywania wskaźników referencyjnych typu IBOR, którą obserwujemy na przestrzeni ostatnich 10 lat.

Reforma wskaźników referencyjnych w Europie nie przyjęła jednego standardowego modelu, lecz różne ścieżki dostosowane do struktury danego rynku oraz uwarunkowań historycznych i ekonomicznych. W strefie euro utrzymano EURIBOR i wprowadzono €STR, tworząc model hybrydowy. W innych krajach rozwijano własne wskaźniki typu RFR, jak: SWESTR, DESTER, NOWA, SONIA oraz SARON. Analiza reform, do których doszło w różnych porządkach prawnych, prowadzi do wniosku, że w państwach europejskich występują różne modele przejścia z wskaźników typu IBOR na wskaźniki typu RFR. Zasadniczo można wyróżnić dwa modele.

Pierwszy model ma charakter komplementarny (hybrydowy). Zakłada on współistnienie wskaźnika typu IBOR, dostosowanego do wymagań rozporządzenia BMR, oraz nowego wskaźnika typu RFR. Wskaźnik typu RFR w takim modelu jest docelowym wskaźnikiem, który będzie współistniał ze wskaźnikiem typu IBOR. Najpełniej taki model realizowany jest na poziomie strefy euro, gdzie obok reformy wskaźnika referencyjnego typu IBOR (EURIBOR) rozwijany jest wskaźnik RFR, bez planów wygaszania wskaźnika typu IBOR.

W tym zakresie występują dwa dodatkowe rozwiązania polegające na tymczasowym utrzymaniu wskaźnika typu IBOR przez czas oznaczony bądź nieoznaczony. Moment zaprzestania opracowywania wskaźnika IBOR może być z góry nieoznaczony, jak w szwedzkim, duńskim bądź norweskim porządku prawnym, bądź oznaczony, jak w polskim porządku prawnym. Utrzymanie choćby tymczasowe wskaźnika typu IBOR powinno być co do zasady możliwe wszędzie tam, gdzie nie występuje problem reprezentatywności i integralności danych wejściowych oraz istnieje realna możliwość rozwoju modelu komplementarnego. Niesie to ze sobą pewne ryzyka związane z chociażby dodatkowymi kosztami związanymi z koniecznością opracowywania, zarządzania i nadzoru nad różnymi wskaźnikami referencyjnymi.

Drugi model to całkowite wygaszenie wskaźnika typu IBOR i przejście na wskaźnik typu RFR. W brytyjskim oraz szwajcarskim porządku prawnym reforma wskaźników referencyjnych, odmiennie niż w innych porządkach prawnych, miała charakter zakładający całkowite wygaszenie wskaźnika typu IBOR. Jest to konsekwentny model reformy, który był uwarunkowany wydarzeniami historycznymi oraz specyfiką porządku prawnego funkcjonującego w Wielkiej Brytanii. Dodatkowo, jego bezpośrednią przyczyną była wystąpienie zdarzeń przewidzianych przez rozporządzenie BMR, obejmujących zmniejszenie panelu podmiotów przekazujących dane i ogłoszenie organu nadzoru dotyczące utraty reprezentatywności przez stawki z rodziny LIBOR. Taki model nie generuje problemu fragmentaryzacji wskaźników referencyjnych. W Wielkiej Brytanii, spójne przejście z wskaźnika LIBOR GBP na wskaźnik wolny od ryzyka SONIA zwiększyło stabilność i przejrzystość brytyjskiego rynku finansowego. Analogicznie w Szwajcarii stało się z zaprzestaniem opracowywania wskaźnika LIBOR CHF i przejściem na wskaźnik typu RFR, a więc SARON. Model całkowitego wygaszania wskaźnika typu IBOR służy bowiem ujednoliceniu rynku w zakresie umów i instrumentów finansowych. Może nieść ze sobą jednak pewne ryzyka, jak ocena mechanizmu konwersji istniejących umów czy zapewnienie ekonomicznego ekwiwalentności świadczeń po konwersji (w tym problem spreadu korygującego).

Reforma wskaźników referencyjnych w Polsce ma charakter systemowy, ponieważ skala zastosowania WIBOR obejmuje cały sektor finansowy. Dotyczy jednocześnie nowych produktów i konwersji istniejących umów. Powodzenie reformy zależy od



sprawnego przeprowadzenia obu tych procesów. Kluczowe znaczenie mają ramy prawne, komunikacja i przygotowanie rynku. Reforma jest więc testem zdolności krajowego systemu finansowego do zarządzania zmianą wskaźnika referencyjnego, a nie tylko oceną jakości samego POLSTR. Ocena reformy wskaźników referencyjnych w Polsce musi łączyć zarówno perspektywę prawną, rynkową jak i makroekonomiczną. Raport analizuje nie tylko konstrukcję

POLSTR, ale także jego wpływ na politykę pieniężną, użytkowników i stabilność systemu. Wskaźnik referencyjny jest elementem szerszego ładu gospodarczego, a nie wyłącznie narzędziem technicznym. Kluczowe jest więc nie tylko jego bezpieczeństwo, ale także koszt przejścia na nowe standardy, jak i jakość konwersji. Wskaźnik referencyjny musi być zatem wiarygodny, reprezentatywny, użyteczny i systemowo bezpieczny.

Zespół autorski



**Raport został opracowany przez zespół w składzie:**

dr hab. Paweł Szczęśniak, prof. UMCS (kierownik projektu), dr hab. Patrycja Kowalczyk-Rólczyńska, prof. UEW, dr Jarosław Bełdowski, r.pr. Wojciech Kapica, dr Błażej Lepczyński, r.pr. Tomasz Orczykowski, dr Piotr Pisarewicz

Biogramy

r.pr. dr hab. Paweł Szczęśniak, prof. UMCS – pracownik badawczo-dydaktyczny zatrudniony na stanowisku profesora uczelni w Katedrze Prawa Finansowego na Wydziale Prawa i Administracji Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej. Autor prac z dziedziny prawa bankowego, w szczególności przymusowej restrukturyzacji banków, regulacji działalności banków spółdzielczych i wskaźników referencyjnych stopy procentowej, a także prawa podatkowego oraz prawa finansów publicznych. Autor monografii pt. *Środki przymusowej restrukturyzacji banku w polskim porządku prawnym* (Warszawa 2018) oraz *Zgrupowania solidarnościowe banków spółdzielczych. Konstrukcja normatywna* (Warszawa 2022). Laureat grantu badawczego w ramach konkursu Miniatura 3 organizowanego przez Narodowe Centrum Nauki na realizację projektu pt. *Systemy solidarnościowe banków spółdzielczych w porządkach prawnych państw Unii Europejskiej*. Uczestnik Europejskiego Programu Współpracy w Dziedzinie Badań Naukowo Technicznych (COST). Kierownik projektu grantowego finansowanego przez Narodową Agencję Wymiany Akademickiej. Redaktor naczelny czasopisma „Monitora Prawa Bankowego” oraz członek Rady Programowej czasopisma „Głos Banków Spółdzielczych”. Wykładowca Krajowej Szkoły Sądownictwa i Prokuratury. Wykonuje zawód radcy prawnego.

dr hab. Patrycja Kowalczyk-Rólczyńska, prof. UEW – absolwentka Uniwersytetu Wrocławskiego, Wydziału Matematyki i Informatyki, kierunek: Matematyka; doktor habilitowany w dziedzinie nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse, pracownik Katedry Ubezpieczeń Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu. Autorka wielu prac naukowych z zakresu finansów gospodarstw domowych, metod aktuarialnych, finansowania nieruchomości oraz determinant budowania kapitału emerytalnego, jak i sposobów jego dekapitalizacji. Od 2017 r. biegła sądowa przy Sądzie Okręgowym we Wrocławiu z zakresu rachunkowości i finansów / ekonomii, specjalizująca się w rozliczaniu umów kredytowych i leasingowych, świadczeń z ubezpieczeń społecznych, odszkodowań z ubezpieczeń gospodarczych oraz wyceny utraconych korzyści finansowych.

r.pr. dr Jarosław Bełdowski – pracownik badawczo-dydaktyczny zatrudniony na stanowisku adiunkta w Katedrze Międzynarodowych Studiów Porównawczych (Zakład Ekonomii Liberalnej) w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie. Specjalizuje się w ekonomicznej analizie prawa. Autor wielu publikacji naukowych, takich jak: *Ekonomiczna analiza prawa cywilnego. Tom 1. Zagadnienia ogólne i prawo umów* (współautorzy: prof. Hans-Bernd Schäfer, prof. Claus Ott); *WIBOR. Praktyczne uwagi prawne i ekonomiczne* oraz *WIBOR. Aktualne problemy prawne*, a także *Pojęcie istotnego naruszenia umowy. Praktyczne uwagi prawno-porównawcze i ekonomiczne*. Wieloletni pracownik Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego i Narodowego Banku Polskiego. Absolwent Katolickiego Uniwersytetu w Leuven (LL.M in EU law), a także Chevening Scholar w Uniwersytecie w Oksfordzie. Wykonuje zawód radcy prawnego.

r.pr. Wojciech Kapica – radca prawny, ekspert regulacji sektora finansowego i compliance. Od ponad piętnastu lat doradza bankom, domom maklerskim i instytucjom płatniczym w zakresie AML/CFT, ESG, ładu wewnętrznego, ochrony sygnalistów oraz zgodności z prawem unijnym i krajowym oraz praktyka nadzorcza. Ukończył Wydział Prawa i Administracji Uniwersytetu Warszawskiego oraz Podyplomowe Studium Menedżersko-Finansowe w Szkole Głównej Handlowej. Posiada certyfikaty *Approved Compliance Officer (ACO)* oraz *Approved Compliance Expert (ACE)*, przyznawane przez Instytut Compliance i Viadrina Compliance Center. Wyróżnia go unikalne doświadczenie po stronie organu nadzoru – w UKNF uczestniczył we wdrażaniu, takich regulacji jak: CRD IV/CRR, EMIR czy BRRD – oraz praktyczne spojrzenie z perspektywy prawnika *in-house* w instytucji finansowej (Dom Maklerski TMS Brokers SA). Jest autorem i współautorem kilkunastu publikacji z zakresu przeciwdziałania praniu pieniędzy, ochrony sygnalistów i prawa rynku kapitałowego, w tym pierwszego kompleksowego komentarza do ustawy AML (2019). Prowadzi zajęcia na studiach podyplomowych (m.in. Uniwersytet SWPS, SGH) i aktywnie szkoli kadry sektora finansowego. W 2022 r. został wyróżniony tytułem Doradca Compliance Roku 2021 podczas gali Compliance Awards organizowanej przez Instytut Compliance.

dr Błażej Lepczyński – pracownik Katedry Bankowości i Finansów Uniwersytetu Gdańskiego. Doktor nauk ekonomicznych, specjalizujący się w zagadnieniach związanych z bankowością, funkcjonowaniem agencji ratingowych oraz rynkiem venture capital. 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 (Polska Agencja Ratingowa SA). W przeszłości członek rad nadzorczych banków. Pracę naukową łączy z konsultingiem gospodarczym. Współzałożyciel i Prezes Zarządu spółki konsultingowej Saski Business Advisory. Autor i współautor monografii naukowych, podręczników i artykułów naukowych.

r.pr. Tomasz Orczykowski – prawnik w kancelarii Sharelaw Orczykowski Rudnicki sp.k., dealer rynków finansowych oraz ekspert compliance od spraw regulacyjnych. Specjalizuje się we wszystkich aspektach związanych ze wskaźnikami referencyjnymi po stronie podmiotów nadzorowanych. Tematami związanymi z indeksami i wskaźnikami referencyjnymi zajmuje się od 2016 r. Doradzał GPW Benchmark S.A. w procesie dostosowania prowadzonej działalności do wymogów rozporządzenia BMR. Pełnił rolę pełnomocnika GPW Benchmark S.A. w postępowaniach administracyjnych o udzielenie zezwoleń na pełnienie funkcji administratora wskaźników referencyjnych. Doradzał największym instytucjom finansowym w Polsce w tematach związanych z wdrożeniem BMR i projektami LIBOR Transition oraz WIBOR Transition. Tworzył i audytował systemy kontroli wewnętrznej w bankach w zakresie przekazywania danych na potrzeby wskaźników referencyjnych. W okresie 03.2025-03.2026 Członek Niezależny Komitetu Nadzorczego Wskaźników Referencyjnych Stóp Procentowych w GPW Benchmark S.A. (wskazany przez Związek Banków Polskich) – jednostki nadzorczej powołanej w zgodzie z wymaganiami BMR w celu zapewnienia merytorycznego nadzoru nad wszystkimi aspektami opracowywania przez Administratora Wskaźników Referencyjnych Stóp Procentowych (WIBOR, WIRON, POLSTR). Uczestnik prac Narodowej Grupy Roboczej ds. reformy wskaźników referencyjnych oraz grup roboczych Związku Banków Polskich ds. BMR. Autor wielu publikacji naukowych oraz komentarzy praktycznych z zakresu Stawek Referencyjnych WIBID/ WIBOR oraz BMR.

dr Piotr Pisarewicz – od 1994 r. zawodowo związany z sektorem bankowym i ubezpieczeniowym, gdzie zajmował stanowiska: Kierownika Działu Analiz - Bank Gdański S.A., Dyrektora Biura Inwestycji Grupy Ergo Hestia, Pełnomocnika Zarządu ds. In-

westycji TU PBK S.A., Doradcy Prezesa Zarządu ds. Inwestycji Aspekta Życie TU S.A, Zastępcy Dyrektora Gdańskiej Akademii Bankowej przy Instytucie Badań nad Gospodarką Rynkową, Członka Komitetu Inwestycyjnego HDI Gerling Życie TU S.A., Wiceprezesa Zarządu PKO BP BANKOWY Powszechnego Towarzystwa Emerytalnego S.A. Absolwent Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego. Założyciel firmy doradczo-szkoleniowej Tangram CREE oraz fundacji Banking & Insurance Solutions. Doktor nauk ekonomicznych, pracownik Katedry Bankowości i Finansów Uniwersytetu Gdańskiego. Autor analiz, badań i publikacji naukowych z zakresu rynków finansowych, sektora bankowego, ubezpieczeniowego oraz emerytalnego.

Poszczególne rozdziały opracowali:

Paweł Szczęśniak – Wprowadzenie, część pierwsza (rozdział II, pkt 3), część trzecia (rozdział II pkt 1-6, rozdział III, pkt 5), Wnioski końcowe oraz rekomendacje [we współautorstwie z W. Kapicą, T. Orczykowskim i P. Pisarewiczem]

Patrycja Kowalczyk-Rólczyńska – część pierwsza (rozdział II, pkt 5-8), część druga (rozdział VI), część trzecia (rozdział I, pkt 3-4, rozdział III, pkt 9-10) [we współautorstwie z P. Pisarewiczem, B. Lepczyńskim]

Jarosław Bełdowski – część pierwsza (rozdział I, pkt 1, rozdział II, pkt 1-2 i 4)

Wojciech Kapica – część pierwsza (rozdział I, pkt 2), część druga (rozdział I) [we współautorstwie z P. Pisarewiczem] oraz część druga (rozdział II-V, rozdział VII, pkt 7) i część trzecia (rozdział III, pkt 8)

Błażej Lepczyński – część pierwsza (rozdział II, pkt 5-8), część druga (rozdział VI), część trzecia (rozdział I, pkt 3-4, rozdział III, pkt 9-10) [we współautorstwie z P. Pisarewiczem, P. Kowalczyk-Rólczyńską]

Tomasz Orczykowski – część trzecia (rozdział I, pkt 1-2, rozdział III, pkt 1-4 i 6-7)

Piotr Pisarewicz – część druga (rozdział I) [we współautorstwie z W. Kapicą] oraz część pierwsza (rozdział II, pkt 5-8), część druga (rozdział VI), część trzecia (rozdział I, pkt 3, rozdział III, pkt 9-10) [we współautorstwie z P. Kowalczyk-Rólczyńską, B. Lepczyńskim]

Wprowadzenie





1. Przedmiot i cel badań

Przedmiotem raportu jest przedstawienie procesu ewolucji zasad opracowywania wskaźników referencyjnych stopy procentowej na tle doświadczeń europejskich. Dyskusja dotycząca wskaźników referencyjnych stopy procentowej stanowi jeden z najistotniejszych problemów rynku finansowego tak w ujęciu krajowym, jak i ponadnarodowym. Jak ukazano w raporcie ewolucja zasad opracowywania wskaźników referencyjnych miała charakter stopniowy. Rozwój regulacji prawnych był związany z rzeczywistymi zmianami zachodzącymi na rynku finansowym, a w szczególności na rynku międzybankowym. W ten sposób model opracowywania wskaźników referencyjnych ewoluował z modelu samoregulacyjnego, niepozbawionego jednak elementów kontroli, do modelu normatywnego, w którym o determinantach procesu ich opracowywania decyduje prawodawca unijny i prawodawcy krajowi.

Podstawowym celem badań była identyfikacja przyczyn oraz przedstawienie mechanizmów reformy wskaźników referencyjnych stopy procentowej w państwach europejskich, ze szczególnym uwzględnieniem unijnego porządku prawnego. Celami szczegółowymi raportu było przedstawienie zasad opracowywania administrowania i zarządzania wskaźnikami referencyjnymi stopy procentowej IBOR (*Interbank Offered Rate*) w państwach europejskich w ujęciu prawnym oraz ekonomicznym, a także analiza przyczyn przejścia od tych wskaźników do wskaźników typu RFR (*Risk Free Rate*). W związku z tym ukazana została konstrukcja wskaźników wolnych od ryzyka (RFR) w ujęciu ogólnym, a także w ujęciu szczegółowym z uwzględnieniem doświadczeń na poziomie Unii Europejskiej, a także takich państw, jak: Szwecja, Dania, Norwegia, Wielka Brytania oraz Szwajcaria. Wybór tych porządków prawnych był związany z trwającym bądź zakończonym procesem reformy opracowywania wskaźników referencyjnych. Jednocześnie pozwoliło to na scharakteryzowanie przebiegu reformy wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Polsce na tle europejskim. Badania przeprowadzono z wykorzystaniem metody dogmatyczno-formalnej, a także metod ilościowych, w tym analiz statystycznych i ekonomicznych.

Realizacja celu głównego oraz celów szczegółowych wymagała powołania interdyscyplinarnego zespołu badawczego, skupiającego ekspertów z zakresu nauk ekonomicznych oraz nauk prawnych. Takie podejście umożliwiło wielowymiarową analizę bada-

nego zagadnienia, uwzględniającą zarówno aspekty normatywne, jak i ekonomiczne. W ten sposób raport wypełnia istotną lukę badawczą. Raport stanowi – w zamierzeniu zespołu badawczego – rozbudowane studium wiedzy na temat przyczyn, przebiegu oraz skutków reformy opracowywania wskaźników referencyjnych i przejścia z modelu IBOR do modelu wskaźników wolnych od ryzyka (RFR) w państwach europejskich.

Realizacja tych celów wpłynęła na układ i strukturę raportu. W części pierwszej opracowania przedstawiono konstrukcję wskaźników referencyjnych stopy procentowej IBOR. Skupiono się na materii dotyczącej zasad opracowywania, administrowania i zarządzania wskaźnikami referencyjnymi typu IBOR. Ukazano ich znaczenie dla rynku finansowego oraz finansów publicznych w Europie i w Polsce. W sposób szczegółowy odniesiono się do roli wskaźników referencyjnych stopy procentowej IBOR w transmisji polityki pieniężnej.

W części drugiej raportu przedstawiono przyczyny reformy wskaźników referencyjnych stopy procentowej. W związku z tym w sposób komplementarny zestawiono przyczyny przejścia od wskaźników typu IBOR do wskaźników typu RFR. Przyczyny te, jak wspomniano, wynikały ze zmian zachodzących na rynkach finansowych. Model wskaźników referencyjnych typu IBOR został ukształtowany w określonym kontekście historycznym rozwoju rynku pieniężnego, w którym niezabezpieczone finansowanie międzybankowe stanowiło istotny element obrotu finansowego i pełniło kluczową funkcję w zarządzaniu płynnością instytucji kredytowych. Proces przejścia od niektórych wskaźników typu IBOR do wskaźników typu RFR w państwach europejskich był zatem konsekwencją kilku następujących po sobie etapów zmian strukturalnych na rynku finansowym. Reforma zasad opracowywania wskaźników referencyjnych nie była procesem wyłącznie legislacyjnym, lecz poprzedzona została istotnym etapem formułowania standardów regulacyjnych. W tej części raportu dokonano zatem analizy takich dokumentów, jak: rekomendacje International Organization of Securities Commissions (IOSCO), rekomendacje Financial Stability Board (FSB), rekomendacje EBA i ESMA z 2013 r. pt. *Principles for Benchmark-Setting Processes in the EU*. Kolejnym etapem, który z jednej strony umożliwił reformę metody opracowywania wskaźników referencyjnych typu IBOR, a z drugiej strony ustanowienie alternatywnych wskaźników typu RFR było przyjęcie rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady



(UE) 2016/1011 w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych (dalej także jako: rozporządzenie BMR). W części drugiej dokonano ponadto analizy genezy i istoty wskaźników RFR w ujęciu ogólnym i ekonomicznym z uwzględnieniem doświadczeń państw europejskich.

Trzecia część raportu przedstawia proces reformy wskaźników referencyjnych w państwach europejskich. Część ta została podzielona na trzy płaszczyzny badawcze. W pierwszej dokonano analizy reformy wskaźników referencyjnych stopy procentowej w strefie euro w ujęciu normatywnym i ekonomicznym. Druga płaszczyzna objęła analizę państw europejskich pozostających poza strefą euro, gdzie doszło do ustanowienia wskaźników typu RFR. W konsekwencji badaniom poddano szwedzki, duński, norweski, brytyjski i szwajcarski porządek prawny. W ostatniej płaszczyźnie skupiono się na reformie wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Polsce. Omówiono przyczyny oraz przebieg reformy wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Polsce, a także zasady konwersji umów z WIBOR na POLSTR w świetle rozporządzenia BMR. Odniesiono się ponadto do wpływu reformy na ryzyka w sektorze bankowym, a także na użytkowników wskaźników referencyjnych. Istotnym elementem ostatniej części raportu są także ustalenia ekonomiczne dotyczące korelacji wskaźnika referencyjnego stopy procentowej POLSTR z instrumentami polityki pieniężnej Narodowego Banku Polskiego oraz scharakteryzowanie skutków makroekonomicznych reformy wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Polsce.

2. Siatka terminologiczna

Z uwagi na wagę podejmowanej problematyki raport ma charakter porządkujący w zakresie terminów

dotyczących zasad opracowywania wskaźników referencyjnych. W związku z tym w raporcie konsekwentnie, tj. w sposób jednolity i zgodny z prawodawstwem unijnym, stosuje się terminologię zgodną z ich definicjami w aktach prawnych oraz dokumentacji administratorów wskaźników referencyjnych.

3. Adresaci raportu

Adresatami raportu są nie tylko podmioty rynku bankowego oraz kredytobiorcy. Oprócz tego adresatami raportu są inne podmioty rynku finansowego stosujące wskaźniki referencyjne, np. fundusze inwestycyjne, przedsiębiorstwa leasingowe, emitenci obligacji, w tym obligacji korporacyjnych oraz komunalnych, a także podmioty wykorzystujące instrumenty pochodne do zabezpieczania się przed różnymi rodzajami ryzyka.

Raport oprócz analizy ekonomicznej i prawnej zawiera rekomendacje, które mogą być istotne z punktu widzenia państwowych organów stawiących, a także organów administracji publicznej i interesariuszy wskaźników referencyjnych odpowiedzialnych za prawidłowe działanie rynku finansowego i jego zachowania jego stabilności oraz przejrzystości.

Przystępność i użyteczność raportu zwiększają zastosowanie graficznej prezentacji wybranych zagadnień, w szczególności w formie tabel, wykresów oraz rysunków. Elementy te są opatrzone odpowiednim komentarzem. Pomocne jest także syntetyczne ujęcie wniosków końcowych i rekomendacji wynikających z opracowania. Raport uwzględnia stan prawny obowiązujący w dniu 30 marca 2026 r.

W imieniu zespołu badawczego

dr hab. Paweł Szczęśniak, prof. UMCS

CZĘŚĆ PIERWSZA

Wskaźniki referencyjne stopy
procentowej IBOR (*Interbank Offered
Rate*) – doświadczenia europejskie





Rozdział I.

Opracowywanie, administrowanie i zarządzanie wskaźnikami referencyjnymi stopy procentowej IBOR (*Interbank Offered Rate*)

1. Charakterystyka i funkcje wskaźników referencyjnych referencyjnymi stopy procentowej IBOR

Impulsem do rozwoju wskaźników referencyjnych stopy procentowej była potrzeba ujednolicenia sposobu ustalania kosztu finansowania zewnętrznego przez banki. Do początku lat 80. ubiegłego wieku powszechnym sposobem ustalania tej wartości były bowiem tzw. „stopy bazowe” (ang. *base rates*), tj. stopy ustalane indywidualnie przez zarządy banków samodzielnie lub w oparciu o właściwe stopy banku centralnego z dodaniem stałej marży. Sposób mierzenia w ten sposób wartości pozyskiwanych środków, a następnie ich pożyczania, mógł jednak znacząco różnić się pomiędzy krajami jak i samymi bankami, dlatego też z czasem zaczęto postulować jak i wprowadzać nowe jednolite metody, czego przykładem stały się wskaźniki IBOR (ang. *Interbank Offered Rates*). Początkowo sposób wyznaczania ograniczał się do rynku kredytów komercyjnych skierowanych do dużych podmiotów gospodarczych lub zaspokajania potrzeb finansowych państw, lecz z czasem stał się na tyle popularny, że zaczął znajdować zastosowanie powszechne. Dodatkowo w latach 80. XX w. nastąpiła ekspansja rynku kontraktów *futures*, które służyły do zabezpieczania się przed ryzykiem zmienności stopy procentowej w przyszłości¹. Nie jest więc zaskoczeniem, że u podstaw IBOR stało podejście „patrzące do przodu” (ang. *forward looking*) polegające na regularnym wyznaczaniu w panelu banków komercyjnych działających na danym rynku geograficznym lub walutowym szacowanej wysokości kosztu pozyskania środków pieniężnych pomiędzy bankami. To właśnie rynek międzybankowy postrzegany był jako zobiektywizowany rynek do wyznaczania uśrednionego kosztu finansowania, a nie indywidualna miara danego banku, który może przecież pozyskiwać środki w inny sposób,

w szczególności poprzez akcję depozytową. Sposób ten wówczas był przełomowy, bo nie tylko podążał za właściwymi stopami procentowymi banku centralnego właściwego dla danej waluty, lecz brał również pod uwagę szeroko rozumianą sytuację makroekonomiczną, w tym czynniki geopolityczne. Tak rozumiane wskaźniki różniły się jednak pomiędzy sobą ze względu na różny sposób ich kształtowania, w szczególności odnoszący się do charakteru wiążącego składanych prognoz (kwotowań). Z czasem jednak dominującą pozycję zdobyło centrum finansowe w Londynie, które wypracowało dwa wskaźniki tj. LIBOR (*London Interbank Interest Rate*) i LIBID (*London Interbank Bid Rate*), które były funkcjonalnie powiązane ze sobą, wyznaczając w ten sposób standard przeniesiony w wielu innych krajach na świecie, w tym w Polsce.

Funkcje tak rozumianych wskaźników referencyjnych stóp procentowych na świecie powiązane były od początku z ich istotą, tj. wyznaczeniem punktu odniesienia (ang. *benchmark*) dla różnych produktów finansowych, np. kredytów. Ze względu na powszechne wykorzystanie rynku międzybankowego do finansowania się przez banki miary takie odzwierciedlały koszt pozyskania przez nie w ten sposób środków pieniężnych, co umożliwiało wycenę instrumentów finansowych i stabilizowało podejście do zarządzania ryzykiem. Największym jednak osiągnięciem IBOR było ujednolicenie rynku, który przy wcześniejszym podejściu indywidualnym banków był sfragmentaryzowany i mniej przejrzysty.

2. Opracowywanie, administrowanie i zarządzanie wskaźnikami referencyjnymi stopy procentowej IBOR w Europie

Rozwój regulacji dotyczących wskaźników referencyjnych w Unii Europejskiej ma charakter sekwencyjny i odzwierciedla stopniowe przechodzenie od modelu opartego na samoregulacji środowiskowej do modelu pełnej formalizacji prawnej, a następnie jego częściowej rewizji w kierunku większej propor-

¹ Zob. J. Bełdowski, *WIBOR. Praktycznego uwagi prawne i ekonomiczne*, Warszawa 2023, s. 26-27.



cyjności. Ewolucja ta pozostaje ściśle związana zarówno ze zmianami strukturalnymi na rynkach finansowych, jak i z doświadczeniami wynikającymi z kryzysu finansowego oraz ujawnionych w jego następstwie nieprawidłowości w procesie opracowywania wskaźników referencyjnych. W tym sensie obecny kształt regulacji nie jest rezultatem jednorazowej interwencji legislacyjnej, lecz efektem wieloetapowego procesu, w którym kolejne rozwiązania nakładały się na siebie i stopniowo redefiniowały rolę poszczególnych uczestników rynku.

W pierwszym etapie kształtowania się rynku wskaźników referencyjnych dominował model oparty na samoregulacji. Wskaźniki takie, jak: LIBOR czy EURIBOR były opracowywane przez organizacje branżowe lub związki banków, które pełniły funkcję współczesnych administratorów, a zasady ich wyznaczania były wypracowane przez uczestników. Konstrukcja tych wskaźników opierała się na przekonaniu, że podmioty przekazujące dane będą działały zgodnie z zasadami rzetelności i profesjonalizmu, a mechanizmy reputacyjne oraz wzajemna kontrola środowiskowa będą wystarczające do zapewnienia wiarygodności publikowanych wartości. W tym modelu rola państwa i nadzoru publicznego była ograniczona, a podstawowym instrumentem kształtowania standardów pozostawały reguły przyjmowane przez same instytucje finansowe. Model samoregulacji nie oznaczał jednak braku kontroli oraz nadzoru.

Model ten funkcjonował względnie stabilnie do momentu, w którym międzybankowy rynek pieniężny nie rozpoczął ewolucji. Dotychczasowe mechanizmy samoregulacyjne nie były wystarczające. W konsekwencji rozpoczął się drugi etap ewolucji regulacyjnej, w którym centralną rolę odegrały standardy o charakterze *soft law*, formułowane zarówno na poziomie międzynarodowym, jak i europejskim.

Szczególne znaczenie w tym okresie miały Zasady IOSCO dotyczące wskaźników referencyjnych oraz dokumenty opracowane przez ESMA i EBA, które porządkowały proces opracowywania wskaźników i wskazywały kluczowe obszary ryzyka. Standardy te koncentrowały się na kilku podstawowych elementach, tj. jakości danych wejściowych, przejrzystości metodologii oraz wzmocnieniu ładu organizacyjnego podmiotu opracowującego wskaźniki. Choć formalnie nie miały one charakteru wiążącego, to w praktyce zostały szeroko zaimplementowane przez podmioty opracowujące wskaźniki oraz podmioty przekazujące dane, stając się istotnym punktem odniesienia dla oceny prawidłowości procesów

opracowywania wskaźników. Na tym etapie można mówić o przejściu od czystej samoregulacji do modelu nadzorowanego standardami, w którym praktyka rynkowa zaczęła być kształtowana przez wytyczne organów nadzorczych.

Kolejny etap rozwoju regulacji został zapoczątkowany przyjęciem rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 (BMR), które wprowadziło kompleksowy i jednolity reżim prawny dotyczący wskaźników referencyjnych w Unii Europejskiej. Rozporządzenie to stanowi punkt zwrotny w ewolucji regulacyjnej, ponieważ po raz pierwszy objęło praktycznie proces opracowywania i stosowania wskaźników referencyjnych wiążącymi przepisami prawa. BMR wprowadza szczegółowe obowiązki po stronie administratorów, podmiotów przekazujących dane oraz – w określonym zakresie – użytkowników wskaźników referencyjnych, obejmujące m.in. wymogi dotyczące zarządzania i nadzoru, jakości danych wejściowych, metodologii oraz przejrzystości.

Istotnym elementem modelu przyjętego w BMR jest formalizacja dokumentacyjna procesów związanych z opracowywaniem wskaźników referencyjnych. Przejawia się ona w obowiązku opracowania i stosowania kodeksów postępowania dla podmiotów przekazujących dane, publikacji oświadczeń dotyczących wskaźników referencyjnych oraz wdrożenia szczegółowych procedur wewnętrznych po stronie administratora. Instrumenty te mają umożliwić zarówno organom nadzoru, jak i użytkownikom wskaźników ocenę ich adekwatności, reprezentatywności oraz zgodności z wymogami regulacyjnymi. W konsekwencji wskaźnik referencyjny przestaje być postrzegany wyłącznie jako parametr rynkowy, a staje się elementem systemu regulacyjnego, którego stosowanie wiąże się z określonymi obowiązkami i ryzykami prawnymi.

Rozporządzenie BMR wprowadza również model nadzoru nad wskaźnikami referencyjnymi, oparty na autoryzacji lub rejestracji administratorów oraz ich nadzorze przez właściwe organy, przy istotnej roli ESMA w koordynacji, prowadzeniu rejestru oraz, w określonych przypadkach, w bezpośrednim nadzorze. Proces opracowywania wskaźników referencyjnych zostaje tym samym włączony do sfery działalności regulowanej, a jego prawidłowość podlega systematycznej ocenie z perspektywy zgodności z przepisami prawa. Rozwiązanie to stanowi zasadnicze odejście od wcześniejszego modelu opartego wyłącznie na standardach środowiskowych i wytycznych nadzorczych.

**Tabela nr 1.** Ewolucja regulacji wskaźników referencyjnych w Unii Europejskiej

Kategoria porównawcza	I. Samoregulacja rynkowa (do 2013 r.)	II. Standardy soft law (od 2013 r.)	III. BMR (przyjęcie 2016 r./ początek stosowania od 2018 r.)	IV. Rewizja BMR (od 2026 r.)
Model regulacyjny	Model środowiskowy oparty na praktyce rynkowej i zaufaniu	Model oparty na wytycznych i zasadach nadzorczych	Pełna formalizacja regulacyjna w prawie unijnym	Model bardziej proporcjonalny, częściowa deregulacja
Podmioty kluczowe	Związki banków, administratorzy branżowi, banki panelowe	ESMA, EBA, IOSCO, administratorzy, banki	Administratorzy, podmioty przekazujące dane, użytkownicy, organy nadzoru, ESMA	Administratorzy, ESMA, organy nadzoru, instytucje finansowe
Charakter danych wejściowych i metody	Przewaga kwotowań i elementów deklaracyjnych; ograniczona formalizacja metody	Wzmocnienie znaczenia danych transakcyjnych; większa przejrzystość metody	Wprowadzenie metod kaskady danych w oparciu o Załącznik I do BMR, oparcie danych wejściowych (kwotowań) na danych dotyczących transakcji	Utrzymanie zasad BMR przy ograniczeniu zakresu stosowania do wskaźników innych niż kluczowe i istotne wskaźników
Rola nadzoru	Nadzór pośredni lub ograniczony; dominacja mechanizmów reputacyjnych opartych o samoregulację	Wzrost znaczenia nadzoru pośredniego i formalne kształtowanie się standardów nadzorczych	Bezpośredni nadzór nad administratorami i podmiotami przekazującymi dane; system autoryzacji i kontroli	Utrzymanie nadzoru dla praktycznie wszystkich typów wskaźników przy większym zróżnicowaniu intensywności regulacji
Znaczenie dla użytkowników wskaźników referencyjnych	Stabilność kontraktowa i szeroka akceptacja wskaźników; brak formalnych obowiązków regulacyjnych	Konieczność dostosowania procesów i metody do standardów nadzorczych	Obowiązki regulacyjne, w tym konieczność sporządzenia planów awaryjnych i ich uwzględnienia w klauzulach awaryjnych w umowach z klientami	Redukcja obciążeń regulacyjnych przy zachowaniu kluczowych obowiązków zarządzania ryzykiem



W kolejnych latach funkcjonowania BMR ujawniły się jednak również ograniczenia przyjętego modelu, w szczególności w zakresie jego złożoności oraz zakresu stosowania w odniesieniu do wskaźników o mniejszym znaczeniu rynkowym. W odpowiedzi na te doświadczenia podjęto działania zmierzające do jego dostosowania, których efektem są zmiany które stosuje się od dnia 1 stycznia 2026 r. Kierunek tych zmian można określić jako częściową deregulację, polegającą na ograniczeniu zakresu stosowania najbardziej rygorystycznych wymogów oraz zwiększeniu proporcjonalności regulacji.

Zmiany te nie oznaczają jednak odejścia od podstawowych założeń BMR. Utrzymany zostaje zasadniczy model oparty na nadzorze publicznym oraz odpowiedzialności administratora za metodę oraz przejrzystość funkcjonowania wskaźnika. Modyfikacji ulega natomiast zakres podmiotowy i przedmiotowy stosowania regulacji, co ma na celu dostosowanie jej do zróżnicowanego charakteru wskaźników referencyjnych oraz ograniczenie obciążeń regulacyjnych w przypadkach, w których nie są one uzasadnione skalą ryzyka.

Analiza tej ewolucji prowadzi do wniosku, że regulacja wskaźników referencyjnych w Unii Europejskiej rozwija się w sposób stopniowy, w odpowiedzi na konkretne doświadczenia rynkowe oraz zidentyfikowane ryzyka. Od modelu opartego na zaufaniu i samoregulacji, przez etap intensyfikacji standardów nadzorczych, aż po pełną formalizację i jej późniejszą korektę, obserwować można dążenie do wypracowania równowagi pomiędzy bezpieczeństwem rynku a efektywnością regulacyjną. W tym sensie obecny kształt regulacji wskaźników referencyjnych należy postrzegać jako rezultat procesu ewolucyjnego, w którym kolejne rozwiązania nie zastępują się całkowicie, lecz uzupełniają i modyfikują wcześniejsze modele.

Ewolucja regulacji wskaźników referencyjnych w Unii Europejskiej pokazuje przejście od modelu opartego na zaufaniu i praktyce rynkowej do modelu formalnego nadzoru, a następnie jego dostosowanie w kierunku większej proporcjonalności, przy zachowaniu podstawowych mechanizmów zapewniających wiarygodność wskaźników (zob. szerzej tabela nr 1).



Rozdział II.

Opracowywanie, administrowanie i zarządzanie wskaźnikami referencyjnymi stopy procentowej IBOR (*Interbank Offered Rate*) w Polsce na tle doświadczeń europejskich

1. Charakterystyka wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Polsce

WIBOR zaczął być opracowywany i publikowany w Polsce w 1993 r. i został ukształtowany jako wskaźnik typu IBOR². Przez ponad dwie dekady jego administratorem było stowarzyszenie zrzeszające specjalistów rynku pieniężnego w Polsce³, które przekazało nad nim pieczę w połowie 2017 r. GPW Benchmark S.A. tj. spółce zależnej Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Wzorem dla WIBOR był LIBOR i choć wskaźniki tego obsługiwane były od strony kalkulacyjnej przez tę samą firmę tzn. Thomson Reuters, to jednak różniły się pomiędzy sobą już u ich źródeł. Podstawową różnicą była kwestia wiążącego charakteru kwotowań ujęta od samego początku w regulaminie fixingu stawek referencyjnych WIBID i WIBOR, który to wyznaczał ramy instytucjonalne dla obu. W Polsce bowiem, podobnie jak w Wielkiej Brytanii – LIBID, przyjęta została także „bliźniacza” stawka WIBID, która to jednak została dodatkowo powiązana z WIBOR ograniczonym korytarzem odchyłań pomiędzy nimi. Pomimo różnic pryncypia zostały zachowane tzn. WIBOR ma charakter „patrzenia do przodu”, odzwierciedlając sytuację na rynku międzybankowym w Polsce z jednoczesnym podążaniem za stopą referencyjną Narodowego Banku Polskiego. WIBOR kształtowany jest też w panelu banków, które pokrywają ponad 75% rynku w Polsce, co zwiększa jego wiarygod-

ność i stabilność. W chwili obecnej administrowanie WIBOR jest uregulowane i poddane ścisłemu nadzorowi, który dodatkowo został wzmocniony poprzez uznanie go za jednego z kluczowych wskaźników referencyjnych w Unii Europejskiej (o czym będzie mowa jeszcze poniżej).

2. Opracowywanie, administrowanie i zarządzanie wskaźnikiem referencyjnym stopy procentowej WIBOR

WIBOR wyznaczany jest jako średnia arytmetyczna wielkości oprocentowania (kwotowań) podawanych przez banki uczestniczące w panelu WIBOR⁴, przy czym wartość takiego oprocentowania podawana przez każdego z panelistów ustalana jest zgodnie z metodą „kaskady danych”, która została ujęta w art. 11 rozporządzenia BMR⁵. Wyjątkiem jest obecnie WIBOR 1Y, opracowywany na podstawie metody algorytmicznej. Pozwala to na opracowanie tabel, które są ogłaszane na stronie internetowej GPW Benchmark o godzinie 23:00 każdego dnia roboczego (fixing stawek referencyjnych dla terminów 1M, 3M i 6M odbywa się o godzinie 11, a dla terminu O/N o godzinie 17:00 i w tym momencie wartości tych stawek są dostępne u dystrybutorów informa-

2 W Polsce przez pewien czas tj. do 30 września 2023 r. funkcjonował alternatywny wskaźnik stopy procentowej względem WIBOR tj. WKF (*Warsaw Cost of Funds*) w ramach Instytutu Rynku Finansowego, który zbierał jedynie dane z wybranej grupy banków spółdzielczych. Warto też dodać, że niekiedy błędnie wskazuje się na stawkę POLONIA prowadzoną od 1 grudnia 2017 r. przez Narodowy Bank Polski, ale ze względu na to, że nie wypełnia ona definicji wskaźnika referencyjnego stopy procentowej zgodnie z ustawodawstwem unijnym została ona pominięta w dalszych rozważaniach. Co ciekawe administrowanie stawką POLONIA zostało przejęte na mocy porozumienia ze stowarzyszeniem, które zajmowało się WIBOR (zob. niżej).

3 O ewolucji tego stowarzyszenia zob. J. Beldowski, *WIBOR...*, s. 31.

4 Na dzień 31 marca 2026 r. w panelu WIBID/WIBOR biorą udział: 1) Bank Gospodarstwa Krajowego; 2) BNP Paribas Bank Polska S.A.; 3) Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski S.A.; 4) Bank Handlowy w Warszawie S.A. (Citi Handlowy); 5) Bank Milenium S.A.; 6) Bank Polska Kasa Opieki S.A. (Pekao); 7) Santander Bank Polska S.A.; 8) Deutsche Bank Polska S.A.; 9) ING Bank Śląski S.A.; 10) mBank S.A.

5 Według tej metody w pierwszej kolejności na poziom wskaźnika wpływają transakcje depozytowe zawierane przez panelistów z innymi uczestnikami panelu, a następnie depozyty z bankami, a w przypadku braku powyższych transakcji – depozyty z instytucjami finansowymi. Na ostatnim poziomie kaskady danych do ustalenia kwotowania wykorzystywane są kwotowania wiążące, które wyrażają cenę, po której bank-panelista jest gotowy i zobowiązany do zawarcia transakcji z innym uczestnikiem panelu, jeżeli druga strona tego zażąda.



cji udostępniających dane w swoich serwisach). Warto jednak podkreślić, że wartości skrajne podawane przez panelistów są pomijane, gdy zgłoszono więcej niż osiem kwotowań, a aby w ogóle ogłosić stawkę w określonym dniu, niezbędne jest zachowanie warunku wpłynięcia co najmniej sześciu kwotowań. Każdy z uczestników panelu jest bowiem zobowiązany, na żądanie innego banku, do zawarcia transakcji po cenach ujętych w takim kwotowaniu, a odmowa skutkuje zgłoszeniem do administratora, który może podjąć odpowiednie kroki prawne. Ponadto nadzór nad GPW Benchmark od chwili wejścia w życie rozporządzenia BMR sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego co oznacza nie tylko odpowiedzialność administratora, lecz naruszenie jakichkolwiek zasad, w tym wewnętrznych procedur danego banku, oznacza obowiązek złożenia przed nim stosownych wyjaśnień i może wiązać się z odpowiedzialnością administracyjną i karną. Na koniec nie wolno zapominać, że WIBOR to pojęcie ogólne, ponieważ w istocie występuje w różnych terminach czasowych (tenorach), które sprowadzają się do określania ich czasookresu, np. WIBOR 3M oznacza, że chodzi o wskaźnik wyznaczany na trzy miesiące.

3. Wskaźnik referencyjny stopy procentowej WIBOR jako kluczowy wskaźnik referencyjny

Uznanie wskaźnika referencyjnego za kluczowy wymaga spełnienia jednego z warunków określonych w art. 20 ust. 1 rozporządzenia BMR. Kluczowym wskaźnikiem referencyjnym może stać się wskaźnik, który znacząco wpływa na integralność rynku, stabilność finansową, konsumentów, gospodarkę realną lub finansowanie gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w jednym lub kilku państwach członkowskich. Ocena znaczącego wpływu, o którym mowa, powinna wynikać z wykorzystywania wskaźnika jako odniesienia dla instrumentów finansowych lub umów oraz pomiaru wyników funduszy inwestycyjnych. Spełnienie warunków merytorycznych określonych w art. 20 ust. 1 rozporządzenia BMR opiniuje ESMA. Oprócz spełnienia warunków merytorycznych uznanie wskaźnika za kluczowy jest możliwe po spełnieniu warunku formalnego, Komisja Europejska jest bowiem obowiązana umieścić taki wskaźnik w sporządzonym przez siebie wykazie kluczowych wskaźników referencyjnych⁶.

W Polsce kluczowym wskaźnikiem referencyjnym jest WIBOR (*Warsaw Interbank Offered Rate*), a więc warszawska międzybankowa stopa procentowa⁷. 10 października 2018 r. KNF powiadomiła Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych⁸ o swoim wniosku dotyczącym uznania WIBOR za kluczowy wskaźnik referencyjny. Według Komisji WIBOR odznacza się kluczowym znaczeniem w Polsce, a jego podstawą są dane pochodzące od podmiotów przekazujących dane, z których wszystkie stanowią podmioty mające siedzibę w Polsce. WIBOR jest wskaźnikiem referencyjnym opartym na średniej wartości stóp procentowych, po których banki działające na polskim rynku pieniężnym są gotowe udzielać sobie niezabezpieczonych pożyczek o różnych terminach zapadalności.

8 listopada 2018 r. ESMA przekazał Komisji Europejskiej swoją opinię, w której uznano WIBOR za spełniający kryteria kluczowego wskaźnika referencyjnego. W związku z tym 22 marca 2019 r. Komisja Europejska wydała rozporządzenie wykonawcze (UE) nr 2019/482 zmieniające rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) nr 2016/1368 ustanawiające wykaz kluczowych wskaźników referencyjnych stosowanych na rynkach finansowych. WIBOR jest jednym z kluczowych wskaźników referencyjnych, obok *Euro Interbank Offered Rate* (EURIBOR®), *Euro Overnight Index Average* (EONIA®, opracowywany do 3 stycznia 2022 r.)⁹, *Stockholm Interbank Offered Rate* (STIBOR) oraz *Norwegian Interbank Offered Rate* (NIBOR)¹⁰.

4. Funkcjonowanie wskaźnika referencyjnego WIBOR na tle innych europejskich wskaźników referencyjnych

Jak to już wielokrotnie było wskazywane powstanie WIBOR nie jest zjawiskiem wyjątkowym, albowiem

7 Na temat genezy i charakteru WIBOR zob. J. Beldowski, *WIBOR...*, s. 31 i n.

8 *European Securities and Markets Authority* (dalej: ESMA).

9 Warto wspomnieć, że z dniem 3 stycznia 2022 r. wskaźnik ten nie jest już publikowany, albowiem został zastąpiony przez €STR. Zob. Rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) 2021/1848 z 21 października 2021 r. w sprawie wyznaczenia zamiennika stopy *Euro Overnight Index Average*.

10 Rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) 2016/1368 z 11 sierpnia 2016 r. ustanawiające wykaz kluczowych wskaźników referencyjnych stosowanych na rynkach finansowych na podstawie rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 (Dz. Urz. UE. L. 2016.217.1), dalej: rozporządzenie wykonawcze 2016/1368.



proces powstawania podobnych wskaźników typu IBOR można zaobserwować w wielu krajach. Przykładowo można wskazać na PRIBOR w Czechach¹¹, ROBOR w Rumunii¹², STIBOR w Szwecji¹³, CIBOR w Danii¹⁴, czy też BUBOR na Węgrzech¹⁵. Istnieją także wskaźniki nienawiązujące do skrótu IBOR, jak NOWA w Norwegii¹⁶, czy też SARON¹⁷. Obecność wskaźników referencyjnych stóp procentowych to cecha każdego cywilizowanego państwa na świecie, a ich ewolucja (podobnie jak powstanie IBOR) to immanentna cecha dążenia do doskonalenia funkcjonowania rynków finansowych.

5. Znaczenie wskaźników referencyjnych stopy procentowej IBOR dla rynku finansowego oraz finansów publicznych w Europie i w Polsce

1. Wprowadzenie

Współczesny system finansowy opiera się na złożonej infrastrukturze instytucjonalnej oraz informacyjnej, której jednym z kluczowych elementów są wskaźniki referencyjne. Wskaźniki, o których mowa, pełnią funkcję punktu odniesienia dla wyceny instrumentów finansowych, określania zobowiązań wynikających z umów finansowych oraz pomiaru wyników inwestycyjnych. Wskaźniki referencyjne stopy procentowej typu IBOR odgrywają zatem fundamentalną rolę w funkcjonowaniu współczesnych rynków finansowych, stanowiąc punkt odniesienia dla wyceny licznych instrumentów finansowych, w tym: kredytów, obligacji czy instrumentów pochodnych. Wskaźniki referencyjne są jednym z kluczowych ele-

mentów infrastruktury rynku finansowego oraz istotnym ogniwem w procesie przenoszenia impulsów polityki pieniężnej do gospodarki realnej. W tej części raportu przedstawiono znaczenie wskaźników referencyjnych IBOR dla rynku finansowego i finansów publicznych w Europie.

Szczególną rolę w systemie finansowym odgrywają referencyjne stopy procentowe typu IBOR (*Interbank Offered Rate*), które odzwierciedlają koszt pozyskania finansowania przez banki na rynku międzybankowym¹⁸. Do najważniejszych wskaźników referencyjnych typu IBOR należą m.in.: EURIBOR (*Euro Interbank Offered Rate*) czy WIBOR (*Warsaw Interbank Offered Rate*). W praktyce wskaźniki te są wykorzystywane jako punkt odniesienia dla kalkulacji oprocentowania licznych instrumentów finansowych, takich jak: kredyty hipoteczne, kredyty korporacyjne, obligacje o zmiennym oprocentowaniu, instrumenty pochodne itp. Znaczenie wskaźników referencyjnych dla stabilności systemu finansowego sprawia, że ich funkcjonowanie pozostaje przedmiotem zainteresowania zarówno instytucji regulacyjnych, jak i banków centralnych. Wskaźnik referencyjny można zdefiniować jako indeks publikowany w sposób regularny, który jest wykorzystywany jako punkt odniesienia dla ustalania oprocentowania, przepływów pieniężnych, wartości rozliczeń lub – szerzej – parametrów ekonomicznych instrumentów finansowych i umów finansowych¹⁹.

W praktyce wskaźniki referencyjne pełnią szereg kluczowych funkcji w systemie finansowym, stanowiąc fundamentalny element infrastruktury rynków finansowych. Po pierwsze, realizują funkcję rozliczeniową, gdyż są powszechnie wykorzystywane jako podstawa ustalania oprocentowania szerokiego spektrum instrumentów finansowych, takich jak kredyty, obligacje o zmiennym oprocentowaniu czy instrumenty pochodne. W tym kontekście stanowią one punkt odniesienia (tzw. *reference rate*), do którego dodawana jest marża odzwierciedlająca ryzyko kredytowe danego podmiotu²⁰.

11 Szerzej: Czech Financial Benchmark Facility, PRIBOR, <https://cfbf.cz/pribor/>.

12 Szerzej: Banca Națională a României, ROBOR, <https://www.bnr.ro/ROBOR-ROBOR-5672-Mobile.aspx>.

13 Szerzej: Swedish Financial Benchmark Facility, STIBOR, <https://swfbf.se/stibor/>.

14 Szerzej: Danish Financial Benchmark Facility, CIBOR, <https://dfbf.dk/wp-content/uploads/2022/03/DFBF-CIBOR-TomNext-Benchmark-Statement.pdf>.

15 Szerzej: Magyar Nemzeti Bank, Pénzpiaci információk, <https://www.mnb.hu/monetaris-politika/penzpiaci-informaciok>.

16 Szerzej: Norges Bank, Nowa – Norwegian Overnight Weighted Average, <https://www.norges-bank.no/en/topics/liquidity-and-markets/nowa/>.

17 Szerzej: SIX, About Swiss Reference Rates (SARON), <https://www.six-group.com/en/products-services/the-swiss-stock-exchange/market-data/indices/swiss-reference-rates.html>.

18 F. S. Mishkin, A. Serletis, *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Pearson Canada, 2011; F. S. Mishkin, *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Pearson Canada, 2019.

19 European Central Bank, *Reference interest rates - Role, Challenges and Outlook*, ECB Monthly Bulletin, October 2013, s. 69 – 84.

20 International Organization of Securities Commissions (IOSCO), *Principles for Financial Benchmarks*, Final Report, July 2013, s. 6–9 oraz s. 15–17.



Po drugie, wskaźniki referencyjne pełnią funkcję informacyjną, ponieważ odzwierciedlają aktualne warunki panujące na rynku pieniężnym, w szczególności koszt krótkoterminowego finansowania między instytucjami finansowymi. Dzięki temu stanowią istotne źródło informacji dla uczestników rynku, banków centralnych oraz regulatorów, umożliwiając ocenę poziomu płynności, napięć finansowych oraz transmisji polityki pieniężnej²¹.

Po trzecie, realizują funkcję standaryzacyjną, umożliwiając ujednolicenie zasad wyceny instrumentów finansowych oraz zwiększając przejrzystość rynku. Wspólne stosowanie tych samych wskaźników referencyjnych sprzyja porównywalności produktów finansowych oraz ogranicza asymetrię informacji pomiędzy uczestnikami rynku.

Ponadto wskaźniki referencyjne pełnią również funkcję zarządzania ryzykiem, gdyż są wykorzystywane jako podstawa wyceny instrumentów zabezpieczających (np. IRS), co pozwala instytucjom finansowym ograniczać ryzyko stopy procentowej. Istotna jest także ich funkcja operacyjna, polegająca na wspieraniu efektywnego funkcjonowania rynku poprzez uproszczenie procesów kontraktowania i rozliczeń, a także funkcja regulacyjna, ponieważ ich konstrukcja i stosowanie podlegają nadzorowi publicznemu (np. w ramach rozporządzenia BMR w UE), co ma na celu zapewnienie ich wiarygodności i odporności na próby manipulacji²². W konsekwencji wskaźniki referencyjne stanowią kluczowy element infrastruktury finansowej, wpływając zarówno na funkcjonowanie rynków pieniężnych, jak i na stabilność całego systemu finansowego.

2. Znaczenie wskaźników referencyjnych stopy procentowej IBOR dla rynku finansowego

Wskaźniki referencyjne mają istotne znaczenie dla funkcjonowania rynków finansowych i podmiotów na nich funkcjonujących, ponieważ są wykorzystywane w kontraktach finansowych, stanowiąc podstawę ich wyceny oraz rozliczeń. Dotyczy to m.in. kredytów bankowych o zmiennym oprocentowaniu, obligacji o zmiennej stopie procentowej, instru-

mentów pochodnych, takich jak swapy stóp procentowych (*interest rate swaps*), kontrakty futures czy opcje na stopę procentową. Istotną część tych instrumentów stanowią kontrakty powiązane z referencyjnymi stopami procentowymi, przede wszystkim *interest rate derivatives*, których podstawą wyceny są takie wskaźniki, jak EURIBOR, STIBOR czy dawne stawki LIBOR.

Przykładem ilustrującym powyższe mechanizmy może być przedstawiony poniżej globalny rynek instrumentów pochodnych (*Global OTC derivatives market*), obejmujący kontrakty oparte o stopy procentowe. Według danych publikowanych przez Bank Rozrachunków Międzynarodowych (Bank for International Settlements) wartość nominalna globalnych kontraktów pochodnych typu OTC (*over-the-counter derivatives*) wzrosła z 606,8 bln USD w 1 połowie 2020 r. do 845,7 bln USD w 1 połowie 2025 r., co stanowiło wzrost o 39,4% (zob. tabela nr 2). Średnioroczna wartość kontraktów w badanym okresie wynosiła 663,8 bln USD. Instrumenty pochodne oparte na stopach procentowych (*interest rate contracts*), takie jak swapy stóp procentowych (IRS), kontrakty futures czy opcje stanowiły dużą część wartości wszystkich kontraktów. Ich wartość wzrosła z 495,1 bln USD w 1 połowie 2020 r. do 665,8 bln USD w 1 połowie 2025 r., co stanowiło wzrost o 34,5%. Ich średnioroczna wartość w badanym okresie wynosiła 528,6 bln USD. Największy przyrost wartości nominalnych obu parametrów w stosunku do poprzedniego półrocza widoczny był w 1 połowie 2025: odpowiednio 120,9% oraz 121,4%. Średnioroczna dynamika w całym badanym okresie była podobna i wyniosła odpowiednio 103,7% oraz 103,4%.

Dane te wskazują, że kontrakty oparte na stopach procentowych stanowiły największy segment globalnego rynku instrumentów pochodnych, odpowiadając w badanym okresie za ponad 79,7% całkowitej wartości nominalnej rynku instrumentów pochodnych OTC. Świadczy to o dominującej roli tego rodzaju instrumentów w globalnym systemie finansowym. Większość z nich jest bezpośrednio powiązana z wskaźnikami referencyjnymi, stanowiącymi podstawę kalkulacji przepływów pieniężnych oraz wyceny tych kontraktów.

W tym kontekście interesująca jest również struktura i rodzaje kontraktów opartych o stopy procentowe (zob. tabelę nr 3). Jak wspomniano powyżej, ich wartość była bardzo znacząca i wzrosła z 495,1 bln USD w 1 połowie 2020 r. do 665,8 bln USD w 1 połowie 2025 r. Największy udział w całkowitej struk-

21 Europejski Bank Centralny, *Euro Short-Term Rate (€STR): methodology and policies*, Frankfurt am Main 2021.

22 Financial Stability Board, *Reforming Major Interest Rate Benchmarks 2020 Progress report "The year of transition away from LIBOR"*, Basel 2020.

**Tabela nr 2.** Globalny rynek instrumentów pochodnych (Global OTC derivatives market) – wartości zagregowane (mld USD)

Okres *	Wszystkie kontrakty – wartość nominalna otwartych pozycji (<i>all contracts – Notional amounts outstanding</i>)	Kontrakty na stopę procentową – wartość nominalna otwartych pozycji (<i>interest rate contracts – Notional amounts outstanding</i>)	Dynamika r/r (%) – Wszystkie kontrakty – wartość nominalna otwartych pozycji (<i>all contracts – Notional amounts outstanding</i>)	Dynamika r/r (%) – Kontrakty na stopę procentową – wartość nominalna otwartych pozycji (<i>interest rate contracts – Notional amounts outstanding</i>)	Udział kontraktów na stopę procentową w wartości wszystkich kontraktów (%)
2020-S1	606 820,7	495 140,9	108,6%	110,3%	81,6%
2020-S2	582 055,3	466 494,1	95,9%	94,2%	80,1%
2021-S1	609 996,0	488 099,2	104,8%	104,6%	80,0%
2021-S2	598 416,0	475 270,5	98,1%	97,4%	79,4%
2022-S1	632 130,6	502 461,9	105,6%	105,7%	79,5%
2022-S2	617 991,3	490 634,5	97,8%	97,6%	79,4%
2023-S1	712 881,4	573 587,2	115,4%	116,9%	80,5%
2023-S2	667 058,3	529 813,0	93,6%	92,4%	79,4%
2024-S1	729 535,0	578 804,7	109,4%	109,2%	79,3%
2024-S2	699 476,3	548 341,4	95,9%	94,7%	78,4%
2025-S1	845 690,0	665 808,3	120,9%	121,4%	78,7%
Średnia	663 822,8	528 586,9	103,7%	103,4%	79,7%

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Global OTC derivatives market, Bank for International Settlements - BIS Data Portal workbooks, 2020-2025.

* S1 - 1 Semester I: I półrocze 01-06 / S2 - Semester II: II półrocze 07-12.

turze wszystkich kontraktów (średniorocznie w badanym okresie 80%), miały kontrakty swap, których wartość wzrosła z 363,5 bln USD w 1 połowie 2020 r. do 539,1 bln USD w 1 połowie 2025 r. Średnioroczna wartość nominalna kontraktów swap wyniosła 423,2 bln USD a średnioroczna dynamika 104,4%. Drugim pod względem znaczenia rodzajem kontraktów były kontrakty zabezpieczające na stopę procentową FRA (*Forward Rate Agreements*), których udział wy-

nosił średniorocznie 11,8% a wartość oscylowała między z 92,9 bln USD w 1 połowie 2020 r. a 75,2 bln USD w 1 połowie 2025 r. Oznaczało to dynamikę wzrostu na poziomie 101,4% (średniorocznie). Najmniejsze znaczenie miały kontrakty opcyjne których wartość wzrosła z 38,3 bln USD w 1 połowie 2020 r. do 51,4 bln USD w 1 połowie 2025 r. Ich średnioroczny udział w wartości wszystkich kontraktów wyniósł 8,1% a dynamika 103,2%.


Tabela nr 3. Rodzaje kontraktów na stopę procentową – wartość nominalna otwartych pozycji, struktura i dynamika (mld USD, %)

Okres	Kontrakty na stopę procentową – całkowita wartość nominalna otwartych pozycji (Total interest rate contracts)	FRAs	Swaps	Opcje (Total options)	Pozostałe
2020-S1	495 140,9	92 969,9	363 554,2	38 297,7	319,1
2020-S2	466 494,1	72 927,0	355 791,2	37 471,1	304,9
2021-S1	488 099,2	73 625,7	372 376,2	41 809,7	287,6
2021-S2	475 270,5	39 438,2	397 108,8	38 562,2	161,3
2022-S1	502 461,9	49 269,6	414 195,2	38 788,6	208,5
2022-S2	490 634,5	44 978,3	405 546,2	39 887,4	222,6
2023-S1	573 587,2	61 778,7	465 814,3	45 758,4	235,8
2023-S2	529 813,0	56 023,3	425 277,2	48 288,5	224,0
2024-S1	578 804,7	62 803,9	469 172,6	46 601,7	226,5
2024-S2	548 341,4	55 105,5	446 874,7	46 156,4	204,8
2025-S1	665 808,3	75 206,0	539 067,8	51 409,3	125,2
Średnia:	528 586,9	62 193,3	423 161,7	43 002,8	229,1
Udział %-wy (struktura)					
2020-S1	100,0%	18,8%	73,4%	7,7%	0,1%
2020-S2	100,0%	15,6%	76,3%	8,0%	0,1%
2021-S1	100,0%	15,1%	76,3%	8,6%	0,1%
2021-S2	100,0%	8,3%	83,6%	8,1%	0,0%
2022-S1	100,0%	9,8%	82,4%	7,7%	0,0%
2022-S2	100,0%	9,2%	82,7%	8,1%	0,0%
2023-S1	100,0%	10,8%	81,2%	8,0%	0,0%
2023-S2	100,0%	10,6%	80,3%	9,1%	0,0%
2024-S1	100,0%	10,9%	81,1%	8,1%	0,0%
2024-S2	100,0%	10,0%	81,5%	8,4%	0,0%
2025-S1	100,0%	11,3%	81,0%	7,7%	0,0%
Średnia:	100,0%	11,8%	80,0%	8,1%	0,0%
Dynamika r/r (%)					
2020-S1	-	-	-	-	-
2020-S2	94,2%	78,4%	97,9%	97,8%	95,5%
2021-S1	104,6%	101,0%	104,7%	111,6%	94,3%
2021-S2	97,4%	53,6%	106,6%	92,2%	56,1%
2022-S1	105,7%	124,9%	104,3%	100,6%	129,3%
2022-S2	97,6%	91,3%	97,9%	102,8%	106,7%
2023-S1	116,9%	137,4%	114,9%	114,7%	105,9%
2023-S2	92,4%	90,7%	91,3%	105,5%	95,0%
2024-S1	109,2%	112,1%	110,3%	96,5%	101,1%
2024-S2	94,7%	87,7%	95,2%	99,0%	90,4%
2025-S1	121,4%	136,5%	120,6%	111,4%	61,1%
Średnia:	103,4%	101,4%	104,4%	103,2%	93,6%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Interest rate derivatives, Bank for International Settlements - BIS Data Portal workbooks, 2020-2025.

* S1 - I Semestr I: I półrocze 01-06 / S2 - Semestr II: II półrocze 07-12.



Według szacunków przedstawianych przez Radę Stabilności Finansowej (Financial Stability Board, FSB) oraz Europejski Bank Centralny przed rozpoczęciem globalnej reformy wskaźników referencyjnych wszystkie kontrakty finansowe powiązane ze wskaźnikiem LIBOR obejmowały aktywa o wartości przekraczającej 350 bln USD²³. Skala wykorzystania wskaźnika EURIBOR w kontraktach finansowych wskazuje, że pozostaje on jednym z najważniejszych wskaźników referencyjnych w Europie, stanowiąc podstawę wyceny i rozliczeń w znacznej liczbie umów oraz instrumentów finansowych.

Znaczenie wskaźników referencyjnych jest szczególnie widoczne w sektorze bankowym oraz w finansowaniu gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Dane publikowane przez Europejski Bank Centralny wskazują, że w strefie euro większość kredytów hipotecznych oraz kredytów dla przedsiębiorstw o zmiennym oprocentowaniu jest powiązana ze wskaźnikiem EURIBOR. Według danych statystycznych Europejskiego Banku Centralnego wartość zadłużenia gospodarstw domowych z tytułu kredytów w strefie euro wynosiła około 6,8–7,0 bln euro w 2024 r., natomiast w 2025 r. wzrosła do około 7,0–7,1 bln euro. Jednocześnie wartość kredytów udzielonych przedsiębiorstwom niefinansowym w strefie euro kształtowała się na poziomie około 5,0–5,2 bln euro w 2024 r. oraz około 5,2–5,3 bln euro w 2025 r.²⁴ Znaczna część tych zobowiązań opiera się na zmiennych stopach procentowych powiązanych ze wskaźnikami referencyjnymi stopy procentowej, w szczególności ze wskaźnikiem EURIBOR, który stanowi podstawę ustalania oprocentowania w wielu umowach kredytowych oraz instrumentach finansowych w europejskim systemie bankowym.

Równie istotną rolę wskaźniki referencyjne odgrywają na rynku obligacji o zmiennym oprocentowaniu (*floating rate notes* – *FRN*), których kupon jest bezpośrednio powiązany ze stopą EURIBOR czy innymi wskaźnikami referencyjnymi. Oprocentowanie tych instrumentów finansowych jest najczęściej określane jako suma wskaźnika referencyjnego

(np. EURIBOR) oraz marży emitenta. W rezultacie wskaźniki referencyjne stóp procentowych stanowią zatem jeden z kluczowych elementów infrastruktury finansowej, ponieważ ich poziom wpływa na wycenę instrumentów finansowych oraz koszt finansowania. Instrumenty te umożliwiają emitentom m.in. ograniczenie ryzyka stopy procentowej, a inwestorom zapewniają dochód dostosowany do bieżących warunków rynkowych.

Wartość globalnego rynku międzynarodowych papierów dłużnych (*international debt securities, amounts outstanding*) wyniosła około 32,5–32,7 bln USD w II kwartale 2025 r., a następnie wzrosła do ok. 33,0–33,2 bln USD w III kwartale 2025 r.²⁵ Znaczna część tych instrumentów stanowi emisje obligacji o zmiennym oprocentowaniu powiązanych z referencyjnymi stopami procentowymi rynku pieniężnego. Jednocześnie globalny rynek obligacji jako całość pozostaje jednym z największych segmentów rynku finansowego, co podkreśla skalę znaczenia instrumentów powiązanych ze wskaźnikami referencyjnymi stóp procentowych dla funkcjonowania systemu finansowego. Referencyjne stopy procentowe pełnią kluczową rolę w procesie ustalania kuponów obligacji o zmiennym oprocentowaniu oraz w wycenie szerokiej gamy instrumentów dłużnych emitowanych na rynkach międzynarodowych.

Wskaźniki IBOR są powiązane z funkcjonowaniem rynku międzybankowego, który stanowi segment rynku pieniężnego, na którym banki udzielają sobie krótkoterminowych pożyczek. Rynek ten umożliwia bankom zarządzanie płynnością finansową oraz spełnianie wymogów regulacyjnych dotyczących poziomu rezerw płynnościowych. Większość transakcji na rynku międzybankowym ma charakter krótkoterminowy, często o terminie zapadalności nieprzekraczającym jednego tygodnia, a dominującą rolę odgrywają transakcje jednodniowe (*overnight*). Stopy referencyjne typu IBOR odzwierciedlają koszt takich transakcji finansowania międzybankowego i są publikowane dla różnych terminów zapadalności, takich jak: tydzień, miesiąc, trzy miesiące, sześć miesięcy czy dwanaście miesięcy.

Dane publikowane przez Europejski Bank Centralny wskazują, że w strefie euro najważniejszym segmentem rynku pieniężnego jest hurtowy rynek nie-

23 Financial Stability Board, *Reforming Major Interest Rate Benchmarks*, Financial Stability Board, Basel 2014.

24 ECRI, *Lending to European households and non-financial corporations: Growth and trends*, European Credit Research Institute, Brussels, 2025, https://www.ecri.eu/sites/default/files/key_findings_statpack_2025.pdf (dostęp: 14.05.2026 r.); European Central Bank, Data Portal, Loans to domestic households, 2025; Trading Economics, Euro Area Household Credit Growth; Euro Area Loans to Non-financial Corporations, <https://tradingeconomics.com/euro-area/loan-growth> (dostęp: 14.05.2026 r.).

25 Bank for International Settlements, *International debt securities statistics – amount outstanding for all issuers*, BIS Statistics, Basel 2025, 2026 (Q2–Q3 2025).



zabezpieczonych depozytów międzybankowych overnight, który stanowi podstawę wyznaczania wskaźnika €STR. Charakteryzuje się istotną skalą obrotów. Średnia dzienna wartość transakcji w tym segmencie wynosiła ok. 50–55 mld EUR w 2024 r., natomiast w 2025 r. wzrosła do ok. 55–60 mld EUR, co potwierdza utrzymującą się wysoką płynność i znaczenie krótkoterminowego finansowania w sektorze bankowym strefy euro²⁶. Potwierdza to również rosnącą aktywność uczestników rynku pieniężnego oraz kluczową rolę krótkoterminowych operacji finansowych w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej w strefie euro. Znaczna część tych operacji ma charakter krótkoterminowy i stanowi podstawę kształtowania rynkowych stóp procentowych, które następnie są odzwierciedlane w referencyjnych stopach rynku międzybankowego, takich jak EURIBOR czy €STR.

Należy również wspomnieć, że zmiany warunków na rynku międzybankowym mogą prowadzić do przenoszenia ryzyka systemowego na sektor bankowy poprzez kanał płynnościowy oraz kanał stopy procentowej. W sytuacji napięć na rynku finansowym wzrost kosztu finansowania międzybankowego przekłada się bowiem bezpośrednio na wzrost kosztów kredytów oraz instrumentów finansowych opartych na wskaźnikach referencyjnych stóp procentowych. W konsekwencji wiarygodność, transparentność oraz odporność metodologiczna wskaźników referencyjnych mają kluczowe znaczenie dla stabilności systemu finansowego, ponieważ zapewniają prawidłowe funkcjonowanie mechanizmu transmisji polityki pieniężnej oraz ograniczają ryzyko zakłóceń w wycenie aktywów finansowych.

3. Znaczenie wskaźników referencyjnych stopy procentowej IBOR dla finansów publicznych

Wskaźniki referencyjne stopy procentowej wpływają również na funkcjonowanie szeroko rozumianego sektora finansów publicznych, ponieważ stanowią punkt odniesienia dla kosztu finansowania długu publicznego emitowanego przez rządy, instytucje samorządowe oraz publiczne. W praktyce dotyczy to przede wszystkim bonów skarbowych, obligacji o stałym oprocentowaniu, a także obligacji o zmien-

nym oprocentowaniu (*floating rate notes*, FRN), których kupon jest powiązany z określonym wskaźnikiem referencyjnym stopy procentowej.

Skala tego rynku jest bardzo duża. Zgodnie z danymi Association for Financial Markets in Europe (*Government Bond Data Report*), całkowita roczna wartość brutto emisji obligacji i bonów skarbowych rządów na rynkach europejskich wyniosła w latach 2020 – 2025 21 bln euro, z czego 11,3 bln euro (54%) stanowiły obligacje a 9,6 bln euro (46%) bony skarbowe. O ile w 2020 emisja obu rodzajów papierów wartościowych wyniosła 3,7 bln euro to w 2024 r., wobec 3,4 mld EUR rok wcześniej. We wszystkich kwartałach 2025 r. emisja brutto wyniosła ok. 3,9 mld EUR²⁷. Szczegółowe wartości emisji w poszczególnych kwartałach wskazane zostały w tabeli nr 4.

Jednocześnie Komisja Europejska wskazuje, że jej własna emisja obligacji i bonów skarbowych finansujących programy Unii Europejskiej wzrosła bardzo znacząco w ostatnich latach. O ile przed uruchomieniem programów wspólnego finansowania w odpowiedzi na kryzys pandemiczny skala emisji była relatywnie niewielka, to wraz z wprowadzeniem programu NextGenerationEU oraz przyjęciem tzw. zintegrowanego podejścia do finansowania (*Unified Funding Approach*) Komisja Europejska stała się jednym z największych emitentów obligacji w Europie.

W rezultacie wartość nowych emisji obligacji i krótkoterminowych bonów UE wzrosła z ok. 40 mld EUR w IV kw. 2020 r., 1 bln EUR w 2022 r, 1,7 bln EUR w 2023, 2,2 bln EUR w 2024 do ponad 2,8 bln EUR w 2025 r.²⁸ Skumulowana wartość wszystkich emisji w latach 2020-2025 przekroczyła 8,4 bln euro. Interesująca była struktura emisji papierów wartościowych – w całym badanym okresie Obligacje NGEU (non-ESG) obejmowały 65% wszystkich wyemito-

26 European Central Bank, *Euro Money Market Study 2024*, European Central Bank, Frankfurt am Main 2025; European Central Bank, *€STR Annual Methodology Review 2025*, European Central Bank, Frankfurt am Main 2025.

27 Association for Financial Markets in Europe (AFME), *Government Bond Data Report, Q4 2025 & 2025 Full Year*, Association for Financial Markets in Europe, London 2026; Association for Financial Markets in Europe (AFME), *Government Bond Data Report Q1 2025*, Association for Financial Markets in Europe, London 2025.

28 Association for Financial Markets in Europe (AFME), *Government Bond Data Report, Q4 2025 & 2025 Full Year*, Association for Financial Markets in Europe, London 2026; Association for Financial Markets in Europe (AFME), *Government Bond Data Report Q1 2025*, Association for Financial Markets in Europe, London 2025; European Commission, *EU as a borrower – Funding plans and borrowing operations under the unified funding approach*, European Commission, Brussels, 2024–2025., https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/eu-budget/eu-borrower-investor-relations/funding-plans_en (dostęp: 14.03.2026).

**Tabela nr 4.** Emisja obligacji i bonów skarbowych w Europie (UE+Wielka Brytania) (mld euro - 2020-2025)

Rok	Kwartał	Obligacje - Bonds (EU+UK)	Bony skarbowe - Bills (EU+UK)
2020	Q1	383	352
2020	Q2	755	588
2020	Q3	533	454
2020	Q4	343	287
2021	Q1	515	399
2021	Q2	518	379
2021	Q3	375	380
2021	Q4	298	328
2022	Q1	431	361
2022	Q2	447	329
2022	Q3	348	354
2022	Q4	413	375
2023	Q1	544	406
2023	Q2	504	384
2023	Q3	402	448
2023	Q4	395	347
2024	Q1	610	427
2024	Q2	528	423
2024	Q3	445	453
2024	Q4	407	438
2025	Q1	657	440
2025	Q2	594	429
2025	Q3	525	419
2025	Q4	411	465
Razem	-	11 381	9 665

Źródło: Association for Financial Markets in Europe (AFME), Government Bond Data Report, Q4 2025 & 2025 Full Year, Association for Financial Markets in Europe, London 2026

**Tabela nr 5.** Obligacje i bony skarbowe wyemitowane przez Komisję Europejską (mld euro - 2020-2025)

Rok	Kwartał	Obligacje SURE (SURE scheme social bonds)	Obligacje NGEU (non-ESG) (NGEU bonds (non-ESG))	Zielone obligacje NGEU (NGEU green bonds) *	Bony NGEU (NGEU bills [non-ESG]) *
2020	Q4	40	0	0	0
2021	Q1	63	0	0	0
2021	Q2	90	57	0	0
2021	Q3	90	59	0	0
2021	Q4	98	79	0	0
2022	Q1	98	93	0	0
2022	Q2	98	121	28	0
2022	Q3	98	155	28	0
2022	Q4	98	189	36	0
2023	Q1	98	226	42	0
2023	Q2	98	262	44	0
2023	Q3	98	293	44	0
2023	Q4	98	321	49	0
2024	Q1	98	368	58	0
2024	Q2	98	387	60	0
2024	Q3	98	402	65	0
2024	Q4	98	442	68	0
2025	Q1	98	470	73	30
2025	Q2	98	503	75	32
2025	Q3	98	527	76	37
2025	Q4	90	527	79	35
Razem:	-	1 941	5 481	825	134

Wyjaśnienia: SURE - Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency; NGEU - NextGenerationEU; non-ESG - non-Environmental, Social, Governance

* wartości szacunkowe

Źródło: Association for Financial Markets in Europe (AFME), Government Bond Data Report, Q4 2025 & 2025 Full Year, Association for Financial Markets in Europe, London 2026



wanych instrumentów a obligacje Obligacje SURE (SURE scheme social bonds) 23% wartości wszystkich emisji. Pozostałe instrumenty: Zielone obligacje NGEU (*NGEU green bonds*) oraz Bony NGEU (*NGEU bills – non-ESG*) odgrywały znacznie mniejszą rolę a ich udział nie przekroczył 12%. Wartości emisji w poszczególnych kwartałach wskazane zostały w tabeli nr 5.

Odzwierciedla to rosnącą rolę wspólnego finansowania na poziomie Unii Europejskiej oraz zwiększoną aktywność UE na rynkach kapitałowych w celu finansowania programów takich jak NextGenerationEU, wsparcie makro finansowe dla państw członkowskich oraz pomoc dla Ukrainy. Wzrost skali emisji długu przez Komisję Europejską powoduje, że koszt obsługi tego finansowania, podobnie jak w przypadku długu publicznego państw członkowskich, jest w znacznym stopniu uzależniony od poziomu rynkowych stóp procentowych oraz wskaźników referencyjnych.

Z punktu widzenia wrażliwości finansów publicznych na stopy procentowe szczególnie istotna jest struktura zadłużenia. Dane OECD wskazują, że w 2024 r. w strukturze zadłużenia centralnych rządów krajów OECD instrumenty o stałym oprocentowaniu stanowiły 76%, bony skarbowe prawie 15%, obligacje indeksowane inflacją około 7%, a instrumenty o zmiennym oprocentowaniu około 2%. W 2025 r. struktura ta pozostała podobna: 76% przypadało na dług o stałym oprocentowaniu, około 15% na bony skarbowe, około 8% na instrumenty indeksowane inflacją i około 2% na dług o zmiennym oprocentowaniu²⁹. Oznacza to, że choć udział obligacji o zmiennym oprocentowaniu w całej wartości długu publicznego jest relatywnie niewielki, to pozostaje on na tyle duży, aby zmiany wskaźników referencyjnych bezpośrednio oddziaływały na koszty odsetkowe części nowego finansowania oraz refinansowania długu³⁰.

Ilustracją powyższych kwestii oraz ich ścisłego związku z instytucjami i sektorem finansowym mogą być wartości obligacji skarbowych posiadane przez europejskie banki wskazane w tabeli nr 6.

Zestawienie zawiera nieobciążone aktywa o wysokiej płynności, które banki posiadały w swoim portfelu i których nie użyły ich jako zabezpieczenia dla żadnych zobowiązań. Ich całkowita wartość wzrosła z 790,5 mld euro pod koniec 2019 r. do 1 372,8 mld euro w połowie 2025 r. (wzrost o 74%)³¹. W badanym okresie blisko 61% obligacji emitowanych było przez emitentów z Unii Europejskiej (wartość średnia) i widoczny był wzrost udziału tej grupy papierów wartościowych w całości portfela banków. Dynamika wzrostu w poszczególnych latach była zróżnicowana a jej średnioroczna wartość osiągnęła 111,7%. Dane pokazują, iż banki angażują swe aktywa w dłużne papiery skarbowe, których oprocentowanie w dużym stopniu oparta jest o wskaźniki referencyjne.

Powyższe rozważania można uzupełnić również o wątek dotyczący emisji skarbowych papierów wartościowych w strefie euro, które w tabeli nr 7 wskazane zostały w ujęciu netto. W latach 2014-2025 wartość netto emisji wyniosła 1,9 bln Euro a średnioroczna wartość przekroczyła 166 mld Euro. Bardzo znamienne były różnice wartości w poszczególnych latach pokazujące niekiedy przewagę długu, który był spłacany w stosunku do nowych emisji obligacji. Tendencje w tym zakresie pokazuje również zmienna dynamika, która w całym okresie 2014-2025 osiągnęła jednak wartość dodatnią 163,2%. W zestawieniu wskazane zostały również rentowności obligacji (*ten-years yield*) pokazujące zmienność tego parametru w całym okresie ilustrując w sposób interesujący zmienność tego parametru przed i po okresie pandemii.

Podobnie jak rządy poszczególnych krajów, również jednostki samorządu terytorialnego oraz instytucje publiczne w Europie finansują inwestycje infrastrukturalne m.in. z wykorzystaniem instrumentów dłużnych, takich jak kredyty bankowe, pożyczki od instytucji publicznych oraz emisja obligacji, przy czym udział finansowania zewnętrznego w nakładach inwestycyjnych wynosił ok. 15% w 2022 r. i 18% w 2024 r.; jednocześnie 36% gmin planowało korzystanie z finansowania rynkowego w przyszłości, a 61% zamierzało wykorzystywać instrumenty Unii Europejskiej. Emisje dłużnych papierów wartościowych przez podmioty municypalne pozostają jednak relatywnie rzadziej wykorzystywaną formą finansowania w porównaniu do kredytów bankowych i finansowania publicznego. Z badań wynika, że dostęp do rynków kapitałowych

29 Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), *Global Debt Report 2025: Financing Growth in a Challenging Debt Environment*, OECD Publishing, Paris 2025; Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), *Global Debt Report 2024*, OECD Publishing, Paris 2024.

30 Należy zaznaczyć, że OECD publikuje te dane dla agregatu krajów OECD, a nie osobno dla całej strefy euro.

31 Dane źródłowe zawierają ostatnie wartości na dzień 30.06.2025.



Tabela nr 6. Nieobciążone zasoby obligacji skarbowych banków strefy euro - Unencumbered sovereign bond holdings of euro area banks * (mld euro, %)

Okres	Emitenci z UE – EU sovereigns (mld euro)	Emitenci spoza UE – Non-EU sovereigns (mld euro)	Razem (mld euro)
2019	466,73	323,73	790,46
2020	567,93	328,60	896,54
2022	560,28	374,38	934,66
2023	624,49	413,36	1 037,85
2024	728,00	473,19	1 201,19
2025.06.30	844,17	528,65	1 372,82
Średnia:	631,93	406,99	1 038,92
Udział strukturalny (%)			
2019	59,0%	41,0%	100,0%
2020	63,3%	36,7%	100,0%
2022	59,9%	40,1%	100,0%
2023	60,2%	39,8%	100,0%
2024	60,6%	39,4%	100,0%
2025.06.30	61,5%	38,5%	100,0%
Średnia:	60,8%	39,2%	100,0%
Dynamika r/r (%)			
2019	-	-	-
2020	121,7%	101,5%	113,4%
2022	98,7%	113,9%	104,3%
2023	111,5%	110,4%	111,0%
2024	116,6%	114,5%	115,7%
2025.06.30	116,0%	111,7%	114,3%
Średnia:	112,9%	110,4%	111,7%

* aktywa o wysokiej płynności, które banki posiadają w swoim portfelu, ale nie użyły ich jako zabezpieczenia (zastawu) dla żadnych zobowiązań
Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Financial Stability Review, European Central Bank, FSR database, Chapter 3.xlsx, Chart 3.11 panel a, November 2025



Tabela nr 7. Emisja netto skarbowych papierów wartościowych w strefie Euro (Euro Area Sovereign Bond Net Issuance)
– (mld euro)

Rok	Emisja netto - Net issuance (mld euro)	Rentowność - Ten-year yield (%)
2014	227,06	1,97
2015	-116,62	1,16
2016	-326,77	0,79
2017	-270,79	1,04
2018	17,28	1,09
2019	167,59	0,40
2020	-54,94	0,02
2021	-119,82	0,06
2022	223,25	1,86
2023	646,66	3,11
2024	740,17	2,89
2025	865,01	3,07
Suma:	1 998,07	-
Średnia:	166,51	1,46
Dynamika r/r (%)		
2014	-	-
2015	-51,4%	-
2016	280,2%	-
2017	82,9%	-
2018	-6,4%	-
2019	969,6%	-
2020	-32,8%	-
2021	218,1%	-
2022	-186,3%	-
2023	289,7%	-
2024	114,5%	-
2025	116,9%	-
Średnia	163,2%	-

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Financial Stability Review, European Central Bank, FSR database, Chapter 2.xlsx, Chart 2.1 panel b, November 2025.



jest ograniczony głównie do większych jednostek samorządowych, dysponujących odpowiednią skalą inwestycji oraz zdolnością kredytową. W konsekwencji liczba emitentów obligacji municypalnych w UE pozostaje stosunkowo niewielka, a rynek ten cechuje się wysoką koncentracją. Jednocześnie obserwuje się rosnące zainteresowanie alternatywnymi formami finansowania, w tym emisją obligacji tematycznych (np. zielonych), które wpisują się w cele transformacji energetycznej i polityki klimatycznej Unii Europejskiej. W kontekście przyszłych planów inwestycyjnych, większy odsetek gmin deklaruował chęć wykorzystania instrumentów rynkowych, co może prowadzić do stopniowego wzrostu znaczenia emisji obligacji w strukturze finansowania inwestycji infrastrukturalnych w kolejnych latach ³².

Oznacza to, że finansowanie dłużne pozostaje trwałym elementem modelu finansowania lokalnej infrastruktury publicznej w Europie, nawet jeśli istotną rolę nadal odgrywają transfery budżetowe i granty unijne. Skalę takich operacji dobrze ilustrują dane Europejskiego Banku Inwestycyjnego (EBI), będącego ponadnarodową instytucją finansującą inwestycje publiczne w Unii Europejskiej. W 2024 r. Grupa EBI podpisała nowe operacje finansowe o wartości ok. 89 mld euro, przyczyniając się do mobilizacji znacznie wyższej wartości inwestycji w gospodarce europejskiej. W kolejnych latach zakłada się dalsze zwiększanie skali działalności do poziomu ok. 100 mld euro rocznie oraz realizację kilkuset projektów inwestycyjnych obejmujących m.in. transport, energetykę, gospodarkę wodną czy mieszkalnictwo społeczne ³³. Nie są to wyłącznie kredyty samorządowe, lecz szeroki portfel operacji obejmujący m.in. transport, energetykę, wodociągi, mieszkalnictwo społeczne i inne projekty infrastruktury publicznej. Dane te stanowią więc europejski punkt odniesienia dla skali publicznego finansowania infrastrukturalnego.

Rekapituluując powyższe kwestie należy stwierdzić, że jeżeli oprocentowanie takich kredytów i pożyczek jest skonstruowane według formuły wskaźnik referencyjny stopy procentowej plus marża, to zmiany poziomu wskaźników IBOR lub ich następców przekładają się bezpośrednio na koszt obsługi projektów publicznych. Wzrost stopy referencyjnej podnosi

bowiem koszt nowych kredytów, zwiększa obciążenie odsetkowe już uruchomionych zobowiązań o zmiennym oprocentowaniu i tym samym wpływa na opłacalność oraz tempo realizacji inwestycji infrastrukturalnych przez samorządy i inne instytucje publiczne. Z tego względu stabilność i wiarygodność wskaźników referencyjnych mają znaczenie nie tylko dla sektora bankowego, lecz także dla finansowania rozwoju lokalnego i publicznego.

4. Znaczenie wskaźnika referencyjnego stopy procentowej WIBOR dla rynku finansowego oraz finansów publicznych w Polsce

Wskaźnik referencyjny WIBOR funkcjonuje na rynku polskim nieprzerwanie od 1991 r. Na przestrzeni ponad trzech dekad uzyskał on znaczącą rolę w obszarze wyceny złotych instrumentów finansowych, pomimo funkcjonowania równolegle kilku alternatywnych stawek ³⁴. WIBOR stał się najpowszechniej wykorzystywanym w Polsce wskaźnikiem rynkowej stopy procentowej wyznaczającym cenę pieniądza (polskiego złotego) ³⁵. Wskaźnik ten odgrywa istotną rolę w funkcjonowaniu krajowego systemu finansowego i jest wszechstronnie używany przez podmioty funkcjonujące na rynku finansowym, w tym m.in. banki, fundusze inwestycyjne, instytucje leasingowe oraz faktoringowe. Dokonana zarówno w 2023 r. ³⁶, jak i w 2025 r. ³⁷ ocena Komisji Nadzoru Finansowego, oparta na analizie jakościowej materiałów źródłowych oraz analizie ilościowej danych, pozwoliła stwierdzić, że wskaźnik referencyjny WIBOR posiada zdolność do pomiaru rynku oraz realiów gospodarczych, do których został powołany. Zgodnie z oceną KNF wskaźnik WIBOR w sposób właściwy reaguje na zmiany uwarunkowań płynnościowych, poziomu stóp procentowych banku centralnego oraz ogólnej sytuacji gospodarczej. Pozytywna ocena z 2025 r. dotyczyła najważniejszych dla krajowego rynku finansowego terminów fixingowych wskaźnika WIBOR, tj. ON, 1M, 3M i 6M.

34 Zob. szerzej: A. Waltz, *Ewolucja indeksu WIBOR w warunkach reformy wskaźników referencyjnych stopy procentowej*, „Zeszyty Naukowe Akademii Górnośląskiej” 2024, nr 10, s. 82-100, DOI: 10.53259/2024.10.09

35 Zob. szerzej M. Kosińska, *Od WIBOR do WIRON – przesłanki reformy wskaźników referencyjnych stopy procentowej a stabilność polskiego systemu finansowego*, „Bezpieczny Bank” 2023, nr 2, DOI: 10.26354/bb.3.2.91.2023.

36 Komunikat KNF z dnia 29 czerwca 2023 roku https://www.knf.gov.pl/komunikacja/komunikaty?articleId=82924&p_id=18

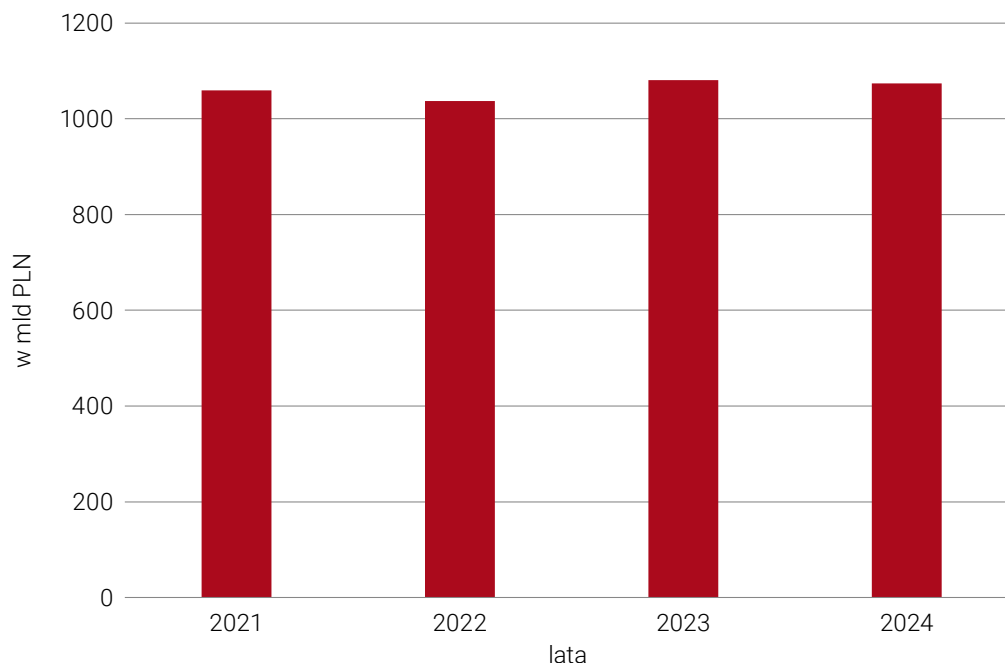
37 Komunikat KNF z dnia 29 maja 2025 roku https://www.knf.gov.pl/komunikacja/komunikaty?articleId=93868&p_id=18#1

32 European Investment Bank, *The State of Local Infrastructure Investment in Europe: EIB Municipalities Survey 2024–2025*, European Investment Bank, Luxembourg 2025.

33 European Investment Bank, *European Investment Bank Group Lending Report 2024*, European Investment Bank, Luxembourg 2025.



Wykres nr 1. Aktywa banków działających w formie spółek akcyjnych, oddziałów instytucji kredytowych, banków spółdzielczych i spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych oparte na wskaźniku WIBOR w latach 2021-2024 (w mld zł)



Źródło: opracowanie własne na podstawie KNF, Wskaźniki referencyjne - Dane sektora bankowego i SKOK. Dane według stanu na 31.12.2024 r.

Koncentrując się na znaczeniu wskaźnika referencyjnego WIBOR dla sektora bankowego, uwzględnić trzeba aktywa tego sektora oparte na zmiennej stopie procentowej, dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu, jak i pozycje pozabilansowe banków związane z transakcjami pochodnymi³⁸. Łączna wartość aktywów, w których stosowany był wskaźnik referencyjny WIBOR przez banki działające w formie spółek akcyjnych, oddziały instytucji kredytowych, banki spółdzielcze oraz spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe przedstawia wykres nr 1.

Głównymi podmiotami na rynku bankowym, które wykorzystywały wskaźnik referencyjny WIBOR w 2021 r. były banki komercyjne (wartość aktywów na poziomie 921,3 mld zł, co stanowiło 92,38% aktywów łącznie (tj. banków działających w formie spółek akcyjnych, oddziałów instytucji kredytowych, banków spółdzielczych i spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych) opartych na wskaźniku WIBOR. Po-

dobna sytuacja miała miejsce w kolejnych latach. Należy zaznaczyć, że zarówno w 2021 r., jak i w 2024 r. udział aktywów sektora bankowego, w których stosowany był wskaźnik WIBOR w aktywach łącznie (opartych na tym wskaźniku oraz na innych wskaźnikach) był podobny i wynosił odpowiednio 82,3³⁹ oraz 82,56%⁴⁰. W grupie pozostałych wskaźników znalazły się: EURIBOR, LIBOR/SARON, WIBID, WIRON, SONIA, SOFR, €STR. Największą grupę aktywów, w których stosowano wskaźnik referencyjny WIBOR, stanowiły instrumenty oparte na stawkach WIBOR 3M oraz WIBOR 6M. Z kolei głównymi kategoriami aktywów bankowych opartych na stawkach WIBOR w analizowanych latach były kredyty hipoteczne, dłużne papiery wartościowe posiadane przez banki oraz należności od przedsiębiorstw niefinansowych. Szczegółowe dane za lata 2023-2024 przedstawiają wykresy nr 2 oraz 3 (poniżej).

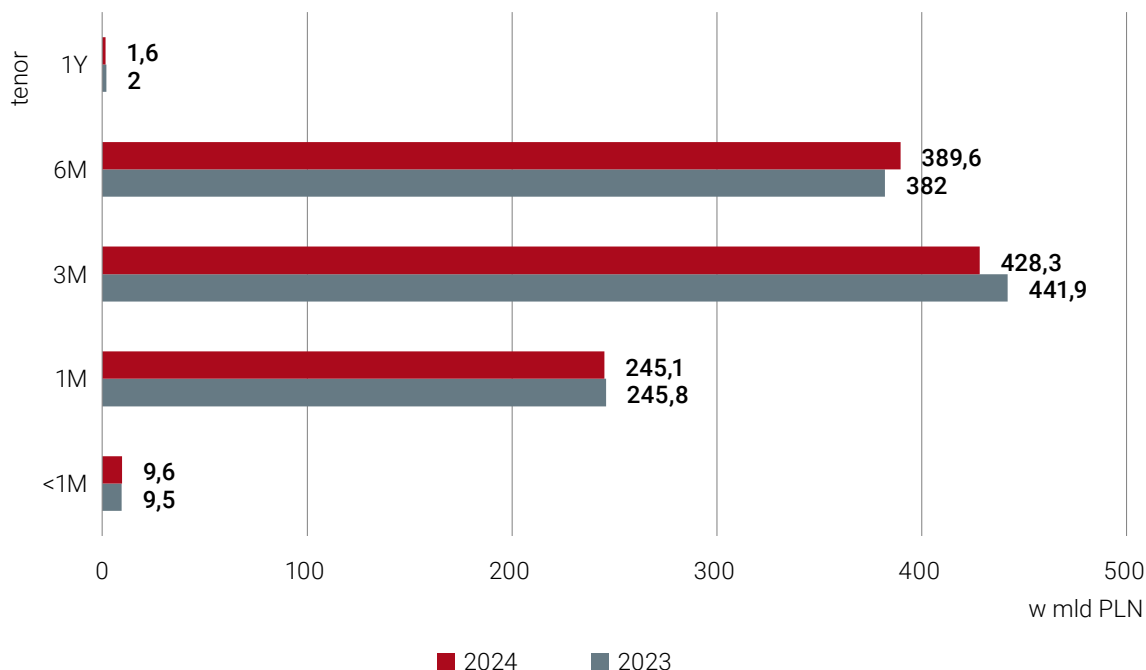
39 KNF Wskaźniki referencyjne - Dane sektora bankowego i SKOK. Dane według stanu na 31.12.2021 r. https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Dane_sektora_bankowego_i_SKOK.pdf, (dostęp 03.03.2026).

40 KNF Wskaźniki referencyjne - Dane sektora bankowego i SKOK. Dane według stanu na 31.12.2024 r. źródło: https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Dane_sektora_bankowego_i_SKOK_94356.pdf, (dostęp 03.03.2026).

38 Zob. M. Liszewska, Rola indeksów rynku pieniężnego w wycenie instrumentów kredytowych w Polsce w świetle reformy wskaźników referencyjnych, „Bezpieczny Bank” 2019, nr 2, DOI:10.26354/bb.3.2.75.2019.



Wykres nr 2. Wartość aktywów banków działających w formie spółek akcyjnych, oddziałów instytucji kredytowych, banków spółdzielczych i spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych w podziale na tenory w latach 2023-2024 (w mld zł)



Źródło: opracowanie własne na podstawie KNF, Wskaźniki referencyjne - Dane sektora bankowego i SKOK. Dane według stanu na 31.12.2024 r.

Wysoki udział kredytów hipotecznych w strukturze wszystkich aktywów opartych na wskaźniku WIBOR koresponduje z odpowiednio wysokim udziałem WIBOR 3M i WIBOR 6M w strukturze rodzajowej stawki referencyjnej⁴¹, bowiem zmienne oprocentowanie takich kredytów najczęściej powiązane jest właśnie z tymi dwoma wskaźnikami⁴². Zmniejszenie się wartości kredytów hipotecznych, których oprocentowanie jest oparte o wskaźnik WIBOR w 2024 r. w porównaniu z latami wcześniejszymi może być spowodowane wysokim poziomem zainteresowania kredytobiorców kredytami hipotecznymi z okresowo stałą stopą procentową⁴³, jak również nadpłatą kredytów hipotecz-

nych dokonywaną przez gospodarstwa domowe. Niemniej jednak w 2024 r. liczba umów kredytów hipotecznych opartych o wskaźniki WIBOR 3M i WIBOR 6M wynosiła odpowiednio 1 157,7 tys. sztuk i 475,1 tys. sztuk. Niewiele mniejsza była liczba umów kredytów konsumenckich, w których stosowane były oba wskaźniki – liczba umów, w których stosowany był wskaźnik WIBOR 3M była równa 1 150,0 tys. sztuk, a liczba umów, w których stosowany był wskaźnik WIBOR 6M – 103,3 tys. sztuk⁴⁴. Oparcie oprocentowania zarówno kredytów hipotecznych, jak i kredytów konsumenckich o wskaźniki, które aktualizowane są co kwartał lub co pół roku, przekłada się na wzrost lub spadek oprocentowania tych kredytów (odpowiednio opóźniony), a tym samym na możliwą realizację ryzyka stopy procentowej. Wzrost wysokości oprocentowania kredytu implikuje wzrost wysokości raty kredytu, co wpływa bezpośrednio na sytuację finansową kredytobiorców (gospodarstw domowych), jak również na wzrost przychodów odsetkowych banków.

WIBOR jest także powszechnie wykorzystywanym wskaźnikiem w działalności funduszy inwestycyj-

41 We wszystkich analizowanych latach udział kredytów hipotecznych opartych o stawkę WIBOR 3M był ponad dwukrotnie wyższy niż udział kredytów hipotecznych opartych o stawkę WIBOR 6M

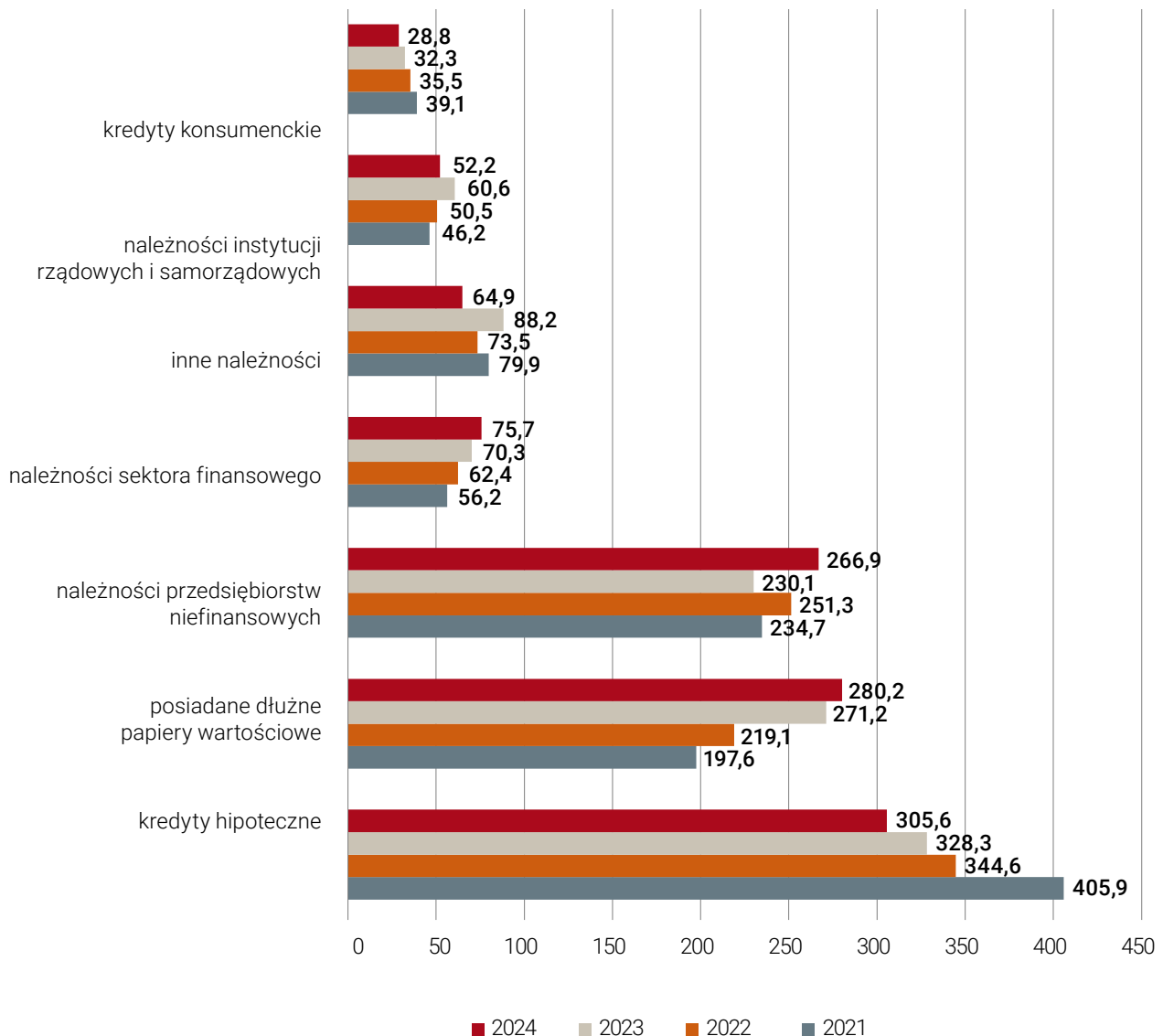
42 NBP, *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2022 roku*, Warszawa 2023.

43 Raport Amron-Sarfin, *Ogólnopolski raport o kredytach mieszkaniowych i cenach transakcyjnych nieruchomości 3/2024*. <https://www.zbp.pl/Raporty/Raport-ARMON-SARFiN> dostęp 03.03.2026. Od lipca 2021 r. zgodnie z nowelizacją Rekomendacji S wydaną przez Komisję Nadzoru Finansowego, banki zostały zobowiązane do oferowania klientom kredytów hipotecznych z okresowo stałą stopą procentową, szerzej: A. Ramiszewska, Z. Korzeb, *Wpływ polityki pieniężnej NBP na rynek kredytów hipotecznych w Polsce w latach 2020-2024*, „Akademia Zarządzania” 2025, nr 9, s. 119-142.

44 KNF, *Wskaźniki referencyjne - Dane sektora bankowego i SKOK*. Dane według stanu na 31.12.2024 r.



Wykres nr 3. Wartość aktywów banków działających w formie spółek akcyjnych, oddziałów instytucji kredytowych, banków spółdzielczych i spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych w podziale na kategorie w latach 2021-2024 (w mld zł)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych pozyskanych bezpośrednio od KNF oraz KNF, Wskaźniki referencyjne - Dane sektora bankowego i SKOK. Dane według stanu na 31.12.2024 r.

nych. Wiele z nich, konstruuje klauzulę zmiennego oprocentowania w oparciu o WIBOR lub pewną kombinację różnych indeksów z uwzględnieniem wskaźnika WIBOR⁴⁵. W szczególności dotyczy to funduszy dłużnych – głównie obligacji krótkoterminowych i papierów korporacyjnych, choć niejednokrotnie także w funduszach akcyjnych wskaźnik WIBOR pojawia

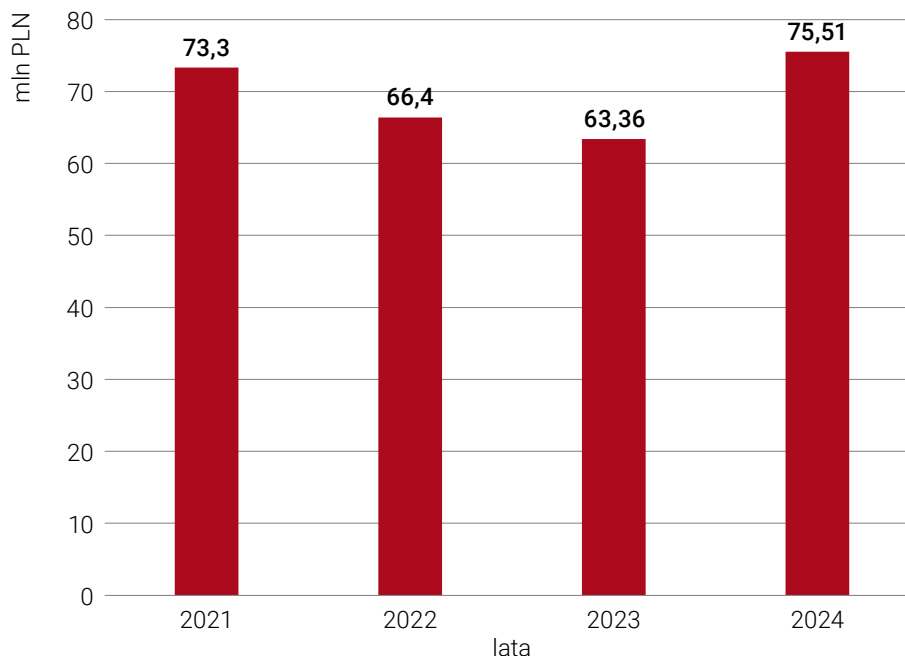
się jako tzw. część płynnościowa benchmarku⁴⁶. Z uwagi na to, że wskaźnik referencyjny często stanowi podstawowy element naliczania opłaty zmiennej za zarządzanie/opłaty za wynik (*success fee*), wszelkie zmiany stawki WIBOR wpływają na jej wysokość. Oznacza to, że wskaźnik referencyjny WIBOR odgrywa istotną rolę w politykach i strategiach inwestycyjnych funduszy. Dostępne dane Komisji Nadzoru Finansowego wskazują, że wartość aktywów fun-

45 Zob. J. Przybył, C. Martysz, *Wpływ kosztów działalności na ryzyko oraz stopy zwrotu dłużnych funduszy inwestycyjnych*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów, Zeszyt Naukowy” 2025, nr 205, s. 119-141 <https://econjournals.sgh.waw.pl/SiP/article/view/4995/5191> (dostęp: 14.05.2026 r.).

46 Jagoda Fryc, *POLSTR zastąpi WIBOR. Jak wpłynie to na fundusze?* 03.12.2025, <https://www.analizy.pl/tylko-u-nas/38825/polstr-zastapi-wibor-jak-wplynie-to-na-fundusze> (dostęp 04.03.2026).



Wykres nr 4. Należności firm leasingowych powiązane ze wskaźnikiem referencyjnym WIBOR wg badania przeprowadzonego przez KNF (w mld zł)



Uwaga: w badaniu przeprowadzonym przez KNF w 2021 roku udział wzięło 12 przedsiębiorstw leasingowych, w 2022 roku 19 przedsiębiorstw leasingowych, w 2023 roku 22 przedsiębiorstwa leasingowych i w 2024 roku 24 przedsiębiorstwa leasingowych.
Źródło: KNF, Wskaźniki referencyjne - Dane firm leasingowych Dane według stanu na 31.12.2022 r., KNF Wskaźniki referencyjne - Dane firm leasingowych Dane według stanu na 31.12.2024 r.

funduszy inwestycyjnych, wykorzystujących WIBOR do obliczenia opłaty zmiennej za zarządzanie/opłaty za wynik w 2023 r. wynosiła 36,87 mld zł, a w 2024 r. była równa 33,45 mld zł⁴⁷. Obniżenie poziomu wartości tych aktywów może być konsekwencją wycofywania przez niektóre towarzystwa funduszy inwestycyjnych wskaźnika WIBOR z benchmarku swoich funduszy, z uwagi na uwarunkowania regulacyjne i wprowadzenie nowego wskaźnika referencyjnego, którym jest POLSTR. Przykładem jest Santander TFI, który wycofał już WIBOR z benchmarków funduszy krótkoterminowych obligacji, a w 2026 r. planuje zastosowanie POLSTR jako benchmarku płynnościowego dla funduszy akcyjnych⁴⁸.

Kolejną grupą instytucji funkcjonujących na rynku finansowym, które wykorzystują wskaźnik referencyjny WIBOR są przedsiębiorstwa leasingowe oferujące przede wszystkim leasing finansowy i le-

asing operacyjny, ale także udzielające pożyczek oraz zawierające umowy faktoringu. Z badania przeprowadzonego przez Komisję Nadzoru Finansowego wynika, że na koniec 2022 r. należności z tytułu leasingu finansowego i operacyjnego oparte o stawkę WIBOR wynosiły 56,69 mld zł⁴⁹ (co stanowiło nieco ponad połowę wszystkich należności firm leasingowych badanych przez KNF), a na koniec 2024 r. wartość ta wzrosła do 62,58 mld zł⁵⁰ (co stanowiło niecałe 42% wszystkich należności firm leasingowych badanych przez KNF). Łączne wartości należności firm leasingowych powiązane z WIBOR przedstawia wykres nr 4.

Dla przedsiębiorstw leasingowych kształtowanie się wskaźnika WIBOR ma istotne znaczenie z uwa-

47 KNF, Wskaźniki referencyjne - Fundusze inwestycyjne Dane według stanu na 31.12.2024 r. https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Fundusze_Inwestycyjne_94359.pdf (dostęp 04.03.2026).

48 Zob. J. Fryc, POLSTR zastąpi WIBOR. Jak wpłynie to na fundusze? 03.12.2025, <https://www.analizy.pl/tylko-u-nas/38825/polstr-zastapi-wibor-jak-wplynie-to-na-fundusze>, (dostęp 04.03.2026).

49 KNF, Wskaźniki referencyjne - Dane firm leasingowych Dane według stanu na 31.12.2022 r. https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Firmy_leasingowe_86563.pdf (dostęp: 14.05.2026 r.). W badaniu przeprowadzonym przez KNF za 2022 rok udział wzięło 19 firm leasingowych, co stanowiło około 75% rynku leasingu w Polsce.

50 KNF Wskaźniki referencyjne - Dane firm leasingowych Dane według stanu na 31.12.2024 r. https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Firmy_leasingowe_94358.pdf (dostęp: 14.05.2026 r.). W badaniu przeprowadzonym przez KNF za 2024 rok udział wzięły 24 firmy leasingowe, co stanowiło około 85% rynku leasingu w Polsce.



gi na koszt finansowania zakupu ruchomości i nieruchomości, które stanowią następnie przedmiot zawieranych umów leasingowych (oprocentowania kredytów bankowych, z których korzystają firmy leasingowe). Leasingodawcy wykorzystują także wskaźnik WIBOR do ustalania wysokości rat leasingowych. Z kolei wysokość tych rat determinuje poziom zobowiązań leasingobiorców, co przekłada się na ostateczny koszt pozyskania kapitału przedsiębiorstw korzystających z leasingu jako formy finansowania swojej działalności.

Z badania przeprowadzonego przez KNF wynika, że w latach 2021–2024 kluczowym wskaźnikiem referencyjnym stosowanym przez przedsiębiorstwa leasingowe był WIBOR 1M. Analogiczną tendencję zaobserwowano w przypadku firm faktoringowych. W 2024 r. wartość należności tych podmiotów powiązanych z tą stawką wyniosła 23,59 mld zł, natomiast należności oparte na wskaźniku WIBOR 3M osiągnęły poziom 6,58 mld zł⁵¹.

Emisja obligacji jest jedną z metod finansowania, która jest wykorzystywana zarówno w sektorze przedsiębiorstw, jak i w sektorze finansów publicznych. Wskaźnik WIBOR pełni funkcję podstawowego wskaźnika referencyjnego w mechanizmie ustalania oprocentowania obligacji o zmiennej stopie procentowej. W ujęciu ekonomicznym oprocentowanie tych instrumentów definiowane jest jako suma wskaźnika WIBOR oraz marży (premii za ryzyko kredytowe emitenta). Wysokość marży ma charakter zróżnicowany i może być determinowana przez szereg czynników, w szczególności: rodzaj obligacji, poziom wiarygodności kredytowej emitenta oraz charakter przedsięwzięcia inwestycyjnego finansowanego ze środków pozyskanych w drodze emisji (często w przypadku obligacji komunalnych⁵²). Zastosowanie wskaźnika referencyjnego WIBOR w obligacjach o zmiennym oprocentowaniu umożliwia dostosowanie kuponu do warunków rynkowych i przekłada się na poziom dochodów odsetkowych. Zmiany wartości wskaźnika WIBOR mogą wpływać na atrakcyjność obligacji o stałym oprocentowaniu. W szczególności w sytuacji rosnących wartości

stawek referencyjnych może spadać popyt na obligacje charakteryzujące się stałym kuponem.

Podmiotami, które w największym stopniu wykorzystują wskaźnik WIBOR do konstruowania zmiennego oprocentowania obligacji, są jednostki samorządu terytorialnego, banki hipoteczne⁵³ emitujące listy zastawne oraz przedsiębiorstwa (choć rola obligacji w finansowaniu działalności krajowych przedsiębiorstw jest niewielka⁵⁴). W 2023 r. 81,1% obligacji korporacyjnych wykorzystywało wskaźnik WIBOR jako podstawę ustalania oprocentowania, natomiast w 2024 r. udział ten wzrósł do poziomu 83,4%. W segmencie obligacji komunalnych odsetek instrumentów opartych na tej stawce pozostawał na niemal niezmiennym poziomie i w obu analizowanych latach wynosił 99,5%. W latach 2022–2024 wśród obligacji emitowanych przez przedsiębiorstwa najczęściej wykorzystywanymi stawkami referencyjnymi do ustalania oprocentowania były WIBOR 3M oraz WIBOR 6M (zob. szerzej wykres nr 5), przy czym kluczowa była stawka WIBOR o sześciomiesięcznym okresie zapadalności. Natomiast w segmencie obligacji komunalnych w analizowanym okresie zdecydowanie przeważało zastosowanie wskaźnika WIBOR 6M, którego udział w strukturze stosowanych stawek w każdym roku przekraczał 94%. W przypadku obligacji emitowanych przez Skarb Państwa zdecydowanie rzadziej oprocentowanie zmienne oparte jest na stawkach WIBOR. Należy zaznaczyć, że w 2024 r. łączna wartość obligacji aktywnych na rynku krajowym, w których wskaźnik WIBOR stanowił podstawę ustalania oprocentowania, wyniosła 480,7 mld zł, przy czym obligacje wyemitowane przez Skarb Państwa stanowiły z tego 293,1 mld zł⁵⁵.

Głównym inwestorem na rynku krajowych obligacji skarbowych są banki krajowe, których zaangażowanie na koniec grudnia 2024 r. wynosiło 528,4 mld zł, w tym 199,8 mld zł obligacji o zmiennym oprocentowaniu, w których kupony zależne są od wskaźnika referencyjnego WIBOR 6M⁵⁶.

51 Wg badania przeprowadzonego przez KNF na grupie 15 firm faktoringowych, których udział stanowił około 81% obrotów wszystkich firm faktoringowych w Polsce w 2024 roku. KNF *Wskaźniki referencyjne - Dane firm faktoringowych Dane według stanu na 31.12.2024 r.* https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Firmy_faktoringowe_94357.pdf, (dostęp 04.03.2026).

52 Szerzej: S. Antkiewicz, M. Wyrzykowska-Antkiewicz, *Emisje obligacji samorządowych w trójmiejskich gminach na tle Polski [w:] Potencjał aglomeracji Trójmiasta i metodyka pomiaru jego wykorzystania*, red. L. Balcerowicz, Gdańsk 2023.

53 Listy zastawne może także emitować Bank Gospodarstwa Krajowego

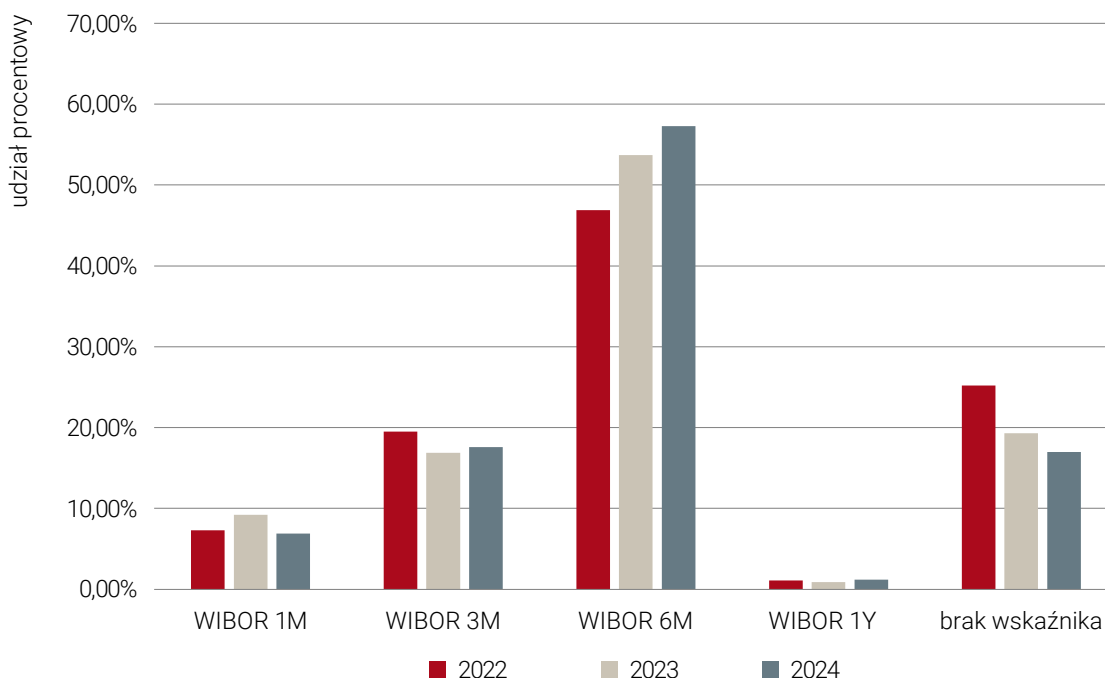
54 Relacja zadłużenia przedsiębiorstw z tytułu emisji obligacji na rynku krajowym do PKB Polski w 2024 r. wyniosła 2,0% i była podobna jak w 2023 roku. W strefie euro wyniosła ona około 35%. Szerzej: NBP, *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2024 r.* Warszawa 2025

55 KNF, *Wykorzystania wskaźnika referencyjnego stopy procentowej WIBOR - Rynek obligacji. Dane według stanu na 31.12.2024 r.* https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Obligacje_94361.pdf, (dostęp 04.03.2026).

56 NBP, *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2024 r.* Warszawa 2025.



Wykres nr 5. Procentowy udział wartości obligacji pod względem wykorzystania wskaźnika WIBOR w podziale na tenor dla obligacji korporacyjnych, emitowanych w walucie krajowej



Źródło: opracowanie własne na podstawie: KNF, Wykorzystania wskaźnika referencyjnego stopy procentowej WIBOR - Rynek obligacji. Dane według stanu na 31.12.2024 r.

Zmienne oprocentowanie obligacji korporacyjnych jest ważnym elementem w decyzjach emisyjnych, bowiem stanowi nie tylko podstawę oceny stopy zwrotu dla inwestorów, ale także kosztu kapitału dla emitentów. Niejednokrotnie oprocentowanie obligacji korporacyjnych porównuje się z oprocentowaniem obligacji skarbowych, traktowanych jako instrumenty wolne od ryzyka kredytowego. W sytuacji niewielkiej różnicy oprocentowania popyt na obligacje przedsiębiorstw może być ograniczony. Z punktu widzenia emitenta emisja obligacji korporacyjnych często stanowi atrakcyjniejszą alternatywę wobec kredytu bankowego, m.in. ze względu na wymagania dotyczące zabezpieczeń stawiane przez banki⁵⁷.

Podmioty funkcjonujące na rynku finansowym niejednokrotnie wykorzystują instrumenty pochodne do zabezpieczania się przed różnymi rodzajami ryzyka (np. ryzykiem kredytowym, ryzykiem rynkowym). Jednym z kluczowych rodzajów ryzyka rynkowego jest ryzyko stopy procentowej, na które narażone są zarówno pozycje bilansowe,

jak i pozabilansowe podmiotów gospodarczych. W przypadku wykorzystania instrumentu pochodnego na stopę procentową, indeksem podstawowym jest stopa procentowa występująca na rynku finansowym, którą może być WIBOR. Wśród kluczowych instrumentów pochodnych służących do ograniczania ryzyka stopy procentowej znajdują się⁵⁸: IRS oraz kontrakty FRA, dla których głównymi instrumentami bazowymi są WIBOR 3M oraz WIBOR 6M⁵⁹.

Jak wskazuje NBP, pod względem wartości obrotów i różnorodności oferowanych finansowych instrumentów pochodnych w Polsce, co odróżnia rynek krajowy od zagranicznych rynków finansowych, znacznie lepiej rozwinięty jest rynek pozagiełdowy (OTC - *over-the-counter*). W 2024 r. średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku OTC były prawie jedenastokrotnie większe niż obroty instrumentami pochodnymi notowanymi na GPW, a największym segmentem rynku finansowych instrumentów po-

⁵⁷ Szerzej: G. Łukasik, K. Zaklikiewicz, *Wykorzystanie obligacji korporacyjnych w strategii finansowania rozwoju przedsiębiorstwa*, „Zeszyty Naukowe Akademii Górnośląskiej” 2024, nr 5, s. 63 – 72.

⁵⁸ Por. Jerzy P. Gwizdała, *Instrumenty pochodne w ograniczaniu ryzyka stopy procentowej w bankach komercyjnych*, Zeszyty Naukowe US. Finanse, rynki finansowe, Ubezpieczenia, nr 60, 2013.

⁵⁹ KNF, Wskaźniki referencyjne - Instrumenty pochodne Dane według stanu na 31.12.2024 r. https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/ing/Instrumenty_pochodne_94360.pdf, (dostęp 04.03.2026).



chodnych OTC w Polsce stanowiły instrumenty pochodne oparte na wskaźnikach WIBOR⁶⁰.

Podsumowując powyższe, rola wskaźnika referencyjnego WIBOR, w szczególności WIBOR 3M oraz WIBOR 6M jest istotnie duża zarówno w obszarze rynku finansowego, jak również sektora publicznego. Nerozerwalnie jest ona powiązana z funkcjonowaniem instytucji finansowych, przedsiębiorstw oraz gospodarstw domowych. Dotyczy ona zarówno segmentu finansowania działalności gospodarczej, podstawowych potrzeb człowieka, jak również decyzji oszczędnościowych, inwestycyjnych oraz tych związanych z zarządzaniem ryzykiem.

6. Rola wskaźników referencyjnych stopy procentowej IBOR w transmisji polityki pieniężnej w Europie oraz rola wskaźnika referencyjnego stopy procentowej WIBOR w transmisji polityki pieniężnej prowadzonej przez Narodowy Bank Polski

1. Mechanizm transmisji polityki pieniężnej – wprowadzenie teoretyczne

Mechanizm transmisji polityki pieniężnej stanowi kluczowy element funkcjonowania współczesnych gospodarek rynkowych. Bank centralny nie decyduje w sposób bezpośredni o cenach w gospodarce⁶¹, ale odbywa się to pośrednio poprzez mechanizm transmisji. Ogólnie ujmując mechanizm transmisji monetarnej opisuje, w jaki sposób zmiany w nominalnych zasobach pieniądza lub krótkoterminowej nominalnej stopie procentowej, wywołane polityką pieniężną, wpływają na zmienne realne, takie jak produkcja, popyt, zatrudnienie oraz inflacja⁶². Odnosi się więc on do zbioru powiązanych ze sobą procesów, poprzez które decyzje banku centralnego dotyczące instrumentów polityki pieniężnej wpływają na ogólne warunki finansowe w gospodarce. Warto podkreślić, że współcześnie proces ten jest bardzo złożony i charakteryzuje się dużą niepewnością co do czasu

i wpływu na gospodarkę⁶³. Co więcej, mechanizm transmisji ma charakter wielokanałowy, a „siła oddziaływania poszczególnych kanałów jest różna nie tylko pomiędzy różnymi gospodarkami, ale również zmienia się wraz z upływem czasu i zachodzeniem zmian strukturalnych w obrębie poszczególnych gospodarek”⁶⁴.

Analiza polityki pieniężnej przez pryzmat mechanizmu transmisji wyjaśnia, który impuls monetarny oddziałuje na gospodarkę. Proces ten ma charakter dynamiczny z charakterystycznymi opóźnieniami pomiędzy kolejnymi etapami transmisji. Jego analiza umożliwia identyfikację bezpośrednich kanałów oddziaływania impulsu monetarnego, takich jak zmiany krótkoterminowych stóp rynku pieniężnego i warunków finansowania oraz mechanizmów odpowiedzialnych za wzmacnianie lub osłabianie jego wpływu, do których należą oczekiwania podmiotów gospodarczych, struktura systemu finansowego oraz zmiany premii za ryzyko.

Transmisja ta przebiega wieloetapowo i obejmuje w szczególności: wpływ stopy referencyjnej banku centralnego na stopy rynku pieniężnego, oddziaływanie na stopy kredytowe i depozytowe, wpływ na decyzje inwestycyjne i konsumpcyjne podmiotów gospodarczych. Szczególną rolę w tym procesie odgrywają wskaźniki referencyjne typu IBOR, które stanowią podstawowe ogniwo łączące politykę banku centralnego z sektorem finansowym i realnym. W konsekwencji ich rola w transmisji polityki pieniężnej ma charakter fundamentalny zarówno w Polsce, jak i w innych krajach europejskich. Efektywność transmisji polityki pieniężnej poprzez wskaźniki IBOR zależy od szeregu czynników, w tym: struktury systemu finansowego (bankowy vs rynkowy), udziału kredytów o zmiennym i stałym oprocentowaniu, poziomu ryzyka kredytowego i premii za ryzyko, stopnia konkurencji w sektorze bankowym, działań banku centralnego w ramach niestandardowej polityki pieniężnej (np. luzowania ilościowego). Proces ten przebiega za pośrednictwem systemu finansowego oraz rynków kapitałowych, przy czym jego efekty materializują się w sektorze realnym z pewnym opóźnieniem, wynikającym z opóźnień decyzyjnych i kontraktowych.

60 NBP, *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2024 r.* Warszawa 2025

61 D. Rosati, *Polityka gospodarcza. Wybrane zagadnienia*, Warszawa 2017, s. 492.

62 P. N. Ireland, *The Monetary Transmission Mechanism, Working Paper*, "Federal Reserve Bank of Boston", No. 06-1, November 2005.

63 The Transmission of Monetary Policy, Reserve Bank of Australia, s. 1.

64 E. M. Bukalska, I. E. Skibińska-Fabrowska, *Polityka pieniężna i finansowanie zrównoważonego rozwoju – rola obligacji korporacyjnych*, Lublin 2024, s. 50, <https://wydawnictwo.umcs.eu/produkt/5629/polityka-pieniezna-i-finansowanie-zrownowazonego-rozwoju-rola-obligacji-korporacyjnych> (dostęp: 20.03.2026).



W literaturze, w szczególności w ujęciu F. S. Mishkina⁶⁵, wyróżnia się kilka podstawowych kanałów transmisji polityki pieniężnej, poprzez które impuls monetarny oddziałuje na sferę realną gospodarki. Centralną rolę odgrywa kanał stopy procentowej, w ramach którego zmiany stóp polityki pieniężnej wpływają na realne stopy procentowe, a tym samym na decyzje konsumpcyjne i inwestycyjne. Wzrost stóp procentowych powoduje wzrost kosztu finansowania inwestycji i konsumpcji kredytowej, co prowadzi do spadku popytu, natomiast obniżki stóp procentowych działają w kierunku przeciwnym. Przykładowo w strefie euro w okresie zacieśniania polityki pieniężnej Europejski Bank Centralny podniósł stopę depozytową z $-0,50\%$ w lipcu 2022 r. do $4,00\%$ we wrześniu 2023 r., co stanowiło najszybszy cykl podwyżek w historii unii walutowej i doprowadziło do istotnego wzrostu kosztów finansowania banków oraz wyraźnego wzrostu oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, a także do zaostrzenia warunków kredytowych⁶⁶. W większości przypadków kluczowe znaczenie dla wskaźników IBOR ma właśnie kanał stopy procentowej, w którym zmiany stóp banku centralnego przekładają się bezpośrednio na koszt finansowania w gospodarce, niemniej pozostałe również mają istotny wpływ na omawiane zagadnienie. Poniżej syntetycznie scharakteryzowano ich specyfikę.

Uzupełnieniem tego mechanizmu jest kanał cen aktywów, obejmujący m.in. wpływ polityki pieniężnej na ceny akcji i nieruchomości, co oddziałuje na majątek i koszt kapitału. W warunkach polskiej gospodarki kanał cen aktywów bywa oceniany jako relatywnie słabszy niż kanał stopy procentowej i kanał kredytowy⁶⁷.

Istotne znaczenie w transmisji polityki pieniężnej mają również kanały kredytowe, w tym kanał bilansowy oraz kanał podaży kredytu bankowego, poprzez które zmiany polityki pieniężnej wpływają na zdolność kredytową i warunki finansowania podmiotów gospodarczych. Kanał kredytowy odnosi się zatem do wpływu polityki pieniężnej na podaż i dostępność kredytu w systemie bankowym. Zacieśnienie polity-

ki pieniężnej zwiększa koszty finansowania banków oraz ogranicza ich zdolność do udzielania kredytów, co prowadzi do zmniejszenia akcji kredytowej dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Mechanizm ten jest szczególnie istotny w gospodarkach, w których sektor bankowy odgrywa dominującą rolę w finansowaniu przedsiębiorstw, jak ma to miejsce w wielu krajach europejskich. Obejmuje o zarówno kanał bankowy (zmiana podaży kredytu przez banki), jak i kanał bilansowy (wpływ stóp procentowych na zdolność kredytową podmiotów)⁶⁸. W krajach europejskich kredyty bankowe stanowią główne źródło finansowania przedsiębiorstw, dlatego kanał kredytowy jest jednym z najważniejszych elementów transmisji polityki pieniężnej⁶⁹.

Kanał kursu walutowego polega na tym, że zmiany stóp procentowych wpływają na przepływy kapitałowe i kurs walutowy. Podwyższenie stóp procentowych zwykle prowadzi do umocnienia waluty krajowej, ponieważ przyciąga kapitał zagraniczny, natomiast obniżki stóp mogą prowadzić do jej osłabienia. Zmiany kursu walutowego wpływają na konkurencyjność eksportu, ceny importu oraz poziom inflacji w gospodarce. Kanał kursu walutowego jest istotny, szczególnie w gospodarkach otwartych, gdzie zmiany stóp procentowych wpływają na kurs waluty, a tym samym na konkurencyjność eksportu i importu⁷⁰.

W piśmiennictwie podkreśla ponadto rolę kanału oczekiwań, w ramach którego wiarygodność banku centralnego i komunikacja polityki pieniężnej kształtują oczekiwaną ścieżkę inflacji i stóp procentowych, wzmacniając lub osłabiając skuteczność transmisji monetarnej⁷¹. Kanał oczekiwań odnosi się zatem do wpływu komunikacji banku centralnego oraz jego decyzji na oczekiwania inflacyjne i gospodarcze podmiotów ekonomicznych. Jeżeli bank centralny skutecznie kształtuje oczekiwania rynku dotyczące przyszłej inflacji i przyszłej ścieżki stóp procentowych, może wpływać na decyzje inwestycyjne i konsumpcyjne jeszcze przed faktyczną zmianą instrumentów polityki pieniężnej. Badania wskazują, że

65 F. S. Mishkin, *The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy*, "NBER Working Paper" 5464, 1996.

66 European Central Bank, *Key ECB interest rates*, Frankfurt am Main: ECB, https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html (dostęp: 11.03.2026).

67 Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce. Stan wiedzy w 2023 roku, Materiały i Studia nr 346, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2023.

68 Zob. B.S. Bernanke, M. Gertler, *Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission*, "Journal of Economic Perspective" 1995, Vol. 9, No. 4.

69 Narodowy Bank Polski, *Raport o stabilności systemu finansowego*, Warszawa 2023, s. 40–60.

70 European Central Bank, *The monetary policy of the ECB*, Frankfurt am Main 2011.

71 Zob. F. S. Mishkin, *The Channels...*



komunikacja banków centralnych oraz tzw. *forward guidance* odgrywają coraz większą rolę w procesie transmisji polityki pieniężnej, ponieważ wpływają na oczekiwania uczestników rynku finansowego i gospodarkę domowych dotyczącą przyszłych warunków finansowych.

Komunikacja banku centralnego oraz jego wiarygodność kształtują oczekiwania inflacyjne uczestników rynku, co w konsekwencji wpływa na ich decyzje dotyczące ustalania cen i wynagrodzeń. W tym kontekście istotną rolę odgrywają również wskaźniki referencyjne rynku pieniężnego, takie jak €STR publikowany przez Europejski Bank Centralny, które stanowią bezpośrednie ogniwo przenoszenia impulsów polityki pieniężnej na rynek międzybankowy i dalej na gospodarkę realną⁷². Polityka pieniężna oddziałuje również pośrednio na ceny akcji, obligacji oraz nieruchomości, wpływając na majątek podmiotów oraz ich skłonność do wydatków (tzw. efekt majątkowy).

2. Mechanizm transmisji polityki pieniężnej

W literaturze coraz częściej podkreśla się, że mechanizm transmisji polityki pieniężnej nie ogranicza się wyłącznie do oddziaływania na popyt globalny, lecz obejmuje również wpływ na stronę podażową gospodarki oraz na zachowania podmiotów finansowych w zakresie akceptacji ryzyka. Szczególne znaczenie przypisuje się kanałowi kosztowemu oraz kanałowi podejmowania ryzyka⁷³. Transmisja polityki pieniężnej rozpoczyna się od impulsu, którym jest zmiana oficjalnej stopy procentowej banku centralnego⁷⁴. Graficznie mechanizm transmisji przedstawiono na poniższym rysunku.

Przedstawiony schemat (zob. rysunek nr 1) odwołuje się do keynesowskiego sposobu myślenia o transmisji polityki pieniężnej⁷⁵, ponieważ zakłada, że zmiany stóp procentowych wpływają na popyt agregatowy, aktywność gospodarczą i inflację. Zmiana stóp od-

działuje początkowo na stopy rynku pieniężnego oraz oczekiwania uczestników rynku, a następnie na takie zmienne jak pieniądź i kredyt, ceny aktywów, oprocentowanie bankowe oraz kurs walutowy⁷⁶. Te kanały wpływają na podaż i popyt na rynkach dóbr i pracy oraz na proces ustalania płac i cen, co przekłada się na ceny krajowe i ceny dóbr importowanych. W rezultacie zmienia się dynamika kształtowania się cen w gospodarce, czyli inflacja.

Warto zwrócić uwagę, że jednocześnie na ten proces oddziałują także czynniki zewnętrzne poza kontrolą banku centralnego (zob. rysunek nr 1), takie jak zmiany premii za ryzyko, sytuacji w gospodarce światowej, polityki fiskalnej czy cen surowców. Implikacje pozostające poza kontrolą banku centralnego mogą istotnie wpływać na przebieg mechanizmu transmisji polityki pieniężnej, ponieważ oddziałują na gospodarkę niezależnie od poziomu stóp procentowych.

Zmiany premii za ryzyko mogą mieć istotny wpływ na koszty finansowania w gospodarce, zwiększając lub zmniejszając oprocentowanie kredytów niezależnie od decyzji banku centralnego. Z kolei zmiany w kapitale banków mogą ograniczać lub istotnie zwiększać zdolność sektora bankowego do udzielania kredytów, co wpływa na kanał kredytowy transmisji. Zmiany w gospodarce światowej oddziałują na popyt na eksport, kurs walutowy oraz ogólną aktywność gospodarczą. Zmiany w polityce fiskalnej mogą wzmacniać lub osłabiać wpływ polityki pieniężnej poprzez zmiany w wydatkach publicznych lub podatkach. Natomiast zmiany cen surowców bezpośrednio wpływają na koszty produkcji i ceny importu, co może prowadzić do wzrostu lub spadku inflacji niezależnie od działań banku centralnego.

Do mechanizmu transmisji inaczej podchodzą monetarysty. Nie opisują poszczególnych kanałów, przez które podaż pieniądza wpływa na wydatki zagregowane⁷⁷. Istotą ich podejścia jest badanie czy zmiany w podaży pieniądza są ściśle powiązane z wydatkami zagregowanymi. Korelacja nie zawsze jednak oznacza przyczynowość⁷⁸. Siła i mechanizm transmisji zależą od wielu czynników. Z badań NBP

72 Por. M. Woodford, *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press, 2002.

73 O. Demchuk, T. Łyziak, J. Przystupa, A. Sznajderska, E. Wróbel, Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce. Co wiemy w 2011 roku, grudzień 2011, https://nbp.pl/wp-content/uploads/2023/01/Mechanizm_transmisji_polityki_pienieznej_w_Polsce.pdf (dostęp: 14.05.2026 r.), s. 11-12.

74 Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce. Stan wiedzy w 2023 roku...

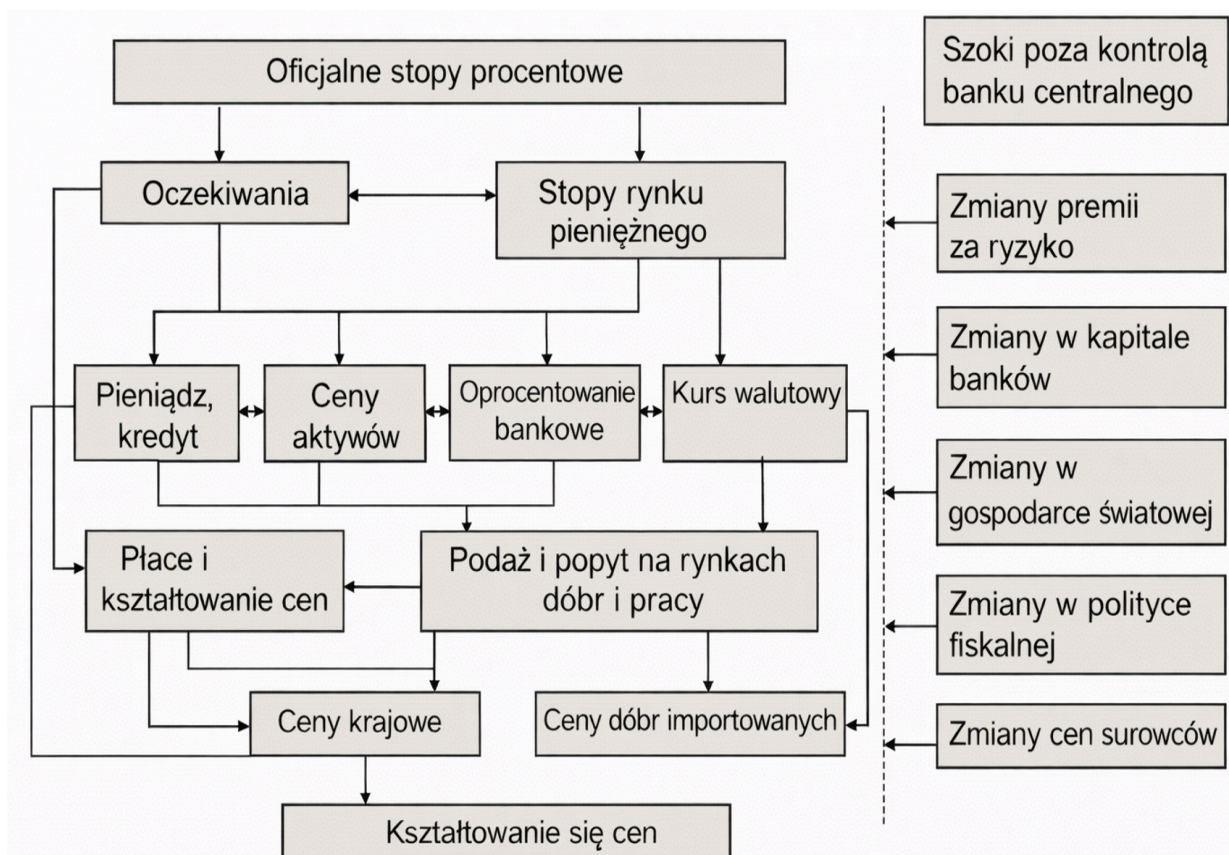
75 Szerzej: F. S. Mishkin, *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, Warszawa 2002, s. 780 i n.

76 F. S. Mishkin, *Symposium on the Monetary Transmission Mechanism*, "Journal of Economic Perspectives" 1995, t. 9, nr 4; J. B. Taylor, *The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework*, "Journal of Economic Perspectives" 1995, t. 9, nr 4.

77 Por. F. S. Mishkin, *Ekonomika pieniądza...*, s. 781.

78 Tamże, s. 783.

Rysunek nr 1. Mechanizm transmisji polityki pieniężnej



Źródło: Transmission mechanism of monetary policy, European Central Bank, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/transmission/html/index.en.html> (dostęp: 18.02.2026).

wynika, że relatywnie niski stopień koncentracji sektora bankowego w Polsce może sprzyjać skuteczności kanału stopy procentowej, ponieważ konkurencja między bankami ułatwia przenoszenie zmian stóp rynku pieniężnego na oprocentowanie produktów bankowych⁷⁹.

Podstawowym kanałem transmisji jest kanał stopy procentowej⁸⁰. W tradycyjnym ujęciu keynesowskim wzrost krótkoterminowej nominalnej stopy procentowej wywołany przez politykę pieniężną oddziałuje na całą strukturę terminową stóp procentowych, prowadząc do wzrostu długoterminowych stóp no-

minalnych⁸¹. Gdy ceny nominalne dostosowują się powoli, te zmiany nominalnych stóp procentowych przekładają się również na zmiany realnych stóp procentowych. Przedsiębiorstwa, odkrywając, że ich realny koszt finansowania wzrósł we wszystkich horyzontach, ograniczają swoje wydatki inwestycyjne. Podobnie gospodarstwa domowe borykające się z wyższymi realnymi kosztami finansowania ograniczają zakupy domów, samochodów i innych dóbr trwałego użytku. Spada łączna produkcja i zatrudnienie⁸². Ten kanał stopy procentowej leży u podstaw tradycyjnego keynesowskiego modelu IS-LM, pierwotnie opracowanego przez Hicksa (1937)⁸³.

Przedstawiony schemat należy więc traktować jako rdzeń transmisji polityki pieniężnej przez kanał stopy procentowej, szczególnie ważny w gospodarkach

79 Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce. Stan wiedzy w 2023 roku..., s. 12.

80 V. Siakoulis, A. Petropoulos, P. Lazaris, G. Lialiouti, *Interest rate pass-through in the euro area: Are policy measures efficient in crisis periods? Evidence from a multi state Markov model on a panel dataset*. https://www.ecb.europa.eu/press/conferences/shared/pdf/20180906_2nd_annual_ws/Siakoulis_Petropoulos_Lazaris_Lialiouti_paper.pdf (dostęp: 14.05.2026 r.), 2018, s. 3.

81 P. N. Ireland, *The Monetary Transmission...*, s. 3.

82 Tamże.

83 Tamże.



opartych na finansowaniu bankowym, takich jak Polska. Jego zaletą jest jasne pokazanie przejścia od decyzji banku centralnego do kosztu pieniądza, od kosztu pieniądza do warunków kredytowych, a następnie od warunków kredytowych do decyzji podmiotów prywatnych i zmiennych makroekonomicznych. Jest on zgodny z podstawowym ujęciem mechanizmu transmisji polityki pieniężnej obecnym zarówno w literaturze, jak i w opracowaniach banków centralnych.

3. Rola wskaźników IBOR w transmisji polityki pieniężnej w Europie

Wskaźniki referencyjne typu IBOR (*Interbank Offered Rates*) przez wiele lat stanowiły kluczowy element mechanizmu transmisji polityki pieniężnej w Europie. Wskaźniki referencyjne typu IBOR (*Interbank Offered Rates*) przez wiele lat były kluczowym elementem transmisji polityki pieniężnej w Europie, ponieważ odzwierciedlały koszt krótkoterminowego, niezabezpieczonego finansowania między bankami i jednocześnie stanowiły podstawę oprocentowania wielu instrumentów finansowych, w tym kredytów hipotecznych, kredytów dla przedsiębiorstw oraz instrumentów pochodnych⁸⁴. W ujęciu teoretycznym i praktycznym wskaźniki IBOR pełniły funkcję pośredniego ogniwa pomiędzy stopami banków centralnych a stopami stosowanymi w sektorze realnym. Zmiany stóp polityki pieniężnej oddziaływały na rynek międzybankowy, a następnie poprzez wskaźniki referencyjne na koszt kredytu i decyzje inwestycyjne oraz konsumpcyjne podmiotów gospodarczych⁸⁵.

Badania dla strefy euro wskazują, że transmisja polityki pieniężnej poprzez wskaźniki IBOR ma charakter istotny, lecz niepełny. W szczególności obserwuje się, że zmiany stóp banku centralnego nie przekładają się w pełni i natychmiast na oprocentowanie kredytów i depozytów (tzw. *interest rate pass-through*)⁸⁶. W okresie przed globalnym kryzysem finansowym (2003–2007) transmisja była relatywnie silna i wynosiła około 80–100% w przypadku kredytów.

Po kryzysie finansowym nastąpiło jednak jej osłabienie, a także zróżnicowanie pomiędzy krajami strefy euro. W latach 2008–2012 obserwowano spadek efektywności transmisji do poziomu około 40–70%, co było związane z napięciami na rynkach finansowych oraz wzrostem premii za ryzyko⁸⁷. W okresie lat 2022–2024, w warunkach zacieśniania polityki pieniężnej przez Europejski Bank Centralny, ponownie zaobserwowano istotne przełożenie zmian stóp procentowych na oprocentowanie kredytów, przy jednoczesnym wolniejszym dostosowaniu oprocentowania depozytów⁸⁸.

Na rynku widoczne było jednak zróżnicowanie transmisji polityki pieniężnej w zależności od specyfiki krajowych systemów finansowych. Dla zilustrowania powyższych kwestii poniżej przedstawiono rolę wskaźników IBOR w transmisji polityki pieniężnej w wybranych krajach spoza strefy euro a następnie w wybranych krajach ze strefy euro.

3.1. Rola wskaźników IBOR w transmisji polityki pieniężnej w wybranych krajach europejskich spoza strefy euro

Szwecja

Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Szwecji charakteryzuje się relatywnie wysoką efektywnością oraz silnym powiązaniem z rynkiem międzybankowym i wskaźnikami referencyjnymi typu IBOR. Kluczową rolę w tym procesie odgrywa wskaźnik STIBOR (*Stockholm Interbank Offered Rate*), który stanowi podstawowy punkt odniesienia dla krótkoterminowych stóp procentowych w koronach szwedzkich. STIBOR jest szeroko wykorzystywany w kontraktach finansowych, w tym w kredytach bankowych oraz instrumentach pochodnych, i pełni funkcję pośrednika między decyzjami banku centralnego a warunkami finansowania w gospodarce⁸⁹.

Bank centralny Szwecji, tj. Sveriges Riksbank, prowadzi politykę pieniężną poprzez ustalanie stopy

84 European Central Bank, *The monetary policy of the ECB*, Frankfurt am Main 2011.

85 Zob. F.S. Mishkin, *The Transmission Mechanism of Monetary Policy*, "NBER Working Paper" 1996, No. 5464

86 European Central Bank, *Monetary policy transmission and bank lending in the euro area*, Monthly Bulletin, August 2008; European Central Bank, *Monetary policy transmission in the euro area: a decade after the financial crisis*, Economic Bulletin, Issue 2/2019.

87 N. Hristov, O. Hülsewig, T. Wollmershäuser, *Interest rate pass-through in the euro area*, 2014.

88 De Nederlandsche Bank, *ECB interest rate pass-through to mortgage and savings rates*, 2023.

89 Swedish Financial Benchmark Facility (SFBF), *STIBOR – definition and methodology*, Stockholm: Swedish Financial Benchmark Facility, 2021.



repo (określanej jako stopa polityki pieniężnej), która wyznacza krótkoterminową cenę pieniądza. Zmiany tej stopy wpływają na poziom krótkoterminowych stóp rynku międzybankowego, w tym pośrednio na stawki takie jak STIBOR, co stanowi pierwszy etap transmisji polityki pieniężnej. Badania Riksbanku wskazują, że reakcja STIBOR na zmiany stopy repo jest szybka i niemal pełna, co potwierdza wysoką skuteczność operacyjnego kanału transmisji⁹⁰. Przykładowo, w okresie zacieśniania polityki pieniężnej w latach 2022–2023 stopa polityki pieniężnej Sveriges Riksbank została podniesiona z poziomu około 0% do około 4%, natomiast stawki STIBOR 3M wzrosły w tym czasie z poziomów bliskich zeru do około 4,1–4,2%, co wskazuje na silne przenoszenie zmian stóp procentowych na rynek międzybankowy⁹¹.

Istotnym elementem wzmacniającym transmisję polityki pieniężnej w Szwecji jest struktura rynku kredytowego, w szczególności wysoki udział kredytów hipotecznych o zmiennym oprocentowaniu. Dane wskazują, że ponad 50–60% kredytów hipotecznych w Szwecji ma oprocentowanie zmienne lub krótkoterminowo stałe (np. na okres do trzech miesięcy), co oznacza, że zmiany stawek STIBOR szybko przekładają się na wysokość rat kredytowych gospodarstw domowych⁹². W rezultacie kanał stopy procentowej oddziałuje w Szwecji bezpośrednio i stosunkowo silnie na konsumpcję prywatną oraz sytuację finansową gospodarstw domowych.

Badania wskazują, że transmisja zmian stóp procentowych w Szwecji jest szybka i stosunkowo pełna, szczególnie w segmencie kredytów hipotecznych. Analizy Riksbanku pokazują, że zmiany stóp rynku pieniężnego przekładają się na oprocentowanie nowych kredytów hipotecznych w ciągu kilku miesięcy, a skala dostosowania w długim okresie zbliża się do pełnego stopnia transmisji⁹³. Przykładowo średnie oprocentowanie nowych kredytów hipotecznych wzrosło z około 1,5% w 2021 r. do ponad 4% w 2023 r., co odzwierciedla silne prze-

łożenie polityki pieniężnej na warunki finansowania gospodarstw domowych⁹⁴.

W przypadku przedsiębiorstw transmisja polityki pieniężnej również przebiega na ogół sprawnie, choć jej charakter jest nieco bardziej zróżnicowany. Finansowanie przedsiębiorstw w Szwecji opiera się zarówno na kredytach bankowych, jak i rynku kapitałowym, co oznacza, że oprócz wskaźników IBOR istotną rolę odgrywają także rentowności obligacji oraz warunki na rynku długu korporacyjnego⁹⁵. Niemniej jednak krótkoterminowe kredyty dla przedsiębiorstw często są powiązane ze stawkami STIBOR, co powoduje, że zmiany polityki pieniężnej szybko wpływają na koszt finansowania działalności gospodarczej.

W literaturze podkreśla się również, że skuteczność transmisji polityki pieniężnej w Szwecji jest wzmacniana przez dobrze rozwinięty i konkurencyjny sektor bankowy oraz wysoki poziom zaufania do instytucji finansowych. Szwedzki system bankowy charakteryzuje się stosunkowo wysoką koncentracją, ale jednocześnie dużą efektywnością operacyjną, co sprzyja szybkiemu dostosowaniu oprocentowania kredytów do zmian stóp rynkowych⁹⁶. Dodatkowo przejrzystość polityki pieniężnej oraz skuteczna komunikacja Riksbanku wpływają na oczekiwania rynkowe i wzmacniają kanał oczekiwań jako uzupełnienie kanału stopy procentowej. Warto również zauważyć, że w ostatnich latach w Szwecji, podobnie jak w innych krajach podjęto działania mające na celu zwiększenie wiarygodności wskaźników referencyjnych. STIBOR, choć nadal funkcjonuje jako wskaźnik typu IBOR, został poddany reformom zgodnym z rozporządzeniem BMR, co zwiększyło jego transparentność⁹⁷. W przeciwieństwie do niektórych krajów (np. Wielkiej Brytanii czy Szwajcarii), Szwecja nie dokonała pełnego przejścia na wskaźniki typu RFR.

Podsumowując, rola wskaźników IBOR w transmisji polityki pieniężnej w Szwecji pozostaje kluczowa. STIBOR stanowi podstawowy kanał przenosze-

90 Sveriges Riksbank, *The monetary policy transmission mechanism*, Stockholm: Sveriges Riksbank, 2022.

91 Sveriges Riksbank, *Monetary Policy Report*, Stockholm: Sveriges Riksbank, November 2023.

92 European Central Bank, *Structural features of housing markets*, „Economic Bulletin”, Issue 7/2021, Frankfurt am Main: ECB, 2021.

93 Sveriges Riksbank, *How quickly do interest rates affect households?*, „Economic Commentary”, No. 6, 2023, Stockholm: Sveriges Riksbank.

94 Statistics Sweden (SCB), *Interest rates on housing loans*, Stockholm: Statistics Sweden, 2023, <https://www.scb.se/en/finding-statistics/statistics-by-subject-area/financial-markets/> (dostęp: 12.03.2026).

95 Sveriges Riksbank, *Corporate financing in Sweden*, „Economic Review”, No. 2, 2021, Stockholm: Sveriges Riksbank.

96 Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), *OECD Economic Surveys: Sweden 2023*, Paris: OECD Publishing, 2023.

97 Zob. European Securities and Markets Authority (ESMA), *Benchmarks Regulation (EU) 2016/1011 and IBOR reforms*, Paris: ESMA, 2022, a także część trzecią niniejszego raportu.



nia impulsów monetarnych z banku centralnego do sektora finansowego i gospodarki realnej. Wysoki udział kredytów o zmiennym oprocentowaniu, efektywny sektor bankowy oraz silne powiązanie rynku kredytowego ze stopami międzybankowymi sprawiają, że transmisja polityki pieniężnej w Szwecji jest relatywnie szybka i skuteczna na tle innych krajów europejskich.

Dania

Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Danii charakteryzuje się istotną specyfiką wynikającą z reżimu kursowego oraz struktury rynku finansowego. Danmarks Nationalbank prowadzi politykę pieniężną podporządkowaną utrzymaniu stabilnego kursu korony duńskiej względem euro w ramach mechanizmu ERM II, co oznacza, że poziom krajowych stóp procentowych w dużej mierze podąża za decyzjami Europejskiego Banku Centralnego⁹⁸. W tym kontekście kluczową rolę w transmisji polityki pieniężnej odgrywają wskaźniki referencyjne typu IBOR, w szczególności CIBOR (Copenhagen Interbank Offered Rate), który stanowi podstawowy punkt odniesienia dla krótkoterminowych stóp procentowych na rynku międzybankowym w Danii.

CIBOR odzwierciedla koszt niezabezpieczonego finansowania międzybankowego i jest szeroko wykorzystywany w wycenie instrumentów finansowych oraz w konstrukcji oprocentowania kredytów bankowych⁹⁹. Stanowi on kluczowe ogniwo łączące decyzje banku centralnego oraz warunki płynnościowe na rynku finansowym z kosztami finansowania w gospodarce realnej. Zmiany stóp procentowych Danmarks Nationalbank – w szczególności stopy depozytowej – przekładają się bezpośrednio na poziom stawek rynku pieniężnego, w tym CIBOR, co potwierdza skuteczność operacyjnego kanału transmisji¹⁰⁰.

Empiryczne dane wskazują, że transmisja polityki pieniężnej w Danii poprzez wskaźniki IBOR jest relatywnie szybka i silna. W okresie zacieśniania polityki pieniężnej w latach 2022–2023 stopa depozytowa

Danmarks Nationalbank wzrosła z poziomu $-0,60\%$ do około $3,60\%$, co było konsekwencją dostosowania do polityki EBC¹⁰¹. W tym samym czasie stawki CIBOR 3M wzrosły z poziomów ujemnych do około $3,5\text{--}3,7\%$, co wskazuje na niemal pełne i szybkie przeniesienie zmian stóp procentowych na rynek międzybankowy¹⁰².

Szczególną rolę w mechanizmie transmisji odgrywa struktura rynku kredytowego, zwłaszcza system finansowania hipotecznego, który w Danii należy do jednych z najlepiej rozwiniętych w Europie. Duński model opiera się na emisji obligacji hipotecznych bezpośrednio powiązanych z udzielanymi kredytami, co powoduje ścisłe powiązanie kosztu finansowania kredytów z warunkami rynkowymi¹⁰³. W efekcie oprocentowanie kredytów hipotecznych jest silnie uzależnione od stóp rynkowych, w tym wskaźników IBOR oraz rentowności obligacji.

W segmencie kredytów hipotecznych istotne znaczenie mają kredyty o zmiennym oprocentowaniu, w tym produkty powiązane z krótkoterminowymi stopami rynkowymi (np. CIBOR lub inne stawki referencyjne). Dane wskazują, że udział kredytów o zmiennym oprocentowaniu w Danii przekracza 50% , co sprzyja szybkiemu przenoszeniu zmian stóp procentowych na gospodarstwa domowe¹⁰⁴. W rezultacie wzrost stóp procentowych w latach 2022–2023 doprowadził do istotnego wzrostu kosztów obsługi kredytów, co przełożyło się na spadek popytu na kredyt oraz ograniczenie aktywności na rynku nieruchomości.

Badania wskazują, że stopień transmisji zmian stóp procentowych w Danii jest wysoki zarówno w krótkim, jak i długim okresie. Analizy Danmarks Nationalbank pokazują, że zmiany stóp rynku pieniężnego przekładają się na oprocentowanie kredytów hipotecznych i konsumpcyjnych w ciągu kilku miesięcy, a skala dostosowania jest bliska pełnej¹⁰⁵. Jednocześnie wpływ polityki pieniężnej jest wzmacniany przez wysoki poziom zadłużenia gospodarstw domowych, który w Danii należy do najwyższych w Eu-

98 Danmarks Nationalbank, *Monetary policy in Denmark*, Copenhagen: Danmarks Nationalbank, 2023.

99 Danish Financial Benchmark Facility (DFBF), *CIBOR methodology*, Copenhagen, 2021.

100 Danmarks Nationalbank, *Interest rate pass-through and monetary policy*, Copenhagen, 2022.

101 Danmarks Nationalbank, *Monetary policy review*, 2023.

102 Refinitiv, *CIBOR (Copenhagen Interbank Offered Rate) – historical time series (3M)*, London: Refinitiv, 2023.

103 European Central Bank, *Housing finance in the euro area and beyond*, Frankfurt am Main, 2021.

104 OECD, *Economic Survey of Denmark*, Paris: OECD Publishing, 2023.

105 Danmarks Nationalbank, *Monetary transmission and household borrowing*, 2022.



ropie i oscyluje wokół 200% dochodu rozporządzalnego¹⁰⁶. Oznacza to, że zmiany stóp procentowych mają silny wpływ na dochody i decyzje konsumpcyjne gospodarstw domowych.

W przypadku przedsiębiorstw transmisja polityki pieniężnej również przebiega sprawnie, choć, podobnie jak w innych krajach, jest częściowo uzależniona od struktury finansowania. Przedsiębiorstwa korzystają zarówno z kredytów bankowych, jak i rynku obligacji. Jednak krótkoterminowe finansowanie jest często powiązane z wskaźnikami rynku pieniężnego, co powoduje szybkie dostosowanie kosztu kapitału do zmian stóp procentowych¹⁰⁷.

Istotnym czynnikiem wpływającym na transmisję polityki pieniężnej w Danii jest również stabilność i efektywność sektora bankowego oraz wysoki poziom zaufania do instytucji finansowych. Duński system finansowy charakteryzuje się wysokim poziomem przejrzystości oraz efektywnym funkcjonowaniem rynku międzybankowego, co sprzyja szybkiemu przenoszeniu impulsów monetarnych¹⁰⁸. Jednocześnie regulacje europejskie, w tym rozporządzenie BMR, przyczyniły się do zwiększenia wiarygodności wskaźników typu IBOR, w tym CIBOR.

Podsumowując, rola wskaźników IBOR w transmisji polityki pieniężnej w Danii jest bardzo istotna. CIBOR stanowi kluczowe ogniwo łączące politykę banku centralnego z rynkiem finansowym i realną gospodarką. Wysoki udział kredytów o zmiennym oprocentowaniu, specyficzny model finansowania hipotecznego oraz powiązanie polityki pieniężnej z EBC sprawiają, że transmisja polityki pieniężnej w Danii jest relatywnie szybka i silna. Jednocześnie specyfika instytucjonalna tego kraju wskazuje, że skuteczność transmisji zależy nie tylko od poziomu stóp procentowych, ale również od struktury systemu finansowego.

Wielka Brytania

W Wielkiej Brytanii transmisja polityki pieniężnej charakteryzuje się relatywnie wysoką szybkością

i siłą, co wynika ze specyfiki rynku finansowego oraz struktury produktów kredytowych. Historycznie istotną rolę odgrywał wskaźnik LIBOR (*London Interbank Offered Rate*), który stanowił globalny wskaźnik referencyjny dla wyceny szerokiego spektrum instrumentów finansowych, w tym kredytów, obligacji i instrumentów pochodnych¹⁰⁹. LIBOR był powszechnie wykorzystywany w transakcjach międzybankowych oraz w kontraktach finansowych o łącznej wartości sięgającej setek bilionów dolarów, co czyniło go jednym z najważniejszych wskaźników referencyjnych na świecie¹¹⁰.

Jednocześnie mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Wielkiej Brytanii był wzmacniany przez wysoki udział kredytów o zmiennym oprocentowaniu, zwłaszcza w segmencie kredytów hipotecznych. Po roku 2010 znacząca część kredytów hipotecznych w Wielkiej Brytanii była powiązana bezpośrednio lub pośrednio ze stopą Bank of England (m.in. poprzez kredyty typu *tracker* oraz o zmiennym oprocentowaniu), a ich udział szacowano na około 50–70%. Oznaczało to, że duża część gospodarstw domowych była narażona na zmiany kosztu kredytu w krótkim okresie. W rezultacie zmiany stóp procentowych banku centralnego stosunkowo szybko przekładały się na wysokość rat kredytowych, dochód rozporządzalny gospodarstw domowych oraz poziom konsumpcji. Po globalnym kryzysie finansowym rozpoczęto szeroko zakrojone reformy rynku wskaźników referencyjnych. LIBOR, oparty na deklaracjach banków, został uznany za wskaźnik podatny na próby manipulacji i stopniowo zastępowany przez wskaźniki RFR¹¹¹.

W Wielkiej Brytanii kluczowym następcą LIBOR stał się wskaźnik SONIA (*Sterling Overnight Index Average*), który opiera się na rzeczywistych transakcjach overnight i jest publikowany przez Bank Anglii¹¹². Proces przejścia na SONIA został w dużej mierze zakończony w latach 2021–2023, kiedy to zaprzestano publikacji większości stawek LIBOR.

Zmiana ta miała istotne znaczenie dla mechanizmu transmisji polityki pieniężnej. SONIA, jako wskaźnik overnight oparty na rzeczywistych transakcjach, lepiej odzwierciedla warunki płynnościowe na rynku

106 Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), *Household debt (indicator): Total household debt as a percentage of net disposable income*, Paris: OECD Publishing, 2023.

107 European Central Bank, *Corporate financing conditions in the euro area*, „Economic Bulletin”, Issue 3/2022, Frankfurt am Main: European Central Bank, 2022.

108 IMF, *Denmark Financial Sector Assessment*, Washington DC, IMF, 2022.

109 Wheatley M., *The Wheatley Review of LIBOR*, UK Treasury, 2012.

110 Financial Stability Board, *Reforming major interest rate benchmarks*, 2014.

111 Financial Conduct Authority, *LIBOR transition*, 2021.

112 Bank of England, *SONIA key features and policies*, London, 2025.



międzybankowym i jest bardziej bezpośrednio powiązany z oficjalną stopą procentową Bank of England¹¹³. W efekcie zwiększyła się przejrzystość oraz wiarygodność mechanizmu transmisji.

Jednocześnie struktura rynku kredytowego w Wielkiej Brytanii ewoluowała. W ostatnich latach wzrósł udział kredytów hipotecznych o stałym oprocentowaniu (np. 2–5-letnich), co częściowo osłabiło natychmiastową transmisję zmian stóp procentowych do gospodarstw domowych¹¹⁴. Mimo to znaczna część kredytobiorców nadal doświadcza zmian kosztu finansowania w relatywnie krótkim horyzoncie czasowym (po zakończeniu okresu stałej stopy), co oznacza, że transmisja polityki pieniężnej pozostaje stosunkowo szybka na tle innych krajów europejskich. Przykład Wielkiej Brytanii pokazuje, że skuteczność transmisji polityki pieniężnej zależy zarówno od struktury rynku kredytowego, jak i od jakości infrastruktury finansowej, w tym wskaźników referencyjnych. Przejście od LIBOR do SONIA zwiększyło odporność i przejrzystość systemu finansowego, jednocześnie utrzymując relatywnie silny mechanizm transmisji polityki pieniężnej.

Szwajcaria

Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Szwajcarii charakteryzuje się wysokim stopniem specyfiki instytucjonalnej oraz silnym powiązaniem z rynkiem międzybankowym i wskaźnikami referencyjnymi typu IBOR. Historycznie kluczową rolę w tym procesie odgrywał wskaźnik CHF LIBOR, który przez wiele lat stanowił podstawowy punkt odniesienia dla operacyjnego celu polityki pieniężnej Szwajcarskiego Banku Narodowego (SNB). Do 2019 r. SNB prowadził politykę pieniężną poprzez wyznaczanie docelowego przedziału dla trzymiesięcznej stopy CHF LIBOR, co bezpośrednio wiązało mechanizm transmisji z rynkiem międzybankowym¹¹⁵.

Po globalnym kryzysie finansowym oraz spadku wiarygodności wskaźników typu IBOR, wynikającym m.in. z ich oparcia na deklaracjach banków, rozpoczęto proces reformy wskaźników referencyjnych. W jego rezultacie CHF LIBOR został wycofany i zastąpiony przez wskaźnik SARON (Swiss Average

Rate Overnight), który stanowi obecnie podstawową referencyjną stopę rynku pieniężnego w Szwajcarii¹¹⁶. Od czerwca 2019 r. Swiss National Bank prowadzi politykę pieniężną w oparciu o stopę polityki pieniężnej, dążąc do utrzymywania krótkoterminowych stóp rynku pieniężnego, w szczególności SARON w jej pobliżu¹¹⁷.

SARON jest wskaźnikiem overnight opartym na rzeczywistych transakcjach repo zabezpieczonych aktywami, dzięki czemu lepiej odzwierciedla warunki rynkowe niż tradycyjne stawki IBOR. W praktyce odzwierciedla on koszt krótkoterminowego finansowania banków i stanowi kluczowy punkt odniesienia dla krótkoterminowych stóp procentowych, wpływając pośrednio na kształtowanie się całej struktury stóp procentowych w gospodarce, w tym rentowności obligacji oraz oprocentowania kredytów bankowych¹¹⁸. W literaturze podkreśla się, że tego typu wskaźniki pełnią kluczową funkcję w transmisji monetarnej, ponieważ stanowią ogniwo pośrednie między decyzjami banku centralnego a rynkiem finansowym i realną gospodarką¹¹⁹.

Obserwacje rynku wskazują, że transmisja polityki pieniężnej w Szwajcarii poprzez kanał stóp procentowych jest stosunkowo efektywna, szczególnie w krótkim okresie. Zmiany stopy SNB przekładają się bezpośrednio na poziom SARON, który jako wskaźnik rynku międzybankowego szybko reaguje na decyzje banku centralnego. Następnie zmiany SARON oddziałują na oprocentowanie kredytów o zmiennym oprocentowaniu, w szczególności kredytów hipotecznych typu SARON mortgage, które stanowią istotną część rynku finansowania nieruchomości w Szwajcarii¹²⁰.

Kredyty oparte na SARON są konstrukcyjnie powiązane z bieżącymi warunkami rynku pieniężnego – ich oprocentowanie stanowi sumę stawki SARON

113 Bank of England, *Monetary policy implementation and SONIA*, 2022.

114 Bank of England, *Mortgage market statistics*, 2023.

115 Swiss National Bank, *Monetary policy strategy and LIBOR target range*, materiały archiwalne SNB.

116 Swiss National Bank, *Life after LIBOR: a new era of reference interest rates*, 2022.

117 Swiss National Bank, *Monetary policy implementation and SARON*, Zurich: Swiss National Bank, <https://www.snb.ch/en/snb-explained/monetary-policy-implementation> (dostęp: 12.03.2026).

118 SIX Group, *SARON – Swiss Average Rate Overnight*, Zurich: SIX Group AG, <https://www.six-group.com/en/market-data/indices/switzerland/saron.html> (dostęp: 14.03.2026).

119 Swiss National Bank, *Life after LIBOR: a new era of reference interest rates*, 2022.

120 FGP Swiss & Alps, *SARON mortgage – definition and mechanism*, Geneva: FGP Swiss & Alps, <https://www.fgp-swissandalps.com/saron-mortgage-what-do-you-need-to-know-about-this-type-of-mortgage/> (dostęp: 14.03.2026).



oraz marży banku (zwykle w przedziale 0,6–1,0 punktu procentowego), a aktualizacja następuje co kilka miesięcy¹²¹. Oznacza to, że zmiany stóp procentowych są stosunkowo szybko przenoszone na koszty obsługi zadłużenia, co wzmacnia skuteczność transmisji polityki pieniężnej. Przykładowo wzrost stopy SARON do poziomu około 1,5% w okresie zacieśniania polityki pieniężnej prowadził do wzrostu oprocentowania kredytów hipotecznych do poziomu 2–3% w krótkim czasie¹²². Należy ponadto zauważyć, że struktura rynku kredytowego w Szwajcarii jest zróżnicowana. Obok kredytów opartych na SARON znaczącą rolę odgrywają kredyty o stałym oprocentowaniu, szczególnie w segmencie długoterminowych kredytów hipotecznych. Oprocentowanie tych instrumentów jest bardziej powiązane z rentownościami obligacji niż bezpośrednio z krótkoterminowymi stopami rynku pieniężnego, co powoduje, że transmisja polityki pieniężnej do gospodarstw domowych może być częściowo opóźniona¹²³. W rezultacie mechanizm transmisji w Szwajcarii ma charakter mieszany, a więc szybki w segmencie krótkoterminowych stóp i kredytów zmiennoprocentowych, ale bardziej rozłożony w czasie w przypadku instrumentów o stałym oprocentowaniu.

Istotnym elementem wzmacniającym transmisję jest także sposób implementacji polityki pieniężnej przez SNB. Bank centralny aktywnie oddziałuje na rynek pieniężny poprzez operacje płynnościowe oraz system oprocentowania depozytów banków komercyjnych, co pozwala utrzymywać SARON blisko poziomu stopy polityki pieniężnej. Działania te są szczególnie istotne w warunkach nadpłynności sektora bankowego. Przykładowo w 2025 r. SNB dostosowywał parametry oprocentowania depozytów, aby zwiększyć aktywność na rynku międzybankowym i zapewnić prawidłowe funkcjonowanie SARON jako kluczowego wskaźnika transmisji¹²⁴.

W szerszym ujęciu należy podkreślić, że znaczenie wskaźników typu IBOR (a obecnie RFR, takich jak SARON) w Szwajcarii wykracza poza sam rynek kredytowy. Wpływają one na wycenę instrumentów finansowych, zarządzanie płynnością banków oraz oczekiwania rynkowe dotyczące przyszłej ścieżki stóp procentowych. Badania wskazują, że reakcje rynku finansowego na decyzje SNB mierzone m.in. zmianami krótkoterminowych stóp i kursu walutowego są istotne statystycznie i stanowią ważny kanał transmisji polityki pieniężnej do gospodarki realnej¹²⁵.

Podsumowując powyższe kwestie można stwierdzić, że rola wskaźników IBOR (obecnie RFR) (w transmisji polityki pieniężnej w Szwajcarii jest istotna. Stanowią one kluczowe ogniwo łączące decyzje banku centralnego z rynkiem finansowym oraz realną gospodarką. Reforma polegająca na zastąpieniu LIBOR przez SARON zwiększyła przejrzystość i wiarygodność mechanizmu transmisji, jednocześnie utrzymując jego wysoką efektywność. Specyfika szwajcarskiego systemu finansowego sprawia jednak, że siła i szybkość transmisji różnią się w zależności od segmentu rynku, co potwierdza znaczenie strukturalnych uwarunkowań dla skuteczności polityki pieniężnej.

Norwegia

Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Norwegii charakteryzuje się wysoką efektywnością oraz silnym powiązaniem z rynkiem międzybankowym i wskaźnikami referencyjnymi typu IBOR. Kluczową rolę w tym procesie odgrywa wskaźnik NIBOR (*Norwegian Interbank Offered Rate*), który stanowi podstawowy punkt odniesienia dla krótkoterminowych stóp procentowych w koronach norweskich. NIBOR jest szeroko stosowany w kontraktach finansowych, w tym w kredytach bankowych, obligacjach oraz instrumentach pochodnych, i pełni funkcję pomostu między decyzjami banku centralnego a warunkami finansowania w gospodarce realnej¹²⁶.

Bank centralny Norwegii, tj. Norges Bank, prowadzi politykę pieniężną poprzez ustalanie stopy referencyjnej (*policy rate*), która wpływa na poziom krót-

121 Swissquote Bank Ltd., *Swiss mortgages explained: rates, terms and how they work*, Gland: Swissquote Bank Ltd., <https://www.swissquote.com/en-ch/private/inspire/blog/personal-finance/swiss-mortgages-explained-rates-terms-and-how-they-work> (dostęp: 14.03.2026).

122 Resolve SA, *Increase in SNB rates: impact on mortgage market*, Zurich: Resolve SA, <https://resolve.ch/en/blog/increase-snb-rates-impact-on-mortgage/> (dostęp: 14.03.2026).

123 UBS Switzerland AG, *Mortgage market in Switzerland*, Zurich: UBS Switzerland AG, 2026, <https://www.ubs.com/ch/en/services/mortgages-and-financing/mortgages/interest-rates.html> (dostęp: 14.03.2026).

124 Reuters, *Swiss National Bank adjusts policy implementation and interbank market activity*, 29 September 2025.

125 Fink F., *The impact of SNB monetary policy on Swiss franc and longer-term interest rates*, „International Journal of Central Banking”, 2024, vol. 20, no. 1.

126 Norges Bank, *Money market and NIBOR*, Oslo: Norges Bank, 2022.



kotermiowych stóp rynku pieniężnego. Zmiany tej stopy przekładają się na poziom NIBOR, choć transmisja nie jest całkowicie mechaniczna, ponieważ NIBOR odzwierciedla również premię za ryzyko płynnościowe i kredytowe na rynku międzybankowym¹²⁷. Niemniej jednak badania Norges Bank wskazują, że zależność między stopą polityki pieniężnej a NIBOR pozostaje silna, szczególnie w warunkach stabilności finansowej.

Dane potwierdzają, że transmisja polityki pieniężnej w Norwegii poprzez wskaźniki IBOR jest relatywnie szybka. W okresie zacieśniania polityki pieniężnej w latach 2021–2023 Norges Bank podniósł stopę referencyjną z poziomu 0% do około 4,50%, co było odpowiedzią na rosnącą inflację¹²⁸. W tym samym czasie stawki NIBOR 3M wzrosły z poziomu bliskiego zera do około 4,7–4,9%, co wskazuje na silne przełożenie decyzji banku centralnego na rynek międzybankowy¹²⁹. Różnica między stopą referencyjną a NIBOR (spread) odzwierciedlała w tym okresie zmiany premii za ryzyko oraz warunków płynnościowych w systemie finansowym.

Istotnym czynnikiem wzmacniającym transmisję polityki pieniężnej w Norwegii jest struktura rynku kredytowego, w szczególności dominacja kredytów o zmiennym oprocentowaniu. Dane wskazują, że ponad 90% kredytów hipotecznych w Norwegii ma oprocentowanie zmienne lub krótkoterminowo aktualizowane, co oznacza, że zmiany stawek NIBOR szybko przekładają się na wysokość rat kredytowych gospodarstw domowych¹³⁰. W rezultacie kanał stopy procentowej działa w Norwegii bardzo bezpośrednio i wpływa silnie na konsumpcję oraz sytuację finansową gospodarstw domowych.

Badania Norges Bank wskazują, że proces transmisji zmian stóp procentowych do oprocentowania kredytów hipotecznych jest szybki i w dużej mierze pełny. Zmiany stóp rynku pieniężnego przekładają się na oprocentowanie kredytów w ciągu kilku miesięcy, a banki dostosowują swoje stawki relatywnie szybko w odpowiedzi na decyzje banku centralne-

go¹³¹. Przykładowo średnie oprocentowanie kredytów hipotecznych wzrosło z około 1,8% w 2021 r. do ponad 5% w 2023 r., co odzwierciedla silne przełożenie polityki pieniężnej na warunki finansowania gospodarstw domowych¹³².

W przypadku przedsiębiorstw transmisja polityki pieniężnej również przebiega sprawnie, choć jej charakter jest bardziej zróżnicowany. Finansowanie przedsiębiorstw w Norwegii opiera się zarówno na kredytach bankowych, jak i na rynku obligacji, szczególnie w sektorze energetycznym i *offshore*. Niemniej jednak krótkoterminowe kredyty bankowe oraz instrumenty finansowe są często powiązane z NIBOR, co powoduje szybkie dostosowanie kosztu finansowania do zmian stóp procentowych¹³³.

W literaturze podkreśla się, że NIBOR różni się od niektórych innych wskaźników IBOR, ponieważ jego konstrukcja jest ściśle powiązana z rynkiem swapów walutowych i w praktyce często odzwierciedla koszt finansowania w dolarach amerykańskich zabezpieczonego i przekształconego na korony norweskie. Oznacza to, że na jego poziom wpływają nie tylko krajowe stopy procentowe, lecz także warunki na globalnych rynkach finansowych, w tym poziom stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych oraz kurs walutowy¹³⁴. W rezultacie transmisja polityki pieniężnej w Norwegii ma częściowo charakter międzynarodowy i może być modyfikowana przez czynniki zewnętrzne.

Jednocześnie norweski system finansowy charakteryzuje się wysokim poziomem stabilności oraz dobrze rozwiniętym sektorem bankowym, co sprzyja efektywnej transmisji polityki pieniężnej. Wysoki poziom zaufania do instytucji finansowych oraz przejrzystość polityki pieniężnej Norges Bank wzmacniają kanał oczekiwań i zwiększają przewidywalność reakcji rynku na decyzje banku centralnego¹³⁵.

Podsumowując powyższe rozważania należy stwierdzić, że rola wskaźników IBOR w transmisji polityki pieniężnej w Norwegii jest kluczowa. NIBOR stanowi główny kanał przenoszenia impulsów monetarnych

127 Norges Bank, *Monetary policy transmission in Norway*, Oslo: Norges Bank, 2021.

128 Norges Bank, *Monetary Policy Report*, Oslo: Norges Bank, September 2023.

129 Refinitiv, *NIBOR historical data (3M)*, London: Refinitiv, 2023.

130 Statistics Norway (SSB), *Interest rates on housing loans*, Oslo: SSB, 2023.

131 Norges Bank, *How interest rate changes affect households*, Economic Commentary, 2022.

132 Norges Bank, *Financial Stability Report*, Oslo: Norges Bank, 2023.

133 OECD, *Economic Survey of Norway*, Paris: OECD Publishing, 2022.

134 BIS (Bank for International Settlements), *IBOR reform and money markets*, Basel: BIS, 2021.

135 IMF, *Norway Financial Sector Assessment*, Washington DC: IMF, 2022.



z banku centralnego do rynku finansowego i gospodarki realnej. Wysoki udział kredytów o zmiennym oprocentowaniu, silne powiązanie rynku kredytowego ze stopami międzybankowymi oraz specyfika konstrukcji NIBOR sprawiają, że transmisja polityki pieniężnej w Norwegii jest relatywnie szybka i skuteczna, choć częściowo uzależniona od warunków globalnych.

3.2. Rola wskaźników IBOR w transmisji polityki pieniężnej w strefie euro

Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w strefie euro opiera się na złożonym systemie powiązań między decyzjami Europejskiego Banku Centralnego (EBC), rynkiem finansowym oraz gospodarką realną. Kluczową rolę w tym procesie odgrywają wskaźniki referencyjne typu IBOR, w szczególności EURIBOR (*Euro Interbank Offered Rate*), który stanowi podstawowy punkt odniesienia dla krótkoterminowych stóp procentowych w euro. EURIBOR odzwierciedla średni koszt niezabezpieczonego finansowania międzybankowego i jest wykorzystywany jako wskaźnik referencyjny dla szerokiego spektrum instrumentów finansowych, w tym kredytów hipotecznych, kredytów dla przedsiębiorstw oraz instrumentów pochodnych¹³⁶.

W klasycznym ujęciu transmisji polityki pieniężnej wskaźniki IBOR pełnią funkcję ogniwa pośredniego między stopami banku centralnego a oprocentowaniem kredytów w gospodarce. Mechanizm ten można opisać jako sekwencję: decyzje EBC - stopy rynku pieniężnego (EURIBOR) - koszt finansowania banków - oprocentowanie kredytów - decyzje podmiotów gospodarczych¹³⁷. W praktyce oznacza to, że skuteczność polityki pieniężnej zależy w dużej mierze od stopnia i szybkości, z jaką zmiany stóp EBC przekładają się na stawki EURIBOR oraz dalej na oprocentowanie kredytów.

Badania wskazują, że w strefie euro proces transmisji zmian stóp procentowych do rynku międzybankowego jest szybki i niemal pełny, natomiast dalsza transmisja do oprocentowania kredytów ma charakter bardziej złożony i niejednorodny. Analizy Europejskiego Banku Centralnego oraz literatury pokazują, że EURIBOR bardzo szybko reaguje na

zmiany stóp EBC, stanowiąc wiarygodny wskaźnik krótkoterminowych warunków finansowania¹³⁸. Jednocześnie pełne przeniesienie zmian na stopy kredytowe zależy od wielu czynników, takich jak struktura sektora bankowego, poziom konkurencji czy ryzyko kredytowe.

W latach 2022–2023, a więc w okresie gwałtownego zacieśniania polityki pieniężnej, obserwowano wyraźne potwierdzenie znaczenia wskaźników IBOR w transmisji monetarnej. Stopa depozytowa EBC wzrosła z poziomu –0,50% do 4,00%, a stawki EURIBOR 3M zwiększyły się z wartości ujemnych do około 3,5–4,0% w ciągu kilkunastu miesięcy. Zmiana ta przełożyła się na istotny wzrost kosztów kredytów w całej strefie euro, szczególnie w krajach o dużym udziale kredytów o zmiennym oprocentowaniu. W efekcie oprocentowanie nowych kredytów dla przedsiębiorstw wzrosło z poziomu około 1,5% do ponad 4%, co istotnie wpłynęło na decyzje inwestycyjne i popyt kredytowy¹³⁹.

Jednocześnie badania wskazują, że transmisja polityki pieniężnej w strefie euro jest niejednorodna i zależy od struktury rynku finansowego. W szczególności istotne znaczenie ma udział kredytów o zmiennym oprocentowaniu. W skali całej strefy euro około jedna czwarta kredytów hipotecznych ma charakter w pełni zmiennoprocentowy, podczas gdy ponad jedna trzecia posiada oprocentowanie stałe na okres przekraczający dziesięć lat¹⁴⁰. Oznacza to, że reakcja gospodarstw domowych na zmiany stóp procentowych jest zróżnicowana i zależy od konstrukcji produktów finansowych.

Literatura podkreśla również znaczenie czynników strukturalnych dla skuteczności transmisji. Badania wskazują, że różnice w koncentracji sektora bankowego, poziomie konkurencji oraz jakości aktywów banków prowadzą do zróżnicowanego stopnia transmisji zmian stóp procentowych między krajami strefy euro¹⁴¹. W szczególności kryzys finansowy

136 European Money Markets Institute, *EURIBOR – definition and methodology*, Brussels: EMMI, 2023.

137 Papadia F., Daluio G., *Can the European Central Bank control interest rates?*, Bruegel Blog, Brussels, 2013.

138 Michail N., Louka K., *The pass-through of monetary policy to bank interest rates in the euro area*, „German Economic Review”, 2025, vol. 26, no. 2, s. 131–192.

139 European Central Bank, *Euro area bank interest rate statistics oraz Monetary policy decisions, 2022–2023*; European Money Markets Institute, EURIBOR rates.

140 European Central Bank, *The transmission of monetary policy: from mortgage rates to consumption*, „Economic Bulletin”, 2025, Frankfurt am Main.

141 Egan P., McQuinn K., *Interest Rate Pass-Through in Euro Area Mortgage Markets*, „CESifo Economic Studies”, 2023, vol. 69, no. 4.



oraz kryzys zadłużeniowy (2010–2012) doprowadziły do tzw. fragmentacji finansowej, w ramach której warunki finansowania różniły się znacząco pomiędzy poszczególnymi krajami. W tym okresie zmiany EURIBOR nie przekładały się w pełni na oprocentowanie kredytów w krajach o podwyższonym ryzyku, takich jak Włochy czy Hiszpania¹⁴².

Istotnym elementem analizy jest także rola premii za ryzyko w kształtowaniu wskaźników IBOR. Różnica między EURIBOR a stopami wolnymi od ryzyka (np. RFR) odzwierciedla poziom ryzyka kredytowego i płynnościowego w sektorze bankowym. Badania wskazują, że wzrost tej różnicy w okresach napięć finansowych osłabia transmisję polityki pieniężnej, ponieważ banki nie przenoszą w pełni zmian stóp EBC na klientów¹⁴³.

W ostatnich latach istotnym kierunkiem zmian było także przejście od niektórych wskaźników IBOR do wskaźników typu RFR, takich jak €STR (Euro Short-Term Rate). Mimo to EURIBOR pozostaje szeroko stosowany w kontraktach kredytowych i nadal odgrywa istotną rolę w transmisji polityki pieniężnej, szczególnie w sektorze bankowym. W praktyce oznacza to współistnienie różnych wskaźników referencyjnych i stopniową ewolucję mechanizmu transmisji.

Z perspektywy makroekonomicznej skuteczność transmisji polityki pieniężnej poprzez wskaźniki IBOR ma istotne znaczenie dla stabilności cen i aktywności gospodarczej. Badania Europejskiego Banku Centralnego wskazują, że wzrost krótkoterminowych stóp procentowych o 1 punkt procentowy prowadzi do spadku inwestycji mieszkaniowych o około 5% w horyzoncie kilku lat, co pokazuje skalę oddziaływania polityki pieniężnej na gospodarkę realną¹⁴⁴.

Podsumowując należy stwierdzić, że wskaźniki IBOR a w szczególności EURIBOR, odgrywają fundamentalną rolę w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej w strefie euro. Stanowią one kluczowe ogniwo łączące decyzje Europejskiego Banku Cen-

tralnego z rynkiem finansowym i realną gospodarką. Jednocześnie skuteczność tego mechanizmu jest uzależniona od wielu czynników strukturalnych, co prowadzi do istotnego zróżnicowania transmisji między poszczególnymi krajami. Z tego względu analiza roli wskaźników IBOR na poziomie całej strefy euro stanowi punkt wyjścia do bardziej szczegółowych badań krajowych.

Należy dodać, że funkcjonuje na tym rynku zjawisko zwane „fragmentacją finansową strefy euro”, polegające na tym, iż warunki finansowania różnią się pomiędzy krajami członkowskimi, mimo prowadzenia jednolitej polityki pieniężnej przez EBC¹⁴⁵. Biorąc pod uwagę powyższe kwestie, w dalszej części rozdziału przedstawiono specyfikę procesu transmisji polityki pieniężnej w wybranych krajach strefy euro, ilustrując ich indywidualny charakter w tym zakresie.

Niemcy

W Niemczech mechanizm transmisji polityki pieniężnej charakteryzuje się relatywnie wysoką efektywnością, co wynika zarówno ze specyfiki systemu finansowego, jak i struktury rynku bankowego. Niemiecki sektor bankowy ma charakter zdecentralizowany i trójfilarowy, obejmujący banki komercyjne, banki spółdzielcze (Volksbanken i Raiffeisenbanken)¹⁴⁶ oraz kasy oszczędnościowe (Sparkassen). Łącznie instytucje te tworzą jeden z najbardziej rozdrobnionych systemów bankowych w Europie – w Niemczech działa ok. 1200 - 1300 banków, a udział lokalnych instytucji finansowych w rynku kredytowym pozostaje bardzo wysoki¹⁴⁷. Taka struktura sprzyja konkurencji oraz ogranicza koncentrację rynku, co zgodnie z literaturą wzmacnia skuteczność transmisji polityki pieniężnej poprzez szybsze dostosowanie oprocentowania kredytów do zmian stóp procentowych.

Istotnym czynnikiem wzmacniającym transmisję jest również duże znaczenie finansowania bankowego w gospodarce niemieckiej. Pomimo relatywnie rozwiniętego rynku kapitałowego przedsiębiorstwa w Niemczech w dalszym ciągu w znacznym stopniu opierają się na kredycie bankowym jako podstawowo-

142 Holton S., Rodríguez d'Acra C., *Interest rate pass-through since the euro area crisis*, „Journal of Banking & Finance”, 2018, vol. 96, s. 277–291.

143 Ercegovic R., *ECB quantitative tightening: Euribor-Overnight Index Swap spread and transmission mechanism efficiency*, Bank i Kredyt, 2025, vol. 56, nr 2, s. 163–184.

144 European Central Bank, *Monetary policy and housing investment*, „Economic Bulletin”, Issue 3/2023, Frankfurt am Main.

145 European Central Bank, *Monetary policy transmission in a fragmented euro area*, ECB Monthly Bulletin, August 2012.

146 Zob. P. Szczęśniak, *Zgrupowania solidarnościowe banków spółdzielczych. Konstrukcja normatywna*, Warszawa 2022, s. 142 i n.

147 Deutsche Bundesbank, *The German banking system: structure and performance*, Monthly Report, 2022.



wym źródle finansowania działalności. Dane Europejskiego Banku Centralnego wskazują, że udział kredytów bankowych w finansowaniu przedsiębiorstw pozostaje wyższy niż w wielu innych krajach rozwiniętych, co zwiększa znaczenie kanału kredytowego w transmisji polityki pieniężnej¹⁴⁸.

Badania potwierdzają, że reakcja oprocentowania kredytów oraz akcji kredytowej na zmiany stóp procentowych jest w Niemczech relatywnie silna. Analizy Europejskiego Banku Centralnego pokazują, że proces transmisji zmian stóp rynku pieniężnego do oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw w Niemczech jest stosunkowo szybki i w długim okresie bliski pełnego, a jego skala przewyższa obserwowaną w niektórych krajach strefy euro, takich jak Francja czy Hiszpania¹⁴⁹. W szczególności w okresie zacieśniania polityki pieniężnej od połowy 2022 r. do końca 2023 r. oprocentowanie nowych kredytów dla przedsiębiorstw w Niemczech wzrosło z około 1,5% (maj–czerwiec 2022) do ponad 4,5% (jesień 2023), co wskazuje na silne przełożenie zmian stóp Europejskiego Banku Centralnego na koszt finansowania realnej gospodarki¹⁵⁰.

Ważną rolę odgrywa również struktura oprocentowania kredytów. W segmencie przedsiębiorstw znaczący udział mają kredyty o zmiennym oprocentowaniu lub o krótkim okresie stałej stopy, co sprzyja szybkiemu przenoszeniu zmian stóp rynkowych na koszt finansowania. W przeciwieństwie do tego, w segmencie gospodarstw domowych, zwłaszcza w kredytach hipotecznych dominują kredyty o stałym oprocentowaniu, często zawierane na okres 10 lat lub dłuższy¹⁵¹. Oznacza to, że transmisja polityki pieniężnej do gospodarstw domowych jest bardziej rozłożona w czasie i odbywa się głównie poprzez nowe umowy kredytowe oraz refinansowanie istniejącego zadłużenia.

W literaturze podkreśla się również wysoką korelację pomiędzy stopami rynku pieniężnego (np. EURIBOR) a oprocentowaniem kredytów bankowych w Niemczech. Oznacza to, że mechanizm transmisji zmian stóp procentowych działa stosunkowo

sprawnie, a zmiany stóp procentowych banku centralnego szybko znajdują odzwierciedlenie w warunkach finansowania sektora niefinansowego¹⁵². Jednocześnie należy zauważyć, że proces transmisji nie jest natychmiastowy. Pełne dostosowanie oprocentowania kredytów może zajmować od kilku miesięcy do kilku kwartałów, w zależności od segmentu rynku¹⁵³.

Na efektywność transmisji wpływają także czynniki strukturalne, takie jak poziom konkurencji bankowej oraz koncentracja rynku. Niemiecki sektor bankowy, charakteryzujący się dużą liczbą instytucji oraz silną obecnością banków lokalnych, cechuje się relatywnie wysokim poziomem konkurencji, co sprzyja szybszemu dostosowaniu cen produktów finansowych do zmian warunków rynkowych¹⁵⁴. Badania Bundesbanku wskazują, że w regionach o większej konkurencji bankowej reakcja oprocentowania kredytów na zmiany stóp procentowych jest silniejsza i bardziej bezpośrednia. W ostatnich latach mechanizm transmisji w Niemczech pozostaje stosunkowo skuteczny również w warunkach zmieniającego się otoczenia makroekonomicznego. W okresie pandemii COVID-19 oraz późniejszego cyklu zacieśniania polityki pieniężnej obserwowano wyraźne dostosowanie zarówno oprocentowania kredytów, jak i dynamiki akcji kredytowej do zmian stóp procentowych. Jednocześnie pojawiały się pewne ograniczenia transmisji, związane m.in. z nadpłynnością sektora bankowego oraz rosnącym znaczeniem regulacji ostrożnościowych¹⁵⁵.

Podsumowując, Niemcy stanowią przykład gospodarki, w której mechanizm transmisji polityki pieniężnej działa relatywnie sprawnie i przewidywalnie. Wynika to z połączenia rozwiniętego, konkurencyjnego sektora bankowego, dużej roli kredytu bankowego w finansowaniu gospodarki oraz struktury instrumentów finansowych sprzyjającej szybkiemu procesowi transmisji zmian stóp procentowych. Jednocześnie różnice między segmentami rynku, zwłaszcza między przedsiębiorstwami a gospodarstwami domowymi wskazują, że transmisja nie jest

148 European Central Bank, *Financial structure report*, Frankfurt am Main, 2022.

149 ECB, *Monetary policy pass-through in the euro area*, Economic Bulletin, 2020.

150 European Central Bank, *MFI interest rate statistics*, 2022–2024.

151 Deutsche Bundesbank, *Housing finance in Germany*, Monthly Report, 2021.

152 Altavilla C., Canova F., Ciccarelli M., *Mending the broken link*, "Journal of Monetary Economics" 2020.

153 Mojon B., *Financial structure and the interest rate channel*, ECB Working Paper, 2000.

154 Bredl S., *Regional loan market structure and monetary transmission*, "Deutsche Bundesbank Discussion Paper", 2025.

155 European Central Bank, *The transmission of monetary policy in changing conditions*, 2023.



jednolita i zależy od specyfiki poszczególnych produktów finansowych¹⁵⁶.

Francja

We Francji transmisja polityki pieniężnej jest umiarkowana, co wynika przede wszystkim ze specyficznej struktury rynku kredytowego oraz instytucjonalnych uwarunkowań systemu finansowego. Kluczową rolę odgrywa bardzo wysoki udział kredytów hipotecznych o stałym oprocentowaniu, który w ostatnich latach przekraczał 80–90% nowo udzielanych kredytów mieszkaniowych¹⁵⁷. W przeciwieństwie do krajów takich jak Hiszpania czy Polska, gdzie dominują kredyty o zmiennym oprocentowaniu, we Francji gospodarstwa domowe są w znacznym stopniu izolowane od krótkookresowych zmian stóp procentowych rynku pieniężnego.

W konsekwencji zmiany wskaźników, np. EURIBOR, tylko w ograniczonym stopniu i z opóźnieniem przekładają się na koszty obsługi istniejącego zadłużenia gospodarstw domowych. Wpływ polityki pieniężnej koncentruje się zatem głównie na nowych kredytach oraz na decyzjach inwestycyjnych i konsumpcyjnych podejmowanych przez nowe podmioty na rynku. Badania Europejskiego Banku Centralnego wskazują, że w krajach o wysokim udziale kredytów o stałym oprocentowaniu reakcja gospodarstw domowych na zmiany stóp procentowych jest istotnie słabsza niż w krajach o dominacji kredytów zmiennoprocentowych¹⁵⁸.

Jednocześnie transmisja polityki pieniężnej we Francji oddziałuje nieco silniej na sektor przedsiębiorstw. Wynika to z faktu, że finansowanie przedsiębiorstw w większym stopniu opiera się na instrumentach o zmiennym oprocentowaniu oraz krótszych terminach zapadalności, co sprzyja szybszemu dostosowaniu kosztu kapitału do zmian stóp rynkowych¹⁵⁹. Dane Europejskiego Banku Centralnego wskazują, że oprocentowanie nowych kredytów dla przedsiębiorstw we Francji reagowało stosunkowo szybko

na cykl zacieśniania polityki pieniężnej w latach 2022–2023, rosnąc z poziomu około 1,5% do ponad 4% w ciągu kilkunastu miesięcy¹⁶⁰.

Istotnym czynnikiem kształtującym transmisję są również regulacje rynku kredytowego oraz silna rola instytucji finansowych, takich jak banki uniwersalne i instytucje publiczne (np. Banque Publique d'Investissement). Francuski system bankowy charakteryzuje się wysokim stopniem stabilności i relatywnie niską zmiennością oprocentowania kredytów detalicznych, co dodatkowo ogranicza krótkookresową reakcję gospodarstw domowych na zmiany polityki pieniężnej¹⁶¹.

W literaturze podkreśla się również, że w krajach takich jak Francja pełny efekt transmisji polityki pieniężnej ujawnia się z większym opóźnieniem niż w gospodarkach o bardziej elastycznych rynkach kredytowych. O ile w przypadku kredytów zmiennoprocentowych reakcja może być niemal natychmiastowa, o tyle w systemach opartych na stałym oprocentowaniu dostosowanie odbywa się głównie poprzez kanał nowych umów kredytowych oraz zmiany cen aktywów, co wydłuża horyzont oddziaływania polityki pieniężnej¹⁶².

Przykład Francji pokazuje, że struktura rynku kredytowego ma kluczowe znaczenie dla siły i szybkości transmisji polityki pieniężnej. Dominacja kredytów o stałym oprocentowaniu ogranicza bezpośredni wpływ zmian stóp procentowych na gospodarstwa domowe, jednocześnie wzmacniając relatywne znaczenie kanału inwestycyjnego i oddziaływania na sektor przedsiębiorstw. W rezultacie transmisja polityki pieniężnej ma charakter bardziej rozłożony w czasie i mniej bezpośredni niż w krajach o dominacji kredytów zmiennoprocentowych¹⁶³.

Włochy

W przypadku Włoch mechanizm transmisji polityki pieniężnej był w analizowanym okresie wyraźnie osłabiony, co stanowi jeden z najlepiej udokumentowanych przykładów zróżnicowania transmisji w obrębie strefy euro. Osłabienie to wynikało przede

156 Deutsche Bundesbank, *Monetary policy transmission in Germany*, 2025.

157 European Central Bank, *Structural features of housing markets*, "ECB Economic Bulletin" 2021, issue 7.

158 Calza A., Monacelli T., Stracca L., *Housing finance and monetary policy*, Journal of the European Economic Association, 2013.

159 European Central Bank, *Monetary policy transmission and bank lending in the euro area*, ECB Working Paper, 2019.

160 European Central Bank, *MFI interest rate statistics*, 2022–2024.

161 Banque de France, *Financial Stability Review*, 2023.

162 Mishkin F. S., *The Channels of Monetary Transmission*, NBER Working Paper No. 5464, 1996.

163 Banque de France, *Transmission of monetary policy in France*, 2022.



wszystkim z podwyższonego ryzyka kredytowego sektora bankowego oraz wysokiego poziomu zadłużenia publicznego, które wpływały na wzrost premii za ryzyko i spreadów kredytowych¹⁶⁴. W szczególności w okresie kryzysu zadłużeniowego w strefie euro (2010–2012) rentowności włoskich obligacji skarbowych wzrosły z poziomu około 4% w 2010 r. do ponad 7% pod koniec 2011 r. (utrzymując się na podwyższonym poziomie również na początku 2012 r.), co znacząco podniosło koszt finansowania całej gospodarki¹⁶⁵.

Wysokie zadłużenie publiczne Włoch, które wzrosło z około 116% PKB w 2010 r. do ponad 120% PKB w latach 2011–2012 w okresie kryzysu zadłużeniowego w strefie euro, a następnie utrzymywało się na poziomie około 130–135% PKB w latach 2013–2019, prowadziło do utrzymywania się podwyższonego ryzyka kraju (*sovereign risk*), które przenosiło się na sektor bankowy poprzez tzw. *doom loop*, czyli sprzężenie zwrotne między kondycją finansów publicznych a stabilnością sektora bankowego¹⁶⁶. Banki włoskie posiadały znaczące portfele krajowych obligacji skarbowych, co powodowało, że wzrost ich rentowności pogarszał sytuację kapitałową instytucji finansowych i ograniczał ich zdolność do udzielania kredytów.

Dodatkowym czynnikiem osłabiającym transmisję był wysoki poziom kredytów zagrożonych (*non-performing loans*, NPL). W szczytowym okresie po kryzysie udział NPL w portfelach banków włoskich przekraczał 16–17% wszystkich kredytów, co znacząco ograniczało skłonność banków do podejmowania nowego ryzyka kredytowego¹⁶⁷. W efekcie nawet w warunkach łagodnej polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego banki nie były skłonne do pełnego przenoszenia obniżek stóp procentowych na klientów, co prowadziło do niepełnego mechanizmu transmisji (*pass-through*).

W literaturze zjawisko to określane jest jako fragmentacja finansowa strefy euro. Jak już wspominało jest to zjawisko polegające na tym, że warunki

finansowania różniły się istotnie pomiędzy krajami członkowskimi, mimo prowadzenia jednolitej polityki pieniężnej przez EBC¹⁶⁸. W praktyce oznaczało to, że zmiany wskaźników rynku pieniężnego, takich jak EURIBOR, nie przekładały się w pełni na oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych we Włoszech. Przykładowo w latach 2011–2013 różnice w oprocentowaniu kredytów dla przedsiębiorstw między krajami „rdzenia” strefy euro (np. Niemcy) a innymi krajami (w tym Włochy) sięgały nawet 200–300 punktów bazowych¹⁶⁹.

W odpowiedzi na te zaburzenia Europejski Bank Centralny wprowadził szereg niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej, takich jak program OMT (*Outright Monetary Transactions*) oraz operacje TLTRO (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*), których celem było przywrócenie jednolitej transmisji monetarnej w strefie euro¹⁷⁰. Badania wskazują, że działania te przyczyniły się do stopniowego zmniejszenia fragmentacji oraz poprawy stopnia transmisji, choć proces ten był rozłożony w czasie i nie doprowadził do pełnego wyrównania warunków finansowania pomiędzy krajami¹⁷¹.

Przykład Włoch wskazuje, że skuteczność transmisji polityki pieniężnej zależy nie tylko od decyzji banku centralnego, lecz również od kondycji sektora bankowego, poziomu zadłużenia publicznego oraz percepcji ryzyka przez rynki finansowe. W warunkach podwyższonego ryzyka systemowego nawet znaczące zmiany stóp procentowych mogą nie przekładać się w pełni na warunki kredytowe w gospodarce realnej.

Hiszpania

Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Hiszpanii charakteryzuje się relatywnie wysoką siłą oddziaływania kanału stopy procentowej, co wynika przede wszystkim ze struktury rynku kredytowego oraz znaczenia wskaźników referencyjnych typu IBOR.

164 European Central Bank, *Financial fragmentation in the euro area*, ECB Economic Bulletin, Issue 2/2013, Frankfurt am Main.

165 European Central Bank, Statistical Data Warehouse, *Long-term government bond yields*, dane dla Włoch (2010–2012).

166 Lane P. R., *The euro area crisis: causes and consequences*, Journal of Economic Perspectives, 2012.

167 European Banking Authority, *Risk Assessment of the European Banking System*, 2016.

168 European Central Bank, *Monetary policy transmission in a fragmented euro area*, ECB Monthly Bulletin, August 2012.

169 ECB, *Retail bank interest rates statistics*, oraz ECB Working Paper No. 1524, 2013.

170 Cour-Thimann P., Winkler B., *The ECB's non-standard monetary policy measures*, ECB Working Paper No. 1528, 2013.

171 European Central Bank, *The ECB's non-standard monetary policy measures*, ECB Working Paper No. 1528, 2013; Abascal M., Alonso T., Mayordomo S., *Fragmentation in European Financial Markets*, BBVA Research Working Paper, 2013; Fiedler S. i in., *Effectiveness of Unconventional Monetary Policy in the Euro Area, Credit and Capital Markets*, 2017.



Kluczową rolę w tym procesie odgrywa wskaźnik EURIBOR, który stanowi podstawowy punkt odniesienia dla oprocentowania kredytów hipotecznych oraz kredytów dla sektora niefinansowego. W przeciwieństwie do części innych krajów strefy euro, takich jak Francja czy Niemcy, hiszpański system finansowy przez wiele lat opierał się w dużym stopniu na kredytach o zmiennym oprocentowaniu, co znacząco wzmacniało bezpośrednią transmisję polityki pieniężnej¹⁷².

W klasycznym schemacie transmisji monetarnej w Hiszpanii zmiany stóp procentowych Europejskiego Banku Centralnego (EBC) przekładają się na stawki rynku międzybankowego, w tym EURIBOR, a następnie na oprocentowanie kredytów dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. W praktyce oznacza to, że EURIBOR pełni funkcję kluczowego ogniwa pośredniego między polityką pieniężną a realną gospodarką. Badania Banco de España wskazują, że korelacja między EURIBOR a oprocentowaniem kredytów hipotecznych w Hiszpanii jest bardzo wysoka, a zmiany stóp rynkowych są stosunkowo szybko przenoszone na koszty finansowania¹⁷³.

Dane potwierdzają silną rolę wskaźników IBOR w transmisji polityki pieniężnej. W okresie zacieśniania polityki pieniężnej w latach 2022–2023 stawki EURIBOR 12M wzrosły z poziomu około –0,5% do ponad 4%, co przełożyło się na gwałtowny wzrost rat kredytów hipotecznych¹⁷⁴. W konsekwencji średnie oprocentowanie nowych kredytów mieszkaniowych wzrosło z około 1,5% w 2021 r. do ponad 4% w 2023 r., co znacząco obciążyło budżety gospodarstw domowych i doprowadziło do spadku popytu na kredyt¹⁷⁵. Szacuje się, że wzrost stóp procentowych doprowadził do zwiększenia miesięcznych rat kredytów hipotecznych nawet o 30–40% w przypadku części kredytobiorców, co stanowi jeden z najsilniejszych efektów transmisji w strefie euro¹⁷⁶.

Kluczowym czynnikiem wzmacniającym transmisję polityki pieniężnej w Hiszpanii jest bardzo wysoki

udział kredytów o zmiennym oprocentowaniu. W latach 2010–2015 ponad 80–90% kredytów hipotecznych było powiązanych bezpośrednio z EURIBOR, co oznaczało niemal natychmiastowe przenoszenie zmian stóp procentowych na gospodarstwa domowe¹⁷⁷. Choć w ostatnich latach udział kredytów o stałym oprocentowaniu wzrósł (do około 40–50% nowych kredytów), to portfel istniejących zobowiązań nadal w dużym stopniu opiera się na zmiennych stopach procentowych, co utrzymuje wysoką wrażliwość gospodarki na zmiany polityki pieniężnej¹⁷⁸.

Jednocześnie literatura wskazuje, że transmisja polityki pieniężnej w Hiszpanii nie zawsze była w pełni efektywna. W okresie kryzysu finansowego oraz kryzysu zadłużeniowego w strefie euro (2008–2013) wystąpiło zjawisko fragmentacji finansowej, które ograniczało skuteczność mechanizmu transmisji. W szczególności wzrost premii za ryzyko oraz pogorszenie jakości aktywów banków prowadziły do sytuacji, w której zmiany EURIBOR nie przekładały się w pełni na oprocentowanie kredytów¹⁷⁹. Różnice w kosztach finansowania między Hiszpanią a krajami rdzenia strefy euro sięgały wówczas nawet 200 punktów bazowych, co istotnie zaburzało jednolitość transmisji polityki pieniężnej¹⁸⁰.

Istotnym czynnikiem wpływającym na transmisję była również kondycja sektora bankowego. Wysoki poziom kredytów zagrożonych, który po kryzysie przekraczał 13% portfela kredytowego, ograniczał zdolność banków do udzielania nowych kredytów oraz osłabiał mechanizm transmisji¹⁸¹. Dopiero działania restrukturyzacyjne oraz wsparcie ze strony instytucji europejskich przyczyniły się do poprawy sytuacji sektora bankowego i przywrócenia efektywności transmisji.

W ostatnich latach obserwuje się ponowne wzmocnienie roli wskaźników IBOR w transmisji polityki pieniężnej w Hiszpanii. Wzrost stóp procentowych EBC po 2022 r. szybko przełożył się na wzrost EURIBOR oraz oprocentowania kredytów, co doprowadziło do

172 European Central Bank, *Structural features of housing markets*, „Economic Bulletin”, Issue 7/2021, Frankfurt am Main: ECB, 2021.

173 Banco de España, *The pass-through of market interest rates to lending rates*, Madrid: Banco de España, 2020.

174 European Money Markets Institute, *EURIBOR historical data*, Brussels: EMMI, 2023.

175 European Central Bank, *MFI interest rate statistics*, Frankfurt am Main: ECB, 2022–2024.

176 Banco de España, *Impact of rising interest rates on households*, Madrid: Banco de España, 2023.

177 European Central Bank, *Housing finance and monetary policy transmission*, Frankfurt am Main: ECB, 2009.

178 Banco de España, *Financial Stability Report*, Madrid: Banco de España, 2023.

179 European Central Bank, *Monetary policy transmission in a fragmented euro area*, Monthly Bulletin, August 2012, Frankfurt am Main: ECB.

180 Holton S., Rodríguez d'Acuña C., *Interest rate pass-through since the euro area crisis*, „Journal of Banking & Finance” vol. 96, 2018.

181 European Banking Authority, *Risk Assessment of the European Banking System*, Paris: EBA, 2016.



wyraźnego spadku akcji kredytowej oraz ochłodzenia rynku nieruchomości¹⁸². Jednocześnie badania wskazują, że gospodarstwa domowe w Hiszpanii są bardziej wrażliwe na zmiany stóp procentowych niż w wielu innych krajach strefy euro, co wynika z wyższego udziału kredytów zmiennoprocentowych¹⁸³.

Podsumowując, wskaźniki IBOR a w szczególności EURIBOR, odgrywają dużą rolę w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej w Hiszpanii. Wysoki udział kredytów o zmiennym oprocentowaniu sprawia, że zmiany stóp procentowych są szybko i silnie przenoszone na gospodarkę realną, wpływając na konsumpcję, inwestycje oraz rynek nieruchomości. Jednocześnie doświadczenia kryzysowe pokazują, że skuteczność transmisji może być istotnie ograniczona przez czynniki strukturalne, takie jak kondycja sektora bankowego czy poziom ryzyka kredytowego. Przypadek Hiszpanii stanowi zatem przykład zarówno silnej transmisji polityki pieniężnej, jak i jej podatności na zaburzenia w warunkach kryzysowych.

Portugalia

Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Portugalii charakteryzuje się relatywnie wysoką siłą oddziaływania kanału stopy procentowej, co wynika przede wszystkim ze struktury rynku kredytowego oraz znaczenia wskaźników referencyjnych typu IBOR. Kluczową rolę w tym procesie odgrywa wskaźnik EURIBOR, który stanowi podstawowy punkt odniesienia dla oprocentowania kredytów hipotecznych oraz kredytów dla sektora niefinansowego. W portugalskim systemie finansowym – podobnie jak w Hiszpanii – dominują kredyty o zmiennym oprocentowaniu, co powoduje bezpośrednie i szybkie przenoszenie zmian stóp procentowych na gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa¹⁸⁴.

W klasycznym ujęciu transmisji monetarnej w Portugalii zmiany stóp procentowych Europejskiego Banku Centralnego (EBC) przekładają się na stawki rynku międzybankowego, w tym EURIBOR, a następnie na oprocentowanie kredytów bankowych. W tym sensie EURIBOR pełni funkcję kluczowego ogniwa

pośredniego między polityką pieniężną a realną gospodarką. Badania Banco de Portugal wskazują, że reakcja stóp kredytowych na zmiany stóp rynkowych jest szybka, a korelacja między EURIBOR a oprocentowaniem kredytów hipotecznych pozostaje bardzo wysoka¹⁸⁵.

Dane wskazują na wyjątkowo silną rolę wskaźników IBOR w transmisji polityki pieniężnej w Portugalii. Według danych Banco de Portugal aż 93% portfela kredytów hipotecznych w 2021 r. miało oprocentowanie zmienne lub powiązane z krótkoterminowymi stopami rynkowymi, co stanowi jeden z najwyższych wskaźników w strefie euro¹⁸⁶. Oznacza to, że zmiany EURIBOR są niemal bezpośrednio przenoszone na wysokość rat kredytowych gospodarstw domowych.

Skala tej transmisji była szczególnie widoczna w okresie zacieśniania polityki pieniężnej w latach 2022–2023. W tym czasie stawki EURIBOR wzrosły z poziomów ujemnych do około 3,5–4,0%, co doprowadziło do gwałtownego wzrostu oprocentowania kredytów hipotecznych. Dane wskazują, że średnie oprocentowanie nowych kredytów mieszkaniowych w Portugalii wzrosło z około 0,9% w pierwszym kwartale 2022 r. do około 4,5–4,7% w czwartym kwartale 2023 r.¹⁸⁷. Tak silny wzrost kosztów finansowania przełożył się na istotne obciążenie budżetów gospodarstw domowych oraz spadek popytu na kredyt.

Wysoki udział kredytów o zmiennym oprocentowaniu powoduje, że transmisja polityki pieniężnej w Portugalii jest jedną z najszybszych i najsilniejszych w strefie euro. W praktyce oznacza to, że zmiany stóp procentowych oddziałują niemal natychmiast na dochód rozporządzalny gospodarstw domowych oraz poziom konsumpcji. Szacuje się, że wzrost EURIBOR o 1 punkt procentowy może prowadzić do zauważalnego spadku wydatków konsumpcyjnych w krótkim okresie, co wzmacnia efektywność polityki pieniężnej, ale jednocześnie zwiększa wrażliwość gospodarki na zmiany warunków finansowych¹⁸⁸.

182 European Central Bank, *The transmission of monetary policy in tightening cycles*, Economic Bulletin, 2023.

183 Calza A., Monacelli T., Stracca L., *Housing finance and monetary policy*, „Journal of the European Economic Association”, 2013, vol. 11.

184 European Central Bank, *Housing finance and monetary policy transmission*, Frankfurt am Main: European Central Bank, 2019.

185 Banco de Portugal, *Monetary policy transmission to bank interest rates in Portugal*, Lisbon: Banco de Portugal, 2021.

186 Banco de Portugal, *Economic Bulletin*, October 2025, Lisbon: Banco de Portugal, 2025.

187 Banco de Portugal, *Economic Bulletin*, October 2025, Lisbon: Banco de Portugal, 2025.

188 Banco de Portugal, *Monetary policy transmission to bank interest rates in Portugal*, Lisbon: Banco de Portugal, 2021; European Central Bank, *The transmission of monetary policy in the euro area*, Economic Bulletin, 2020.



Jednocześnie struktura rynku kredytowego w Portugalii ulega stopniowym zmianom. W ostatnich latach obserwuje się wzrost udziału kredytów o stałym oprocentowaniu, jednak ich znaczenie pozostaje ograniczone w porównaniu z innymi krajami strefy euro. Dane wskazują, że mimo wzrostu popularności kredytów stałoprocentowych, znacząca część gospodarstw domowych nadal jest bezpośrednio narażona na zmiany stóp procentowych poprzez kredyty powiązane z EURIBOR¹⁸⁹. Przykładowo w latach 2020-2025 zdecydowana większość kredytów hipotecznych w Portugalii pozostawała powiązana z aktualnym poziomem EURIBOR, co potwierdza utrzymującą się wysoką wrażliwość rynku na zmiany stóp procentowych¹⁹⁰.

W przypadku przedsiębiorstw transmisja polityki pieniężnej również przebiega stosunkowo sprawnie, choć jej charakter jest bardziej zróżnicowany. Przedsiębiorstwa korzystają zarówno z kredytów bankowych, jak i finansowania rynkowego, jednak krótkoterminowe kredyty bankowe są często powiązane z EURIBOR, co powoduje szybkie dostosowanie kosztu finansowania do zmian stóp procentowych. Wzrost kosztów kredytu w latach 2022–2023 doprowadził do ograniczenia inwestycji oraz pogorszenia warunków finansowania sektora przedsiębiorstw. Warto jednak podkreślić, że skuteczność transmisji polityki pieniężnej w Portugalii była w przeszłości zakłócana przez czynniki strukturalne. W okresie kryzysu zadłużeniowego w strefie euro (2010–2012) wystąpiło zjawisko fragmentacji finansowej, które ograniczało skuteczność mechanizmu transmisji EURIBOR na oprocentowanie kredytów. Wysokie spready kredytowe oraz pogorszenie sytuacji sektora bankowego powodowały, że zmiany stóp procentowych nie były w pełni przenoszone na gospodarkę realną. Dopiero działania EBC oraz poprawa kondycji sektora bankowego przywróciły skuteczność mechanizmu transmisji.

Podsumowując powyższe należy stwierdzić, że wskaźniki IBOR – w szczególności EURIBOR – odgrywają fundamentalną rolę w transmisji polityki pieniężnej w Portugalii. Wysoki udział kredytów o zmiennym oprocentowaniu sprawia, że zmiany stóp procentowych są szybko i silnie przenoszone na gospodarkę realną. Jednocześnie doświadczenia

kryzysowe pokazują, że skuteczność transmisji zależy nie tylko od konstrukcji rynku kredytowego, ale również od kondycji sektora bankowego oraz poziomu ryzyka finansowego. Portugalia stanowi zatem przykład gospodarki o bardzo silnej transmisji monetarnej, ale jednocześnie wrażliwej na zmiany warunków finansowych.

7. Rola wskaźnika referencyjnego stopy procentowej WIBOR w transmisji polityki pieniężnej prowadzonej przez Narodowy Bank Polski

W operacyjnym wymiarze polityki pieniężnej Narodowy Bank Polski oddziałuje bezpośrednio na krótkoterminową stopę rynku pieniężnego overnight, odzwierciedlaną przez stawkę POLONIA, poprzez operacje otwartego rynku oraz system stóp procentowych banku centralnego. WIBOR pełni natomiast rolę pośredniego ogniwa mechanizmu transmisji, umożliwiającego przeniesienie impulsu monetarnego z rynku pieniężnego na oprocentowanie instrumentów finansowych, w szczególności kredytów i depozytów bankowych. W ten sposób WIBOR wpływa na warunki finansowania w gospodarce. WIBOR nie stanowi instrumentu polityki pieniężnej *sensu stricto*, lecz rynkową stopę referencyjną zakotwiczoną w warunkach płynnościowych rynku międzybankowego, oczekiwaniach co do przyszłych decyzji Rady Polityki Pieniężnej¹⁹¹ oraz premii za ryzyko charakterystycznej dla danego terminu zapadalności. Jego duże znaczenie w polskim systemie finansowym historycznie wynikało z szerokiego wykorzystywania produktów kredytowych o zmiennym oprocentowaniu. Ta sytuacja stopniowo ulegała jednak zmianie. W IV kw. 2025 r. w strukturze nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych przeważały kredyty o stałym oprocentowaniu. Ich udział w wartości nowych kredytów wyniósł 74,94%¹⁹².

WIBOR nie jest kontrolowany przez NBP. Jest jednak silnie powiązany ze stopą referencyjną. Z badań wynika, że model ARDL jednoznacznie wskazuje, że „(...) na poziom WIBOR wpływa przede wszystkim referencyjna stopa procentowa NBP, wykazując pozytywny

189 European Central Bank, *MFI interest rate statistics*, Frankfurt am Main: ECB, 2022–2024.

190 Portugal Post, *Rising mortgage costs hit Portugal's variable-rate borrowers as Euribor climbs*, 9 March 2026.

191 Kiedy są silne oczekiwania co do spadku stopy referencyjnej WIBOR krzywa dochodowości powinna mieć kształt opadający.

192 Raport AMRON-SARiN. Ogólnopolski raport o kredytach mieszkaniowych i cenach transakcyjnych nieruchomości, 4/2025, s. 14.



i statystycznie istotny wpływ¹⁹³. Z kolei testy przyczynowości Grangera wskazują, że historyczna referencyjna stopa procentowa nie może być wykorzystana do prognozowania poziomów WIBOR 3M i 6M¹⁹⁴. dane historyczne, a oczekiwania dotyczące kształtowania się przyszłych stóp procentowych wpływają na poziom wskaźnika referencyjnego WIBOR¹⁹⁵. Autorzy oparli badanie na miesięcznych danych z okresu od stycznia 2005 r. do czerwca 2024 r., a jako zmienne objaśniające uwzględniają poza stopą referencyjną NBP także inflację (CPI), stopę bezrobocia oraz wartość produkcji sprzedanej przemysłu¹⁹⁶.

Autorzy omawianego artykułu wskazują, że WIBOR odzwierciedla nie tyle przeszłe decyzje banku centralnego, ile raczej oczekiwania rynku dotyczące przyszłego kierunku polityki pieniężnej. Na antycypacyjny charakter WIBORU wskazują również badania NBP. Z badań NBP wynika, że WIBOR dostosowuje się do zmian stopy referencyjnej NBP częściowo już wtedy, gdy pojawiają się oczekiwania dotyczące zmian stóp w kolejnych trzech miesiącach¹⁹⁷. Wcześniejsze badania wskazywały, że „reakcja zmienności stóp WIBOR na jednostkowe zaburzenie zmienności stawki POLONIA oraz WIBORSW jest silna i natychmiastowa, natomiast zmienność stawki POLONIA nie reaguje w ogóle na zmienność stopy WIBOR SW. Oznacza to, że banki komercyjne podając kwotowania stóp WIBOR w ogromnym stopniu kierują się zachowaniem stawki POLONIA – stopy stanowiących zdecydowanie największą część rynku depozytów jednodniowych, natomiast rynek międzybankowych depozytów jednodniowych nie reaguje na publikacje stawek WIBORSW wcale, lub co najwyżej w stopniu pomijalnie małym”¹⁹⁸.

WIBOR odgrywa więc podstawową rolę w przenoszeniu impulsów płynących z decyzji RPP na ceny kredytów i depozytów w sektorze bankowym. Znaczenie to jest szczególnie widoczne w przypadku produktów o zmiennym oprocentowaniu, w których stawka referencyjna stanowi bezpośredni składnik formuły ceno-

wej obok marży banku. Z perspektywy mechanizmu transmisji oznacza to, że WIBOR pełni jednocześnie funkcję informacyjną i cenotwórczą: z jednej strony odzwierciedla oczekiwania dotyczące polityki pieniężnej, z drugiej zaś stanowi bezpośredni parametr kształtujący obciążenia odsetkowe w gospodarce. Oddziaływanie WIBOR jest jednak znacznie szersze, ponieważ WIBOR służy nie tylko do wyceny kredytów czy depozytów, ale również innych instrumentów finansowych. Z punktu widzenia oceny roli WIBOR w mechanizmie transmisji kluczowe znaczenie ma kanał stopy procentowej i kanał oczekiwań. Poniżej schemat pokazujący ten związek.

Zgodnie z mechanizmem przedstawionym na rysunku rola WIBOR w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej może być interpretowana w ramach modelu akcentującego znaczenie krótkoterminowej stopy procentowej, oczekiwań oraz stopniowego przenoszenia (pass-through) impulsu monetarnego na oprocentowanie rynkowe i bankowe.

Mechanizm ten ma charakter sekwencyjny. W pierwszym etapie zmiana stopy referencyjnej NBP oddziałuje na krótkoterminowe stopy rynku pieniężnego, w tym na WIBOR. Następnie w drugim etapie zmiany WIBOR przenoszą się na oprocentowanie kredytów i depozytów oraz inne stopy rynku finansowego, wpływając tym samym na koszt finansowania, dostępność kredytu.

Badania empiryczne w odniesieniu do pierwszego etapu wskazują, że „w okresie po zmianie stopy referencyjnej NBP stopy o dłuższym terminie zapadalności (WIBOR 6M i WIBOR 1Y) przeciętnie dostosowywały się słabiej niż te o krótszym terminie, gdyż są one w większym stopniu zależne od oczekiwanych zmian stóp procentowych w przyszłości i część dostosowania stóp terminowych zachodzi jeszcze przed oczekiwaną zmianą stopy referencyjnej NBP”¹⁹⁹. Świadczy to o tym, że reakcja WIBOR na impuls monetarny ma charakter zróżnicowany wzdłuż struktury terminowej, a stawki o dłuższych terminach zapadalności w większym stopniu odzwierciedlają oczekiwania dotyczące przyszłej ścieżki stóp procentowych oraz premie za ryzyko i płynność niż bieżącą zmianę stopy referencyjnej.

Badania empiryczne dotyczące drugiego etapu (pass-through) wskazują, że „wzrost stawek ryn-

193 P. Węgrzyn, M. Kruska, A. Topczewska, The Impact of Central Bank Reference Rates on Market Interest Rates in Poland, *Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie*, 4/2024, s. 29.

194 Tamże.

195 Tamże, s. 30.

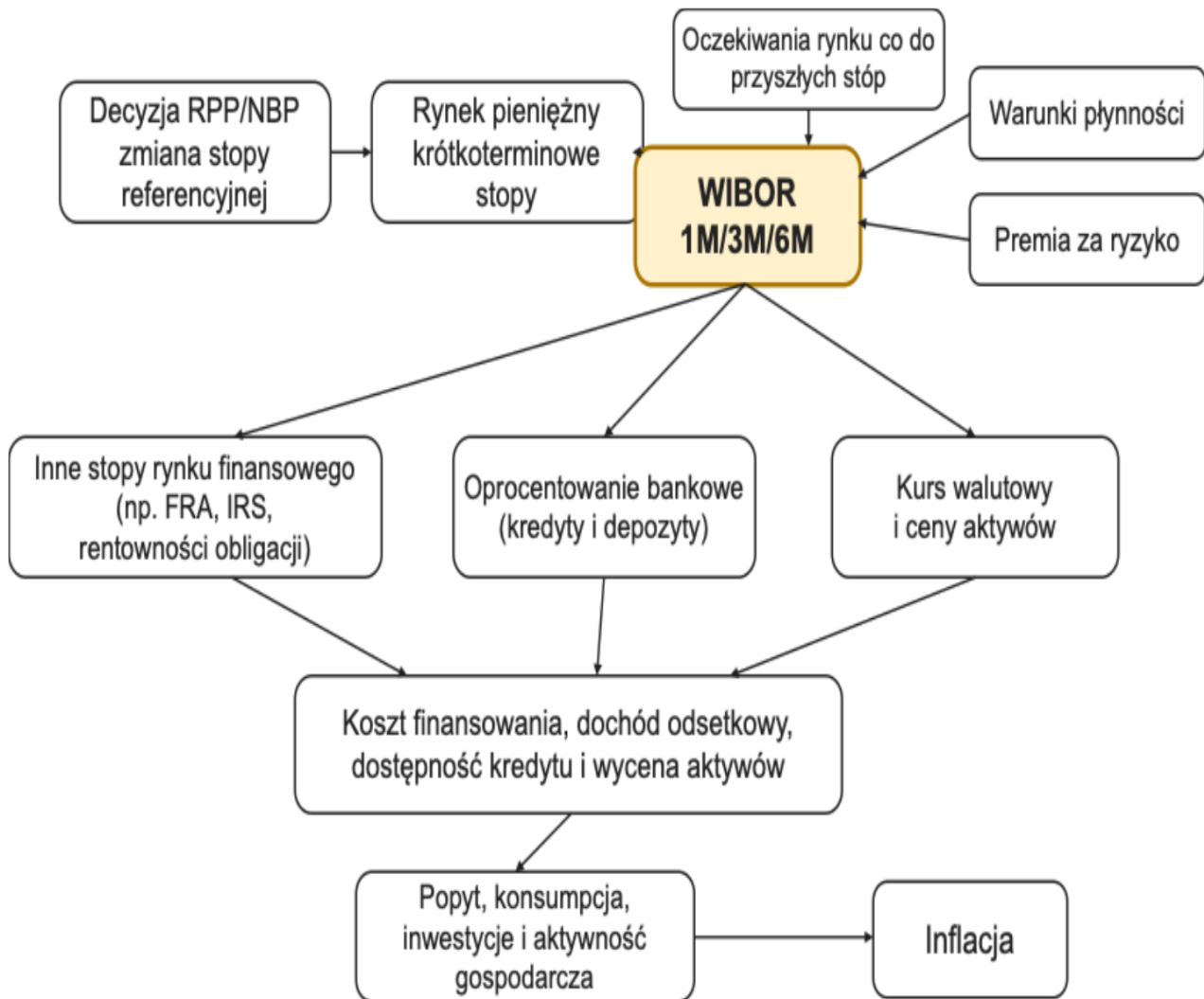
196 Tamże.

197 Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce. Stan wiedzy w 2023 roku..., op. cit.

198 Por. A. Kliber, P. Kliber, P. Płuciennik, *Zależności pomiędzy stopami procentowymi rynku międzybankowego w Polsce*, „Przegląd Statystyczny” 2012, z. 2, s. 159-160.

199 Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce. Stan wiedzy w 2023 roku..., s. 32.

Wykres nr 6. Miejsce stopy WIBOR w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej w Polsce (schemat poglądowy)



Źródło: Opracowanie własne.

kowych WIBOR przekłada się na wzrost oprocentowania kredytów i depozytów w bankach, ponieważ banki starają się utrzymywać swoje marże (spready) na niezmiennym poziomie²⁰⁰. Z badań E. Stanisławskiej wynika, że „w długim okresie dostosowanie oprocentowania depozytów terminowych do stopy WIBOR 3M jest pełne, podobnie jak dostosowanie oprocentowania kredytów mieszkaniowych o zmiennej stopie i kredytów dla przedsiębiorstw”²⁰¹. Autorka zauważyła również, że oprocentowanie kredytów konsumpcyjnych reaguje wolniej i słabiej. Impuls płynący ze stopy rynku

pieniężnego na rynek depozytów bieżących jest najslabiej zarysowany²⁰².

Skupiając się jednak na wpływie WIBOR na ceny kredytów i depozytów warto podkreślić, że siła tego wpływu zależy od licznej grupy czynników. Z badań E. Stanisławskiej wynika, że „na transmisję do stóp depozytowych wpływa wielkość banku, stopień płynności, struktura finansowania oraz wielkość luki finansowania”²⁰³.

Sumując WIBOR stanowi podstawowy element mechanizmu transmisji polityki pieniężnej w Polsce, po-

200 D. Rosati, op. cit., s. 503.

201 E. Stanisławska, *Od stopy rynku pieniężnego do oprocentowania detalicznego depozytów i kredytów. Analiza na danych mikro w Polsce*, „Bank i Kredyt” 2025, nr 6, s. 656.

202 Tamże.

203 Tamże, s. 654.



nieważ łączy operacyjne oddziaływanie NBP poprzez instrumentarium polityki pieniężnej na krótkoterminowe stopy rynku pieniężnego z oprocentowaniem instrumentów kredytowych i innych instrumentów finansowych. WIBOR współkształtuje koszt kredytu i atrakcyjność oszczędzania, a przez to wpływa na konsumpcję, inwestycje i popyt globalny.

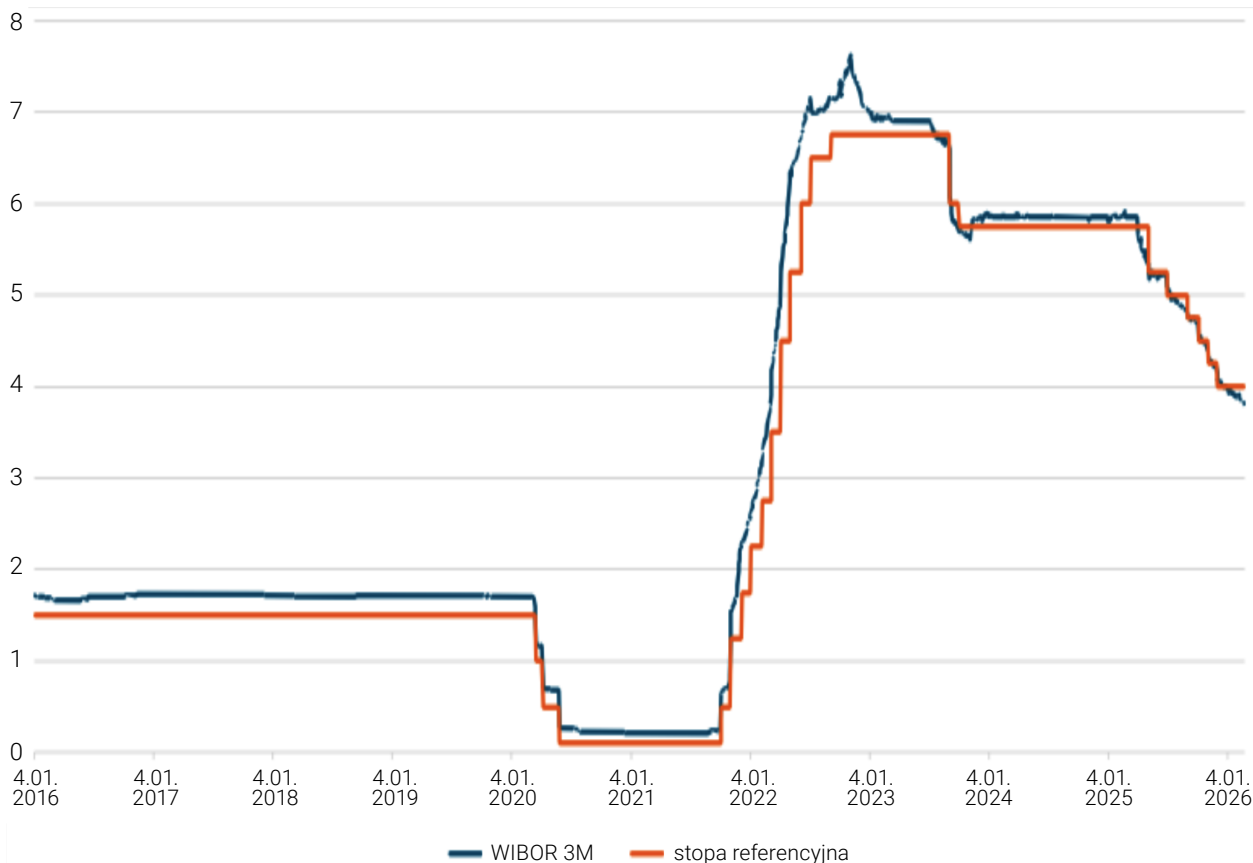
8. Powiązanie wskaźnika referencyjnego stopy procentowej WIBOR z instrumentami polityki pieniężnej Narodowego Banku Polskiego

Relację między stawką referencyjną WIBOR 3M a instrumentami polityki pieniężnej Narodowego Banku Polskiego zbadano dla pary WIBOR 3M i stopy referencyjnej NBP wyznaczająca kierunek prowadzonej polityki pieniężnej. Takie podejście jest uzasadnione charakterem analizowanego wskaźnika. WIBOR 3M odzwierciedla bowiem koszt pieniądza na rynku międzybankowym w horyzoncie trzymiesięcznym, a jego poziom pozostaje silnie związany z polityką pieniężną NBP.

WIBOR 3M ma charakter stopy terminowej (*forward-looking*).²⁰⁴ Oznacza to, że jego poziom jest powiązany z bieżącą stopą referencyjną NBP, ale nie stanowi jej prostego odzwierciedlenia. Obejmuje bowiem również oczekiwania uczestników rynku co do przyszłej ścieżki stóp procentowych w horyzoncie trzech miesięcy. Ponadto w jego poziomie mogą być zawarte dodatkowe komponenty wynikające z terminowego charakteru transakcji, a więc z niepewności co do przyszłych warunków rynkowych w okresie jej trwania, jak również komponenty związane z ryzykiem płynności oraz ryzykiem kredytowym. Ryzyko płynności oznacza w tym kontekście niepewność dotyczącą możliwości pozyskania finansowania oraz kosztu tego finansowania w przyszłości, natomiast ryzyko kredytowe odnosi się do oceny wiarygodności kontrahenta i prawdopodobieństwa niewykonania przez niego zobowiązania.

204 J. Karwowski, How Much Is WIRON Better Than WIBOR?, "Annales UMCS. Sectio H" 2024, Vol. 58, No 5, s. 62.

Wykres nr 7. Kształtowanie się stopy WIBOR3M i stopy referencyjnej NBP w okresie od 4.01.2016 do 24.02.2026



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych statystycznych GPW-Benchmark i NBP.



Do wstępnej oceny siły współzależności wykorzystano współczynnik korelacji Pearsona. Należy jednak podkreślić, że klasyczna analiza korelacji liniowej pomiędzy WIBOR 3M a stopą referencyjną NBP nie w pełni odzwierciedla złożoność tej relacji. Z jednej strony bowiem wpływ na to ma specyfika stopy referencyjnej NBP, która jako stopa administracyjnie kształtowana przez Radę Polityki Pieniężnej zmienia się skokowo. Z drugiej strony WIBOR 3M ma charakter stopy terminowej. Z tego względu zasadniczą część analizy oparto na badaniu spreadu pomiędzy WIBOR 3M a stopą referencyjną NBP oraz na ocenie stabilności tego spreadu w czasie.

Analiza danych przedstawionych na wykresie nr 7 pozwala stwierdzić, że w relatywnie długim, dziesięcioletnim, okresie stopa WIBOR 3M pozostawała silnie skorelowana ze stopą referencyjną NBP, przy czym najczęściej kształtowała się na poziomie nieco wyższym.

WIBOR 3M pełni w Polsce funkcję kluczowego wskaźnika referencyjnego wykorzystywanego w procesie ustalania oprocentowania kredytów oraz szerokiego spektrum instrumentów finansowych o zmiennym oprocentowaniu. Do badań przyjęto okres od 4 stycznia 2016 r. do 24 lutego 2026 r. Przyjęcie takiego przedziału czasowego wynikało z konieczności objęcia zarówno okresu poprzedzającego rozpoczęcie cyklu zmian stóp procentowych przez NBP, jak i kolejnych faz polityki pieniężnej, w tym zacieśniania, stabilizacji oraz zmian oczekiwań rynkowych dotyczących przyszłej ścieżki stóp procentowych. Jest to szczególnie istotne w przypadku WIBOR 3M, ponieważ ta stopa może reagować nie tylko na bieżące decyzje banku centralnego, lecz również na oczekiwania co do przyszłej ścieżki stóp procentowych. Obliczenia przeprowadzono na danych miesięcznych.

Badanie obejmowało dwa etapy:

1. przeprowadzenie analizy statystycznej zależności liniowej pomiędzy poziomem WIBOR 3M a poziomem stopy referencyjnej NBP z wykorzystaniem współczynnika korelacji Pearsona,
2. analizę spreadu pomiędzy WIBOR 3M a stopą referencyjną NBP oraz ocenę zmian tego spreadu w czasie.

Uzyskana wartość współczynnika korelacji wskazuje na bardzo silny dodatni związek pomiędzy WIBOR 3M a stopą referencyjną NBP. Współczynnik korelacji Pearsona dla wskazanego wyżej okresu

wyniósł 0,994902, co oznacza wysoką zgodność długookresowego przebiegu obu szeregów (w analizie uwzględniono okres dziesięcioletni). Wynik ten nie powinien być jednak interpretowany jako wystarczający dowód ścisłego krótkookresowego dopasowania. Należy go raczej traktować tylko jako potwierdzenie, że WIBOR 3M pozostaje silnie związany z poziomem stóp procentowych wyznaczanych przez NBP, na co wskazują badania prowadzone przez NBP nad mechanizmem transmisji polityki pieniężnej. Analiza skumulowanych zmian stopy referencyjnej NBP i stawk rynku pieniężnego w poszczególnych cyklach zaostrzania i luzowania polityki pieniężnej wskazuje, że zmiany stopy banku centralnego znajdują odzwierciedlenie w zbliżonych pod względem skali zmianach stawek rynku międzybankowego.

Należy jednak podkreślić, że wraz z wydłużaniem terminu zapadalności stopień dostosowania maleje, ponieważ stopy terminowe w większym stopniu zależą od oczekiwanych zmian stóp procentowych w przyszłości, a część ich dostosowania zachodzi jeszcze przed faktyczną decyzją Rady Polityki Pieniężnej.

W kolejnym etapie badania podlegał spread pomiędzy WIBOR 3M a stopą referencyjną NBP oraz jego zmienność w czasie. Formułę obliczania spreadu przedstawiono poniżej:

$$\text{Spread}_t = \text{WIBOR } 3M_t - SR_t$$

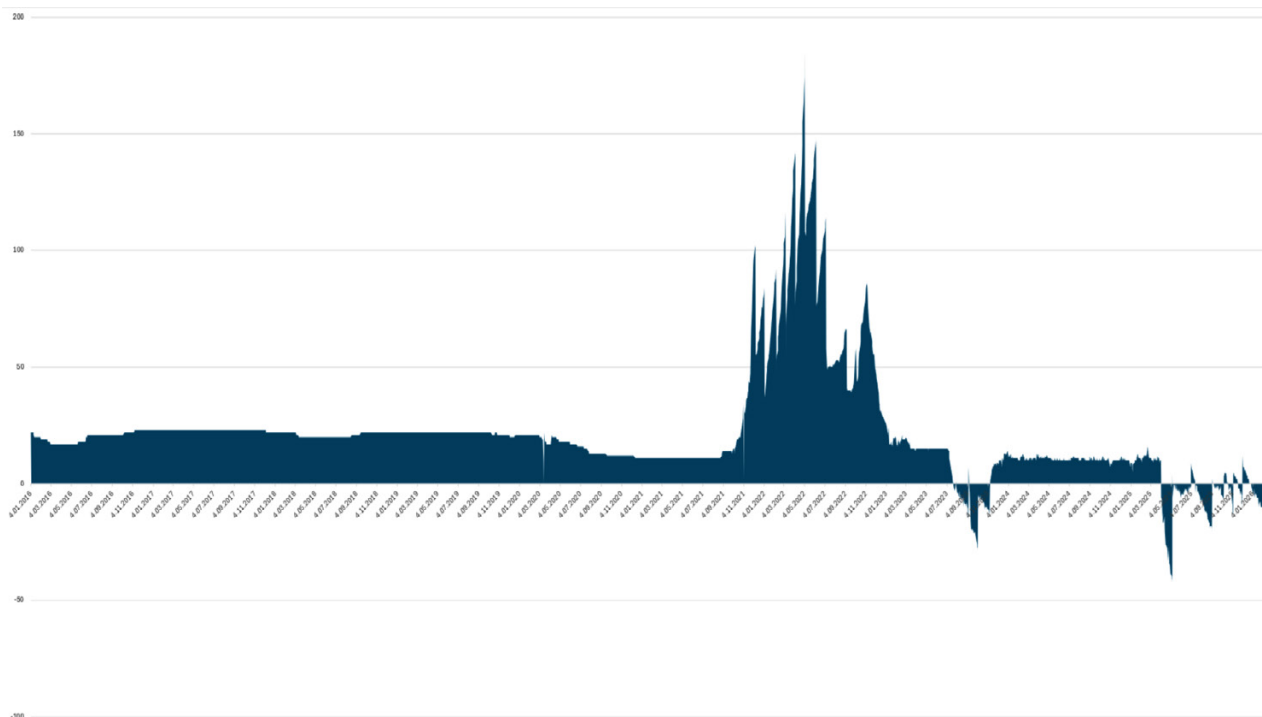
gdzie:

- **Spread_t** – spread w okresie **t**,
- **WIBOR 3M_t** – wartość stopy WIBOR 3M w okresie **t**,
- **SR_t** – stopa referencyjna NBP w okresie **t**.

Analiza poziomu i zmienności spreadu pozwala ocenić, na ile WIBOR 3M pozostawał w ścisłym związku ze stopą referencyjną NBP oraz jak zmieniała się siła tej relacji w czasie. Teoretycznie poziom spreadu pomiędzy WIBOR 3M a stopą referencyjną NBP jest ściśle związany z oczekiwaniami uczestników rynku dotyczącymi przyszłej ścieżki stóp procentowych. Jego wartość nie odzwierciedla jednak wyłącznie bieżącego poziomu stopy referencyjnej, lecz stanowi również wypadkową przewidywań co do tego, jak w najbliższych trzech



Wykres nr 8. Kształtowanie się spreadu między WIBOR3M a stopą referencyjną NBP w okresie od 4.01.2026 do 24.02.2026 w punktach bazowych



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych statystycznych GPW-Benchmark i NBP.

miesiącach będą kształtowały się decyzje Rady Polityki Pieniężnej. W konsekwencji analiza spreadu WIBOR 3M względem stopy referencyjnej NBP pozwala nie tylko ocenić bieżącą skalę powiązania stopy rynkowej z polityką pieniężną banku centralnego, lecz również uchwycić antycypacyjny charakter rynku międzybankowego, na którym oczekiwania dotyczące przyszłych zmian stóp procentowych są częściowo dyskontowane z wyprzedzeniem. Jeśli rynek oczekuje obniżek stóp procentowych, WIBOR 3M może kształtować się poniżej bieżącej stopy referencyjnej NBP. W takim przypadku spread pomiędzy WIBOR 3M a stopą referencyjną ulega zawężeniu, a nawet może przyjmować wartości ujemne. Odwrotna sytuacja występuje wtedy, gdy rynek oczekuje podwyżek stóp procentowych, a więc zacieśniania polityki pieniężnej. Wówczas WIBOR 3M może kształtować się powyżej bieżącej stopy referencyjnej NBP.

Z przedstawionego wykresu wynika, że w okresie przypadającym na względną stabilizację polityki pieniężnej dodatni spread utrzymywał się na umiarkowanym i stabilnym poziomie, co można interpretować jako przejaw standardowej premii rynkowej związanej z terminowym charakterem stawki WIBOR 3M. Wyraźne poszerzenie spreadu nastąpiło natomiast w okresie gwałtownej zmiany warunków

makroekonomicznych i monetarnych, charakteryzującym się narastaniem presji inflacyjnej, szybkim zwrotem polityki pieniężnej NBP. Było to szczególnie widoczne w fazie gwałtownego wzrostu stóp procentowych, kiedy spread osiągał przejściowo bardzo wysokie wartości dodatnie. Sugeruje to wzrost premii za ryzyko oraz silniejsze uwzględnianie przez uczestników rynku oczekiwań dotyczących dalszego zacieśniania polityki pieniężnej.

W końcowej części analizowanego szeregu czasowego obserwowane są również epizody ujemnego spreadu, co oznacza, że WIBOR 3M okresowo kształtował się poniżej stopy referencyjnej NBP. Taka sytuacja może świadczyć o zmianie oczekiwań rynkowych w kierunku przyszłych obniżek stóp procentowych.

Na potrzeby badania w badanym okresie dziesięcioletnim wyodrębniono podokresy (dokonano periodyzacji badanego okresu) według poziomu stopy referencyjnej. Podokresy przedstawiono w poniższej tabeli nr 8.

W badanym okresie można wyróżnić sześć zasadniczych faz polityki pieniężnej. Pierwszy okres to czas, kiedy polityka pieniężna NBP pozostawała niezmienna. Nie występowały w tym okresie zdarzenia, które mogłyby skłonić bank centralny do reakcji.

**Tabela nr 8.** Kształtowanie się spreadu pomiędzy WIBOR 3M a stopą referencyjną NBP w okresie od 4.01.2016 do 24.02.2026

Okres	Daty	Charakter okresu	Zakres stopy referencyjnej	Liczba obserwacji	Średni spread (pb)	Odchylenie standardowe (pb)
I	04.01.2016 – 17.03.2020	Faza stabilizacji monetarnej w warunkach niskiej inflacji i względnej równowagi makroekonomicznej	1,50%	1059	21,39	1,73
II	18.03.2020 – 28.05.2020	Faza nadzwyczajnego luzowania polityki pieniężnej w reakcji na pandemię COVID-19	1,00%-0,50%	51	18,47	1,10
III	29.05.2020 – 06.10.2021	Faza bardzo ekspansywnej polityki pieniężnej i historycznie niskich stóp procentowych	0,10%	345	12,69	1,77
IV	07.10.2021 – 07.09.2022	Faza gwałtownego zacieśniania polityki pieniężnej w warunkach narastającej presji inflacyjnej	0,50%-6,50%	239	82,36	39,53
V	08.09.2022 – 06.09.2023	Faza restrykcyjnej stabilizacji monetarnej	6,75%	258	29,47	21,70
VI	07.09.2023 – 24.02.2026	Faza stopniowego luzowania polityki pieniężnej	6,00%-4,00%	603	2,87	11,42

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych statystycznych GPW Benchmark i NBP.

Polityka pieniężna była realizowana w formule „wait and see”. Drugi wyodrębniony w ramach periodyzacji okres był okresem silnej reakcji NBP na sytuację wynikającą z pandemii COVID-19.

Charakteryzował się on nagłym wzrostem niepewności, pogorszeniem perspektyw gospodarczych oraz koniecznością szybkiego dostosowania polityki pieniężnej do nowych warunków. I tak już niskie stopy procentowe uległy dalszemu obniżeniu. Trzeci okres stanowił fazę ekspansywnej polityki pieniężnej i historycznie niskich stóp procentowych. Czwarty

okres to faza gwałtownego zacieśniania polityki pieniężnej w warunkach narastającej presji inflacyjnej. W tym okresie nastąpił zdecydowany zwrot w polityce pieniężnej. Po fazie łagodnej polityki bank centralny przeszedł do szybkiego podnoszenia stóp procentowych. Piąty okres to czas utrzymywania przez NBP wysokich stóp procentowych. Była to zarazem faza utrwalania antyinflacyjnego nastawienia w polityce pieniężnej. Ostatni wyodrębniony okres to faza stopniowego luzowania polityki pieniężnej pod wpływem coraz lepszych odczytów inflacji.



Przeprowadzone badanie średniego spreadu oraz odchylenia standardowego wskazuje, że relacja WIBOR 3M do stopy referencyjnej NBP zmieniała się w badanym okresie w zależności od fazy polityki pieniężnej. Najistotniejsze zmiany zachowania WIBOR 3M wystąpiły w fazie gwałtownego zacieśniania polityki pieniężnej, tj. od października 2021 r. do września 2022 r. To wówczas właśnie odnotowano zarówno najwyższy przeciętny spread, jak i najwyższą jego zmienność. WIBOR 3M silnie reagował na zmieniające się oczekiwania dotyczące dalszej ścieżki stóp procentowych. W pozostałych fazach WIBOR 3M pozostawał zazwyczaj bliżej stopy referencyjnej. Istotne interpretacyjnie są również epizody ujemnego spreadu. Zjawisko to należy powiązać z wycenianiem przez rynek oczekiwanych obniżek stóp procentowych w horyzoncie trzymiesięcznym.

Podsumowując z przeprowadzonej analizy uwzględniającej periodyzację badanego okresu można sformułować konkluzję, że WIBOR 3M w badanym okresie był powiązany i relatywnie silnie reagował na impulsy płynące z polityki pieniężnej, w szczególności ze zmian stopy referencyjnej NBP. W tym sensie wyniki badania są zbieżne z innymi tego typu badaniami i potwierdzają związek między WIBOR 3M a oficjalną stopą procentową NBP. Stawka WIBOR 3M podążała za kierunkiem zmian stopy referencyjnej NBP, ale także odzwierciedlała oczekiwania rynku dotyczące przyszłej ścieżki stóp procentowych. Najbardziej wyraźne odchylenia od bieżącej stopy referencyjnej wystąpiły w okresie gwałtownego zacieśniania polityki pieniężnej w latach 2021-2022.

Część druga

Przyczyny reformy wskaźników referencyjnych stopy procentowej i pojęcie wskaźników referencyjnych RFR (*Risk Free Rate*)





Rozdział I.

Przyczyny przejścia od wskaźników referencyjnych typu IBOR do wskaźników referencyjnych typu RFR – uwagi wprowadzające

1. Przyczyny i chronologia reformy wskaźników referencyjnych w Europie

Model wskaźników referencyjnych typu IBOR został ukształtowany w określonym kontekście historycznym rozwoju rynku pieniężnego, w którym niezabezpieczone finansowanie międzybankowe stanowiło istotny segment obrotu finansowego i pełniło kluczową funkcję w zarządzaniu płynnością instytucji kredytowych. W takim otoczeniu konstrukcja stopy referencyjnej opartej na deklaracjach panelowych banków była postrzegana jako rozwiązanie operacyjnie efektywne i ekonomicznie uzasadnione. Banki przekazujące dane miały codziennie wskazywać stopę, po której byłyby skłonne pozyskać środki od innych banków bez zabezpieczenia, przy założeniu akceptowalnego ryzyka kredytowego kontrahenta. Ich kwotowania pozostawały w tamtym okresie w ścisłej relacji do rzeczywiście zawieranych transakcji. Wskaźnik IBOR był zatem traktowany jako syntetyczne odzwierciedlenie kosztu finansowania terminowego w sektorze bankowym, a jego powszechne wykorzystanie w umowach kredytowych i instrumentach finansowych wzmacniało jego znaczenie systemowe. Stopniowo jednak zaczęły ujawniać się strukturalne napięcia pomiędzy pierwotnym założeniem konstrukcyjnym a zmieniającą się rzeczywistością rynku finansowego. Jednym z najbardziej doniosłych procesów była ewolucja struktury finansowania banków po globalnym kryzysie finansowym z lat 2007–2009.

Proces przejścia od niektórych wskaźników typu IBOR (*Interbank Offered Rate*) do wskaźników typu RFR (*Risk-Free Rate*) w Europie był zatem konsekwencją kilku następujących po sobie etapów zmian strukturalnych na rynku finansowym.

W tym miejscu należy wyraźnie zaznaczyć, że przedstawione w dalszej części rozdziału doświadczenia

związane z funkcjonowaniem wybranych wskaźników referencyjnych, w szczególności LIBOR, EURIBOR czy TIBOR, mają charakter historyczny oraz porównawczy i służą rekonstrukcji przesłanek reformy na poziomie międzynarodowym. Odnoszą się one do określonych uwarunkowań strukturalnych oraz zdarzeń, które wystąpiły na poszczególnych rynkach zagranicznych, i nie powinny być utożsamiane z oceną funkcjonowania wskaźnika referencyjnego WIBOR. Celem analizy jest identyfikacja systemowych napięć związanych z konstrukcją wskaźników typu IBOR oraz zmianami mikrostruktury rynku finansowego, a nie przenoszenie negatywnych doświadczeń innych jurysdykcji na grunt rynku polskiego, który podlega odrębnym uwarunkowaniom instytucjonalnym, regulacyjnym i rynkowym.

Pierwszy etap reformy wskaźników referencyjnych

Pierwszy etap reformy rozpoczął się w czasie globalnego kryzysu finansowego z lat 2007–2009, kiedy gwałtowny spadek zaufania pomiędzy instytucjami finansowymi doprowadził do istotnego ograniczenia wolumenu transakcji na niezabezpieczonym rynku międzybankowym. Wdrożenie zasad ostrożnościowych w ramach pakietu Bazylea III oraz ich implementacja w prawie Unii Europejskiej doprowadziły do istotnego przekształcenia modeli zarządzania bilansem. W szczególności wprowadzenie ostrożnościowych norm płynności LCR i NSFR, podwyższenie wymogów kapitałowych oraz zaostrzenie zasad zarządzania ryzykiem sprawiły, że finansowanie krótkoterminowe o charakterze niezabezpieczonym przestało być tak atrakcyjne jak w okresie przedkryzysowym²⁰⁵. Instytucje kredytowe zaczęły

205 D. Duffie, J.C. Stein, *Reforming LIBOR and Other Financial Market Benchmarks*, „Journal of Economic Perspectives” 2015, nr 2, s. 191–212.



w większym stopniu polegać na stabilnych depozytach detalicznych, emisjach papierów dłużnych oraz transakcjach zabezpieczonych.

Konsekwencją tych zmian było relatywne zmniejszenie wolumenu rzeczywistych transakcji na rynku niezabezpieczonych pożyczek międzybankowych, zwłaszcza w odniesieniu do tenorów innych niż overnight. W literaturze podkreślano, że dla wielu kluczowych terminów, takich jak 3M i 6M, liczba faktycznych transakcji mogących stanowić bezpośrednią podstawę wyznaczania stawek była ograniczona²⁰⁶. Duffie i Stein wskazywali, że w praktyce istnieje zaskakująco niewiele rzeczywistych pożyczek międzybankowych, które mogłyby służyć jako baza dla codziennego ustalania większości wskaźników IBOR, w tym tych najczęściej wykorzystywanych jako punkty odniesienia w kontraktach finansowych²⁰⁷. Oznaczało to, że wskaźnik referencyjny, który z założenia miał być miarą rzeczywistego rynku, coraz częściej funkcjonował w warunkach obiektywnej ograniczonej obserwowalności tego rynku.

Drugi etap reformy wskaźników referencyjnych

Zmniejszenie bazy transakcyjnej prowadziło do rosnącej zależności procesu ustalania wskaźników referencyjnych od danych o charakterze deklaracyjnym. W mechanizmie fixingu LIBOR – a analogiczne rozwiązania stosowano w innych IBOR – banki przekazywały dane dotyczące stopy, po której byłyby skłonne się finansować, co oznaczało, że wskaźnik miał charakter deklaracyjny, a nie czysto transakcyjny²⁰⁸. W warunkach aktywnego rynku taka konstrukcja nie budziła zasadniczych zastrzeżeń, ponieważ deklaracje pozostawały w ścisłej relacji do zawieranych transakcji. W miarę ograniczania się liczby rzeczywistych operacji rynkowych element hipoteczny zyskiwał jednak na znaczeniu. Wskaźnik referencyjny stawał się w większym stopniu rezultatem profesjonalnej oceny niż agregacją danych wynikających z konkretnych umów.

Trzeci etap reformy wskaźników referencyjnych

Trzeci etap reformy miał charakter regulacyjny i instytucjonalny, ponieważ wzrost znaczenia deklaracyjnego charakteru kontrybucji oraz ujawnione nieprawidłowości przełożyły się również na wymiar prawny funkcjonowania wskaźników referencyjnych. Reforma wskaźników nie miała zatem wyłącznie charakteru ekonomicznego czy regulacyjnego, lecz była także odpowiedzią na potrzebę ograniczenia ryzyka prawnego i wzmocnienia pewności obrotu.

W literaturze wskazywano, że taka konstrukcja – choć operacyjnie uzasadniona – zwiększa wrażliwość wskaźnika na bodźce zewnętrzne oraz utrudnia jego bezpośrednią weryfikację²⁰⁹. Z punktu widzenia ekonomii informacji oznaczało to wzrost asymetrii pomiędzy podmiotami przekazującymi dane a użytkownikami wskaźnika. Problem ten nie wynikał z samego faktu stosowania swobody uznania, który stanowi integralny i prawnie dopuszczalną metodę wyznaczania wskaźników referencyjnych typu IBOR, w tym modeli panelowych. Konstrukcja ta została wprost uwzględniona w architekturze regulacyjnej rozporządzenia BMR, które nie eliminuje elementów uznaniowych, lecz nakłada na administratorów obowiązek ich odpowiedniego ustrukturyzowania, udokumentowania oraz objęcia systemem kontroli wewnętrznej i nadzoru. W szczególności regulacja ta wymaga określenia hierarchii danych wejściowych, procedur stosowania osądu eksperckiego oraz zapewnienia jego weryfikowalności *ex post*, co znajduje odzwierciedlenie m.in. w metodach kaskady danych. W tym ujęciu uznanie eksperckie nie stanowi odstępstwa od modelu referencyjnego, lecz jego uzupełnienie w warunkach ograniczonej obserwowalności rynku. Problemem staje się dopiero sytuacja, w której – na skutek spadku liczby transakcji – dochodzi do relatywnego przesunięcia proporcji pomiędzy komponentem transakcyjnym a komponentem estymacyjnym. To właśnie ta zmiana strukturalna, a nie sama obecność elementów uznaniowych, stanowiła jedno z głównych źródeł napięć w funkcjonowaniu wskaźników typu IBOR.

Zjawisko to zostało dostrzeżone przez instytucje międzynarodowe jeszcze przed przyjęciem kompleksowych regulacji unijnych. Raport FSB z 2014 r. dotyczący reformy głównych stawek referencyjnych wskazywał, że ograniczona liczba transakcji na rynku niezabezpieczonym stanowi istotne wyzwanie

206 Financial Stability Board, *Reforming Major Interest Rate Benchmarks*, July 2014.

207 D. Duffie, J.C. Stein, *Reforming LIBOR...*, s. 193–196.

208 Tamże, s. 192–194.

209 Tamże. 198–200.



dla wiarygodności wskaźników opartych na deklaracjach panelowych²¹⁰. Z kolei zasady IOSCO z 2013 r. akcentowały konieczność oparcia wskaźników w możliwie największym stopniu na rzeczywistych transakcjach oraz zapewnienia przejrzystości metodologii i odpowiedniego udokumentowania wszelkich elementów swobody uznania²¹¹. Dokument ten stanowił wyraźny sygnał, że międzynarodowe organy postrzegają ograniczoną transakcyjność jako problem o charakterze systemowym.

Wraz ze wzrostem znaczenia estymacji rosła rola swobody uznania. Specjaliści odpowiedzialni za przekazywanie danych w bankach panelowych musieli w coraz większym stopniu polegać na analizie danych pośrednich, takich jak instrumenty rynku pieniężnego, kwotowania na rynku instrumentów pochodnych (IRS, FRA) czy oczekiwany przez nich poziom premii za ryzyko kredytowe. W odpowiedzi na tę tendencję w reformach metodologicznych – w szczególności w odniesieniu do EURIBOR – wprowadzono model hybrydowy (*waterfall*), który przy przygotowaniu kwotowań przyznaje pierwszeństwo rzeczywistym transakcjom (poziom 1), a dopiero w ich braku dopuszcza wykorzystanie danych pośrednich i deklaracyjnych (poziomy 2 i 3)²¹². Celem było przywrócenie możliwie silnego zakotwiczenia wskaźnika w realnym rynku.

Czwarty etap reformy wskaźników referencyjnych

Czwarty etap stanowiło przyjęcie w Unii Europejskiej rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 w sprawie wskaźników referencyjnych. Rozporządzenie BMR wprowadziło szczegółowe wymogi dotyczące ładu korporacyjnego administratorów, funkcji nadzorczej, przejrzystości metodologii oraz zasad zarządzania konfliktem interesów²¹³. Regulacja ta miała charakter systemowy i była odpowiedzią na potrzebę wzmocnienia integralności infrastruktury rynku finansowego w warunkach zmienionych realiów rynkowych.

Piąty etap reformy wskaźników referencyjnych

Piąty etap obejmował działania operacyjne zmierzające do wprowadzenia nowej stopy wolnej od ryzyka dla euro. W 2018 r. grupa robocza ds. euro RFR działająca przy Europejskim Banku Centralnym zarekomendowała wprowadzenie stopy €STR (*Euro Short-Term Rate*) jako nowej referencyjnej stopy overnight dla rynku euro. Europejski Bank Centralny rozpoczął publikację €STR 2 października 2019 r., natomiast wcześniejsza stopa EONIA została ostatecznie wygaszona 3 stycznia 2022 r.²¹⁴ W odróżnieniu od niektórych jurysdykcji (np. Wielkiej Brytanii w odniesieniu do LIBOR), w strefie euro zdecydowano się nie na całkowite zastąpienie wskaźnika EURIBOR, lecz na jego gruntowną reformę. W 2019 r. administrator wskaźnika (European Money Markets Institute) wdrożył tzw. metodologię hybrydową, a reguły opracowywania EURIBOR zostały dostosowane do wymogów BMR²¹⁵.

W konsekwencji można stwierdzić, że problemy związane z funkcjonowaniem wskaźników IBOR miały charakter strukturalny i wynikały z długookresowej transformacji rynku finansowego. Ograniczenie wolumenu niezabezpieczonych pożyczek międzybankowych, wzrost znaczenia danych pośrednich oraz rosnąca rola oceny eksperckiej prowadziły do sytuacji, w której model oparty na deklaracjach panelowych wymagał istotnych dostosowań instytucjonalnych i regulacyjnych. W tym właśnie kontekście należy analizować kolejne wydarzenia, które przyspieszyły proces reformy wskaźników referencyjnych i doprowadziły do wyodrębnienia wskaźników typu RFR jako alternatywnego modelu konstrukcyjnego. W tabeli nr 9 przedstawiono syntetyczne zestawienie opisanych wyżej zdarzeń kluczowych dla reformy wskaźników referencyjnych oraz przyczyn przejścia od IBOR do RFR.

210 Financial Stability Board, *Reforming Major Interest Rate Benchmarks*, July 2014, s. 3–8.

211 IOSCO, *Principles for Financial Benchmarks*, Final Report, July 2013.

212 European Money Markets Institute, *EURIBOR Hybrid Methodology – Blueprint*, 2019.

213 Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 z dnia 8 czerwca 2016 r., motywy 5–11 oraz art. 4–8.

214 European Central Bank, *Euro short-term rate (€STR) methodology and launch documentation*, ECB, 2018–2019.

215 European Money Markets Institute, *Euribor Hybrid Methodology and Benchmark Statement*, 2019.

**Tabela nr 9.** Chronologia reformy wskaźników referencyjnych w Europie i przyczyn przejścia od IBOR do RFR

Rok / okres	Zdarzenie	Znaczenie dla przejścia od IBOR do RFR w Europie
2007–2009	Globalny kryzys finansowy i załamanie zaufania na rynku niezabezpieczonego finansowania międzybankowego	Ujawniło to, że niektóre wskaźniki IBOR tracą reprezentatywność, gdy zanika aktywny rynek bazowy
2011–2013	Ujawnienie prób manipulacji wskaźnikami, w tym LIBOR	Ograniczyło to zasadność modelu panelowego opartego na deklaracjach banków i unaocznioło konflikt interesów
2013	Przyjęcie przez IOSCO dokumentu <i>Principles for Financial Benchmarks</i>	Ustanowiono międzynarodowe standardy dotyczące jakości danych, governance, kontroli konfliktów interesów i przejrzystości metodologii
2014	Publikacja raportu FSB <i>Reforming Major Interest Rate Benchmarks</i>	Zalecono równoczesną reformę istniejących IBOR oraz rozwój alternatywnych stawek RFR opartych na rzeczywistych transakcjach
2016	Przyjęcie rozporządzenia (UE) 2016/1011 (BMR)	Wprowadzono w Unii Europejskiej obowiązkowe ramy regulacyjne dla wskaźników referencyjnych, podmiotów przekazujących dane oraz administratorów wskaźników
2017	Rozpoczęcie przez EBC prac nad nową stopą overnight dla euro	Potwierdzono, że dotychczasowy wskaźnik overnight dla euro nie spełniał już nowych standardów reprezentatywności i odporności
13.09.2018	Rekomendacja €STR przez Working Group on Euro Risk-Free Rates	Formalnie wskazano nową stopę wolną od ryzyka dla euro
2.10.2019	Pierwsza publikacja €STR przez EBC	Rozpoczęło to funkcjonowanie nowego wskaźnika overnight dla strefy euro
02–04.07.2019	Autoryzacja EURIBOR pod BMR i wpis do rejestru ESMA	W Europie nie porzucono całkowicie EURIBOR, lecz go zreformowano i utrzymano jako wskaźnik terminowy
3.01.2022	Ostateczne wygaszenie EONIA	Domknięto przejście od dawnego wskaźnika overnight do €STR

Źródło: opracowanie własne na podstawie: IOSCO, *Principles for Financial Benchmarks, Final Report*, Madrid 2013; Financial Stability Board, *Reforming Major Interest Rate Benchmarks*, Basel 2014; Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 z dnia 8 czerwca 2016 r.; European Central Bank, *The euro short-term rate (€STR): completing the transition to the new euro benchmark*, *Economic Bulletin*, 2022.



2. Przyczyny przejścia od wskaźników referencyjnych typu IBOR do wskaźników referencyjnych typu RFR – aspekt ekonomiczny

Jedną z najważniejszych ekonomicznych przyczyn reformy wskaźników referencyjnych była fundamentalna zmiana struktury finansowania banków w Europie po kryzysie finansowym. Instytucje kredytowe w coraz większym stopniu zaczęły polegać na stabilniejszych źródłach finansowania, takich jak: depozyty detaliczne, emisje instrumentów dłużnych czy finansowanie zabezpieczone.

Dane Europejskiego Banku Centralnego wskazały, że w 2022 r. średni dzienny obrót na rynku pieniężnym strefy euro wynosił około 1,3 bln euro, przy czym dominującą część rynku stanowiły transakcje zabezpieczone, które odpowiadały za około 56% całkowitego obrotu²¹⁶. W kolejnych latach aktywność na rynku pieniężnym wzrosła. Według nowszych badań Europejskiego Banku Centralnego średni dzienny obrót wzrósł do około 1,8 bln euro w 2024 r., co oznaczało wzrost o około 38% względem 2022 r., przy utrzymującej się dominacji segmentu transakcji zabezpieczonych²¹⁷. Dane Money Market Statistical Reporting (MMSR) wskazują, że w 2025 r. dzienna wartość transakcji na rynku pieniężnym strefy euro utrzymywała się na poziomie około 1,9–2,0 bln euro, a segment transakcji zabezpieczonych nadal pozostawał największą częścią rynku międzybankowego²¹⁸. W ostatniej dekadzie wartość tych transakcji ponad dwukrotnie wzrosła, natomiast obrót na rynku niezabezpieczonych pożyczek międzybankowych znacząco się zmniejszył²¹⁹. Zmieniła się również struktura kontrahentów. Znaczna część transakcji na rynku pieniężnym zaczęła być zawierana pomiędzy bankami a instytucjami niebankowymi, takimi jak fundusze rynku pieniężnego, fundusze inwestycyjne czy instytucje publiczne. W konsekwencji klasyczna koncepcja stopy „interbank offered rate” przestała odzwierciedlać rzeczywistą strukturę rynku finansowania krótkoterminowego²²⁰. Istotną rolę odegrały

również rosnące koszty zgodności regulacyjnej oraz ryzyko prawne związane z uczestnictwem banków przekazujących dane.

Dodatkowym argumentem przemawiającym za wprowadzeniem wskaźników typu RFR była ich znacznie silniejsza baza transakcyjna. Przykładowo wskaźnik €STR jest opracowywany na podstawie rzeczywistych stawek overnight niezabezpieczonych na rynku hurtowym zawieranych pomiędzy instytucjami finansowymi i raportowanych przez banki do systemu statystycznego Money Market Statistical Reporting (MMSR) prowadzonego przez Europejski Bank Centralny. Dane publikowane przez European Central Bank wskazują, że średnia dzienna wartość transakcji wykorzystywanych do kalkulacji stopy €STR wynosiła około 56 mld euro w 2022 r., przy czym w drugiej połowie tego roku wartość transakcji często przekraczała 60 mld euro dziennie²²¹. W kolejnych latach baza transakcyjna pozostała stabilna i relatywnie wysoka. W 2024 r. średnie dzienne wartości wynosiły około 55–59 mld euro, natomiast w 2025 r. utrzymywały się w pobliżu 58–60 mld euro, przy czym w niektórych dniach rekordowe wartości przekraczały 80 mld euro²²². Dane te potwierdzają wysoką płynność rynku stanowiącego podstawę kalkulacji wskaźnika €STR oraz jego silną bazę transakcyjną.

Reforma wskaźników referencyjnych była również konsekwencją głębokich zmian makroekonomicznych w funkcjonowaniu systemu finansowego strefy euro. Po globalnym kryzysie finansowym Europejski Bank Centralny wprowadził szeroki zestaw niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej, w tym programy skupu aktywów (APP – *Asset Purchase Programme* oraz PEPP – *Pandemic Emergency Purchase Programme*)²²³ oraz długoterminowe operacje refinansujące dla sektora bankowego (LTRO – *Longer-Term Refinancing*

216 European Central Bank, *Euro Money Market Study 2022*, ECB, 2023.

217 European Central Bank, *ECB study shows money market turnover rose from 2022 to 2024*, Press Release, 30 April 2025; European Central Bank, *Euro Money Market Study 2024*, European Central Bank, Frankfurt am Main 2025; Banque centrale du Luxembourg, *Money Market Statistical Reporting – Analytical Overview*, Luxembourg 2024.

218 European Central Bank, *Money Market Statistical Reporting (MMSR) statistics*, ECB Statistical Data Warehouse, Frankfurt am Main 2025.

219 European Central Bank, *Euro Money Market Study 2024*, ECB, 2025.

220 European Central Bank, *Annual Report 2022*, ECB, 2023.

221 ECB, *€STR Annual Methodology Review*, 2024; European Central Bank, *Euro Money Market Study 2022*, European Central Bank, Frankfurt am Main 2023; Bank for International Settlements, *Benchmark Reform and the Role of Risk-Free Rates*, BIS Quarterly Review, Basel 2023.

222 European Central Bank, *€STR Annual Methodology Review 2025*, European Central Bank, Frankfurt am Main 2025; European Central Bank, *Euro Short-Term Rate (€STR) – Methodology and Data Sources*, ECB Statistics, Frankfurt am Main 2024; European Central Bank, *€STR Daily Data and Underlying Volumes*, ECB Statistical Data Warehouse, Frankfurt am Main, 2025.

223 European Central Bank uruchomił APP w 2015 r. jako główny instrument tzw. luzowania ilościowego (quantitative easing) w strefie euro; PEPP jako program nadzwyczajnego skupu aktywów w czasie pandemii został uruchomiony przez European Central Bank w marcu 2020 r.



Tabela nr 10. Ekonomiczne przyczyny przejścia od IBOR do RFR w Europie

Przyczyna	Charakterystyka
Spadek znaczenia niezabezpieczonego rynku międzybankowego	Banki coraz rzadziej finansowały się wzajemnie na rynku niezabezpieczonych depozytów międzybankowych, zwłaszcza dla dłuższych tenorów
Przesunięcie finansowania w stronę transakcji zabezpieczonych	Transakcje zabezpieczone stały się ważniejsze niż klasyczne niezabezpieczone pożyczki bankowe
Ograniczenie klasycznego charakteru rynku międzybankowego	Ograniczeniu uległ klasyczny model rynku międzybankowego opartego na niezabezpieczonych transakcjach pomiędzy bankami, czemu towarzyszył wzrost znaczenia transakcji zawieranych z podmiotami niebankowymi oraz sektorem publicznym, a także upowszechnienie centralnego rozliczania transakcji przez CCP (central counterparties).
Ryzyko manipulacji i konfliktu interesów	Banki panelowe były jednocześnie podmiotami mającymi interes ekonomiczny w poziomie wskaźnika (kara dla Barclays wyniosła 59,5 mln GBP, a kary Komisji Europejskiej 1,49 mld EUR)
Inna baza transakcyjna dla RFR	RFR oparto na rzeczywistych overnight transakcjach hurtowych raportowanych do systemów statystycznych
Trwała nadpłynność Eurosystemu po kryzysie i pandemii	Banki miały mniejszą potrzebę pożyczania środków od innych banków
Wypieranie rynku przez finansowanie banku centralnego	LTRO i TLTRO zastępowały część funkcji rynku hurtowego
Zmiana transmisji polityki pieniężnej	Wskaźniki overnight i transakcje OIS stały się ważniejsze dla wyceny i transmisji niż tradycyjny terminowy IBOR. EONIA została zastąpiona przez €STR, a po 03.01.2022 €STR stał się jedynym wskaźnikiem RFR dla EURO.
Reformy regulacyjne po kryzysie	Wymogi płynnościowe i ostrożnościowe premiowały stabilniejsze źródła finansowania i ład korporacyjny dla wskaźników. Znaczenie miały standardy IOSCO, rekomendacje FSB oraz BMR.
Potrzeba ograniczenia ryzyka systemowego i zapewnienia ciągłości umów	Wskaźnik miał być bardziej odporny na zanik rynku bazowego oraz problemy metodologiczne. Ze względu na dużą wartość kontraktów EURIBOR, reforma musiała łączyć zmianę metodologii z ochroną ciągłości kontraktów

Źródło: opracowanie własne na podstawie: IOSCO, Principles for Financial Benchmarks, Final Report, Madrid 2013; Financial Stability Board, Reforming Major Interest Rate Benchmarks, Basel 2014; Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 z dnia 8 czerwca 2016 r.; European Central Bank, Euro money market study 2022, Frankfurt am Main 2023; European Central Bank, Euro Money Market Study 2024, Frankfurt am Main 2025.



Operations oraz TLTRO – *Targeted Longer-Term Refinancing Operations*)²²⁴.

W rezultacie system bankowy strefy euro wszedł w okres bardzo wysokiej nadpłynności. Nadpłynność sektora bankowego osiągnęła maksimum około 4,7 bln euro w listopadzie 2022 r., po czym zaczęła stopniowo spadać w wyniku spłat operacji TLTRO oraz ograniczania bilansu Eurosystemu²²⁵. Według danych Europejskiego Banku Centralnego poziom nadpłynności wynosił około 3,0 bln euro w 2024 r., natomiast w 2025 r. utrzymywał się w przedziale około 2,6–2,8 bln euro²²⁶. W takich warunkach banki w znacznie mniejszym stopniu potrzebowały finansowania od innych banków, ponieważ mogły lokować nadwyżki płynności w depozyty w banku centralnym lub korzystać z taniego finansowania Eurosystemu. Istotne znaczenie miały również operacje TLTRO III²²⁷, których łączna wartość w czerwcu 2021 r. osiągnęła około 2,2 bln euro, co znacząco zwiększyło dostępność finansowania dla sektora bankowego i częściowo zastąpiło tradycyjny mechanizm redystrybucji płynności poprzez rynek międzybankowy²²⁸.

Na zmiany strukturalne nałożyły się również wspomniane wcześniej reformy regulacyjne wprowadzone po kryzysie finansowym, w szczególności regulacje Bazylea III, które poprzez wprowadzenie ostrożnościowych wskaźników płynnościowych LCR (*Liquidity Coverage Ratio*) oraz NSFR (*Net Stable Funding Ratio*) sprzyjały ograniczaniu krótkoterminowego finansowania niezabezpieczonego oraz zwiększaniu udziału finansowania stabilnego (zabezpieczonego)²²⁹. W rezultacie niektóre wskaźniki

IBOR, które miały odzwierciedlać koszt niezabezpieczonego finansowania banków na rynku międzybankowym, zaczęły opierać się na coraz węższej i mniej reprezentatywnej bazie transakcyjnej. W tabeli nr 10 przedstawiono w sposób syntetyczny omówione powyżej ekonomiczne przyczyny przejścia od IBOR do RFR w Europie.

3. Zestawienie przyczyn przejścia od wskaźników referencyjnych typu IBOR do wskaźników referencyjnych typu RFR

Wprowadzenie wskaźników typu RFR oznaczało w praktyce zmianę modelu funkcjonowania wskaźników referencyjnych. W tradycyjnym modelu wskaźniki IBOR łączyły w sobie kilka funkcji jednocześnie: były miarą kosztu finansowania banków, zawierały premię za ryzyko kredytowe oraz premię terminową. Reforma wskaźników doprowadziła do rozdzielenia tych funkcji. Wskaźniki RFR pełnią rolę stabilnej stopy bazowej o minimalnym komponencie ryzyka kredytowego, natomiast element premii kredytowej i terminowej przenoszony jest do marż kontraktowych lub do odrębnych stawek terminowych opartych na RFR. W konsekwencji przejście od IBOR do RFR należy interpretować nie jako prostą zmianę wskaźnika referencyjnego, lecz jako głęboką transformację infrastruktury rynku finansowego, obejmującą wycenę instrumentów pochodnych, dokumentację kontraktową, modele zarządzania aktywami i pasywami banków oraz systemy rachunkowości finansowej. W tabeli nr 11 zestawiono w związku z tym w sposób syntetyczny przyczyny przejścia od wskaźników IBOR do RFR w Europie podsumowujące zagadnienia wskazane w niniejszym rozdziale.

224 TLTRO to rozwinięcie LTRO wprowadzone przez ECB w 2014 r.

225 European Central Bank, *Euro Area Liquidity Conditions and Monetary Policy Operations*, ECB Economic Bulletin, Frankfurt am Main 2024; European Central Bank, *Liquidity Conditions and Monetary Policy Operations from 15 November 2023 to 30 January 2024*, ECB Economic Bulletin, Frankfurt am Main 2024.

226 European Central Bank, *Liquidity Conditions and Monetary Policy Operations in 2025*, ECB Economic Bulletin, Frankfurt am Main 2025; European Central Bank, *Excess Liquidity in the Euro Area Banking System*, ECB Blog, Frankfurt am Main 2025; International Monetary Fund, *Euro Area Financial Sector Assessment Program*, IMF Country Report, Washington D.C. 2025.

227 To trzecia generacja operacji TLTRO - program ogłoszony przez European Central Bank w 2019 r.

228 Bank for International Settlements, *The Transmission of ECB Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, BIS Quarterly Review, Basel 2022; European Central Bank, *TLTRO III Operations – Monetary Policy Implementation*, ECB Monetary Policy Documentation, Frankfurt am Main 2021.

229 Basel Committee on Banking Supervision, *Basel III: The Liquidity*

Coverage Ratio and Liquidity Risk Monitoring Tools, Bank for International Settlements, Basel 2013; Basel Committee on Banking Supervision, *Basel III: Net Stable Funding Ratio*, Bank for International Settlements, Basel 2014.



Tabela nr 11. Syntetyczne zestawienie przyczyn przejścia od wskaźników IBOR do RFR w Europie

Przyczyny / rodzaj	Najważniejsze elementy	Charakterystyka
Historyczne	kryzys 2007–2009; próby manipulacji wskaźnikami 2011–2013; standardy IOSCO z 2013 r.; rekomendacje FSB z 2014 r.; BMR z 2016 r.; wybór €STR w 2018 r.; start €STR w 2019 r.; wygaszenie EONIA w 2022 r.	sekwencja turbulencji rynkowych i odpowiedzi regulacyjno-instytucjonalnych
Ekonomiczne	spadek obrotów unsecured; dominacja secured; słabnięcie klasycznego rynku interbank; wzrost expert judgment; ryzyko manipulacji; inna baza transakcyjna RFR	zmiana mikrostruktury rynku pieniężnego i bodźców działania banków
Ekonomiczne	nadpłynność systemu; TLTRO i aktywa banku centralnego; zmiana transmisji polityki pieniężnej; reformy regulacyjne po kryzysie; potrzeba ograniczenia ryzyka systemowego	zmiana modelu funkcjonowania sektora bankowego i rynku pieniężnego
Prawno-instytucjonalne	BMR; autoryzacja EURIBOR; wygaszenie EONIA; utrzymanie ciągłości kontraktów	przejście od wskaźnika jako konwencji rynkowej do wskaźnika jako infrastruktury silnie regulowanej
Ekonomiczny rezultat reformy	rozdzielenie funkcji dawnego IBOR: RFR jako baza transakcyjna i stopa overnight, a komponent kredytowy i terminowy przeniesiony do marży, spreadu lub odrębnej konstrukcji terminowej	transformacja architektury referencyjnej, a nie jedynie zamiana jednej stopy na drugą

Źródło: opracowanie własne na podstawie: IOSCO, Principles for Financial Benchmarks, Final Report, Madrid 2013; Financial Stability Board, Reforming Major Interest Rate Benchmarks, Basel 2014; Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 z dnia 8 czerwca 2016 r.; European Central Bank, Euro money market study 2022, Frankfurt am Main 2023; European Central Bank, Euro Money Market Study 2024, Frankfurt am Main 2025.



Rozdział II.

Rekomendacje International Organization of Securities Commissions (IOSCO)

Reforma wskaźników referencyjnych na poziomie międzynarodowym nie była procesem wyłącznie legislacyjnym, lecz poprzedzona została istotnym etapem formułowania standardów o charakterze normatywnym w ramach współpracy organów nadzoru rynku finansowego. Kluczową rolę w tym zakresie odegrała International Organization of Securities Commissions (IOSCO), której dokument *Principles for Financial Benchmarks* z lipca 2013 r. stał się punktem odniesienia dla późniejszych reform zarówno na poziomie krajowym, jak i unijnym. Analiza znaczenia rekomendacji IOSCO wymaga uprzedniego określenia statusu tej organizacji oraz charakteru prawnego instrumentów, którymi się posługuje.

IOSCO jest międzynarodową organizacją zrzeszającą organy nadzoru nad rynkiem kapitałowym i finansowym, powołaną w celu wspierania współpracy regulacyjnej, harmonizacji standardów oraz wymiany informacji pomiędzy nadzorami poszczególnych jurysdykcji. Nie posiada ona kompetencji stanowienia prawa w znaczeniu formalnym, a jej dokumenty nie mają charakteru źródeł prawa powszechnie obowiązującego. Jednocześnie jednak w praktyce międzynarodowego prawa rynku finansowego rekomendacje IOSCO odgrywają istotną rolę jako instrumenty tzw. *soft law*, które – choć formalnie niewiążące – wyznaczają standardy postępowania i stanowią punkt odniesienia dla organów nadzoru oraz ustawodawców²³⁰. W literaturze podkreśla się, że w obszarze regulacji finansowych instrumenty *soft law* często pełnią funkcję prekursorów rozwiązań legislacyjnych, umożliwiając szybkie wypracowanie wspólnych standardów w reakcji na zjawiska o charakterze transgranicznym²³¹.

Dokument *Principles for Financial Benchmarks* został przyjęty w bezpośredniej reakcji na ujawnione nieprawidłowości w funkcjonowaniu niektórych globalnych wskaźników referencyjnych oraz na rosnące wątpliwości dotyczące ich reprezentatywności i integralności. IOSCO wskazała, że wskaźniki referencyjne stanowią kluczowy element infrastruktury rynku finansowego, a ich niewłaściwe funkcjonowanie może prowadzić do istotnych zakłóceń w wycenie instrumentów, zarządzaniu ryzykiem oraz realizacji polityki pieniężnej²³². Celem przyjęcia zasad było zatem ustanowienie minimalnych, międzynarodowych standardów w zakresie zarządzania, jakości danych wejściowych, przejrzystości metodologii oraz odpowiedzialności administratorów wskaźników.

W warstwie normatywnej dokument IOSCO obejmuje trzy zasadnicze obszary: ład korporacyjny (*governance*), jakość i integralność danych wejściowych oraz jakość i przejrzystość metodologii wyznaczania wskaźników²³³. W odniesieniu do ładu korporacyjnego IOSCO akcentuje konieczność wyraźnego rozdzielenia funkcji operacyjnych i nadzorczych w strukturze administratora, zapewnienia niezależności organu nadzorczego oraz ustanowienia procedur identyfikacji i zarządzania konfliktami interesów. Zasady te wyraźnie odwołują się do potrzeby zapewnienia, aby proces wyznaczania wskaźnika był odporny na wpływy podmiotów posiadających interes ekonomiczny w określonym poziomie wskaźnika.

Drugim kluczowym elementem jest wymóg zapewnienia jakości, integralności i reprezentatywności danych wejściowych. IOSCO podkreśla, że wskaźnik powinien być w możliwie największym zakresie oparty na rzeczywistych transakcjach, a w przypadku wykorzystania danych szacunkowych konieczne jest ustanowienie rygorystycznych zasad dokumentowania i kontroli takich estymacji²³⁴. Wskazanie na

230 IOSCO, *Principles for Financial Benchmarks*, Final Report, July 2013, s. 4–7.

231 Por. ogólnie na temat roli *soft law* w regulacji finansowej: Z. Ofiarski, *Rola soft law w regulacji rynku finansowego na przykładzie rekomendacji i wytycznych Komisji Nadzoru Finansowego* [w:] *Prawo rynku finansowego: doktryna, instytucje, praktyka*, red. A. Jurkowska-Zeidler, M. Olszak, Warszawa 2016, s. 137–160; M. Mariański, *Problematyka regulacji rynku finansowego w ujęciu transgranicznym. Analiza na przykładzie prawa polskiego i prawa francuskiego*, Olsztyn 2016, s. 122 i n.

232 IOSCO, *Principles for Financial Benchmarks*, s. 5–6.

233 Tamże, s. 8–23.

234 Tamże, s. 10–15.



prymat danych transakcyjnych było bezpośrednią odpowiedzią na doświadczenia związane z konstrukcją stawek typu IBOR, w których komponent deklaracyjny odgrywał istotną rolę.

Trzecim filarem zasad IOSCO jest przejrzystość metody opracowywania wskaźników. Administrator powinien jasno określić definicję wskaźnika, zakres stosowanych danych, procedury ich weryfikacji oraz sposób postępowania w sytuacjach nadzwyczajnych. Transparentność ta ma znaczenie nie tylko dla organów nadzoru, lecz również dla uczestników rynku, którzy wykorzystują wskaźnik finansowy jako element swoich umów i modeli wyceny. IOSCO wskazuje także na konieczność regularnych przeglądów metodologii oraz dostosowywania jej do zmieniających się warunków rynkowych²³⁵.

Znaczenie dokumentu IOSCO nie polegało wyłącznie na sformułowaniu ogólnych zasad, lecz również na stworzeniu wspólnej ramy oceny istniejących wskaźników. W praktyce zasady te stały się punktem odniesienia dla analiz, czy konstrukcja wskaźników typu IBOR pozostaje zgodna z międzynarodowymi standardami w zakresie reprezentatywności danych, przejrzystości i zarządzania konfliktem interesów. Raport FSB z 2014 r. dotyczący reformy głównych stawek referencyjnych wyraźnie nawiązuje do zasad IOSCO, wskazując, że stanowią one fundament dalszych prac nad wzmocnieniem wiarygodności wskaźników referencyjnych²³⁶.

Wpływ zasad IOSCO był również widoczny w procesie legislacyjnym na poziomie Unii Europejskiej. Rozporządzenie BMR w sprawie wskaźników referencyjnych wprost odwołuje się do potrzeby zapewnienia integralności, przejrzystości i odporności wskaźników, implementując wiele rozwiązań postulowanych wcześniej przez IOSCO²³⁷. W tym sensie dokument z 2013 r. można postrzegać jako normatywny fundament późniejszej regulacji unijnej, a zarazem jako element szerszego procesu globalnej harmonizacji standardów nadzorczych.

Z perspektywy reformy wskaźników typu IBOR akcent na transakcyjność, dokumentowanie elementów uznaniowych oraz wzmocnienie ładu korporacyjnego administratorów stanowił wyraźny sygnał

kierunkowy dla dalszych reform metodologicznych. W praktyce oznaczało to konieczność przejścia od modelu w większym stopniu opartego na deklaracjach do modelu, w którym rzeczywiste dane rynkowe stanowią punkt wyjścia, a estymacja ma charakter subsydiarny.

W konsekwencji dokument IOSCO z 2013 r. należy postrzegać nie jako zbiór niewiążących rekomendacji o charakterze deklaracyjnym, lecz jako istotny element kształtowania międzynarodowej praktyki regulacyjnej. Jego wpływ przejawiał się zarówno w reformach metod opracowywania wskaźników, jak i w przyjęciu wiążących rozwiązań legislacyjnych, które nadały postulatowi *soft law* rangę norm prawnych. W tym sensie zasady IOSCO stanowiły kluczowy etap przejścia od modelu wskaźnika opartego na tradycji rynkowej do modelu poddanego kompleksowej i zharmonizowanej regulacji.

Podsumowując przedstawione rozważania, reforma wskaźników referencyjnych na poziomie międzynarodowym miała charakter wieloetapowy i nie ograniczała się do działań legislacyjnych podejmowanych przez poszczególne państwa lub organizacje ponadnarodowe. Jej pierwszym, kluczowym etapem było wypracowanie wspólnych standardów regulacyjnych w ramach współpracy organów nadzoru rynku finansowego. W tym kontekście szczególne znaczenie odegrała działalność International Organization of Securities Commissions (IOSCO), której dokument *Principles for Financial Benchmarks* z 2013 r. stał się podstawowym punktem odniesienia dla późniejszych reform regulacyjnych dotyczących wskaźników referencyjnych.

Analiza roli IOSCO wskazuje, że organizacja ta, mimo braku kompetencji prawotwórczych, odgrywa istotną funkcję w kształtowaniu międzynarodowych standardów regulacyjnych. Jej dokumenty mają charakter instrumentów *soft law* – formalnie niewiążących, lecz wyznaczających kierunek działania dla organów nadzoru i ustawodawców w poszczególnych jurysdykcjach. W praktyce międzynarodowego prawa rynku finansowego rekomendacje tego rodzaju często pełnią funkcję prekursorską wobec późniejszych regulacji ustawowych, umożliwiając szybkie wypracowanie wspólnych zasad postępowania w odpowiedzi na problemy o charakterze globalnym.

W ujęciu strukturalnym zasady IOSCO koncentrowały się na trzech podstawowych filarach: ładu korporacyjnego administratorów wskaźników, jakości i integralności danych wejściowych oraz przejrzystości

235 Tamże, s. 18–22.

236 Financial Stability Board, *Reforming Major Interest Rate Benchmarks*, July 2014, s. 1–4.

237 Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 z dnia 8 czerwca 2016 r., motyw 4–11.



stości metodologii ich wyznaczania. W obszarze governance podkreślono konieczność rozdzielania funkcji operacyjnych i nadzorczych w strukturze administratora, ustanowienia niezależnego nadzoru nad procesem ustalania wskaźnika oraz wdrożenia mechanizmów identyfikacji i zarządzania konfliktami interesów. W odniesieniu do danych wejściowych szczególnie nacisk położono na prymat danych transakcyjnych oraz na potrzebę ograniczania uznaniowości w procesie przekazywania informacji przez uczestników rynku. Trzecim elementem było zapewnienie transparentności metodologii, obejmującej jasne określenie definicji wskaźnika, zakresu wykorzystywanych danych, procedur ich weryfikacji oraz zasad postępowania w sytuacjach nadzwyczajnych.

Znaczenie dokumentu IOSCO polegało jednak nie tylko na sformułowaniu katalogu zasad, lecz także na stworzeniu wspólnego punktu odniesienia dla oceny istniejących wskaźników referencyjnych. Za-

sady te stały się podstawą analiz prowadzonych przez międzynarodowe instytucje finansowe oraz organy nadzoru w zakresie zgodności konstrukcji wskaźników typu IBOR z wymaganiami reprezentatywności danych, przejrzystości metodologii oraz zarządzania konfliktami interesów. W tym sensie dokument IOSCO pełnił funkcję normatywnego punktu wyjścia dla dalszych prac nad reformą wskaźników referencyjnych.

Wpływ zasad IOSCO był szczególnie widoczny w późniejszych inicjatywach regulacyjnych podejmowanych na poziomie międzynarodowym i regionalnym. Raport FSB z 2014 r. wyraźnie nawiązywał do tych zasad, wskazując je jako podstawę dla dalszych działań mających na celu wzmocnienie wiarygodności i odporności wskaźników referencyjnych. Również regulacje przyjmowane w Unii Europejskiej, w tym rozporządzenie BMR, implementowały w formie wiążących norm prawnych wiele rozwiązań postulowanych wcześniej przez IOSCO.

Tabela nr 12. Znaczenie zasad IOSCO

Element reformy	Znaczenie zasad IOSCO
Charakter regulacyjny	Instrument soft law wyznaczający międzynarodowe standardy dla wskaźników referencyjnych
Cel regulacyjny	Wzmocnienie integralności, reprezentatywności i przejrzystości wskaźników referencyjnych
Governance	Wymóg niezależnego nadzoru nad procesem ustalania wskaźnika i zarządzania konfliktami interesów
Dane wejściowe	Prymat danych transakcyjnych oraz ograniczenie swobody uznania w procesie przygotowania danych wejściowych
Metodyka	Transparentne zasady ustalania wskaźnika i procedury postępowania w sytuacjach nadzwyczajnych
Funkcja systemowa	Stworzenie wspólnej ramy oceny i reformy istniejących wskaźników referencyjnych
Wpływ regulacyjny	Podstawa dla późniejszych reform globalnych wskaźników i regulacji takich jak BMR



Z perspektywy reformy wskaźników typu IBOR znaczenie zasad IOSCO polegało przede wszystkim na zidentyfikowaniu strukturalnych słabości modelu panelowego, w którym istotną rolę odgrywały deklaratywne dane przekazywane przez banki uczestniczące w procesie ustalania wskaźnika. Podkreślenie znaczenia danych transakcyjnych, obowiązek dokumentowania elementów uznaniowych oraz wzmocnienie ram ładu korporacyjnego administratorów wyznaczyły kierunek dalszych reform metodologicznych. W praktyce oznaczało to stopniowe przechodzenie od modelu opartego w większym stopniu na deklaracjach uczestników rynku do modelu, w którym rzeczywiste dane rynkowe stanowią podstawę kalkulacji wskaźnika, a element estyma-

cyjny ma charakter pomocniczy. Dla przejrzystości główne elementy znaczenia zasad IOSCO dla reformy wskaźników referencyjnych można syntetycznie przedstawić, jak w tabeli nr 12.

W konsekwencji dokument IOSCO z 2013 r. należy postrzegać jako kluczowy etap w procesie instytucjonalizacji i harmonizacji zasad funkcjonowania wskaźników referencyjnych na poziomie międzynarodowym. Jego znaczenie polegało na stworzeniu wspólnego zestawu standardów regulacyjnych, które następnie zostały rozwinięte w reformach wskaźników referencyjnych oraz w wiążących regulacjach prawnych przyjmowanych w różnych jurysdykcjach.



Rozdział III.

Rekomendacje Financial Stability Board (FSB)

Reforma wskaźników referencyjnych stopy procentowej po kryzysie finansowym miała charakter wielo-poziomowy i obejmowała zarówno działania oparte na instrumentach *soft law*, jak i procesy legislacyjne na poziomie krajowym oraz unijnym. W tym kontekście kluczową rolę odegrała Financial Stability Board (FSB), która – jako ciało koordynujące współpracę międzynarodową w zakresie stabilności finansowej – stała się głównym forum wypracowywania kierunkowych rekomendacji dotyczących przyszłości wskaźników referencyjnych.

Financial Stability Board powstała w 2009 r. jako następca Financial Stability Forum, w odpowiedzi na globalny kryzys finansowy, a jej mandat obejmuje identyfikację słabości systemowych, formułowanie zaleceń w zakresie stabilności finansowej oraz koordynację działań organów nadzoru i banków centralnych²³⁸. W przeciwieństwie do IOSCO, która koncentruje się na regulacji rynków kapitałowych, FSB ma szerszy mandat obejmujący cały system finansowy, w tym sektor bankowy, rynki instrumentów pochodnych oraz infrastrukturę finansową. W tym sensie jej rekomendacje dotyczące wskaźników referencyjnych miały charakter nie tylko techniczny, lecz przede wszystkim systemowy – były elementem strategii wzmacniania odporności globalnej architektury finansowej.

Znaczenie Financial Stability Board jako koordynatora reform po kryzysie finansowym przejawiało się w zdolności do mobilizowania tzw. oficjalnego sektora – banków centralnych, ministerstw finansów i organów nadzoru – wokół wspólnych celów regulacyjnych. W obszarze wskaźników kluczowym krokiem było powołanie w 2013 r. Official Sector Steering Group (OSSG), której zadaniem było opracowanie i nadzorowanie planu reformy głównych stawek referencyjnych²³⁹. OSSG składała się z przedstawicieli

najważniejszych banków centralnych i organów nadzoru z jurysdykcji, w których funkcjonowały globalnie istotne wskaźniki typu IBOR. Reforma wskaźników została tym samym wyraźnie osadzona w strukturach oficjalnego sektora, a nie pozostawiona wyłącznie inicjatywie prywatnych administratorów.

Raport Financial Stability Board z 2014 r. pt. *Reforming Major Interest Rate Benchmarks* sformułował kompleksową diagnozę problemów związanych z konstrukcją stawek typu IBOR oraz wyznaczył kierunki ich reformy. W dokumencie tym wskazano, że wskaźniki referencyjne stopy procentowej mają znaczenie systemowe, ponieważ stanowią podstawę wyceny instrumentów finansowych o ogromnej skali nominalnej. W konsekwencji ich niewłaściwe funkcjonowanie może prowadzić do zakłóceń w transmisji polityki pieniężnej, wycenie aktywów oraz zarządzaniu ryzykiem. Cele reformy zostały określone jako zwiększenie wiarygodności, odporności i reprezentatywności wskaźników referencyjnych, przy jednoczesnym zapewnieniu ciągłości funkcjonowania rynków finansowych.

Istotnym elementem podejścia Financial Stability Board było wyraźne rozróżnienie dwóch komplementarnych ścieżek reformy. Pierwsza polegała na wzmocnieniu i reformie istniejących wskaźników typu IBOR poprzez zwiększenie ich oparcia na rzeczywistych transakcjach, wzmocnienie ładu korporacyjnego administratorów oraz ograniczenie uznaniowości w procesie przekazywania danych. FSB nie postulowała automatycznego porzucenia IBOR, lecz wskazywała, że wskaźniki te mogą być utrzymane pod warunkiem dostosowania metody ich opracowywania do nowych wymogów.

Druga ścieżka reformy obejmowała identyfikację i rozwój alternatywnych wskaźników typu *risk-free rate* (RFR), opartych na głębokich i płynnych rynkach transakcji. FSB rekomendowała, aby w każdej głównej jurysdykcji wyznaczyć przynajmniej jeden alternatywny wskaźnik RFR, który mógłby stanowić stabilny punkt odniesienia niezależny od rynku niezabezpieczonych pożyczek międzybankowych.

238 Financial Stability Board, *Charter of the Financial Stability Board*, June 2012 (as amended).

239 Financial Stability Board, *Reforming Major Interest Rate Benchmarks*, July 2014, s. 1–2.



W ten sposób reforma nie miała charakteru jednowymiarowego, lecz zakładała dywersyfikację infrastruktury referencyjnej.

W dokumentach Financial Stability Board pojęcie RFR zostało zdefiniowane w sposób funkcjonalny. Alternatywne wskaźniki powinny być oparte na rynkach o wysokiej płynności i znacznym wolumenie transakcji, co ma zapewnić ich reprezentatywność i odporność na zakłócenia. W praktyce oznaczało to, że preferowane były rynki repo zabezpieczone wysokiej jakości aktywami lub szerokie rynki transakcji overnight pomiędzy instytucjami finansowymi. Kluczowym kryterium była nie tylko wielkość rynku, lecz również stabilność jego funkcjonowania w warunkach napięć finansowych.

Financial Stability Board wyraźnie podkreślała także konieczność ograniczenia uznaniowości w procesie opracowywania wskaźników referencyjnych. Wskaźniki RFR miały być konstruowane w oparciu o z góry określone, algorytmiczne zasady agregacji danych transakcyjnych, przy minimalnym wykorzystaniu swobody uznania i elementów deklaratywnych.

Rekomendacje FSB akcentowały, że wskaźniki referencyjne oparte na szerokiej bazie rzeczywistych transakcji, zwłaszcza o charakterze zabezpieczonym oraz o bardzo krótkim terminie zapadalności, są strukturalnie mniej wrażliwe na wpływ pojedynczych uczestników rynku. W konsekwencji rozwój RFR miał przyczynić się do zwiększenia integralności całej infrastruktury finansowej.

Rekomendacje FSB wywarły istotny wpływ na porządku krajowe i unijne. Po pierwsze, w wielu jurysdykcjach powołano krajowe grupy robocze z udziałem banków centralnych i uczestników rynku, których zadaniem było wskazanie odpowiednich wskaźników alternatywnych. Po drugie, rekomendacje te stały się istotnym elementem uzasadnienia dla przyjęcia rozporządzenia BMR w Unii Europejskiej, które ustanowiło kompleksowe ramy prawne dla administratorów wskaźników. W tym sensie FSB wyznaczyła strategiczny kierunek reform, który następnie został przełożony na konkretne rozwiązania legislacyjne.

Implikacje rekomendacji FSB wykraczały poza samą konstrukcję wskaźników i obejmowały również problematykę istniejących umów finansowych. Konieczność zapewnienia ciągłości kontraktowej w przypadku zmiany lub zaprzestania publikacji danego

wskaźnika wymagała wprowadzenia odpowiednich klauzul awaryjnych oraz dostosowania dokumentacji rynkowej, w tym standardów ISDA. Reforma wskaźników referencyjnych miała zatem wymiar nie tylko regulacyjny, lecz również kontraktowy, wpływając na szeroki zakres relacji cywilnoprawnych.

Z perspektywy systemowej rekomendacje FSB należy postrzegać jako element szerszej strategii stabilizacyjnej, której celem było wzmocnienie odporności globalnej infrastruktury finansowej po doświadczeniach kryzysu finansowego. Poprzez wyraźne rozróżnienie dwóch ścieżek reformy – wzmocnienia IBOR oraz rozwoju RFR – FSB stworzyła ramy analityczne, które ukształtowały dalsze działania legislacyjne i instytucjonalne zarówno na poziomie międzynarodowym, jak i unijnym.

Podsumowując przedstawione rozważania, działania podejmowane przez Financial Stability Board stanowiły jeden z kluczowych elementów międzynarodowej reformy wskaźników referencyjnych stopy procentowej po kryzysie finansowym. W przeciwieństwie do inicjatyw o charakterze wyłącznie legislacyjnym reforma ta została ukształtowana jako proces koordynowany na poziomie globalnym, w którym zasadniczą rolę odegrał tzw. oficjalny sektor – banki centralne, organy nadzoru oraz instytucje odpowiedzialne za stabilność systemu finansowego. W tym kontekście FSB pełniła funkcję forum wypracowywania kierunkowych rekomendacji, które następnie były implementowane w poszczególnych jurysdykcjach poprzez działania regulacyjne i instytucjonalne.

Znaczenie FSB wynikało przede wszystkim z jej systemowego mandatu. Organizacja ta została powołana jako element powojennej architektury stabilności finansowej i skupia przedstawicieli najważniejszych instytucji odpowiedzialnych za nadzór nad rynkami finansowymi na świecie. Dzięki temu rekomendacje formułowane przez FSB nie miały wyłącznie charakteru technicznych wytycznych dotyczących metodologii wskaźników, lecz stanowiły element szerszej strategii wzmocniania odporności globalnego systemu finansowego. Reforma wskaźników została w tym ujęciu potraktowana jako część działań zmierzających do ograniczenia ryzyk systemowych ujawnionych w trakcie kryzysu finansowego.

Kluczowym momentem w tym procesie było powołanie w 2013 r. Official Sector Steering Group, która stała się główną platformą koordynacji prac nad reformą głównych wskaźników referencyjnych. Włą-



czenie do tego procesu banków centralnych oraz organów nadzoru z najważniejszych jurysdykcji oznaczało instytucjonalizację reformy i przeniesienie jej ciężaru z inicjatywy prywatnych administratorów na poziom oficjalnego sektora. W praktyce oznaczało to, że przyszłość wskaźników referencyjnych została podporządkowana celom stabilności systemowej oraz przejrzystości infrastruktury finansowej.

Raport FSB z 2014 r. dotyczący reformy głównych wskaźników referencyjnych sformułował kompleksową diagnozę problemów związanych z konstrukcją stawek typu IBOR oraz wskazał dwa zasadnicze kierunki reform. Pierwszym z nich było wzmocnienie istniejących wskaźników typu IBOR poprzez zwiększenie ich oparcia na rzeczywistych transakcjach rynkowych, wzmocnienie ram ładu korporacyjnego administratorów oraz ograniczenie uznaniowości w procesie przekazywania danych przez banki panelowe. Podejście to zakładało, że

w jurysdykcjach, w których istnieje wystarczająco rozwinięta baza transakcyjna, wskaźniki terminowe mogą być utrzymane pod warunkiem dostosowania ich metodologii do nowych standardów przejrzystości i integralności.

Drugą ścieżką reformy było równoległe rozwijanie alternatywnych wskaźników typu *risk-free rate*, opartych na głębokich i płynnych rynkach transakcji. Wskaźniki te miały stanowić stabilny punkt odniesienia dla rynku finansowego niezależnie od zmian strukturalnych zachodzących na rynku niezabezpieczonych pożyczek międzybankowych. W praktyce oznaczało to rozwój wskaźników overnight opartych na szerokiej bazie rzeczywistych transakcji, takich jak rynki repo lub inne segmenty rynku pieniężnego o wysokiej płynności.

Podejście to miało istotne znaczenie systemowe. Wskaźniki oparte na szerokiej bazie transakcyjnej i algorytmicznych zasadach agregacji danych są

Tabela nr 13. Znaczenie działań FSB

Element reformy	Znaczenie działań FSB
Charakter instytucjonalny	Globalna koordynacja reformy przez oficjalny sektor (banki centralne i organy nadzoru)
Diagnoza problemu	Wskazanie systemowego znaczenia wskaźników referencyjnych dla wyceny instrumentów i transmisji polityki pieniężnej
Reforma IBOR	Wzmocnienie metod poprzez większe oparcie na danych transakcyjnych i ograniczenie uznaniowości
Rozwój RFR	Wprowadzenie alternatywnych wskaźników RFR opartych na głębokich i płynnych rynkach transakcyjnych
Cel systemowy	Zwiększenie odporności i integralności infrastruktury finansowej
Wpływ regulacyjny	Podstawa dla krajowych reform wskaźników oraz regulacji takich jak rozporządzenie BMR
Wymiar kontraktowy	Wprowadzenie klauzul awaryjnych i dostosowanie standardów dokumentacji rynkowej

Źródło: opracowanie własne.



bowiem strukturalnie mniej podatne na manipulacje. Reforma wskaźników została więc powiązana z szerszym celem wzmocnienia integralności infrastruktury finansowej oraz ograniczenia ryzyk związanych z konstrukcją wskaźników panelowych.

Rekomendacje FSB wywarły istotny wpływ na dalsze działania regulacyjne podejmowane zarówno na poziomie międzynarodowym, jak i regionalnym. W wielu jurysdykcjach powołano krajowe grupy robocze odpowiedzialne za identyfikację i rozwój odpowiednich wskaźników typu RFR, natomiast na poziomie Unii Europejskiej rekomendacje te znalazły odzwierciedlenie w przyjęciu rozporządzenia BMR w sprawie wskaźników referencyjnych, które ustanowiło kompleksowe ramy prawne dla administratorów wskaźników. W ten sposób strategiczne kierunki wypracowane przez FSB zostały przełożone na konkretne rozwiązania instytucjonalne i legislacyjne.

Istotnym elementem reformy była również problematyka ciągłości kontraktowej w przypadku zaprzestania publikacji określonego wskaźnika. W związku

z tym rozwój alternatywnych wskaźników referencyjnych został powiązany z koniecznością wprowadzenia odpowiednich mechanizmów zastępczych w dokumentacji rynkowej, w tym tzw. klauzul fallback oraz dostosowania standardów kontraktowych stosowanych na rynkach instrumentów pochodnych. Reforma wskaźników referencyjnych miała zatem nie tylko wymiar regulacyjny, lecz również kontraktowy, wpływając na szeroki zakres relacji cywilnoprawnych w sektorze finansowym. Dla syntetycznego ujęcia głównych elementów reformy inicjowanej przez FSB można wskazać kluczowe komponenty ujęte w tabeli nr 13.

W konsekwencji rekomendacje Financial Stability Board należy postrzegać jako centralny element międzynarodowej strategii reformy wskaźników referencyjnych. Poprzez sformułowanie koncepcji równoległego wzmocnienia wskaźników typu IBOR oraz rozwoju alternatywnych stawek RFR FSB stworzyła ramy analityczne i instytucjonalne, które w znacznym stopniu ukształtowały późniejsze działania legislacyjne i metodologiczne podejmowane w różnych jurysdykcjach.



Rozdział IV.

Rekomendacje EBA i ESMA z 2013 r. pt. *Principles for Benchmark-Setting Processes in the EU*

Dokument ESMA i EBA z 6 czerwca 2013 r. pt. *Principles for Benchmark-Setting Processes in the EU* należy traktować jako jeden z najważniejszych aktów soft law poprzedzających przyjęcie rozporządzenia BMR i zarazem jako istotny punkt odniesienia dla rekonstrukcji genezy unijnego modelu regulacji wskaźników referencyjnych. Jego znaczenie nie polega wyłącznie na sformułowaniu katalogu ogólnych zaleceń dla rynku, lecz przede wszystkim na tym, że porządkuje on cały proces opracowywania wskaźnika, identyfikuje uczestników tego procesu, wyodrębnia podstawowe ryzyka związane z opracowywaniem wskaźników oraz wskazuje kierunek późniejszej interwencji normatywnej prawodawcy unijnego. W tym sensie dokument ten można uznać za bezpośrednie ogniwo pośrednie pomiędzy kryzysem zaufania do stawek typu IBOR a przyjęciem wiążącej regulacji w postaci BMR.

Znaczenie analizowanego dokumentu wynika już z samego sposobu ujęcia przedmiotu regulacji. ESMA i EBA nie koncentrują się wyłącznie na końcowym etapie publikacji wartości wskaźnika, lecz obejmują analizą cały proces opracowywania wskaźnika referencyjnego po stronie wszystkich zaangażowanych stron. Jest to rozwiązanie koncepcyjnie bardzo zbliżone do późniejszego modelu przyjętego w BMR, który również opiera się na założeniu, że rzetelność wskaźnika referencyjnego nie jest funkcją jednego elementu procesu, lecz rezultatem prawidłowego ukształtowania całego systemu obejmującego administratora, podmioty przekazujące dane, metodę, dane wejściowe, nadzór i zasady stosowania wskaźnika w instrumentach finansowych i umowach finansowych.

Już na poziomie definicyjnym dokument ten ma duże znaczenie dla późniejszej architektury pojęciowej BMR. Wprowadza on bowiem rozróżnienie pomiędzy administratorem, podmiotem przekazującym dane oraz użytkownikiem wskaźnika referencyjnego. Chociaż terminologia nie jest jeszcze identyczna z tą, którą ostatecznie posłużono się w rozporządzeniu BMR, to układ pojęciowy pozostaje zasadniczo zbieżny z późniejszym modelem

regulacyjnym. Z perspektywy BMR najistotniejsze jest to, że już w 2013 r. europejskie organy nadzoru wychodzą z założenia, iż wskaźnik referencyjny nie jest po prostu wartością publikowaną na rynku, lecz rezultatem zorganizowanego procesu, za który odpowiadają określone kategorie podmiotów pełniących odmienne funkcje i podlegających odrębnym wymogom.

Punktem wyjścia dokumentu jest diagnoza słabości dotychczasowego modelu ustalania wskaźników, w szczególności tych, które opierały się w znacznym stopniu na deklaracjach uczestników rynku, a nie na danych odzwierciedlających rzeczywiste transakcje. W tym sensie dokument pozostaje bezpośrednią reakcją na kryzys wiarygodności wskaźników typu IBOR. ESMA i EBA dostrzegają, że źródłem problemu nie jest wyłącznie możliwość celowej manipulacji, lecz także zbyt szeroki zakres uznaniowości przy przekazywaniu danych, brak dostatecznie przejrzystej metodologii, nieadekwatny nadzór nad procesem opracowywania wskaźnika oraz niewystarczające mechanizmy zarządzania konfliktem interesów. Ten sposób diagnozy okazał się później fundamentalny dla rozporządzenia BMR, które konstruuje swoje obowiązki właśnie wokół tych czterech osi: jakości danych wejściowych, przejrzystości metody orazładu organizacyjnego administratora.

Na pierwszy plan w analizowanym dokumencie wysuwa się problem metody. ESMA i EBA akcentują, że metoda powinna być udokumentowana, precyzyjna, poddawana regularnej kontroli oraz zaprojektowana w taki sposób, by ograniczać subiektywną interpretację i uznaniowość. To właśnie w tym miejscu najłatwiej dostrzec ciągłość pomiędzy dokumentem z 2013 r. a późniejszym rozporządzeniem BMR. Wspomiane rozporządzenie nie tylko przejmuje założenie, że metoda stanowi centralny element wiarygodności wskaźnika referencyjnego, lecz również rozwija je, wymagając od administratora posiadania solidnej, rzetelnej, możliwej do zweryfikowania metody, a także procedur dotyczących jej przeglądu i zmiany. Dokument ESMA-EBA trafnie rozpoznaje, że bez odpowiednio skonstruowanej metody nie da



się zapewnić ani reprezentatywności wskaźnika, ani jego odporności na zakłócenia rynkowe, ani zaufania użytkowników.

Szczególnie istotny jest zawarty w dokumencie postulat, aby tam, gdzie to właściwe, podstawą ustalania wskaźnika były rzeczywiste transakcje rynkowe. W późniejszej terminologii zawartej w rozporządzeniu BMR odpowiada to wymogowi, by dane wejściowe były wystarczające, odpowiednie i możliwe do zweryfikowania, a w miarę możliwości oparte na transakcjach zawieranych na rynku, który dany wskaźnik ma mierzyć. W tym aspekcie dokument ESMA-EBA ma znaczenie wręcz programowe. Nie ustanawia jeszcze wiążącej zasady pierwszeństwa danych transakcyjnych w takim stopniu jak późniejsze rozwiązania unijne, ale wyznacza kierunek reformy. Odejście od modelu opartego przede wszystkim na kwotowaniach deklaracyjnych i przejście ku modelowi opartemu na danych transakcyjnych staje się tu osią całej przyszłej przebudowy wskaźników w Europie.

Równie istotny jest wątek ładu organizacyjnego administratora wskaźnika. ESMA i EBA wskazują na potrzebę jasnego podziału odpowiedzialności, niezależnych procedur, ograniczania konfliktów interesów oraz wdrożenia mechanizmów kontroli wewnętrznej. W języku BMR odpowiada temu kategoria zarządzania i nadzoru nad administratorem wskaźnika referencyjnego. Nie chodzi przy tym jedynie o formalne istnienie struktur organizacyjnych, lecz o stworzenie takiego modelu funkcjonowania administratora, który rzeczywiście ogranicza podatność procesu na wpływy komercyjne, interes własny podmiotów przekazujących dane oraz uznaniowe modyfikowanie wyniku wskaźnika. W tym zakresie dokument z 2013 r. ma duże znaczenie nie tylko historyczne, ale i interpretacyjne. Pokazuje bowiem, że późniejsze, bardziej szczegółowe obowiązki przewidziane w rozporządzeniu BMR nie powstały w próżni, lecz stanowiły rozwinięcie wcześniej sformułowanych zasad dotyczących integralności procesu.

Na tym tle szczególnego znaczenia nabiera kwestia konfliktu interesów. Dokument ESMA-EBA bardzo wyraźnie dostrzega, że zagrożenie dla wiarygodności wskaźnika pojawia się zwłaszcza wtedy, gdy podmiot przekazujący dane dysponuje znacznym zakresem uznania przy ich ustalaniu, a równocześnie sam lub przez swoich klientów pozostaje ekonomicznie eksponowany na poziom danego wskaźnika. To ujęcie niemal wprost zapowiada późniejsze rozwiązania BMR, które nakazują administratorom

i podmiotom przekazującym dane identyfikować, ujawniać, zarządzać i w miarę możliwości minimalizować konflikty interesów. Z perspektywy konstrukcji normatywnej jest to bardzo istotne: europejski regulator nie traktuje już konfliktu interesów jako zjawiska ubocznego, lecz jako jedno z ryzyk strukturalnych wpisanych w sam mechanizm opracowywania wskaźników referencyjnych.

Dokument poświęca także dużo miejsca przejrzystości. Przejrzystość ta ma kilka poziomów. Po pierwsze, dotyczy ujawnienia reguł rządzących opracowywaniem i funkcjonowaniem wskaźnika. Po drugie, obejmuje publikację metodologii oraz historycznych informacji o zmianach w jej stosowaniu. Po trzecie, odnosi się do ujawniania zmian w składzie wskaźnika, zmian po stronie podmiotów przekazujących dane oraz przypadków przejścia na rozwiązania nadzwyczajne. W rozporządzeniu BMR wątek ten zostaje rozwinięty m.in. przez obowiązki informacyjne administratora, w tym publikację oświadczenia dotyczącego wskaźnika referencyjnego. Choć w dokumencie z 2013 r. nie występuje jeszcze pojęcie „oświadczenia dotyczącego wskaźnika referencyjnego” w znaczeniu nadanym później przez przywołane rozporządzenie, to funkcjonalnie chodzi o podobny cel: zapewnienie użytkownikom i innym zainteresowanym podmiotom dostępu do informacji pozwalających ocenić charakter wskaźnika, jego metodologię, ograniczenia oraz adekwatność dla określonych zastosowań.

Na uwagę zasługuje również to, że dokument nie ogranicza swojej perspektywy do administratora. Wyraźnie wyodrębnia on rolę podmiotów przekazujących dane, podmiotów dokonujących kalkulacji oraz podmiotów publikujących wskaźnik referencyjny. To rozdzielenie funkcji jest istotne, ponieważ pozwala lepiej uchwycić miejsca, w których może dojść do zakłóceń, błędów lub nadużyć. W późniejszym BMR nie wszystkie te kategorie występują w identycznym układzie instytucjonalnym, ale sama logika pozostaje podobna: proces opracowywania wskaźnika referencyjnego jest wieloetapowy, a wymogi regulacyjne muszą być dostosowane do roli pełnionej przez dany podmiot. Dokument ESMA-EBA antycypuje więc nie tylko materialne obowiązki przyszłej regulacji, ale także jej strukturę podmiotową.

Ważnym, a często niedocenianym elementem tego dokumentu jest część poświęcona użytkownikom wskaźników. Z perspektywy późniejszego rozporządzenia BMR ma ona znaczenie szczególne, ponieważ pokazuje, że już przed przyjęciem rozpo-



rządzenia europejskie organy nadzoru zakładały, iż odpowiedzialność za prawidłowe funkcjonowanie wskaźnika nie kończy się na administratorze czy podmiocie przekazującym dane. Użytkownik wskaźnika powinien bowiem regularnie oceniać, czy dany wskaźnik pozostaje odpowiedni, adekwatny i relevantny dla rynku docelowego oraz dla oferowanych produktów lub zawieranych transakcji. W ujęciu BMR odpowiada temu przesunięcie ciężaru z biernego stosowania wskaźnika na aktywne zarządzanie ryzykiem związanym z jego stosowaniem. Z tego punktu widzenia dokument ESMA-EBA należy uznać za ważne ogniwo w ewolucji statusu użytkownika wskaźnika referencyjnego: z uczestnika korzystającego z cudzego parametru rynkowego staje się on podmiotem obciążonym określonym obowiązkiem staranności.

Szczegółne miejsce zajmuje również problem ciągłości wskaźników. Dokument ESMA-EBA poświęca odrębną część sytuacjom, w których istnieje ryzyko przerwania ciągłości opracowywania lub publikacji wskaźnika, na przykład skutek zaniku płynności rynku, braku odpowiedniej liczby danych wejściowych, awarii operacyjnych lub niedostępności samego wskaźnika. Znowóż łatwo dostrzec, jak silnie ta problematyka zapowiada późniejsze rozwiązania BMR, zwłaszcza dotyczące planów awaryjnych po stronie użytkowników wskaźników referencyjnych. Co istotne, dokument nie ujmuje tej kwestii wąsko, czyli jako problemu technicznego. Traktuje ją jako zagadnienie kontraktowe i systemowe, które powinno znaleźć odzwierciedlenie w odpowiednich postanowieniach oraz procedurach przygotowanych z wyprzedzeniem.

W tym właśnie miejscu dokument z 2013 r. okazuje się szczególnie bliski późniejszej logice wynikającej z treści rozporządzenia BMR. Zgodnie z jego założeniami uczestnicy procesu opracowywania wskaźnika, a tam gdzie to relevantne także użytkownicy, powinni posiadać wiarygodne rozwiązania awaryjne na wypadek zakłócenia ciągłości wskaźnika. Po stronie użytkowników rozwiązania te powinny być przejrzyste i – idealnie – odzwierciedlone w umowach. Jest to koncepcyjny odpowiednik późniejszego obowiązku opracowania i utrzymywania solidnych planów działania na wypadek istotnej zmiany lub zaprzestania opracowywania wskaźnika referencyjnego. Innymi słowy, dokument ESMA-EBA nie tylko diagnozuje ryzyko „nieciągłości wskaźnika”, lecz już na etapie *soft law* buduje zręby tego, co następnie BMR przekształci w konkretny obowiązek regulacyjny po stronie użytkowników.

Na uwagę zasługuje także sposób, w jaki dokument ujmuje relację pomiędzy zmianą metody a ciągłością istniejących stosunków prawnych. W końcowej części podkreśla się, że każda zmiana ram wskaźnika, w tym metody i procedur, powinna być zarządzana w taki sposób, aby zakłócenia dotyczące istniejących umów odwołujących się do danego wskaźnika były proporcjonalne i zminimalizowane. To sformułowanie ma bardzo duże znaczenie dla późniejszego rozwoju unijnego prawa dla wskaźników referencyjnych. Oznacza bowiem, że już w 2013 r. dostrzegano nie tylko kwestię wiarygodności samego wskaźnika, lecz również potrzebę ochrony ciągłości prawnej istniejących instrumentów finansowych i umów finansowych. Późniejsze regulacje zawarte w rozporządzeniu BMR dotyczące planów awaryjnych, zastępowania wskaźników oraz mechanizmów ustawowego wyznaczania zamiennika pozostają z tą logiką w ścisłej zgodności.

Z perspektywy dogmatycznej dokument ESMA-EBA można więc odczytywać dwojako. Po pierwsze, jako próbę stworzenia katalogu zasad dobrego ładu korporacyjnego w warunkach braku jeszcze kompletnego reżimu ustawowego. Po drugie, jako materiał przygotowawczy dla przyszłej regulacji unijnej, w którym przetestowano podstawowe pojęcia, rozpoznano główne ryzyka i zarysowano model odpowiedzialności poszczególnych uczestników procesu. W tym sensie jego wartość nie wyczerpuje się na płaszczyźnie historycznej. Dokument ten nadal pozwala lepiej zrozumieć systemową logikę rozporządzenia BMR, zwłaszcza tam, gdzie przepisy rozporządzenia należy interpretować nie tylko literalnie, ale także funkcjonalnie, przez pryzmat celów reformy wskaźników.

W rezultacie dokument *Principles for Benchmark-Setting Processes in the EU* należy ocenić jako akt o znaczeniu znacznie szerszym niż tylko porządkujące zalecenie dla rynku. Jest to dokument, który po pierwsze, rozpoznaje wskaźnik referencyjny jako proces wymagający regulacyjnego ujęcia; po drugie, ustanawia podstawowe kategorie podmiotowe i funkcjonalne późniejszego modelu BMR; po trzecie, przesuwa akcent z samego wyniku wskaźnika na jakość metodologii, danych wejściowych, nadzoru i przejrzystości; po czwarte zaś, wyrażnie wiąże problem wskaźników z zagadnieniem ciągłości umów i odpowiedzialności użytkowników. Z tych względów dokument ten należy traktować jako jeden z najważniejszych etapów koncepcyjnych prowadzących do przyjęcia rozporządzenia BMR oraz do ukształtowania współczesnego europejskiego modelu regulacji wskaźników referencyjnych.

**Tabela nr 14.** Porównanie rekomendacji EBA i ESMA z 2013 r. z rozporządzeniem BMR

Obszar porównania	ESMA–EBA Principles for Benchmark-Setting Processes in the EU (2013)	Rozporządzenie BMR	Znaczenie różnicy / ciągłości
Charakter regulacji	Akt typu soft law, zawierający zasady i standardy nadzorcze dla procesu opracowywania wskaźników	Akt prawa powszechnie obowiązującego, bezpośrednio stosowany w państwach członkowskich UE	Dokument ESMA–EBA miał charakter przygotowawczy i programowy, natomiast BMR skodyfikowało te zasady w formie wiążącego reżimu prawnego
Cel regulacji	Odbudowa wiarygodności wskaźników przez wskazanie zasad rzetelnego ich opracowywania	Zapewnienie integralności, rzetelności i reprezentatywności wskaźników referencyjnych stosowanych w instrumentach finansowych i umowach finansowych	BMR rozwija cele dokumentu ESMA–EBA, nadając im postać szczegółowych obowiązków administratorów, podmiotów przekazujących dane i użytkowników
Przedmiot regulacji	Cały proces ustalania wskaźnika: dane, administracja, kalkulacja, publikacja, stosowanie wskaźnika i jego ciągłość	Opracowywanie, przekazywanie danych wejściowych, stosowanie wskaźników referencyjnych oraz mechanizmy awaryjne i nadzorcze	Zachowana została systemowa logika objęcia regulacją całego „cyklu życia” wskaźnika
Pojęcie administratora	Ujęte funkcjonalnie jako podmiot organizujący proces opracowywania wskaźnika	Wyraźnie zdefiniowany administrator wskaźnika referencyjnego, obciążony szczegółowymi obowiązkami organizacyjnymi i nadzorczymi	BMR formalizuje i uszczegóławia rolę administratora zapowiedzianą w dokumencie ESMA–EBA



Obszar porównania	ESMA–EBA Principles for Benchmark-Setting Processes in the EU (2013)	Rozporządzenie BMR	Znaczenie różnicy / ciągłości
Dane wejściowe	Preferencja dla danych opartych na rzeczywistych transakcjach; dane nietransakcyjne dopuszczalne pomocniczo	Dane wejściowe powinny być wystarczające, odpowiednie i możliwe do zweryfikowania, a w miarę możliwości oparte na danych transakcyjnych	BMR przejmuje podstawową intuicję dokumentu z 2013 r. i przekłada ją na język normatywny
Metoda	Powinna być udokumentowana, przejrzysta, kontrolowalna i ograniczająca uznaniowość	Administrator ma obowiązek stosować rzetelną, solidną i możliwą do zweryfikowania metodę oraz procedury jej przeglądu i zmiany	Występuje wyraźna ciągłość; BMR wzmacnia wymóg metodologicznej dyscypliny
Reprezentatywność wskaźnika	Wskaźnik powinien odzwierciedlać rynek, strategię lub interes, do którego się odnosi	Wskaźnik referencyjny powinien mierzyć rynek lub realia gospodarcze, których pomiar jest jego celem	BMR precyzuje i wzmacnia koncepcję reprezentatywności obecną już w dokumencie ESMA–EBA
Konflikty interesów	Jeden z głównych obszarów ryzyka; postulowane ich identyfikowanie i ograniczanie	Szczegółowe obowiązki dotyczące identyfikacji, ujawniania, zarządzania i ograniczania konfliktów interesów	BMR instytucjonalizuje problem konfliktów interesów, który w 2013 r. został już trafnie rozpoznany jako strukturalny
Ład organizacyjny i nadzór	Nacisk na jasne procedury, kontrolę wewnętrzną, niezależność i nadzór nad procesem opracowywania wskaźnika	Rozbudowany system wymogów dotyczących zarządzania i nadzoru nad administratorem oraz funkcji nadzorczych	BMR rozwija postulaty governance do postaci szczegółowych obowiązków organizacyjnych



Obszar porównania	ESMA–EBA Principles for Benchmark-Setting Processes in the EU (2013)	Rozporządzenie BMR	Znaczenie różnicy / ciągłości
Podmioty przekazujące dane	Wyodrębnione jako odrębna grupa uczestników procesu ustalania wskaźnika	Szczegółowo uregulowane, zwłaszcza gdy są podmiotami nadzorowanymi	BMR utrwała wielopodmiotowy model odpowiedzialności obecny już w dokumencie ESMA–EBA
Przejrzystość	Wymóg ujawniania reguł, metodologii i zmian w funkcjonowaniu wskaźnika	Obowiązki publikacyjne administratora, w tym metodologia i oświadczenie dotyczące wskaźnika referencyjnego	BMR nadaje przejrzystości bardziej sformalizowany charakter i silniej wiąże ją z ochroną użytkowników
Oświadczenie dotyczące wskaźnika referencyjnego	Brak tej instytucji jako odrębnej kategorii prawnej, choć występują zbliżone funkcjonalnie obowiązki informacyjne	Wyraźny obowiązek publikacji oświadczenia dotyczącego wskaźnika referencyjnego	To jeden z obszarów, w których BMR wyraźnie idzie dalej niż dokument z 2013 r.
Użytkownicy wskaźników	Dostrzegani jako istotni uczestnicy rynku, którzy powinni zachowywać należytą staranność	Użytkownicy wskaźników referencyjnych zostają objęci konkretnymi obowiązkami, w tym dotyczącymi planów awaryjnych	BMR wzmacnia odpowiedzialność użytkownika i odchodzi od modelu biernego korzystania ze wskaźnika
Ciągłość wskaźnika	Wyraźnie dostrzeżony problem przerwania ciągłości wskaźnika i potrzeba rozwiązań awaryjnych	Rozbudowane mechanizmy dotyczące istotnej zmiany lub zaprzestania opracowywania wskaźnika oraz planów awaryjnych	Występuje bardzo silna ciągłość koncepcyjna między dokumentem ESMA–EBA a BMR



Obszar porównania	ESMA–EBA Principles for Benchmark-Setting Processes in the EU (2013)	Rozporządzenie BMR	Znaczenie różnicy / ciągłości
Wpływ na umowy i instrumenty finansowe	Akcent na potrzebę ograniczania zakłóceń dla istniejących relacji kontraktowych	BMR wiąże regulację wskaźników referencyjnych bezpośrednio z instrumentami finansowymi i umowami finansowymi oraz przewiduje mechanizmy zastępcze	BMR wyraźniej integruje problem wskaźnika z porządkiem kontraktowym i funkcjonowaniem rynku finansowego
Mechanizmy egzekwowania	Brak samodzielnego reżimu sankcyjnego; dokument ma charakter standardu nadzorczego	System nadzoru, kompetencji właściwych organów i sankcji administracyjnych	To podstawowa różnica między soft law a wiążącym rozporządzeniem
Znaczenie systemowe	Dokument przygotowujący grunt pod przyszłą harmonizację unijną	Centralny filar europejskiego reżimu prawnego dotyczącego wskaźników referencyjnych	Relacja między tymi aktami ma charakter ciągłości: dokument ESMA–EBA antycypuje, BMR kodyfikuje i uszczegóławia

Źródło: opracowanie własne.



Rozdział V.

Przyjęcie rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 (BMR)

Przyjęcie rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych stanowiło w Unii Europejskiej przejście od fazy diagnozy i rekomendacji do fazy normatywnej, w której kwestie opracowywania, administrowania i stosowania wskaźników finansowych zostały objęte jednolitym, bezpośrednio stosowanym reżimem prawnym²⁴⁰. Regulacja ta nie była aktem „doraźnym” ani wąsko techniczną reakcją na pojedyncze zdarzenia, lecz elementem szerszej przebudowy architektury stabilności finansowej po kryzysie lat 2007–2009²⁴¹. Z perspektywy reformy wskaźników typu IBOR szczególne znaczenie ma to, że BMR jednocześnie porządkuje odpowiedzialność administratorów i podmiotów przekazujących dane, ustanawia mechanizmy klasyfikacji wskaźników według ich znaczenia systemowego, a w późniejszych nowelizacjach wprowadza narzędzia prawne służące zapewnieniu ciągłości umów w razie zaprzestania opracowywania kluczowego wskaźnika referencyjnego.

Tło regulacyjne przyjęcia BMR należy odtworzyć z dwóch perspektyw, które w praktyce legislacyjnej Unii spłotły się w jeden argument stabilnościowy. Pierwsza perspektywa jest reakcją na kryzys wiarygodności wskaźników referencyjnych, ujawniony na tle doświadczeń globalnych związanych z funkcjonowaniem części wskaźników referencyjnych stopy procentowej oraz dostrzeżonymi słabościami modelu opartego na deklaracjach panelowych. W uzasadnieniu wniosku Komisji Europejskiej podkreślano, że wskaźniki referencyjne – jako parametry wykorzystywane w szerokim zakresie instrumentów i umów – mogą stać się źródłem strat ekonomicz-

nych, ryzyk prawnych i zakłóceń rynkowych, jeśli ich opracowywanie nie jest oparte na solidnych zasadach zarządczych, jakości danych oraz przejrzystej metodologii²⁴². W tej narracji Unia Europejska nie tyle „karze” rynek, ile wprowadza mechanizmy mające wzmocnić zaufanie do wskaźników referencyjnych jako elementu infrastruktury, od którego zależy prawidłowe funkcjonowanie rynków kapitałowych i kredytowych.

Dруга perspektywa ma charakter międzynarodowy i polega na przeniesieniu standardów wypracowanych przez instytucje „soft law” do porządku „hard law” Unii Europejskiej. W dokumentach IOSCO z 2013 r. sformułowano zasady dotyczące ładu korporacyjnego administratora, jakości danych wejściowych i przejrzystości metodologii, co stało się globalnym punktem odniesienia dla reform²⁴³. Równolegle FSB w 2014 r. zaproponowała podwójną ścieżkę działań: z jednej strony wzmocnienie i reforma istniejących wskaźników typu IBOR, z drugiej rozwój alternatywnych wskaźników stopy procentowej opartych na płynnych rynkach transakcyjnych²⁴⁴. W pracach legislacyjnych Unii Europejskiej oba wątki są widoczne. Rozporządzenie BMR ustanawia ramy organizacyjne i jakościowe dla wskaźników referencyjnych, nie przesądzając jednak „z góry” o modelu stopy procentowej w sensie ekonomicznym, lecz tworząc przestrzeń dla dalszych reform metodologicznych i rozwiązań kontraktowych.

Cele i zakres rozporządzenia BMR są na tym tle konsekwentne i wielowarstwowe. Podstawowym celem jest zapewnienie integralności i wiarygodności wskaźników referencyjnych, rozumiane jako ograniczenie podatności procesu opracowywa-

240 Por. szerzej J. Beldowski, *WIBOR. Praktyczne uwagi prawne i ekonomiczne*, Warszawa 2023, s. 45-48; S. Korab, *Zgodność WIBOR w kontekście BMR oraz zasad IOSCO*, [w:] *WIBOR. Aktualne problemy prawne*, red. J. Beldowski, P. Szczęśniak, Lublin 2024, s. 121-126.

241 Zob. rozważania na temat stabilności systemu finansowego jako legitymowanym celu interwencji prawodawczej UE: wyrok TSUE, wyrok z 27.11.2012 r., C-370/12, Pringle, EU:C:2012:756

242 Komisja Europejska, Wniosek: Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych, COM(2013) 641 final, s. 2-6.

243 IOSCO, *Principles for Financial Benchmarks*, Final Report, July 2013, s. 4-23.

244 Financial Stability Board, *Reforming Major Interest Rate Benchmarks*, July 2014, s. 1-15.



nia wskaźnika na konflikty interesów, błędy, próby manipulacji oraz ryzyka wynikające z niedostatecznej reprezentatywności danych. Cel ten ma wymiar *stricte* jakościowy. Ustawodawca nie tworzy wskaźników ani nie ustala ich poziomu, lecz narzuca administratorom i uczestnikom procesu wymogi organizacyjne, wymogi w zakresie jednostki nadzorczej i kontrolne, które mają zwiększyć odporność procesu na zakłócenia. Drugim celem jest ochrona uczestników rynku finansowego, w tym w szczególności zapewnienie, aby wskaźniki referencyjne stosowane w instrumentach i umowach były opracowywane w sposób, który minimalizuje ryzyko nieuzasadnionych strat oraz asymetrii informacyjnych. Trzecim celem jest wzmocnienie stabilności systemu finansowego, ponieważ wskaźniki stopy procentowej oddziałują na wycenę instrumentów, mechanikę zabezpieczeń, zarządzanie ryzykiem oraz kanały transmisji polityki pieniężnej, a w konsekwencji ich nieprawidłowe funkcjonowanie może generować ryzyka systemowe.

W systematyce prawa finansowego Unii Europejskiej rozporządzenie BMR nie ma charakteru regulacji ostrożnościowej w ścisłym znaczeniu, takiej jak akty dotyczące wymogów kapitałowych czy płynnościowych instytucji kredytowych. Rozporządzenie BMR reguluje infrastrukturę informacyjną rynku finansowego, określając standardy tworzenia parametrów wykorzystywanych w instrumentach i umowach. Jego funkcja polega na zapewnieniu integralności i przejrzystości procesu ustalania wskaźników, a nie na bezpośrednim kształtowaniu poziomu ryzyka bilansowego instytucji finansowych. Rozróżnienie to ma znaczenie systemowe, ponieważ pokazuje, że stabilność finansowa w prawie Unii Europejskiej jest chroniona zarówno poprzez regulacje ostrożnościowe, jak i poprzez regulacje dotyczące infrastruktury referencyjnej.

Zakres rozporządzenia BMR został zbudowany szeroko i obejmuje wskaźniki referencyjne stosowane w instrumentach finansowych, umowach finansowych oraz do pomiaru wyników funduszy inwestycyjnych, a także reguluje warunki, na jakich podmioty nadzorowane mogą stosować wskaźniki opracowywane przez administratorów. W praktyce oznacza to, że regulacja obejmuje zarówno podmioty zaangażowane w funkcjonowanie wskaźników referencyjnych (administratorzy, podmioty przekazujące dane, metoda), jak i podmioty użytkujące wskaźniki referencyjne (użytkownicy instytucjonalni, którzy stosują wskaźniki w produktach i umowach), wprowadzając spójny model odpowiedzialności i wymogów należy-

tej staranności. Jednocześnie BMR nie jest aktem wyłącznie „bankowym” ani „kapitałowym”. Logika przywołanego aktu łączy rynki instrumentów pochodnych, kredytów, obligacji oraz funduszy, ponieważ wskaźnik referencyjny jest parametrem wspólnym dla tych segmentów.

Kluczowe rozwiązania zawarte w rozporządzeniu BMR – istotne z perspektywy reformy wskaźników typu IBOR – można ująć jako trzy współzależne mechanizmy: klasyfikację wskaźników, wyodrębnienie kategorii wskaźników kluczowych oraz ustanowienie wymogów wobec administratorów i podmiotów przekazujących dane. Klasyfikacja na wskaźniki kluczowe i istotne opiera się na założeniu, że intensywność wymogów oraz narzędzi nadzorczych powinna zależeć od skali ryzyka, jakie niesie nieprawidłowe funkcjonowanie lub zaprzestanie opracowywania danego wskaźnika²⁴⁵. W konsekwencji BMR buduje regulację „warstwowo”. Oznacza to, że podstawowe obowiązki mają charakter powszechny, natomiast instrumenty interwencyjne i szczególne wymogi są skoncentrowane na wskaźnikach o najwyższym znaczeniu rynkowym tj. wskaźnikach kluczowych.

Kategoria wskaźników kluczowych ma z punktu widzenia rynku stopy procentowej szczególną wagę, ponieważ umożliwia zastosowanie narzędzi nadzorczych służących ochronie ciągłości opracowywania i publikowania wskaźnika. Regulacja przewiduje możliwość nałożenia określonych obowiązków na podmioty przekazujące dane, w tym – w warunkach ustawowych – wymóg kontynuacji przekazywania danych, jeśli jest to konieczne dla utrzymania wskaźnika kluczowego. W modelu unijnym jest to odpowiedź na problem infrastrukturalny. Wskaźnik kluczowy jest traktowany jako dobro publiczne rynku finansowego, a nie wyłącznie produkt prywatnego administratora. Jednocześnie ustawodawca wprowadza istotne zabezpieczenia proceduralne, ponieważ interwencja w obowiązki uczestników rynku wymaga spełnienia przesłanek, w tym oceny znaczenia systemowego oraz proporcjonalności środka.

Trzecim filarem rozporządzenia BMR są wymogi wobec administratorów wskaźników referencyjnych. Rozporządzenie ustanawia obowiązki w zakresie ładu korporacyjnego, zarządzania konfliktami interesów, kontroli wewnętrznej, przejrzystości metodologii oraz

245 Por. rozważania na temat testu proporcjonalności: TSUE, wyrok z 8.06.2010 r., C-58/08, Vodafone, EU:C:2010:321 oraz TSUE, wyrok z 4.05.2016 r., C-547/14, Philip Morris, EU:C:2016:325



jakości danych wejściowych. W praktyce szczególne znaczenie mają obowiązki dokumentacyjne i proceduralne. Administrator ma wykazać, że posiada skuteczne ramy kontrolne, a metodologia jest solidna, weryfikowalna i dostosowana do rynku bazowego, którego dotyczy wskaźnik. Ten element ma znaczenie bezpośrednio związane z problematyką IBOR, ponieważ w przypadku wskaźników opartych na rynku niezabezpieczonego finansowania międzybankowego (szczególnie dla terminów dłuższych niż overnight) wyzwaniem jest utrzymanie reprezentatywności danych dla rynku lub realiów gospodarczych, których pomiar jest celem wskaźnika referencyjnego. Rozporządzenie BMR nie rozwiązuje tego problemu ekonomicznie, lecz narzuca wymogi zarządcze i jakościowe, które mają ograniczać skutki takiej strukturalnej zmiany rynku, m.in. poprzez wymagania dotyczące metody wyznaczania, przeglądów oraz procedur awaryjnych.

Szczególnego znaczenia nabiera w tym kontekście pojęcie zdolności każdego opracowywanego kluczowego wskaźnika referencyjnego do pomiaru danego rynku lub danych realiów gospodarczych. Nie jest ono wyłącznie kategorią ekonomiczną, lecz posiada wymiar normatywny, ponieważ utrata reprezentatywności może stanowić przesłankę zastosowania instrumentów nadzorczych, w tym mechanizmu ustawowego zastąpienia wskaźnika. Oznacza to, że ocena, czy wskaźnik nadal odzwierciedla rynek bazowy, staje się elementem analizy prawnej, ale nie wyłącznie ekonomicznej. Reprezentatywność przestaje być zatem cechą opisową, a staje się warunkiem dalszej dopuszczalności stosowania wskaźnika w obrocie regulowanym.

Wprowadzenie nadzoru nad wskaźnikami referencyjnymi w rozporządzeniu BMR stanowi jeden z centralnych elementów konstrukcji tego aktu, porządkujący status administratorów oraz proces opracowywania wskaźników referencyjnych w ramach jednolitego reżimu regulacyjnego. Rozporządzenie ustanawia model, w którym opracowywanie wskaźnika referencyjnego jest działalnością podlegającą autoryzacji oraz stałemu nadzorowi właściwego organu, co znajduje wyraz w obowiązku uzyskania zezwolenia przez administratora oraz spełniania wymogów dotyczących zarządzania i nadzoru, metodologii oraz danych wejściowych.

Kluczowe znaczenie ma w tym kontekście powiązanie nadzoru z kategorią administratora wskaźnika referencyjnego jako podmiotu odpowiedzialnego za całość procesu jego opracowywania. Właściwy organ sprawuje nadzór nad tym, czy administrator zapewnia zgodność z wymogami rozporządzenia,

w szczególności w zakresie stosowania odpowiednich rozwiązań organizacyjnych oraz przejrzystości metody przygotowania danych wejściowych oraz jakości danych wejściowych. Nadzór ten ma charakter ciągły i obejmuje zarówno etap uzyskania zezwolenia, jak i późniejsze funkcjonowanie administratora.

Istotnym elementem modelu nadzorczego przyjętego w rozporządzeniu BMR jest jego zakres podmiotowy, obejmujący nie tylko administratorów, lecz także – w określonym zakresie – podmioty przekazujące dane, zwłaszcza gdy mają one status podmiotów nadzorowanych. Rozwiązanie to odzwierciedla założenie, że rzetelność wskaźnika referencyjnego jest funkcją nie tylko sposobu jego administrowania, lecz także jakości danych wykorzystywanych do jego opracowania. W konsekwencji nadzór obejmuje kluczowe elementy procesu opracowywania wskaźnika referencyjnego, a nie wyłącznie jego końcowy rezultat.

Model nadzorczy BMR ma charakter zdecentralizowany, oparty na właściwych organach państw członkowskich, przy jednoczesnej koordynacji na poziomie unijnym. Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) pełni w tym zakresie funkcję koordynacyjną i informacyjną, w szczególności poprzez prowadzenie rejestru administratorów i wskaźników referencyjnych oraz wspieranie jednolitego stosowania przepisów rozporządzenia. W odniesieniu do wybranych kategorii wskaźników referencyjnych przewidziano także mechanizmy współpracy pomiędzy właściwymi organami, co służy zapewnieniu spójności nadzoru w przypadku wskaźników o istotnym znaczeniu rynkowym.

Wprowadzenie nadzoru wiąże się również z ustanowieniem mechanizmów egzekwowania przepisów rozporządzenia. Właściwe organy zostały wyposażone w kompetencje do stosowania środków nadzorczych oraz sankcji administracyjnych w przypadku naruszenia obowiązków wynikających z BMR. Obejmuje to zarówno środki o charakterze naprawczym, jak i represyjnym, co zapewnia efektywność przyjętego modelu regulacyjnego.

Relacja BMR do wskaźników typu RFR ma w tym sensie charakter pośredni i instytucjonalny. BMR nie ustanawia żadnego konkretnego wskaźnika RFR ani nie nakazuje zastąpienia wskaźników IBOR wskaźnikami opartymi na transakcjach overnight. Rozporządzenie tworzy natomiast ramy prawne, które umożliwiają opracowywanie i stosowanie nowych wskaźników referencyjnych spełniających wymogi



przejrzystości, jakości danych oraz ładu korporacyjnego. Oznacza to, że BMR jest warunkiem legalno-regulacyjnym rozwoju wskaźników typu €STR czy innych europejskich stóp krótkoterminowych.

W pierwotnym brzmieniu BMR przewidywało instrumenty ochrony ciągłości głównie przez pryzmat wskaźników kluczowych i uprawnień nadzorczych wobec administratorów i podmiotów przekazujących dane. Doświadczenia związane z reformą globalnych wskaźników stopy procentowej oraz ryzykiem zaprzestania publikacji niektórych stawek doprowadziły jednak do nowelizacji BMR, która wprowadziła mechanizm wyznaczania ustawowego wskaźnika zastępczego w określonych sytuacjach. Rozporządzenie (UE) 2021/168 zmieniło BMR wprowadzając m.in. art. 23a-art.23c dotyczący zastąpienia wskaźnika referencyjnego. Przewidziany w tym przepisie instrument – przy spełnieniu przesłanek – pozwalał na wskazanie wskaźnika, który z mocy prawa ma zastąpić dotychczasowy wskaźnik w umowach i instrumentach, gdy zaprzestano jego opracowywania lub gdy utracił on reprezentatywność. Konstrukcja ta jest prawnie doniosła, ponieważ stanowi odpowiedź na problem „twardej” ciągłości kontraktowej: nawet najlepsze ramy governance nie rozwiążą kwestii, co ma się stać z milionami umów, jeśli wskaźnik przestaje być dostępny lub przestaje spełniać swoją funkcję.

W praktyce unijnej mechanizm ten jest sprzężony z rolą organów europejskich, w szczególności Komisji Europejskiej oraz ESMA, które uczestniczą w ocenie przesłanek i w przygotowaniu rozwiązań wykonawczych. W materiałach interpretacyjnych oraz w pytaniach i odpowiedziach ESMA dotyczących BMR wyjaśnia się ramy stosowania rozporządzenia, w tym warunki związane z administrowaniem wskaźników oraz wymogami dla użytkowników²⁴⁶. Z perspektywy rynku stopy procentowej oznacza to przesunięcie części ryzyka „zmiany wskaźnika” z poziomu czysto kontraktowego na poziom regulacyjny. W skrajnych przypadkach to prawo Unii Europejskiej lub prawo krajowe może przesądzić, który wskaźnik zastępuje wskaźnik dotychczasowy, aby ograniczyć ryzyka systemowe i spory prawne.

Dalsza zmiana rozporządzenia BMR, dokonana na podstawie rozporządzenia 2021/168 stanowi istot-

ną nowelizację, której zasadniczym celem było uzupełnienie istniejącego reżimu regulacyjnego o mechanizmy umożliwiające zapewnienie ciągłości stosowania wskaźników referencyjnych w sytuacji ich zaprzestania lub utraty reprezentatywności. Nowelizacja ta wpisuje się w szerszy kontekst reformy wskaźników typu IBOR i stanowi odpowiedź na ryzyko powstania luki prawnej w odniesieniu do licznych umów finansowych oraz instrumentów finansowych odwołujących się do wskaźników referencyjnych, które mogą zostać wycofane z rynku.

Kluczowym elementem wprowadzonym przez rozporządzenie 2021/168 jest ustanowienie mechanizmu wyznaczania ustawowego zamiennika wskaźnika referencyjnego na poziomie Unii Europejskiej. Mechanizm ten znajduje wyraz w dodaniu do BMR przepisów umożliwiających Komisji Europejskiej wskazanie, w drodze aktu wykonawczego, wskaźnika referencyjnego, który zastąpi dany wskaźnik w określonych instrumentach finansowych i umowach finansowych. Wprowadzenie takiego rozwiązania oznacza istotne rozszerzenie dotychczasowego modelu regulacyjnego, który opierał się przede wszystkim na mechanizmach kontraktowych, w szczególności na klauzulach awaryjnych oraz planach działania przygotowywanych przez użytkowników wskaźników referencyjnych. Nowelizacja ta zmienia zatem punkt ciężkości regulacji, wprowadzając element interwencji publicznoprawnej w sytuacjach, w których mechanizmy rynkowe lub kontraktowe mogą okazać się niewystarczające dla zapewnienia ciągłości stosunków prawnych. Wyznaczenie zamiennika wskaźnika referencyjnego przez Komisję wywołuje bowiem skutek bezpośredni, polegający na tym, że wskazany wskaźnik zastępuje dotychczasowy wskaźnik z mocy prawa w odniesieniu do określonych kategorii umów i instrumentów, niezależnie od treści postanowień umownych. Rozwiązanie to ma szczególne znaczenie w odniesieniu do tzw. „trudnych” umów, w których brak jest odpowiednich klauzul awaryjnych lub w których ich zastosowanie prowadziło do niepewności prawnej.

Uzupełnieniem powyższego mechanizmu jest regulacja zawarta w art. 23c rozporządzenia BMR, która przewiduje możliwość wyznaczenia zamiennika wskaźnika referencyjnego na poziomie krajowym przez właściwy organ państwa członkowskiego, w którym koncentruje się większość podmiotów przekazujących dane do określonego wskaźnika. Mechanizm ten znajduje zastosowanie w odniesieniu do określonej kategorii wskaźników, w sytuacjach odpowiadających przesłankom zaprzestania ich opracowywania lub utraty reprezentatywności,

²⁴⁶ ESMA, *Questions and Answers: On the Benchmarks Regulation (BMR)*, ESMA70-145-114 (wersje aktualizowane), passim (wyjaśnienia interpretacyjne dotyczące stosowania BMR, w tym zagadnienia związane z administratorami, użytkownikami i przepisami szczególnymi).



w szczególności w razie publicznego ogłoszenia przez właściwy organ lub administratora o zakończeniu opracowywania wskaźnika bądź wycofania lub zawieszenia zezwolenia dla administratora. Wyznaczenie zamiennika następuje w drodze aktu prawa krajowego i – podobnie jak w przypadku rozwiązania unijnego – wywołuje skutek bezpośredni, polegający na zastąpieniu odniesień do dotychczasowego wskaźnika w określonych umowach i instrumentach finansowych, pod warunkiem braku odpowiednich klauzul awaryjnych lub ich niewystarczającego charakteru. Jednocześnie ustawodawca unijny wprowadza istotne ograniczenie tego mechanizmu, przewidując pierwszeństwo autonomii woli stron, które mogą uzgodnić zastosowanie innego zamiennika, co wyłącza ingerencję ustawową. Konstrukcja art. 23c BMR stanowi zatem szczególny instrument interwencji o charakterze krajowym, funkcjonujący równolegle do mechanizmu przewidzianego w art. 23b, przy czym jego zastosowanie zostało ściśle powiązane z określonym zakresem podmiotowym, przedmiotowym oraz przesłankami materialnymi.

Istotnym aspektem regulacji wprowadzonej rozporządzeniem 2021/168 jest również jej zakres zastosowania. Mechanizm ustawowego zastąpienia kluczowego wskaźnika referencyjnego ma charakter wyjątkowy i znajduje zastosowanie w ściśle określonych sytuacjach, w szczególności w odniesieniu do wskaźników referencyjnych o znaczeniu krytycznym lub wskaźników, których zaprzestanie opracowywania mogłoby wywołać poważne zakłócenia w funkcjonowaniu rynków finansowych. Rozwiązanie to nie zastępuje ogólnego modelu opartego na planach i klauzulach awaryjnych, lecz stanowi jego uzupełnienie, mające zastosowanie w sytuacjach wymagających skoordynowanej interwencji na poziomie unijnym i krajowym. Z perspektywy użytkowników wskaźników referencyjnych, w tym banków, wprowadzenie omawianego mechanizmu ma istotne znaczenie praktyczne. Oznacza ono bowiem, że ryzyko związane z zaprzestaniem opracowywania wskaźnika referencyjnego nie jest już zarządzane wyłącznie na poziomie indywidualnych relacji kontraktowych, lecz może zostać w określonych przypadkach rozwiązane w sposób jednolity dla całego rynku²⁴⁷. Jednocze-

śnie nie eliminuje to obowiązku przygotowania przez użytkowników odpowiednich planów działania, lecz wymaga ich uwzględnienia w szerszym kontekście możliwej interwencji regulacyjnej.

W konsekwencji rozporządzenia BMR należy traktować jako element wdrażania reformy wskaźników referencyjnych w Unii Europejskiej w sensie ścisłym. Jest to akt, który instytucjonalizuje standardy IOSCO i FSB, nakładając na administratorów i użytkowników wskaźników konkretne obowiązki oraz ustanawiając narzędzia nadzorcze i interwencyjne. Jednocześnie celem wprowadzenia rozporządzenia BMR nie było zastąpienie jednego typu wskaźników innym – jest raczej ramą, w której mogą współistnieć wskaźniki terminowe i wskaźniki RFR, o ile spełniają wymogi jakościowe, a ryzyko zaprzestania ich opracowywania jest zarządzane poprzez mechanizmy nadzorcze i – w razie potrzeby – przez rozwiązania ustawowego zastąpienia. Z perspektywy stabilności systemu finansowego oraz pewności prawa w obrocie kluczowe jest właśnie to połączenie: wysoki standard ładu i przejrzystości procesu opracowywania wskaźnika oraz istnienie narzędzi prawnych, które w sytuacji krytycznej pozwalają zachować ciągłość instrumentów i umów opartych na wskaźnikach stopy procentowej.

Podsumowując przedstawione rozważania, przyjęcie rozporządzenia BMR w sprawie wskaźników referencyjnych stanowiło w Unii Europejskiej moment przejścia od etapu diagnozy problemów związanych z funkcjonowaniem referencyjnych do etapu kompleksowej regulacji prawnej tej infrastruktury rynku. Regulacja ta nie była jedynie reakcją na pojedyncze nieprawidłowości, lecz elementem szerszej przebudowy systemu stabilności finansowej po kryzysie finansowym lat 2007–2009. Wprowadzenie jednolitego, bezpośrednio stosowanego reżimu prawnego dla administratorów i użytkowników wskaźników referencyjnych oznaczało instytucjonalizację standardów wypracowanych wcześniej na poziomie międzynarodowym oraz ich przekształcenie w wiążące normy prawa unijnego.

Geneza rozporządzenia BMR wynikała z dwóch komplementarnych procesów. Z jednej strony regulacja była odpowiedzią na kryzys zaufania do części wskaźników referencyjnych oraz na ujawnione słabości modelu opartego na deklaracjach panelowych. Z drugiej strony stanowiła implementację standardów wypracowanych w ramach międzynarodowych inicjatyw regulacyjnych, w szczególności zasad IOSCO dotyczących wskaźników oraz rekomendacji Finan-

247 Zob. szerzej P. Szczęśniak, *Zastąpienie kluczowego wskaźnika referencyjnego WIBOR na podstawie norm prawa unijnego i polskiego* [w:] *WIBOR. Aktualne problemy prawne*, red. J. Bełdowski, P. Szczęśniak, Lublin 2024, s. 177 i n., a także M. Blocher, T. Brzezicki, *Ustawowe zastąpienie wskaźnika referencyjnego zgodnie z rozporządzeniem BMR*, „Monitor Prawniczy” 2023, nr 9, s. 12-16.



cial Stability Board dotyczących reformy głównych stawek referencyjnych. W tym sensie BMR należy postrzegać jako instrument przeniesienia standardów *soft law* do porządku prawa twardego, zapewniający ich jednolite stosowanie w całej Unii Europejskiej.

Cele regulacji zostały ukształtowane w sposób wielowymiarowy. Po pierwsze, rozporządzenie BMR zmierza do zapewnienia integralności i wiarygodności wskaźników referencyjnych poprzez ustanowienie wymogów dotyczących ładu korporacyjnego administratorów, jakości danych wejściowych oraz przejrzystości metod ich opracowywania. Po drugie, regulacja ma na celu ochronę uczestników rynku finansowego poprzez zapewnienie, że wskaźniki wykorzystywane w instrumentach i umowach finansowych są opracowywane w sposób przejrzysty i odporny na konflikty interesów. Po trzecie, rozporządzenie BMR pełni funkcję stabilizacyjną w skali systemowej, ponieważ wskaźniki referencyjne stanowią podstawowy element infrastruktury informacyjnej rynku finansowego, wpływając na wycenę aktywów, zarządzanie ryzykiem oraz transmisję polityki pieniężnej.

Z perspektywy rynku stopy procentowej szczególne znaczenie ma mechanizm klasyfikacji wskaźników referencyjnych wprowadzony przez rozporządzenie BMR. Regulacja wprowadza podział na wskaźniki krytyczne, istotne i nieistotne, uzależniając zakres obowiązków i narzędzi nadzorczych od skali znaczenia danego wskaźnika dla rynku finansowego. W przypadku wskaźników o znaczeniu systemowym możliwe jest zastosowanie dodatkowych instrumentów nadzorczych mających na celu zapewnienie ciągłości ich opracowywania i publikacji. Takie podejście odzwierciedla założenie, że nie wszystkie wskaźniki referencyjne generują identyczne ryzyko systemowe, a regulacja powinna być proporcjonalna do ich znaczenia dla rynku.

Istotnym elementem rozporządzenia BMR są również szczegółowe wymogi dotyczące administratorów wskaźników referencyjnych. Rozporządzenie nakłada obowiązki w zakresie zarządzania konfliktami interesów, kontroli wewnętrznej, dokumentowania metodologii oraz zapewnienia odpowiedniej jakości i reprezentatywności danych wejściowych. W przypadku wskaźników typu IBOR regulacja ta

Tabela nr 15. Elementy konstrukcji regulacyjnej BMR

Element regulacji	Znaczenie w ramach BMR
Charakter regulacji	Jednolity, bezpośrednio stosowany reżim prawny dla wskaźników referencyjnych w UE
Podstawa normatywna	Implementacja standardów IOSCO i kierunków reform wskazanych przez FSB
Cel regulacyjny	Zapewnienie integralności, przejrzystości i wiarygodności wskaźników referencyjnych
Zakres regulacji	Administratorzy, podmioty przekazujące dane oraz instytucjonalni użytkownicy wskaźników
Klasyfikacja wskaźników	Podział na wskaźniki krytyczne, istotne i nieistotne zależnie od znaczenia systemowego
Wymogi dla administratorów	Governance, kontrola konfliktów interesów, transparentność metodologii i jakości danych
Mechanizm ciągłości	Możliwość ustawowego zastąpienia wskaźnika w przypadku zaprzestania jego opracowywania

Źródło: opracowanie własne.



ma szczególne znaczenie, ponieważ w warunkach spadku liczby transakcji na rynku niezabezpieczonego finansowania międzybankowego utrzymanie reprezentatywności danych staje się wyzwaniem strukturalnym. BMR nie rozwiązuje tego problemu na poziomie ekonomicznym, lecz wprowadza ramy zarządcze i proceduralne, które mają ograniczać ryzyko wynikające z tej zmiany strukturalnej rynku.

Szczególne znaczenie w kontekście reformy wskaźników stopy procentowej mają również rozwiązania dotyczące zapewnienia ciągłości kontraktowej w przypadku zaprzestania opracowywania wskaźnika. Doświadczenia związane z globalną reformą wskaźników doprowadziły do nowelizacji BMR, w której wprowadzono mechanizm ustawowego zastąpienia wskaźnika referencyjnego w określonych sytuacjach. Regulacja ta umożliwia wskazanie przez prawo Unii wskaźnika zastępczego, który z mocy prawa ma zastąpić dotychczasowy wskaźnik w instrumentach i umowach finansowych. Rozwiązanie to stanowi odpowiedź na problem systemowy związany z ogromną skalą kontraktów opartych na wskaźnikach referencyjnych i ryzykiem powstania sporów prawnych w przypadku ich nagłego zaniku.

W praktyce mechanizm ten jest powiązany z rolą instytucji unijnych, w szczególności Komisji Europej-

skiej oraz Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA), które uczestniczą w ocenie przesłanek zastosowania tego instrumentu oraz w procesie jego wdrażania. Wprowadzenie tego rozwiązania oznacza częściowe przesunięcie ryzyka związanego ze zmianą wskaźnika z poziomu czysto kontraktowego na poziom regulacyjny, co ma na celu ograniczenie potencjalnych zakłóceń w funkcjonowaniu rynku finansowego. Najważniejsze elementy konstrukcji regulacyjnej wynikającej z rozporządzenia BMR przedstawiono syntetycznie przedstawić w tabeli nr 15.

W konsekwencji rozporządzenie BMR należy postrzegać jako centralny element europejskiej implementacji reformy wskaźników referencyjnych. Regulacja ta instytucjonalizuje międzynarodowe standardy dotyczące wskaźników, wprowadzając jednolite wymogi organizacyjne, nadzorcze i metodologiczne dla administratorów oraz użytkowników wskaźników. Jednocześnie tworzy ramy prawne umożliwiające współistnienie różnych modeli wskaźników stopy procentowej – zarówno terminowych wskaźników typu IBOR, jak i alternatywnych wskaźników opartych na stopach overnight – pod warunkiem spełnienia wymogów jakościowych oraz zapewnienia odpowiednich mechanizmów zarządzania ryzykiem ich zaprzestania lub utraty reprezentatywności.



Rozdział VI.

Wskaźniki referencyjne *Risk Free Rate* (RFR) – doświadczenia europejskie

1. Geneza i istota wskaźników referencyjnych RFR

Risk free rates to wskaźniki referencyjne oparte na rzeczywistych, krótkoterminowych transakcjach na rynku pieniężnym (najczęściej overnight), które uznaje się za niemal wolne od ryzyka kredytowego. W przeciwieństwie do IBOR, które zawierają premię za ryzyko, RFR mają charakter niemal „czystej” stopy procentowej²⁴⁸. Po zaleceniach FCA z 2018 r. w zakresie przejścia na alternatywne stopy wolne od ryzyka, które winny być oparte na rzeczywistych transakcjach overnight (O/N), uczestnicy rynku oraz regulatorzy rozpoczęli działania w tym obszarze. Brak wspólnego porozumienia w aspekcie wystandaryzowanej i wspólnej stopy referencyjnej zastępującej LIBOR, spowodował powstanie lokalnych komitetów lub grup roboczych mających na celu opracowanie stosownych standardów. Punktem odniesienia w tym zakresie były standardy zaproponowane przez Międzynarodową Organizację Komisji Papierów Wartościowych (International Organization of Securities Commissions – IOSCO)²⁴⁹. Informacje zawarte w tabeli nr 16 porządkują kwestie związane z procesem powstawania nowych wskaźników oraz związanych z nimi mechanizmów. Zawierają również elementy związane z charakterystyką ekonomiczną i porównaniem wskaźników referencyjnych RFR opartych o transakcje zabezpieczone oraz niezabezpieczone. Zestawienie przedstawia porównanie głównych grup roboczych oraz alternatywnych wskaźników referencyjnych (RFR) w pięciu kluczowych jurysdykcjach: Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii, strefie euro, Szwajcarii oraz Japonii. W każdym z tych obszarów powołano grupy robocze odpowiedzialne za opracowanie alternatyw dla stawek typu IBOR, co świadczy o skoordynowa-

nym, globalnym charakterze reformy wskaźników referencyjnych.

W zakresie samych wskaźników referencyjnych widoczna jest znaczna spójność konstrukcyjna, ponieważ wszystkie analizowane stopy mają charakter overnight i są publikowane z krótkim opóźnieniem (najczęściej w następnym dniu roboczym). Wskaźniki te obejmują odpowiednio: SOFR w USA, SONIA w Wielkiej Brytanii, €STR w strefie euro, SARON w Szwajcarii oraz TONA w Japonii.

Istotnym elementem różnicującym analizowane wskaźniki są ich administratorzy oraz źródła danych. W większości przypadków za publikację odpowiadają banki centralne (FED, BoE, EBC, BoJ), co zwiększa ich wiarygodność instytucjonalną. Wyjątek stanowi Szwajcaria, gdzie administratorem SARON jest SIX Swiss Exchange. Dane wykorzystywane do kalkulacji wskaźników pochodzą z rzeczywistych transakcji rynkowych, przy czym ich charakter różni się między krajami – obejmując zarówno rynki repo, jak i niezabezpieczone rynki pieniężne.

Z punktu widzenia charakterystyki ekonomicznej wskaźników referencyjnych, jednym z najważniejszych wniosków wynikających z informacji zawartych w tabeli nr 16 jest to, że współczesne wskaźniki referencyjne zostały zaprojektowane jako stopy oparte na rzeczywistych transakcjach, co stanowi zasadniczą zmianę względem wcześniejszych wskaźników typu IBOR, bazujących na kwotowaniach. Oznacza to, że wskaźniki typu RFR opierają się na innym mechanizmie opracowywania, który ma zapewnić ich większą odporność.

Z ekonomicznego punktu widzenia kluczowe znaczenie ma również podział na wskaźniki oparte o transakcje zabezpieczone i niezabezpieczone. SOFR oraz SARON są wskaźnikami opartymi na rynku repo, a więc na transakcjach zabezpieczonych, co oznacza minimalizację ryzyka kredytowego i większą stabilność tych wskaźników. W przeciwieństwie do nich SONIA, €STR oraz TONA bazują na rynku nie-

248 Kubacki, D., Reformy referencyjnych stóp procentowych na wybranych rynkach finansowych. *Bezpieczny Bank*, 91(2), 2023. s. 34–60.

249 IOSCO, *Principles for Financial Benchmarks*, International Organization of Securities Commissions, Madrid 2013.



Tabela nr 16. Charakterystyka ekonomiczna i porównanie wskaźników referencyjnych RFR opartych o transakcje zabezpieczone oraz niezabezpieczone

Jurysdykcja	Stany Zjednoczone Ameryki	Wielka Brytania	Strefa euro	Szwajcaria	Japonia
Waluta	USD	GBP	EUR	CHF	JPY
Grupa robocza	Alternative Reference Rates Committee (ARRC)	Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates	Working Group on Risk-Free Rates for the Euro Area	The National Working Group on CHF Reference Rates	Study Group on Risk-Free Reference Rates
Alternatywne jednolite stopy wolne od ryzyka (RFR)	Secured Overnight Financing Rate (SOFR)	Sterling Overnight Index Average (SONIA)	Euro short-term rate (€STR)	Swiss Average Rate Overnight (SARON)	Tokyo Overnight Average Rate (TONA)
Termin i godz. publikacji czasu lokalnego	W następnym dniu roboczym, ok. 8 a.m.	W następnym dniu roboczym, ok. 9 a.m.	W następnym dniu roboczym, o 8 a.m.	Tego samego dnia o 6 p.m.	W następnym dniu roboczym, ok. 10 a.m.
Administrator	Federal Reserve Bank of New York (FED)	Bank of England (BoE)	European Central Bank (ECB)	SIX Swiss Exchange (SIX SE)	Bank of Japan (BoJ)
Dane wejściowe	Triparty repo from FICC (Fixed Income Clearing Corporation), GCF (General Collateral Financing) repo from FICC bilateral	Form SMMD (Sterling Money Market data collection reporting) collected by BoE	Money Market Statistical Reporting (MMSR)	CHF interbank repo	Uncollateralised call money markets
Charakter stopy referencyjnej	Zabezpieczona	Niezabezpieczona	Niezabezpieczona	Zabezpieczona	Niezabezpieczona
Data uruchomienia	3 kwietnia 2018 r.	23 kwietnia 2018 r. (pierwotnie wprowadzona w marcu 1997 r.)	2 października 2019 r.	Publikowana od 2009 r.	Publikowana od 1992 r.

Źródło: Kubacki, D., *Reformy referencyjnych stóp procentowych na wybranych rynkach finansowych*, *Bezpieczny Bank*, 91(2), 2023. s. 37 za: Read O., Beir S., *The End of LIBOR: On Interest Rate Benchmark Reform, Alternative Risk-Free Rates and Transition*, *Springer Briefs in Economics*. Springer., 2021, s. 9.

zabezpieczonym, przez co w nieco większym stopniu odzwierciedlają koszt finansowania międzybankowego obciążony ryzykiem kontrahenta.

Różnice te mają istotne konsekwencje ekonomiczne. Wskaźniki zabezpieczone są zazwyczaj niższe i mniej zmienne, ponieważ nie zawierają premii za ryzyko kredytowe. Natomiast wskaźniki niezabezpieczone mogą lepiej odzwierciedlać warunki rynkowe w zakresie dostępności finansowania, lecz są bardziej

podatne na wahania w okresach napięć finansowych. Zestawienie pokazuje również, że wszystkie nowe wskaźniki mają charakter overnight, co oznacza brak bezpośredniej struktury terminowej. Z ekonomicznego punktu widzenia oznacza to przejście od modelu prognozowania przyszłych stóp do modelu opartego na realizowanych stopach historycznych.

Istotnym wnioskiem jest także rola banków centralnych jako administratorów większości wskaźników.



Wzmocnienie instytucjonalnego nadzoru nad wskaźnikami referencyjnymi zwiększa ich wiarygodność i stabilność, a jednocześnie wpisuje się w szerszy proces regulacyjny po kryzysie finansowym.

Zauważalne są również istotne różnice strukturalne między rynkami finansowymi poszczególnych krajów. Wybór wskaźnika zabezpieczonego (jak w USA i Szwajcarii) odzwierciedla większe znaczenie rynku repo, podczas gdy wybór wskaźników niezabezpieczonych (jak w strefie euro czy Wielkiej Brytanii) wskazuje na większą rolę rynku depozytów międzybankowych. Oznacza to, że konstrukcja wskaźnika referencyjnego nie jest wyłącznie decyzją techniczną, lecz wynika z głębokich uwarunkowań strukturalnych danego systemu finansowego.

Reforma wskaźników referencyjnych doprowadziła zatem do powstania spójnego, globalnego modelu stóp overnight opartych na rzeczywistych transakcjach, przy jednoczesnym zachowaniu różnic wynikających ze struktury krajowych rynków finansowych, w szczególności w zakresie wykorzystania transakcji zabezpieczonych i niezabezpieczonych jako podstawy wyznaczania wskaźników RFR. Charakter ekonomiczny i przykładowe cechy wskaźników RFR opartych o transakcje zabezpieczone oraz niezabezpieczone zostały przedstawione w kolejnych częściach niniejszego rozdziału na przykładzie rozwiązań stosowanych w strefie euro w związku z implementacją wskaźnika €STR oraz na przykładzie wskaźnika SARON.

2. Porównanie wskaźników referencyjnych RFR oraz IBOR (zalety oraz wady)

Proces ewolucji wskaźników referencyjnych typu RFR w Europie stanowił konsekwencję rekomendacji FSB oraz działań podjętych przez banki centralne i organy nadzoru w odpowiedzi na ograniczenia konstrukcyjne stawek typu IBOR. W wymiarze europejskim szczególne znaczenie miało wypracowanie wskaźnika €STR (*Euro Short-Term Rate*), opracowywanego przez Europejski Bank Centralny, który zastąpił wcześniej wskaźnik EONIA i stał się podstawowym wskaźnikiem RFR punktem odniesienia dla rynku euro²⁵⁰. Proces ten miał charakter instytucjonalny i był ko-

ordynowany przez organy publiczne, przy aktywnym udziale uczestników rynku finansowego.

Porównanie wskaźników typu IBOR i RFR wymaga w pierwszej kolejności wskazania różnic konstrukcyjnych i metodologicznych. Wskaźniki IBOR były projektowane jako stopy terminowe, obejmujące określony termin zapadalności (np. 1M, 3M, 6M), a ich poziom zawierał w sobie komponent ryzyka kredytowego banków oraz premię za terminowość. Ich konstrukcja historycznie opierała się na modelu panelowym, w którym banki przekazywały kwotowania, stanowiące co do zasady deklaracje dotyczące kosztu finansowania niezabezpieczonego. W przeciwieństwie do tego wskaźniki RFR mają co do zasady charakter overnight i są opracowywane na podstawie rzeczywistych transakcji zawieranych na płynnych rynkach o bardzo krótkim terminie zapadalności. Danymi wejściowymi zatem przekazywanymi do administratora przez podmioty przekazujące dane są bezpośrednio dane dotyczące transakcji. Oznacza to zasadniczą różnicę metodologiczną. Wskaźniki IBOR miały bowiem charakter terminowy i częściowo deklaracyjny, podczas gdy wskaźniki RFR są krótkoterminowe i w maksymalnym stopniu oparte bezpośrednio na danych transakcyjnych jako danych wejściowych.

Różnica ta przekłada się nie tylko na odmienną podstawę danych, lecz także na sposób ich kwalifikacji w świetle rozporządzenia BMR oraz zakres reprezentatywności wskaźnika referencyjnego. W przypadku wskaźników typu IBOR danymi wejściowymi są w istocie przede wszystkim kwotowania przekazywane przez podmioty przekazujące dane, które – zgodnie z systematyką załącznika I do rozporządzenia BMR – mogą opierać się na różnych kategoriach danych, w tym na danych dotyczących transakcji, ale także na danych nietransakcyjnych lub na elementach uznaniowych. Oznacza to, że nawet w przypadku stosowania metody hybrydowej, dane wejściowe mogą obejmować zarówno informacje wynikające z rzeczywistych transakcji, jak i dane o charakterze szacunkowym. W przypadku wskaźników typu RFR sytuacja jest odmienna. Dane wejściowe mają w przeważającym stopniu charakter danych dotyczących rzeczywistych transakcji zawieranych na rynku właściwym dla danego wskaźnika, co odpowiada preferencji wyrażonej w rozporządzeniu BMR, aby – w miarę możliwości – opierać wskaźniki referencyjne na danych transakcyjnych. W konsekwencji wskaźniki takie jak €STR odzwierciedlają warunki finansowania na podstawie szerokiego zbioru rzeczywistych trans-

250 European Central Bank, *€STR – methodology and policies*, Frankfurt am Main 2019 (z późn. zm.).



akcji overnight raportowanych przez znaczną liczbę instytucji finansowych, co wzmacnia ich reprezentatywność w rozumieniu rozporządzenia BMR.

Odmienne jest również funkcja obu kategorii wskaźników w systemie rynku finansowego. Wskaźniki IBOR pełniły funkcję wskaźników terminowych, umożliwiających z góry ustalenie kosztu finansowania na określony okres, co było szczególnie istotne w konstrukcji kredytów o zmiennym oprocentowaniu oraz w instrumentach pochodnych. Wskaźniki RFR jako wskaźniki overnight wymagają zastosowania odpowiednich mechanizmów w celu wyznaczenia stopy za dłuższy okres. Może to powodować przesunięcie momentu ostatecznego ustalenia wysokości odsetek na koniec okresu odsetkowego, co rodzi określone konsekwencje operacyjne i kontraktowe.

W odpowiedzi na potrzeby części uczestników rynku podjęto również próby opracowania terminowych wskaźników typu RFR, konstruowanych z wykorzystaniem (pośrednio) transakcji w zakresie instrumentów pochodnych. Rozwiązania te mają na celu zachowanie funkcji *ex ante* ustalonej stopy terminowej przy jednoczesnym oparciu konstrukcji na wskaźniku transakcyjnym. Ich zastosowanie pozostaje jednak ograniczone i podlega szczególnym warunkom regulacyjnym, co potwierdza, że podstawowym modelem reformy w Unii Europejskiej pozostaje wykorzystanie wskaźników overnight jako fundamentu nowej architektury referencyjnej.

W odniesieniu do zalet wskaźników IBOR należy wskazać przede wszystkim ich terminowy charakter oraz obecność komponentu ryzyka kredytowego. Dla banków udzielających kredytów zmiennoprocentowych IBOR stanowiły naturalne odzwierciedlenie kosztu finansowania związanego z ryzykiem kredytowym. Jednocześnie wskaźniki te uwzględniały także premię za płynność oraz element oczekiwań co do przyszłego kształtowania się stóp procentowych, co wynikało z ich konstrukcji jako stawek terminowych. W konsekwencji IBOR pełniły funkcję nie tylko miary bieżącego kosztu finansowania, lecz także syntetycznego odzwierciedlenia warunków finansowych w określonym horyzoncie zapadalności. Ponadto przez wiele lat były one silnie zakorzenione w praktyce kontraktowej, co sprzyjało jednolitości dokumentacji i przewidywalności rozliczeń. Wady wskaźników IBOR ujawniły się jednak wraz ze spadkiem wolumenu transakcyjnego oraz zwiększeniem roli elementów deklaracyjnych. Ograniczona liczba rzeczywistych transakcji dla niektórych tenorów powodowała wątpliwości co do reprezentatywności wskaźnika, a mo-

del panelowy był postrzegany jako bardziej podatny na potencjalne konflikty interesów.²⁵¹

Z kolei do zalet wskaźników RFR należy ich silne oparcie bezpośrednio na rzeczywistych transakcjach oraz brak swobody uznania w procesie przygotowania danych wejściowych oraz w procesie ich opracowywania. W przypadku €STR metodologia opiera się na codziennym agregowaniu po stronie EBC dużej liczby transakcji raportowanych zgodnie z rozporządzeniem EBC w sprawie statystyki rynku pieniężnego²⁵², co zwiększa przejrzystość i wiarygodność wskaźnika. Oparcie wskaźnika bezpośrednio na dużej liczbie danych dotyczących transakcji powoduje, że wskaźniki RFR w większym stopniu odzwierciedlają bieżące warunki płynnościowe rynku.

Jednocześnie wskaźniki typu RFR posiadają również ograniczenia. Brak komponentu ryzyka kredytowego oznacza, że wskaźnik nie uwzględnia premii za ryzyko charakterystycznej dla finansowania terminowego banków. W warunkach napięć rynkowych różnica pomiędzy stopą wolną od ryzyka a kosztem finansowania bankowego może się istotnie zwiększać, co powoduje, że RFR nie stanowi bezpośredniego substytutu IBOR w sensie ekonomicznym. Ponadto stosowanie stóp overnight kapitalizowanych z dołu rodzi wyzwania kontraktowe i operacyjne, wymagając dostosowania systemów informatycznych, modeli wyceny oraz dokumentacji umownej. Dodatkowo należy wskazać, że wskaźniki typu RFR mogą podlegać specyficznym ograniczeniom wynikającym z uwarunkowań instytucjonalnych i regulacyjnych rynku pieniężnego. W szczególności ich poziom może być kształtowany przez czynniki inne niż wyłącznie koszt finansowania międzybankowego, w tym rozwiązania prawne i podatkowe wpływające na strukturę transakcji, a także instrumenty polityki pieniężnej banku centralnego. W praktyce może to prowadzić do okresowych zaburzeń lub zwiększonej zmienności wskaźnika, co obserwowano m.in. na rynku krajowym w odniesieniu do wskaźników opartych na transakcjach overnight w okresach końca miesiąca. Zjawiska te wskazują, że mimo oparcia na danych transakcyjnych, wskaźniki typu RFR nie są

251 D. Duffie, J.C. Stein, *Reforming LIBOR and Other Financial Market Benchmarks*, „Journal of Economic Perspectives” 2015, nr 29(2), s. 191–212.

252 Rozporządzenie Europejskiego Banku Centralnego (UE) nr 1333/2014 z dnia 26 listopada 2014 r. w sprawie statystyki rynków pieniężnych (z późn. zm.)



całkowicie wolne od czynników o charakterze systemowym, które mogą wpływać na ich krótkookresową dynamikę.

Brak komponentu ryzyka kredytowego w konstrukcji wskaźników typu RFR oznacza również zmianę struktury alokacji ryzyka w relacjach kontraktowych. We wskaźnikach typu IBOR część premii za ryzyko kredytowe była inkorporowana w sam wskaźnik, natomiast we wskaźnikach RFR ryzyko to musi być odzwierciedlone w marży lub w innych elementach konstrukcji produktu finansowego. Powoduje to przesunięcie ciężaru negocjacyjnego oraz potencjalnych sporów interpretacyjnych na poziom umowy, a nie na poziom wskaźnika. Z perspektywy systemowej oznacza to przejście od modelu „wspólnej” stopy terminowej zawierającej komponent ryzyka do modelu bardziej zindywidualizowanej wyceny ryzyka kredytowego.

Z perspektywy praktyki prawnej przejście na wskaźniki RFR wymagało wprowadzenia klauzul awaryjnych, dostosowania wzorców umownych oraz zapewnienia zgodności z wymogami rozporządzenia BMR. Proces ten miał charakter stopniowy i był koordynowany na poziomie europejskim przez banki centralne i organy nadzoru. W wymiarze systemowym rozwój wskaźników RFR przyczynił się do zwiększenia odporności infrastruktury finansowej poprzez oparcie kluczowych punktów odniesienia na głębokich i płynnych rynkach transakcyjnych.

Doświadczenia europejskie pokazują zatem, że wskaźniki IBOR i RFR pełnią odmienne funkcje i odpowiadają na różne potrzeby rynku finansowego. Reforma nie polegała wyłącznie na zastąpieniu jednej kategorii wskaźników drugą, lecz na przekształceniu architektury referencyjnej w kierunku większej przejrzystości i odporności systemowej. W tym sensie rozwój RFR stanowi element szerszego procesu stabilizacyjnego, który miał na celu wzmocnienie zaufania do wskaźników referencyjnych jako fundamentu nowoczesnego rynku kapitałowego i bankowego.

Analiza wskaźników typu IBOR i RFR prowadzi do wniosku, że obie kategorie nie są ekonomicznie tożsame, lecz odpowiadają odmiennym funkcjom i odzwierciedlają odmiennie segmenty rynku finansowego. Wskaźniki IBOR miały charakter terminowy i obejmowały komponent ryzyka kredytowego banków oraz premię za terminowość, przez co stanowiły naturalny punkt odniesienia dla kredytów o zmiennym oprocentowaniu i dla instrumentów pochodnych wymagających stopy ustalonej *ex ante*.

Ich historyczną zaletą była zatem kontraktowa użyteczność oraz zdolność do syntetycznego ujmowania kosztu finansowania bankowego w określonym horyzoncie czasowym. Jednocześnie jednak model ten stawał się coraz trudniejszy do utrzymania w warunkach spadku wolumenu transakcji na rynku niezabezpieczonego finansowania międzybankowego i wzrostu znaczenia komponentów deklaracyjnych.

Wskaźniki typu RFR zostały ukształtowane według odmiennych założeń. Ich konstrukcja opiera się na rzeczywistych transakcjach overnight, agregowanych według z góry określonych reguł metodologicznych, przy minimalizacji uznaniowości i elementów szacunkowych. W przypadku wskaźnika referencyjnego €STR oznacza to codzienne wyznaczanie stopy odzwierciedlającej hurtowe niezabezpieczone koszty finansowania overnight banków strefy euro, przy zastosowaniu metodologii opartej na wolumenowo ważonej średniej przyciętej, co wzmacnia odporność wskaźnika na obserwacje odstające. W tym sensie RFR nie są jedynie „nową wersją” IBOR, lecz innym typem wskaźnika, projektowanym z perspektywy stabilności, przejrzystości i zakorzenienia w danych transakcyjnych.

Różnice metodologiczne przekładają się bezpośrednio na odmienną funkcję obu kategorii wskaźników. Wskaźniki IBOR umożliwiały ustalenie kosztu odsetkowego z góry dla określonego okresu, natomiast wskaźniki RFR – jako stopy overnight – wymagają zastosowania mechanizmów kapitalizacji, aby odtworzyć stopę za dłuższy okres. Oznacza to przesunięcie momentu pełnego ustalenia wysokości odsetek na koniec okresu odsetkowego i rodzi konsekwencje zarówno operacyjne, jak i kontraktowe. Europejskie doświadczenia przejścia ze wskaźnika EONIA na wskaźnik €STR pokazały, że reforma ta wymagała nie tylko zmiany samego punktu odniesienia, lecz także dostosowania procedur operacyjnych, dokumentacji, systemów wyceny i praktyki rozliczeniowej na rynkach kasowych i pochodnych.

Z perspektywy praktyki prawnej i kontraktowej reforma ta wymagała zatem nie tylko zmiany wskaźnika, lecz także rekonstrukcji sposobu ustalania oprocentowania, dostosowania wzorców umownych oraz wprowadzenia odpowiednich mechanizmów fallback. Rozwój wskaźników typu RFR nie oznaczał więc prostego zastąpienia jednej stopy inną, ale przejście od modelu wspólnego, terminowego wskaźnika referencyjnego zawierającej element ryzyka bankowego do modelu, w którym punkt od-



niesienia ma charakter bardziej neutralny, zaś ryzyko kredytowe i ekonomiczny koszt finansowania są w większym stopniu odzwierciedlane przez marżę, konstrukcję produktu lub dodatkowe komponenty umowne.

W konsekwencji doświadczenia europejskie prowadzą do wniosku, że wskaźniki IBOR i RFR nie powinny być ujmowane jako rozwiązania zamiennie w sensie ścisłym, lecz jako narzędzia odpowiadające różnym potrzebom rynku i różnym logikom konstrukcyjnym. Reforma europejskiej infrastruktury referencyjnej polegała nie tyle na prostym „porzuceniu” wskaźników IBOR, ile na przesunięciu ciężaru systemowego w kierunku wskaźników bardziej przejrzystych, transakcyjnych i odpornych na zakłócenia, przy jednoczesnym zachowaniu możliwości dalszego funkcjonowania niektórych stawek terminowych w odpowiednio zreformowanej formule. W tym sensie rozwój €STR i innych wskaźników typu RFR stanowi element szerszego procesu stabilizacyjnego, którego celem było wzmocnienie zaufania do wskaźników finansowych jako podstawowej infrastruktury rynku pieniężnego, kapitałowego i bankowego. Rozwój wskaźników typu RFR w Europie był próbą prze-

budowy całego modelu referencyjnego w kierunku większej przejrzystości, odporności instytucjonalnej i zgodności z logiką rynku transakcyjnego.

3. Porównanie wskaźników referencyjnych RFR w Polsce i strefie Euro (porównanie €STR i POLSTR jako wstęp do sformułowania wniosków w zakresie korelacji ze stopami depozytowymi banków centralnych)

Zdefiniowane we wcześniejszych rozdziałach kluczowe wskaźniki referencyjne *Risk Free Rate*, którymi są €STR oraz POLSTR pozwalają na dokonanie ich porównania z uwagi na rolę, jaka została im przypisana zarówno na rynku europejskim, jak i w Polsce. W przypadku rynku polskiego zaistniała bowiem potrzeba dostosowania rynku finansowego do międzynarodowych trendów preferujących wskaźniki referencyjne oparte na depozytach jednodniowych. W celu dokonania stosownego porównania w tabeli nr 17 zestawiono wybrane charakterystyki wskaźników €STR oraz POLSTR.

Tabela nr 17. Porównanie wybranych charakterystyk wskaźników referencyjnych RFR

Nazwa wskaźnika referencyjnego	POLSTR (<i>Polish Short Term Rate</i>)	€STR (<i>Euro Short-Term Rate</i>)
Administrator	GPW Benchmark S.A.	Europejski Bank Centralny (EBC)
Typ wskaźnika	Risk Free Rate (RFR) – stopa bliska stopie wolnej od ryzyka (możliwie dobre przybliżenie koncepcji stopy wolnej od ryzyka ²⁵³)	Risk Free Rate (RFR) – stopa bliska stopie wolnej od ryzyka
Definicja	Średni poziom stopy procentowej ważonej wolumenem transakcji depozytowych w złotych zawartych na termin zapadalności O/N na hurtowym rynku pieniężnym ²⁵⁴	Referencyjna stopa procentowa, po której instytucje finansowe udzielają sobie pożyczek na okres jednego dnia w strefie euro
Waluta	Złoty polski	Euro

253 NBP, *Raport o stabilności systemu finansowego 2024*, s. 333

254 https://www.knf.gov.pl/dla_rynku/Wskazniki_referencyjne/aktualnosci?articleId=94015&p_id=18 dostęp 16.03.2026



Nazwa wskaźnika referencyjnego	POLSTR (<i>Polish Short Term Rate</i>)	€STR (<i>Euro Short-Term Rate</i>)
Charakter wskaźnika	Backward-looking - oparta na transakcjach z poprzedniego dnia	Backward-looking ²⁵⁵ - oparta na transakcjach z poprzedniego dnia
Termin zapadalności	Overnight	Overnight
Konwencja odsetkowa	ACT/365 ²⁵⁶	ACT/360 ²⁵⁷
Czas i miejsce publikacji	Wskaźnik jest publikowany na stronie internetowej administratora w każdym dniu roboczym, w którym dochodzi do jego wyznaczenia o godzinie 12:55. Administrator udostępnia POLSTR w czasie rzeczywistym, tj. o godzinie 8:55 lub niezwłocznie po niej za pośrednictwem i na warunkach określonych przez dystrybutorów informacji	Wskaźnik jest publikowany na stronie internetowej administratora o godzinie 8:00 w każdy dzień roboczy
Kanały dystrybucji informacji	Strona internetowa gpwbenchmark.pl, dystrybutorzy informacji rynkowej	Strona internetowa Europejskiego Banku Centralnego, platforma Market Information Dissemination (MID), the ECB's Statistical Data Warehouse
Nadzór	Komitet Nadzorczy Wskaźników Referencyjnych Stóp Procentowych, wykonujący funkcję jednostki nadzorczej w rozumieniu art. 5 rozporządzenia BMR	Komitet Nadzorczy (€STR Oversight Committee) funkcjonujący w ramach Europejskiego Banku Centralnego ²⁵⁸
Transparentność	Wysoka – stopa oparta na rzeczywistych transakcjach	Wysoka – stopa oparta na rzeczywistych transakcjach. EBC okresowo raportuje błędy większe od 0,1 pb ²⁵⁹

255 EBC, *Compounded €STR average rates and index. Calculation and publication rules*. https://www.ecb.europa.eu/stats/euro-short-term-rates/interest_rate_benchmarks/WG_euro_risk-free_rates/shared/pdf/ecb.Compounded_euro_short-term_rate_calculation_rules.en.pdf (dostęp: 16.03.2026).

256 Regulamin Indeksu Stopy Procentowej POLSTR, przyjęty Uchwałą Zarządu GPW Benchmark S.A. nr 61/2025 z dnia 23.05.2025 r. punkt 2.1.5. POLSTR_Regulamin_2.06.25.pdf (dostęp 16.03.2026).

257 EBC, *Compounded €STR average rates and index. Calculation and publication rules*. https://www.ecb.europa.eu/stats/euro-short-term-rates/interest_rate_benchmarks/WG_euro_risk-free_rates/shared/pdf/ecb.Compounded_euro_short-term_rate_calculation_rules.en.pdf (dostęp: 16.03.2026)

258 https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/euro_short-term_rate/html/eurostr_oversight.en.html (dostęp 16.03.2026).

259 https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/euro_short-term_rate/transparency/html/index.en.html (dostęp 16.03.2026).



Nazwa wskaźnika referencyjnego	POLSTR (<i>Polish Short Term Rate</i>)	€STR (<i>Euro Short-Term Rate</i>)
Data rozpoczęcia publikacji	2 czerwca 2025 r. jako wskaźnik spełniający wymagania Rozporządzenia o Wskaźnikach Referencyjnych ²⁶⁰	2 października 2019 r. przez Europejski Bank Centralny
Nazwa zastępowanego wskaźnika	WIBOR	EONIA

Źródło: opracowanie własne.

260 https://www.gpw.pl/aktualnosc?cmn_id=116979&title=GPW+Benchmark+startuje+z+nowym+indeksem+POLSTR (dostęp: 16.03.2026) oraz https://www.gpwbenchmark.pl/aktualnosci_czytaj?cmn_id=2559&title=Rozpocz%C4%99cie+opracowywania+POLSTR+oraz+POLSTR+St%C3%B3p+Sk%C5%82adanych++POLSTR+Indeksu+Jednospodstawowego (dostęp: 16.03.2026). Na stronie GPW Benchmark S.A. można zapoznać się z tzw. historią preprodukcyjną Indeksu Stopy Procentowej POLSTR oraz indeksów z Rodziny Indeksów Składanych POLSTR skalkulowaną na historycznych danych transakcyjnych za okres od 4 stycznia 2021. https://gpwbenchmark.pl/dane_historyczne (dostęp: 14.05.2026 r.)

Analizując informacje zawarte w tabeli nr 17 można zauważyć, że oba porównywane wskaźniki POLSTR oraz €STR charakteryzują się kluczowymi podobieństwami tj.

- oba należą do kategorii *Risk Free Rate* (RFR), czyli wskaźników zbliżonych do stopy wolnej od ryzyka, co oznacza, że mają one potencjał w wykorzystaniu ich wartości jako stopy bazowej do dyskontowania różnych przepływów pieniężnych (dla określonych walorów/projektów/produktów finansowych) oraz wyceny aktywów rzeczowych (np. nieruchomości komercyjnych),
- mają charakter *backward-looking* – oba oparte na transakcjach z dnia poprzedniego, co niejednokrotnie może sprzyjać porównywalności trendów kształtowania się tych stóp na rynku polskim i na rynku europejskim,
- administrowane są przez podmioty nadzorowane, które udostępniają wszelkie regulacje, na których bazują zasady funkcjonowania tych wskaźników oraz umożliwiają pozyskanie danych o tych wskaźnikach, co wpływa nie tylko na wiarygodność samych wskaźników, ale także pozwala na poszerzenie wiedzy uczestników rynku finansowego,
- celem ich pomiaru jest rynek, charakteryzujący się obecnie wysoką płynnością, głębokością i w konsekwencji poziomem transakcyjności.

4. Wykorzystanie wskaźników referencyjnych RFR oraz konsekwencje dla wyceny instrumentów finansowych

Wskaźniki referencyjne pełnią istotną rolę na rynku finansowym i wykorzystywane są przez wiele podmiotów funkcjonujących na tym rynku. Na ich podstawie niejednokrotnie²⁶¹ określa się wysokość zobowiązań stron w kontraktach opartych na zmiennej stopie procentowej (tzw. instrumentów finansowych²⁶²). Dotyczy to przede wszystkim umów zawieranych na rynku finansowym (m.in. umów kredytowych, umów leasingowych), instrumentów dłużnych, instrumentów pochodnych, jak również kwestii pomiaru wyników funduszy inwestycyjnych²⁶³. Zważywszy na tak szerokie zastosowanie, dla większości uczestników rynku finansowego, istotne znaczenie ma nie tylko sukcesywne zastępowanie wskaźników IBOR wskaźnikami RFR w istniejących już umowach, ale

261 W przypadku niektórych instrumentów np. Rodzinnych Obligacji Skarbowych, oprocentowanie (począwszy od drugiego roku) oparte jest na stopie inflacji powiększonej o marżę <https://www.obligacjeskarbowe.pl/oferta-obligacji/obligacje-6-letnie-ros/ros0332/> (dostęp: 20.03.2026)

262 Zgodnie z definicją K. Jajugi i T. Jajugi „instrument finansowy to kontrakt zawarty między dwiema stronami, regulujący zależność finansową między tymi stronami”, szerzej: K. Jajuga, T. Jajuga *Inwestycje*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006, s.21

263 Dla wskaźnika WIBOR kwestie te zostały szczegółowo omówione w innej części raportu.



także tworzenie nowych instrumentów i produktów finansowych opartych na wskaźnikach referencyjnych RFR.

Sytuacja ta jest w szczególności ważna dla uczestników rynku finansowego, dla których wartości przychodów i/lub kosztów zależą od kształtowania się poziomu wskaźników referencyjnych. W szczególności to dotyczy:

- a. banków, których przychody odsetkowe z zawartych umów kredytowych, umów leasingowych zależą bezpośrednio od poziomu wskaźnika referencyjnego,
- b. przedsiębiorstw leasingowych, które wyznaczają wysokość czynszu leasingowego w oparciu o wskaźnik referencyjny oraz – w przypadku wypowiedzenia umowy leasingu – wartość tzw. odszkodowania²⁶⁴ w części dotyczącej zdyskontowanych czynszów leasingowych pozostałych do zapłaty i ceny wykupu sprzętu, w sytuacji, gdy stopa dyskontowa oparta jest na wskaźniku referencyjnym,
- c. gospodarstw domowych, które finansują swoje potrzeby mieszkaniowe, konsumenckie oraz inwestycyjne kredytami o zmiennym oprocentowaniu opartym na stawce referencyjnej,
- d. przedsiębiorstw, które finansują swoją działalność bieżącą oraz inwestycyjną w oparciu o produkty finansowe i/lub instrumenty finansowe zależne od wskaźnika referencyjnego, co przekłada się na koszt pozyskania kapitału (np. emisja obligacji, zawarcie umowy kredytu inwestycyjnego),
- e. inwestorów (będących zarówno osobami fizycznymi, jak i podmiotami gospodarczymi), którzy budują swój portfel inwestycyjny w oparciu o aktywa, z tytułu których dochód zależy od kształtowania się wskaźnika referencyjnego, jak w przypadku niektórych obligacji, funduszy inwestycyjnych,

f. emitentów obligacji (państwa, przedsiębiorstw, jednostek samorządu terytorialnego), którzy – jak w przypadku przedsiębiorstw i jednostek samorządu terytorialnego – pozyskują kapitał na sfinansowanie różnych przedsięwzięć, a oprocentowanie wyemitowanych instrumentów dłużnych oparte jest na wskaźniku referencyjnym,

g. funduszy inwestycyjnych, dla których opłaty za wynik zależą bezpośrednio od kształtowania się wartości wskaźnika referencyjnego,

h. podmiotów wykorzystujących instrumenty pochodne do zabezpieczania się przed różnymi rodzajami ryzyka, głównie ryzyka stopy procentowej.

Biorąc pod uwagę tak szerokie spektrum wykorzystania zmiennego oprocentowania zależnego od wskaźników referencyjnych w dalszej części skoncentrowano się na instrumentach dłużnych, wskazując zasady naliczania odsetek opartych o jeszcze funkcjonujący wskaźnik WIBOR, choć w przypadku niektórych emisji, emitent już zastrzega sobie możliwość zmiany wskaźnika WIBOR na wskaźnik POLSTR należący do grupy wskaźników RFR.

1. Obligacje skarbowe

Analizie poddano pięć wybranych listów emisyjnych obligacji skarbowych opartych o wskaźnik WIBOR (zob. tabelę nr 18). Wszystkie obligacje mają tego samego emitenta, czyli Skarb Państwa reprezentowany przez Ministra Finansów, są to obligacje detaliczne o nominale 100 zł, a wartości emisji mieszczą się w przedziale od 500 mln zł do 2 mld zł. W analizowanej grupie uwzględniono wyłącznie obligacje zmiennoprocentowe typu TOZ, których oprocentowanie jest powiązane z rynkową stopą procentową. Ze względów oczywistych, dla obligacji skarbowych tabela nie wskazuje zindywidualizowanego celu emisji. Listy emisyjne opisują warunki sprzedaży, wykupu i naliczania odsetek, a nie konkretny projekt czy deficyt do sfinansowania. Najbardziej charakterystyczną cechą tej grupy obligacji jest sposób użycia WIBOR. W emisjach TOZ stopa procentowa od drugiego okresu odsetkowego jest liczona jako iloczyn stawki bazowej i mnożnika, przy czym stawka bazowa to średnia arytmetyczna WIBOR 6M z pięciu kolejnych dni roboczych, a mnożnik wynosi 1,00. Oznacza to, że WIBOR nie jest powiększany o marżę i pełni funkcję bezpośredniego odzwierciedlenia rynkowego poziomu stóp procentowych.

²⁶⁴ Odszkodowanie z reguły składa się z sumy zdyskontowanych, pozostałych do zapłaty czynszów leasingowych i kwoty równej cenie wykupu sprzętu oraz kosztów windykacji sprzętu – ustalonej często ryczałtowo jako 20% łącznej wartości zdyskontowanych pozostałych do zapłaty czynszów leasingowych i kwoty równej cenie wykupu sprzętu (szerzej np. Ogólne Warunki Umowy Leasingu Operacyjnego w Credit Agricole EFL Leasing <https://efl.pl/pl/obsługa-klienta/dokumenty-do-umowy> (dostęp: 20.03.2026))



Wzór ma więc postać:

$$J = \frac{1}{5} * (w1 + w2 + w3 + w4 + w5)$$

gdzie:

J – stawka bazowa stopy procentowej, zaokrąglona do dwóch miejsc po przecinku,

w1, w2, w3, w4, w5 – stopy WIBOR 6M z pięciu kolejnych dni roboczych, z czego ostatni przypada nie później niż na pięć dni przed dniem, w którym rozpoczyna się okres odsetkowy.

Stopa procentowa obligacji jest równa:

$$r = J * M$$

gdzie: **M** – mnożnik

natomiast wysokość należnych odsetek są obliczane według formuły:

$$O = N * r * \frac{a}{D * F}$$

gdzie: **O** – kwota odsetek; **N** – wartość nominalna obligacji; **r** – stopa procentowa (oprocentowanie); **a** – liczba dni w okresie odsetkowym; **D** – rzeczywista liczba dni w danym okresie odsetkowym, z włączeniem pierwszego dnia okresu odsetkowego oraz wyłączeniem ostatniego dnia okresu odsetkowego, **F** – częstotliwość płatności kuponowych w roku.

Wewnętrzne różnice w grupie obligacji skarbowych dotyczą głównie wysokości pierwszego kuponu oraz wartości emisji, natomiast konstrukcja ekonomiczna i sposób wykorzystania WIBOR pozostają spójne.

W dniu 21 listopada 2025 r. Ministerstwo Finansów przeprowadziło pierwszą pilotażową emisję obligacji skarbowych opartych na wskaźniku POLSTR podczas aukcji sprzedaży. Sprzedaż wyniosła 1,48 mld PLN przy zgłoszonym popycie w wysokości 1,9 mld PLN. W ramach sprzedaży dodatkowej inwestorzy nabyli obligacje o wartości 0,4 mld PLN²⁶⁵. Zgodnie z listem emisyjnym nr 157/2025 Ministra Finansów i Gospodarki z dnia 22 grudnia 2025 r. w sprawie emisji obligacji o oprocentowaniu zmiennym i terminie wykupu w dniu 25 marca 2031 r., oprocentowanie obligacji jest zmienne i odpowiada wysokości stopy

procentowej składanej obliczanej oddzielnie na każdy dzień roboczy okresu odsetkowego.

Sposób obliczenia wartości narosłych odsetek od jednej obligacji o zmiennym oprocentowaniu kalkulowanym w oparciu o stopę procentową składaną określone zostało w zał. 2 Obwieszczenia Ministra Finansów z dnia 9 marca 2025 r. w sprawie ogłoszenia jednolitego tekstu rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie warunków emitowania obligacji skarbowych oferowanych w sprzedaży hurtowej²⁶⁶, zgodnie z którym:

1. Wartość narosłych odsetek od jednej obligacji o zmiennym oprocentowaniu kalkulowanym w oparciu o stopę procentową składaną wyliczaną na bazie wskaźnika referencyjnego na dzień roboczy „d”, na który dokonywane są obliczenia, jest obliczana według poniższego wzoru, z zaokrągleniem do dwóch miejsc po przecinku:

$$O_d = N * r_d * \frac{a}{365}$$

gdzie poszczególne symbole oznaczają:

O_d – wartość narosłych odsetek od jednej obligacji na dzień „d”,

N – wartość nominalną jednej obligacji,

r_d – stopę procentową składaną obligacji na dzień „d”,

a – liczbę dni kalendarzowych od pierwszego dnia okresu odsetkowego zawierającego dzień „d”, z włączeniem tego dnia, do dnia „d”, z wyłączeniem dnia „d”.

1. Przez stopę procentową składaną obligacji na dzień „d” () rozumie się stopę procentową obliczaną według poniższego wzoru dla wartości wyrażonej w procentach, z zaokrągleniem do pięciu miejsc po przecinku:

$$r_d = \left(\frac{RFR_CI_y}{RFR_CI_x} - 1 \right) * \frac{365}{c}$$

gdzie poszczególne symbole oznaczają:

r_d – stopę procentową składaną obligacji na dzień „d”

²⁶⁵ https://www.knf.gov.pl/dla_rynku/Wskazniki_referencyjne/aktualnosci?articleId=96077&p_id=18 (dostęp 20.03.2026)

²⁶⁶ Dz.U. RP poz. 441 <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/download.xsp/WDU20250000441/O/D20250441.pdf> (dostęp: 14.05.2026 r.)

**Tabela nr 18.** Wybrane parametry obligacji skarbowych oraz wykorzystanie wskaźników referencyjnych w kalkulacji oprocentowania

Nazwa emitenta obligacji	Data emisji (data uchwalenia warunków emisji)	Wartość emisji (zł)	Cel emisji	Sposób wyliczenia stawki oprocentowania	Wzór wyliczenia oprocentowania, kwota odsetek
Skarb Państwa / Minister Finansów – TOZ0615	24.05.2012	500 000 000	nie określono w liście emisyjnym.	1 okres: stałe. Od 2. do 6. okresu odsetkowego stopa procentowa jest liczona jako iloczyn stawki bazowej i mnożnika 1,00; stawka bazowa = średnia arytmetyczna WIBOR 6M z 5 kolejnych dni roboczych.	Stawka bazowa stopy procentowej jest liczona oddzielnie dla każdego okresu odsetkowego obligacji jako średnia arytmetyczna stopy WIBOR 6M za okres pięciu kolejnych dni roboczych, z czego ostatni dzień okresu pięciodniowego przypada najpóźniej na pięć dni roboczych przed dniem, w którym rozpoczyna się okres odsetkowy. Stawka bazowa obliczana jest według wzoru $J = 1/5 \times (w_1 + w_2 + w_3 + w_4 + w_5)$ - gdzie: J – stawka bazowa stopy procentowej, zaokrąglona do dwóch miejsc po przecinku, w1, w2, w3, w4, w5 – stopy WIBOR 6M z pięciu kolejnych dni roboczych, z czego ostatni przypada nie później niż na pięć dni przed dniem, w którym rozpoczyna się okres odsetkowy, WIBOR 6M – (Warsaw Interbank Offered Rate) – ogłaszana codziennie, półroczna stopa procentowa pożyczek oferowanych na warszawskim rynku międzybankowym.
Skarb Państwa / Minister Finansów – TOZ0523	23.04.2020	2 000 000 000	Nie określono w liście emisyjnym.	Od 2. do 6. okresu odsetkowego stopa procentowa jest liczona jako iloczyn stawki bazowej i mnożnika 1,00; stawka bazowa = średnia arytmetyczna WIBOR 6M z 5 kolejnych dni roboczych.	Stawka bazowa stopy procentowej jest liczona oddzielnie dla każdego okresu odsetkowego obligacji jako średnia arytmetyczna stopy WIBOR 6M za okres pięciu kolejnych dni roboczych, z czego ostatni dzień okresu pięciodniowego przypada najpóźniej na pięć dni roboczych przed dniem, w którym rozpoczyna się okres odsetkowy. Stawka bazowa obliczana jest według wzoru: $J = 1/5 \times (w_1 + w_2 + w_3 + w_4 + w_5);$ - gdzie: J – stawka bazowa stopy procentowej, zaokrąglona do dwóch miejsc po przecinku, w1, w2, w3, w4, w5 – stopy WIBOR 6M z pięciu kolejnych dni roboczych, z czego ostatni przypada nie później niż na pięć dni przed dniem, w którym rozpoczyna się okres odsetkowy, WIBOR 6M – (Warsaw Interbank Offered Rate) – ogłaszana codziennie, półroczna stopa procentowa pożyczek oferowanych na warszawskim rynku międzybankowym.



Nazwa emitenta obligacji	Data emisji (data uchwalenia warunków emisji)	Wartość emisji (zł)	Cel emisji	Sposób wyliczenia stawki oprocentowania	Wzór wyliczenia oprocentowania, kwota odsetek
Skarb Państwa / Minister Finansów – TOZ0824	19.07.2021	2 000 000 000	Nie określono w liście emisyjnym.	1 okres: stałe 1,10%; kolejne: WIBOR 6M (średnia z 5 dni) × mnożnik 1,00	Stawka bazowa stopy procentowej jest liczona oddzielnie dla każdego okresu odsetkowego obligacji jako średnia arytmetyczna stopy WIBOR 6M za okres pięciu kolejnych dni roboczych, z czego ostatni dzień okresu pięciodniowego przypada najpóźniej na pięć dni roboczych przed dniem, w którym rozpoczyna się okres odsetkowy. Stawka bazowa obliczana jest według wzoru: $J = 1/5 \times (w1 + w2 + w3 + w4 + w5);$ - gdzie: J – stawka bazowa stopy procentowej, zaokrąglona do dwóch miejsc po przecinku, w1, w2, w3, w4, w5 – stopy WIBOR 6M z pięciu kolejnych dni roboczych, z czego ostatni przypada nie później niż na pięć dni przed dniem, w którym rozpoczyna się okres odsetkowy, WIBOR 6M – (Warsaw Interbank Offered Rate) – ogłaszana codziennie, półroczna stopa procentowa pożyczek oferowanych na warszawskim rynku międzybankowym.
Skarb Państwa / Minister Finansów – TOZ0225	24.01.2022	2 000 000 000	Nie określono w liście emisyjnym.	1 okres: stałe 1,60%; kolejne: WIBOR 6M (średnia z 5 dni) × mnożnik 1,00	Stawka bazowa stopy procentowej jest liczona oddzielnie dla każdego okresu odsetkowego obligacji jako średnia arytmetyczna stopy WIBOR 6M za okres pięciu kolejnych dni roboczych, z czego ostatni dzień okresu pięciodniowego przypada najpóźniej na pięć dni roboczych przed dniem, w którym rozpoczyna się okres odsetkowy. Stawka bazowa obliczana jest według wzoru: $J = 1/5 \times (w1 + w2 + w3 + w4 + w5);$ - gdzie: J – stawka bazowa stopy procentowej, zaokrąglona do dwóch miejsc po przecinku, w1, w2, w3, w4, w5 – stopy WIBOR 6M z pięciu kolejnych dni roboczych, z czego ostatni przypada nie później niż na pięć dni przed dniem, w którym rozpoczyna się okres odsetkowy, WIBOR 6M – (Warsaw Interbank Offered Rate) – ogłaszana codziennie, półroczna stopa procentowa pożyczek oferowanych na warszawskim rynku międzybankowym.



Nazwa emitenta obligacji	Data emisji (data uchwalenia warunków emisji)	Wartość emisji (zł)	Cel emisji	Sposób wyliczenia stawki oprocentowania	Wzór wyliczenia oprocentowania, kwota odsetek
Skarb Państwa / Minister Finansów – TOZ0525	22.04.2022	2 000 000 000	Nie określono w liście emisyjnym.	1 okres: stałe. Od 2. do 6. okresu odsetkowego stopa procentowa jest liczona jako iloczyn stawki bazowej i mnożnika; stawka bazowa = średnia arytmetyczna WIBOR 6M z 5 kolejnych dni roboczych.	Stawka bazowa stopy procentowej jest liczona oddzielnie dla każdego okresu odsetkowego obligacji jako średnia arytmetyczna stopy WIBOR 6M za okres pięciu kolejnych dni roboczych, z czego ostatni dzień okresu pięciodniowego przypada najpóźniej na siedem dni roboczych przed dniem, w którym rozpoczyna się okres odsetkowy. Stawka bazowa obliczana jest według wzoru: $J = 1/5 \times (w_1 + w_2 + w_3 + w_4 + w_5);$ - gdzie: J – stawka bazowa stopy procentowej, zaokrąglona do dwóch miejsc po przecinku, w1, w2, w3, w4, w5 – stopy WIBOR 6M pięciu kolejnych dni roboczych, z czego ostatni przypada nie później niż na siedem dni przed dniem, w którym rozpoczyna się okres odsetkowy,

Źródło: opracowanie własne na podstawie Listów Emisyjnych Obligacji.

RFR_CI_x – wartość wskazanego w liście emisyjnym RFR Indeksu Jednopo-
stawowego dla dnia „x”, przez który rozumie się dzień o pięć dni
roboczych wcześniejszy w stosunku do pierwszego dnia okresu
odsetkowego obligacji zawierającego dzień „d”,

RFR_CI_y – wartość wskazanego w liście emisyjnym RFR Indeksu Jednopo-
stawowego dla dnia „y”, przez który rozumie się dzień o pięć dni
roboczych wcześniejszy w stosunku do dnia „d”,

c – liczbę dni kalendarzowych od dnia „x”, z włączeniem tego dnia, do dnia
„y”, z wyłączeniem tego dnia,

przy czym okresy odsetkowe, dni ustalenia praw do odsetek oraz dni wymagal-
ności odsetek określane są w liście emisyjnym²⁶⁷.

Analizując sposób naliczania odsetek od obligacji skarbowych opartych o stawkę
WIBOR wobec sposobu naliczania odsetek od obligacji opartych o wskaźnik RFR
można zauważyć, że w przypadku tych pierwszych stawka bazowa stopy procento-
wej oparta była na średniej arytmetycznej z pięciu obserwacji, natomiast w przypad-
ku tych drugich stawka odczytywana jest z określonych momentów w czasie.

267 <https://obligacje.pl/pl/d/62e5fe34a03b303afe0c680da4f08ba2> (dostęp: 20.03.2026)



2. Obligacje samorządowe

Grupa wybranych obligacji samorządowych (municipalnych) jest bardziej zróżnicowana niż skarbowych. Analizie poddano również pięć wybranych Warunków Emisji obligacji municipalnych opartych o wskaźnik WIBOR (zob. szerzej tabelę nr 19). Wszystkie obligacje są emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego: Kołobrzeg, Świnoujście, Warszawę, Sopot i Katowice. Każda emisja ma jasno wskazany cel publiczny: finansowanie planowanego deficytu budżetu, wydatków inwestycyjnych albo spłatę wcześniejszego zadłużenia.

W zakresie sposobu oprocentowania grupa ta jest niemal całkowicie jednorodna. We wszystkich emisjach podstawą jest WIBOR 6M, do którego dodawana jest marża emitenta. Marże są relatywnie niskie i mieszczą się w przedziale od

około 0,60% do 1,10%. W dokumentach pojawia się także zastrzeżenie, że oprocentowanie nie może być niższe niż sama marża. Wzór na odsetki w listach emisyjnych jest taki sam:

$$K = O * N * \frac{D}{365}$$

gdzie: **O** – oznacza oprocentowanie, **N** – wartość nominalną, a **D** liczbę dni w okresie odsetkowym.

W przypadku Miasta Stołecznego Warszawy zastosowano dodatkowo mechanizm awaryjny na wypadek braku publikacji WIBOR, polegający na wykorzystaniu średniej ofert banków referencyjnych lub ostatniej dostępnej wartości stopy bazowej.

Tabela nr 19. Wybrane parametry emisji obligacji samorządowych oraz wykorzystanie wskaźników referencyjnych w kalkulacji oprocentowania

Nazwa emitenta obligacji oraz seria obligacji	Data emisji (data uchwalenia warunków emisji)	Wartość emisji (zł)	Cel emisji	Sposób wyliczenia stawki oprocentowania	Wzór wyliczenia oprocentowania, kwota odsetek
Gmina Miasto Kołobrzeg – seria C20	01.10.2020	10 000 000	Finansowanie planowanego deficytu budżetu Gminy Miasto Kołobrzeg na 2020 rok, w tym wydatków inwestycyjnych, spłaty wcześniej zaciągniętego kredytu oraz wyprzedzającego finansowania działań finansowanych ze środków UE.	Oprocentowanie w danym Okresie Odsetkowym będzie równe stawce WIBOR6M z Daty Ustalenia Oprocentowania dla tego Okresu Odsetkowego powiększonej o Marżę, zastrzeżeniem, że Oprocentowanie Obligacji nie może być niższe niż Marża. Stawka WIBOR6M oznacza stopę oprocentowania 6-miesięcznych pożyczek na warszawskim rynku międzybankowym ogłaszaną na stronie „WIBO” systemu Reuters lub na innej stronie systemu zastępującej tę stronę. Marża wynosi 0,90%.	Kwota Odsetek należnych za dany Okres Odsetkowy zostanie obliczona według następującej formuły: $K = O * N * D / 365$, gdzie: K – kwota odsetek od jednej Obligacji O – Oprocentowanie N – wartość nominalna jednej Obligacji (pomniejszona o wartość nominalną wykupioną w poprzednich Okresach Odsetkowych) D – liczba dni w danym Okresie Odsetkowym Kwota Odsetek od jednej Obligacji zostanie zaokrąglona do jednego grosza. Kwota Odsetek należnych od Emitenta od Obligacji w danym Okresie Odsetkowym stanowi iloczyn Kwoty Odsetek od jednej Obligacji i liczby Obligacji.



Nazwa emitenta obligacji oraz seria obligacji	Data emisji (data uchwalenia warunków emisji)	Wartość emisji (zł)	Cel emisji	Sposób wyliczenia stawki oprocentowania	Wzór wyliczenia oprocentowania, kwota odsetek
Gmina Miasto Świnoujście – seria H20	21.12.2020	10 000 000	Finansowanie planowanego deficytu budżetu jednostki samorządu terytorialnego oraz spłata wcześniej zaciągniętych zobowiązań z tytułu emisji papierów wartościowych, pożyczek i kredytów.	Oprocentowanie w danym Okresie Odsetkowym będzie równe stawce WIBOR6M z Daty Ustalenia Oprocentowania dla tego Okresu Odsetkowego powiększonej o Marżę, zastrzeżeniem, że Oprocentowanie Obligacji nie może być niższe niż Marża. Stawka WIBOR6M oznacza stopę oprocentowania 6-miesięcznych pożyczek na warszawskim rynku międzybankowym ogłaszana na stronie „WIBO” systemu Reuters lub na innej stronie systemu zastępującej tę stronę. Marża wynosi 1,10%.	Kwota Odsetek należnych za dany Okres Odsetkowy zostanie obliczona według następującej formuły: $K = O * N * D / 365$ gdzie: K – kwota odsetek od jednej Obligacji O – Oprocentowanie N – wartość nominalna jednej Obligacji (pomniejszona o wartość nominalną wykupioną w poprzednich Okresach Odsetkowych) D – liczba dni w danym Okresie Odsetkowym Kwota Odsetek od jednej Obligacji zostanie zaokrąglona do jednego grosza. Kwota Odsetek należnych od Emitenta od Obligacji w danym Okresie Odsetkowym stanowi iloczyn Kwoty Odsetek od jednej Obligacji i liczby Obligacji.
Miasto stołeczne Warszawa – seria WAW1230	16.12.2020	200 000 000	Sfinansowanie planowanego deficytu budżetu m.st. Warszawy w roku 2020.	Stopa Procentowa = Stopa Bazowa + Marża; stopa bazowa to WIBOR dla wskazanej długości depozytów (w suplemencie: WIBOR 6M). Jeśli stopa bazowa nie jest dostępna, stosuje się średnią z ofert co najmniej 4 banków referencyjnych; jeśli i to niemożliwe – ostatnią dostępną Stopę Bazową. Marża = 0,90%.	O = Stopa Bazowa + marża; jeśli brak Stopy Bazowej: O = średnia ofert banków + marża; fallback: ostatnia dostępna Stopa Bazowa + marża



Nazwa emitenta obligacji oraz seria obligacji	Data emisji (data uchwalenia warunków emisji)	Wartość emisji (zł)	Cel emisji	Sposób wyliczenia stawki oprocentowania	Wzór wyliczenia oprocentowania, kwota odsetek
Gmina Miasta Sopotu – seria C24	18.07.2024	10 000 000	Sfinansowanie deficytu budżetowego w 2024 r.	Oprocentowanie w danym Okresie Odsetkowym będzie równe stawce WIBOR6M z Daty Ustalenia Oprocentowania dla tego Okresu Odsetkowego powiększonej o Marżę, zastrzeżeniem, że Oprocentowanie Obligacji nie może być niższe niż Marża. Stawka WIBOR6M oznacza wskaźnik referencyjny WIBOR wyznaczony przez GPW Benchmark S.A. (lub każdego jej oficjalnego następcę). Marża wynosi 0,60%.	Kwota Odsetek należnych za dany Okres Odsetkowy zostanie obliczona według następującej formuły: $K = O * N * D / 365$, gdzie: K – kwota odsetek od jednej Obligacji O – Oprocentowanie N – wartość nominalna jednej Obligacji (pomniejszona o wartość nominalną wykupioną w poprzednich Okresach Odsetkowych) D – liczba dni w danym Okresie Odsetkowym Kwota Odsetek od jednej Obligacji zostanie zaokrąglona do jednego grosza. Kwota Odsetek należnych od Emitenta od Obligacji w danym Okresie Odsetkowym stanowi iloczyn Kwoty Odsetek od jednej Obligacji i liczby Obligacji.
Miasto Katowice – seria G2024	16.12.2024	60 000 000	Pozyskanie środków na finansowanie planowanego deficytu budżetu miasta Katowice w związku z realizacją zadań inwestycyjnych ujętych w Wieloletnich Przedsięwzięciach Inwestycyjnych oraz na spłatę wcześniej zaciągniętych kredytów i pożyczek.	Oprocentowanie w danym Okresie Odsetkowym będzie równe stawce WIBOR6M z Daty Ustalenia Oprocentowania dla tego Okresu Odsetkowego powiększonej o Marżę, zastrzeżeniem, że Oprocentowanie Obligacji nie może być niższe niż Marża. Stawka WIBOR6M oznacza wskaźnik referencyjny WIBOR wyznaczony przez GPW Benchmark S.A. (lub każdego jej oficjalnego następcę). Marża wynosi 0,75%.	Kwota Odsetek należnych za dany Okres Odsetkowy zostanie obliczona według następującej formuły: $K = O * N * D / 365$, gdzie: K – kwota odsetek od jednej Obligacji O – Oprocentowanie N – wartość nominalna jednej Obligacji (pomniejszona o wartość nominalną wykupioną w poprzednich Okresach Odsetkowych) D – liczba dni w danym Okresie Odsetkowym Kwota Odsetek od jednej Obligacji zostanie zaokrąglona do jednego grosza. Kwota Odsetek należnych od Emitenta od Obligacji w danym Okresie Odsetkowym stanowi iloczyn Kwoty Odsetek od jednej Obligacji i liczby Obligacji.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Warunków Emisji Obligacji.



3. Obligacje korporacyjne

Grupa obligacji korporacyjnych jest najbardziej zróżnicowana. Analizie poddano pięć wybranych Warunków Emisji obligacji korporacyjnych opartych o wskaźnik WIBOR (zob. tabelę nr 20). Emitentami są spółki prywatne, a wartości emisji są często wyższe i bardziej elastyczne niż obligacji samorządowych (z możliwością zwiększenia w zależności od popytu). Cele emisji obejmują rozwój działalności, finansowanie projektów czy refinansowanie zadłużenia.

Stopą bazową jest najczęściej WIBOR (3M lub 6M), natomiast marża jest znacznie wyższa niż w obligacjach samorządowych i może wynosić od około 3% do nawet 6%, co uwzględnia premię za ryzyko. W niektórych emisjach marża ma charakter złożony i składa się z części podstawowej oraz dodatkowej, zależnej np. od wskaźników finansowych (np. LTV) lub poziomu zabezpieczeń.

Wszystkie obligacje w badanej grupie mają oprocentowanie zmienne oparte na stopie bazowej powiększonej o marżę: $O = \text{Stopa Bazowa} + \text{Marża}$,

Kwota odsetek zatem jest równa:

$$KO = N * O * \frac{n}{365}$$

gdzie: O oznacza oprocentowanie, N wartość nominalną, a n liczbę dni w okresie odsetkowym.

Najważniejszą cechą tej grupy jest rozbudowana dokumentacja dotycząca ryzyka zmiany wskaźników referencyjnych. W wielu emisjach szczegółowo opisano procedury zastąpienia WIBOR innym wskaźnikiem. W analizowanych dokumentach pojawia się koncepcja tzw. wskaźnika alternatywnego, który ma zastąpić WIBOR w przypadku jego zaprzestania publikacji.

Tabela nr 20. Wybrane parametry emisji obligacji korporacyjnych oraz wykorzystanie wskaźników referencyjnych w kalkulacji oprocentowania

Nazwa emitenta obligacji	Data emisji (data uchwalenia warunków emisji)	Wartość emisji (zł)	Cel emisji	Sposób wyliczenia stawki oprocentowania	Wzór wyliczenia oprocentowania, kwota odsetek
HM Inwest S.A. – seria I	07.11.2025	16 000 000	Cel emisji w rozumieniu art. 32 Ustawy o obligacjach nie został określony.	Stopą Bazową dla Obligacji jest WIBOR (Warsaw Interbank Offered Rate) dla 6-miesięcznych depozytów międzynarodowych wyrażonych w złotych. Oprocentowanie zmienne = Stopa Bazowa + Marża. Marża składa się z Marży Podstawowej (5,40–6,00 p.p., ustalonej w dniu warunkowego przydziału) oraz ewentualnej Marży Dodatkowej 0,50 p.p. po spełnieniu warunku wskaźnika zadłużenia netto. „POLSTR” oznacza wskaźnik referencyjny POLSTR bazujący na depozytach niezabezpieczonych instytucji kredytowych i instytucji finansowych, wskazany na Dzień Emisji przez Komitet Sterujący Narodowej Grupy Roboczej jako docelowy wskaźnik referencyjny mający zastąpić WIBOR, a którego administratorem docelowo ma zostać GPW Benchmark S.A. z siedzibą w Warszawie;	$O = \text{Stopa Bazowa} + \text{Marża};$ $KO = N \times O \times n / 365$



Nazwa emitenta obligacji	Data emisji (data uchwalenia warunków emisji)	Wartość emisji (zł)	Cel emisji	Sposób wyliczenia stawki oprocentowania	Wzór wyliczenia oprocentowania, kwota odsetek
Cavatina Holding S.A. – seria P2025C	18.12.2025	40 000 000 (z możliwością zwiększenia do 80 000 000)	Wpływy z emisji zostaną przeznaczone bezpośrednio lub pośrednio na rozwój działalności Grupy Emitenta oraz obsługę i refinansowanie obecnego zadłużenia Emitenta.	Oprocentowanie zmienne. Stopa Bazowa WIBOR (lub inny wskaźnik referencyjny, który może zastąpić WIBOR dla depozytów denominowanych w PLN zgodnie z Podstawowymi Warunkami Emisji Obligacji) dla depozytów 6 miesięcznych. Marża w wysokości 5,70–6,00 p.p. jest ustalana przez Emitenta w dniu warunkowego przydziału.	$O = \text{WIBOR 6M} + \text{Marża}$
Grupa CORE Sp. z o.o. – seria A	9.12.2025	20 847 000	2 060 000 zł – rezerwa na odsetki; 416 940 zł – część wynagrodzenia firmy inwestycyjnej; 18 370 060 zł – finansowanie działalności operacyjnej Grupy Emitenta, w tym zakup praw do nieruchomości i realizację projektów deweloperskich.	Oprocentowanie zmienne = Stopa Bazowa + Marża. Stopą Bazową dla Obligacji jest WIBOR dla 6-miesięcznych depozytów międzybankowych wyrażonych w złotych. Marża = Marża Podstawowa 5,25 p.p. + Marża Dodatkowa zależna od LTV i statusu ustanowienia hipoteki; w I okresie odsetkowym marża = 5,75 p.p. Jeśli brak dostępności WIBOR będzie związany z Ogłoszeniem Końca Publikacji lub gdy nastąpi Brak Zezwolenia WIBOR lub gdy zgodnie z Ogłoszeniem Braku Reprezentatywności WIBOR przestanie być reprezentatywny, Wskaźnik Alternatywny trwale zastępuje WIBOR. W innym przypadku WIBOR jest ponownie stosowany dla ustalenia Stopy Bazowej od Dnia Ustalenia Stawki Oprocentowania, w którym WIBOR będzie ponownie dostępny. Wskaźnikiem Alternatywnym jest POLSTR, który został wskazany przez Podmiot Wyznaczający jako wskaźnik referencyjny, który zastępuje WIBOR.	$O = \text{Stopa Bazowa} + \text{Marża}$; $\text{Marża} = \text{Marża Podstawowa} + \text{Marża Dodatkowa}$; $KO = N \times O \times n / 365$



Nazwa emitenta obligacji	Data emisji (data uchwalenia warunków emisji)	Wartość emisji (zł)	Cel emisji	Sposób wyliczenia stawki oprocentowania	Wzór wyliczenia oprocentowania, kwota odsetek
Marvipol Development S.A. – seria P2025B	7.01.2026	55 000 000 (z możliwością zwiększenia do 100 000 000)	Po odliczeniu kosztów emisji środki z oferty zostaną przeznaczone na opłacenie ceny emisyjnej z wykorzystaniem potrącenia z wierzytelnością inwestora z tytułu sprzedaży / przedterminowego wykupu obligacji serii P2022B oraz na bieżącą działalność Grupy Emitenta.	Oprocentowanie zmienne. Stopa Bazowa = WIBOR dla depozytów 6miesięcznych. Marża w wysokości 3,30–3,70 p.p. jest ustalana przez Emitenta w dniu warunkowego przydziału.	$O = \text{WIBOR 6M} + \text{Marża}$
BEST S.A. – seria AF1	2.03.2026	90 000 000 (z możliwością zwiększenia do 140 000 000)	Środki netto pozyskane z emisji zostaną przeznaczone na finansowanie działalności Grupy; mogą zostać także przeznaczone na spłatę istniejących zobowiązań Grupy, w tym wykup wyemitowanych obligacji.	Oprocentowanie zmienne = Stopa Bazowa + Marża. Stopa Bazowa oparta o WIBOR 3M. Marża w wysokości 3,10–3,50 p.p. jest ustalana przez Emitenta w dniu warunkowego przydziału. Ryzyko związane ze wskaźnikami referencyjnymi W związku z reformą wskaźników referencyjnych w Polsce, POLSTR (Polish Short Term Rate) został wybrany przez Komitet Sterujący Narodowej Grupy Roboczej ds. reformy wskaźników referencyjnych jako wskaźnik referencyjny stopy procentowej, który miałby zastąpić wskaźnik referencyjny WIBOR. Istnieje ryzyko, że w terminie zapadalności Obligacji, WIBOR może zostać zastąpiony innym wskaźnikiem. Taka zmiana wskaźnika referencyjnego może doprowadzić do obniżenia świadczenia z Obligacji, gdyż wartość nowego wskaźnika może być niższa niż wartość WIBOR. Jeśli WIBOR zostanie zastąpiony innym wskaźnikiem, informacja o takim zastąpieniu zostanie opublikowana przez Emitenta w formie suplementu do Prospektu.	$O = \text{WIBOR 3M} + \text{Marża}$

Źródło: opracowanie własne na podstawie Warunków Emisji Obligacji.



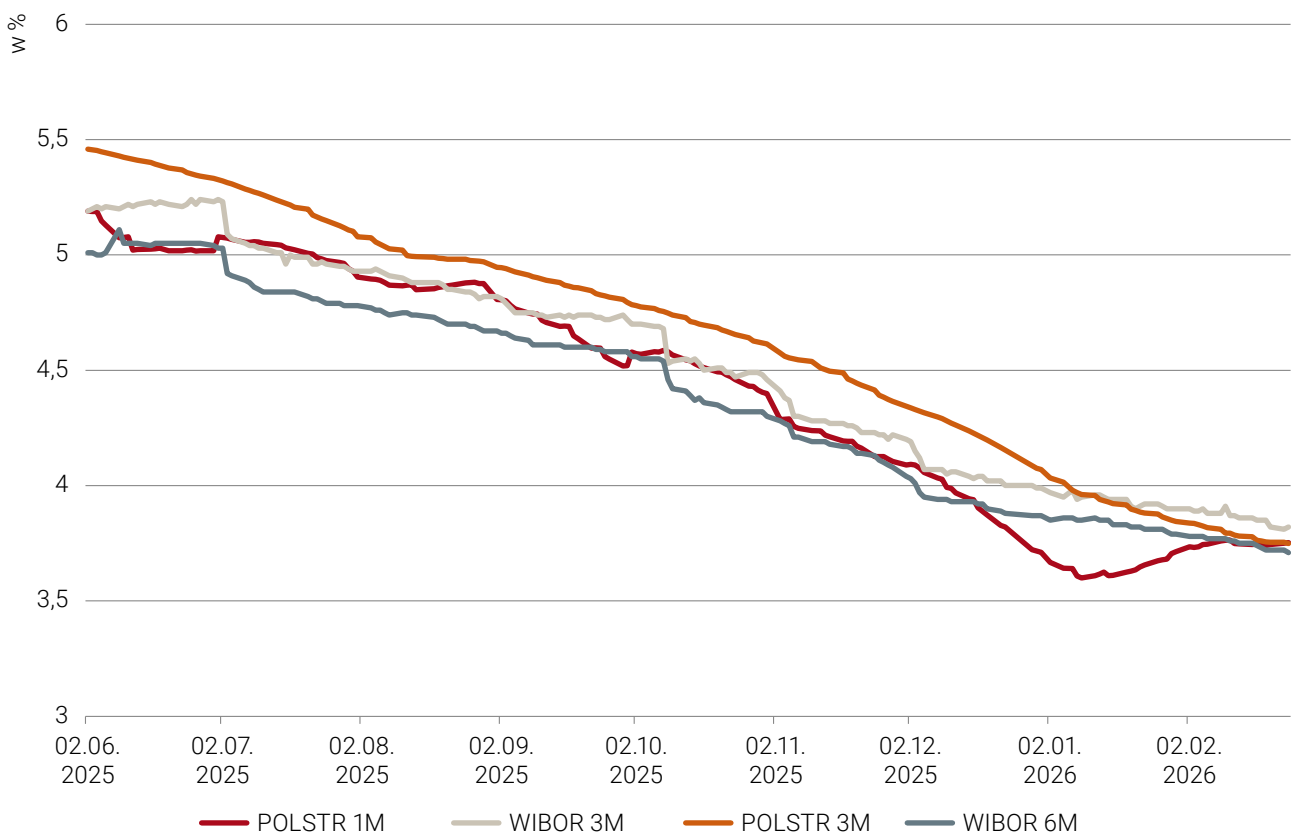
Najważniejszą różnicą między grupami badanych obligacji skarbowych, samorządowych i korporacyjnych jest sposób wykorzystania WIBOR. W obligacjach skarbowych WIBOR pełni funkcję bezpośredniego wskaźnika rynkowego, bez dodawania marży. W obligacjach samorządowych stanowi bazę, do której dodawana jest niewielka marża odzwierciedlająca ryzyko kredytowe jednostki. W obligacjach korporacyjnych WIBOR jest jedynie punktem wyjścia, a głównym elementem kosztu finansowania jest wysoka marża oraz dodatkowe mechanizmy zabezpieczające. Różni się także poziom złożoności konstrukcji. Obligacje skarbowe są najprostsze, samorządowe wprowadzają element ryzyka kredytowego i marży, natomiast korporacyjne zawierają najbardziej rozbudowane mechanizmy, w tym szczegółowe klauzule fallback i odniesienia do reformy wskaźników referencyjnych.

W rezultacie można stwierdzić, że wszystkie trzy grupy korzystają z tej samej logiki stopy referencyjnej, ale w różnym stopniu ją rozwijają: od prostego odzwierciedlenia rynku (obligacje skarbowe), przez model „benchmark + spread” (obligacje samorządowe), aż po zaawansowane struktury finansowe

uwzględniające ryzyko regulacyjne i kredytowe (obligacje korporacyjne). Znamienne są już zapisy w Warunkach Emisji Obligacji przewidujące zastosowanie alternatywnych wskaźników w miejsce WIBORU. W tym kontekście interesującym jest zapis z Warunków Emisji obligacji spółki Best S.A., który wskazuje obecne trendy w zakresie przygotowywania emisji i tworzenia związanych z nimi dokumentów na rynku kapitałowym:

„W związku z reformą wskaźników referencyjnych w Polsce, POLSTR (Polish Short Term Rate) został wybrany przez Komitet Sterujący Narodowej Grupy Roboczej ds. reformy wskaźników referencyjnych jako wskaźnik referencyjny stopy procentowej, który miałby zastąpić wskaźnik referencyjny WIBOR. Istnieje ryzyko, że w terminie zapadalności Obligacji, WIBOR może zostać zastąpiony innym wskaźnikiem. Taka zmiana wskaźnika referencyjnego może doprowadzić do obniżenia świadczenia z Obligacji, gdyż wartość nowego wskaźnika może być niższa niż wartość WIBOR. Jeśli WIBOR zostanie zastąpiony innym wskaźnikiem, informacja o takim zastąpieniu zo-

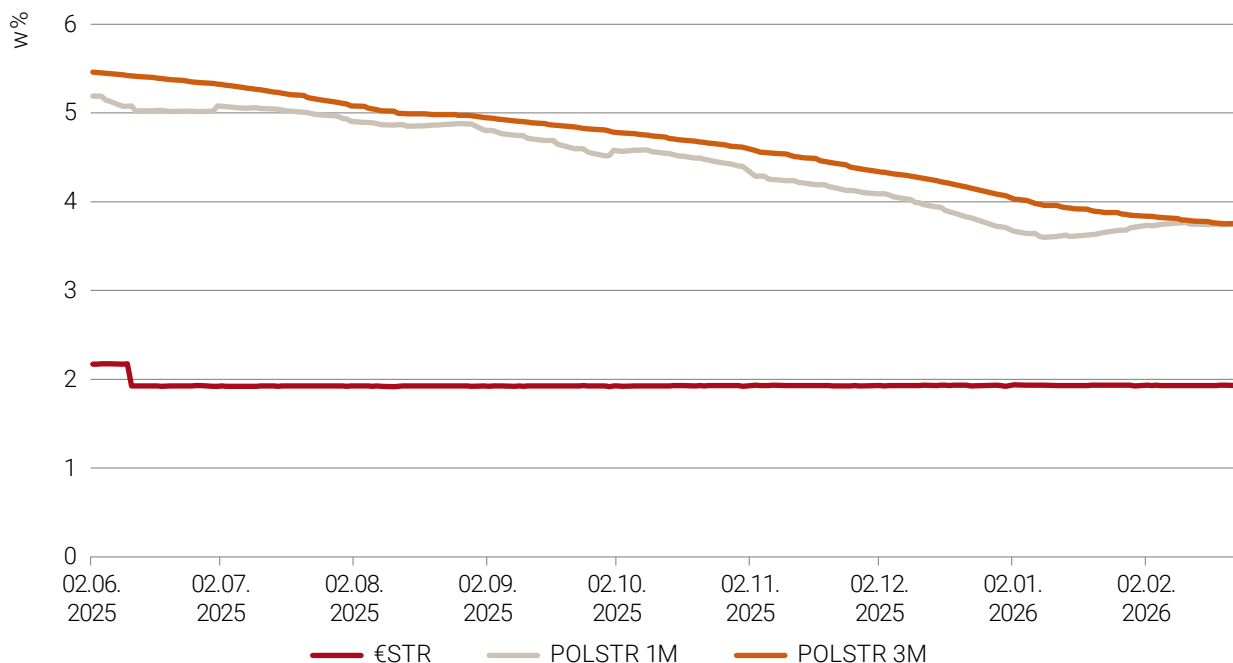
Wykres nr 9. Kształtowanie się wartości wskaźników WIBOR i POLSTR w okresie 02.06.2025-24.02.2026



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z GPW Benchmark oraz www.stooq.pl (dostęp: 14.05.2026 r.)



Wykres nr 10. Kształtowanie się poziomu stóp referencyjnych €STR, POLSTR 1M oraz POLSTR 3M w okresie od 02.06.2025 do 24.02.2026



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z GPW Benchmark oraz bazy LSEG Workspace

stanie opublikowania przez Emitenta w formie suplementu do Prospektu²⁶⁸.

Choć wskazane postanowienia ma wydźwięk negatywny z punktu widzenia inwestora, to analiza wartości wskaźników WIBOR i POLSTR pokazuje, że obawa przed spadkiem dochodu z tytułu posiadania obligacji może nie być słuszna (zob. szerzej wykres nr 9).

Odnosząc się do innych produktów finansowych, w przypadku których zastosowanie będą miały wskaźniki referencyjne RFR na rynku polskim, należy wspomnieć o *Rekomendacji w zakresie zasad i sposobów stosowania wskaźnika stopy procentowej POLSTR (lub indeksów z Rodziny Indeksów Składowych POLSTR) przy zawieraniu NOWYCH UMÓW dla produktów w złotych bazujących na wskaźniku referencyjnym oferowanych przez podmioty rynku finansowego*²⁶⁹, zgodnie z którą dla kredytów dla klienta indywidualnego rekomenduje się:

- oprocentowanie bazujące na wskaźniku POLSTR 1M Stopa Składana dla jednomiesięcznego okresu odsetkowego,
- a dla kredytów z oprocentowaniem okresowo stałym po zakończeniu okresu obowiązywania tego oprocentowania, kredytobiorca może wykonywać umowę z oprocentowaniem okresowo stałym lub oprocentowaniem zmiennym zdefiniowanym w tej umowie (rekomendowane oprocentowanie zmienne bazujące na wskaźniku POLSTR 1M Stopa Składana dla jednomiesięcznego okresu odsetkowego).

Natomiast dla klienta biznesowego:

- w przypadku kredytu w rachunku bieżącym - rekomenduje się, aby na potrzeby ustalania oprocentowania był wykorzystywany wskaźnik stopy procentowej POLSTR opracowywany i publikowany przez Administratora,
- w przypadku kredytów/pożyczek innych niż kredyt w rachunku bieżącym rekomenduje się, aby oprocentowanie zmienne bazowało na wskaźniku stopy procentowej POLSTR składanym przez podmiot rynku finansowego według metody polegającej na

268 BEST S.A., Ostateczne Warunki Emisji Obligacji - seria AF1, Kod LEI: 2594000NL3ACJPV93J19, Gdynia, 2.03.2026 r, s.13.

269 https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Rekomendacja_dla_nowej_sprzedazy_produkty_bankowe_POLSTR_95055.pdf



przesunięciu okresu obserwacji do 5 dni roboczych w tył (*5 days lookback shift*). Narodowa Grupa Robocza ds. reformy wskaźników referencyjnych zaznacza, że w związku ze zróżnicowaniem struktury klientów biznesowych obsługiwanych przez podmioty rynku finansowego wskazane jest, aby stosować zasady ustalania oprocentowania bazujące na wskaźniku POLSTR 1M Stopa Składana.

W przypadku rachunków bankowych, dla obu grup klientów, rekomenduje się, aby podmioty rynku finansowego dla danego okresu rozliczeniowego przyjmowały wartość wskaźnika POLSTR 1M Stopa Składana udostępnianą przez administratora z dowolnego dnia przypadającego w okresie ostatniego miesiąca i aktualizowały w kolejnych okresach rozliczeniowych, zgodnie z umową zawartą z klientem. Podsumowując, należy zauważyć, że kluczową

stopą referencyjną dla rynku polskiego z grupy RFR jest POLSTR 1M. Jak wskazuje NBP w procesie zastępowania wskaźników referencyjnych priorytetem powinno być zapewnienie, że dane przekazywane przez banki na potrzeby kalkulacji tego wskaźnika są wiarygodne i wolne od błędów²⁷⁰.

Wartości wskaźników referencyjnych €STR, POLSTR 1M oraz POSTR 3M za okres od 02.06.2025 (z uwagi na sposób kalkulacji POLSTR) do 24.02.2026 przedstawiono na wykresie nr 10.

Podsumowując należy stwierdzić, że porównywane wskaźniki reprezentują nową generację wskaźników, które odpowiadają na wyzwania w obszarze transparentności i wiarygodności, stanowiąc podstawę dla nowego trendu wyznaczania stóp procentowych na rynku europejskim.

²⁷⁰ NBP, Raport o stabilności systemu finansowego, Grudzień 2025, Warszawa 2025

Część trzecia

Reforma wskaźników referencyjnych stopy procentowej w państwach europejskich





Rozdział I.

Reforma wskaźników referencyjnych stopy procentowej w strefie euro

1. Ewolucja wskaźnika referencyjnego EURIBOR

Impulsem do stworzenia paneuropejskiego wskaźnika referencyjnego stopy procentowej dla rynku pieniężnego w euro była III faza budowy unii gospodarczej i walutowej, która wprowadziła euro jako jednostkę rozrachunkową. Zmiana ta dotyczyła przede wszystkim dużych banków prowadzących operacje kredytowo-finansowe na rynku hurtowym, w tym w segmencie międzybankowym. W konsekwencji powstała potrzeba zastąpienia rozproszonych stawek krajowych dla różnych walut jednolitym wskaźnikiem referencyjnym, który w założeniu syntetycznie odzwierciedlałby koszt niezabezpieczonego finansowania w euro²⁷¹. Początkowo opracowanie wspólnego wskaźnika referencyjnego dla rynku międzybankowego zostało zorganizowane przez Europejską Federację Bankową (EBF) z siedzibą w Brukseli. Pierwsza publikacja EURIBOR nastąpiła 30 grudnia 1998 r., na kilka dni przed wprowadzeniem w wielu krajach UE waluty euro i w związku z uruchomieniem rynku pieniężnego w euro od 4 stycznia 1999 r.²⁷² EURIBOR zastąpił funkcjonujące wcześniej krajowe stawki rynku międzybankowego w walutach państw strefy euro, w tym m.in. francuski PIBOR, niemiecki FIBOR oraz fiński HELIBOR²⁷³. Aktualnie EURIBOR należy do najpowszechniej stosowanych wskaźników referencyjnych na świecie²⁷⁴. Odgrywa on istotną rolę w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej EBC oraz znajduje szerokie zastosowanie

w instrumentach pochodnych, papierach dłużnych, kredytach, w tym w umowach zawieranych z konsumentami oraz inwestorami detalicznymi, w szczególności w umowach kredytu hipotecznego.

W odróżnieniu od LIBOR, który był kalkulowany dla wielu walut, EURIBOR od początku obejmował wyłącznie niezabezpieczone depozyty międzybankowe denominowane w euro. Sama koncepcja metody EURIBOR była jednak w istotnym stopniu inspirowana rozwiązaniami wypracowanymi wcześniej na londyńskim rynku międzybankowym dla stawek LIBOR. Od momentu utworzenia, EURIBOR był wyznaczany na podstawie danych wejściowych w postaci niewiążących kwotowań banków uczestniczących w panelu, dobranych według kryteriów mających zapewnić reprezentatywność rynku bazowego, z zachowaniem możliwie szerokiej dywersyfikacji geograficznej²⁷⁵. W konsekwencji EURIBOR był stopą procentową, po której jeden z wiodących banków (ang. *prime bank*) z państw należących do Unii Europejskiej bądź Europejskiego Stowarzyszenia Wolnego Handlu (EFTA) był skłonny udzielić innemu wiodącemu bankowi z tego obszaru niezabezpieczonego depozytu międzybankowego denominowanego w euro. Oferta była przy tym składana o godzinie 11:00 czasu brukselskiego²⁷⁶ w dniu operacyjnym systemu TARGET²⁷⁷.

271 M. Kruska, *EURIBOR jako kluczowy wskaźnik referencyjny europejskiego rynku finansowego*, „Unia Europejska” 2017, nr 5, s. 26.

272 https://www.emmi-benchmarks.eu/globalassets/documents/pdf/communication/publications/euribor_brochure.pdf (dostęp: 3.03.2026 r.).

273 J. Beldowski, P. Szczęśniak, *Wprowadzenie*, [w:] *WIBOR. Aktualne problemy prawne*, red. J. Beldowski, P. Szczęśniak, Lublin 2024, s. 27.

274 Zgodnie z dostępnymi szacunkami, w 2014 r. do EURIBOR-u odwoływały się umowy o łącznej wartości nominalnej szacowanej na 150–180 bln EUR. Obecnie, wraz z upowszechnieniem stosowania wskaźników typu RFR oraz indeksów składanych opartych na RFR szacuje się, że łączna wartość instrumentów finansowych oraz kredytów pozostających w obrocie odwołujących się do stawki EURIBOR może przekraczać 100 bln EUR.

275 W styczniu 1999 r. panel liczył 53 banki, przy zachowaniu szerokiej reprezentacji geograficznej – każdy kraj strefy euro posiadał swojego przedstawiciela.

276 Osoby przekazujące dane dokonywały oceny różnych źródeł informacji rynkowych i formułowały osąd co do prawdopodobnej stopy procentowej, po której bank wiodący mógłby pozyskać finansowanie niezabezpieczone. Wybór wykorzystywanych danych rynkowych pozostawał w istotnym zakresie w gestii poszczególnych banków panelowych. EMMI opracował początkowo kodeks postępowania, przewidujący wskazówki metodyczne oraz hierarchię danych dotyczących stosowania oceny eksperckiej przez banki panelowe.

277 TARGET (ang. *Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System*) to paneuropejski system rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym (RTGS), prowadzony przez Eurosystem od 1999 r., służący do realizacji wysokokwotowych płatności w euro pomiędzy bankami oraz do obsługi operacji polityki pieniężnej. Obecnie funkcjonuje w formule TARGET2 (a od 2023 r. jako nowa platforma TARGET), zapewniając rozrachunek w pieniądzu banku centralnego.



Kwotowania były przekazywane dla różnych terminów zapadalności (tenorów), od jednego tygodnia do dwunastu miesięcy.

Początkowo pojęcie banku wiodącego nie było jednoznacznie zdefiniowane, a uczestnicy panelu prezentowali zróżnicowane rozumienie tego terminu. Niektóre banki uznawały się za banki wiodące i opierały swoje kwotowania na własnych transakcjach, mimo że taki ich status mógł budzić wątpliwości. Dopiero nowelizacja kodeksu postępowania z 2013 r. doprecyzowała kryteria uznania banku za wiodący. Zgodnie z nimi instytucja taka powinna cechować się wysoką wiarygodnością kredytową w zakresie krótkoterminowych zobowiązań, aktywnością na rynku instrumentów rynku pieniężnego denominowanych w euro, stosowaniem rynkowych stóp procentowych w działalności kredytowej oraz dostępem do operacji otwartego rynku Eurosystemu. Co istotne, kodeks postępowania nie wprowadzał wymogu, aby bank należący do panelu był jednocześnie bankiem wiodącym w rozumieniu tej definicji. W konsekwencji uczestnicy panelu formułowali kwotowania nie w oparciu o ocenę ryzyka konkretnego kontrahenta, lecz w odniesieniu do hipotetycznego banku spełniającego kryteria banku wiodącego. Mechanizm ten nadawał kwotowaniom charakter modelowy, a nie ściśle transakcyjny. Kwotowania takie odwoływały się do wyobrażonej stopy, jaką powinien płacić bank o określonym profilu, a nie do bezpośrednio obserwowalnej transakcji z konkretnym podmiotem. Analogicznie, pojęcie stopy „oferowanej” nie wskazywało wprost, że wskaźnik referencyjny ma odzwierciedlać koszt finansowania banku, a nie jego stopę kredytowania. W efekcie większość banków panelowych przekazywała wskazanie stopy pozyskania finansowania. Nie można jednak całkowicie wykluczyć, że niektórzy uczestnicy przekazywali również stopy kredytowe. Takie podejście umożliwiało przekazywanie kwotowań także w warunkach istotnego spadku płynności rynku pieniężnego, prowadząc do sytuacji, w której kwotowania odnosiły się do rynku „hipotetycznego”, a nie rzeczywiście płynnego²⁷⁸.

W ujęciu operacyjnym wyznaczanie EURIBOR polegało na przekazywaniu przez banki panelowe niewiążących kwotowań dla poszczególnych terminów

zapadalności do agenta kalkulacyjnego, który następnie opracowywał wskaźnik referencyjny według reguły średniej obciętej: odrzucał 15% najwyższych oraz 15% najniższych wskazań, po czym wyznaczał średnią z pozostałych wartości. Mechanizm ten składał zatem dwa współzależne procesy:

1. przygotowanie i terminowe przekazanie kwotowań przez banki panelowe zgodnie z regułami kodeksu postępowania, oraz
2. przeliczenie otrzymanych wartości według określonego algorytmu, za którego prawidłowe wykonanie odpowiadał agent kalkulacyjny w ramach ustalonej struktury organizacyjnej administratora²⁷⁹.

Po kryzysie finansowym z 2008 r. funkcjonowanie stawek rynku międzybankowego w strefie euro stanęło wobec trzech zasadniczych wyzwań. Po pierwsze, nastąpiła strukturalna zmiana na rynku pieniężnym polegająca na znacznym spadku liczby niezabezpieczonych transakcji międzybankowych. Po drugie, ujawnione przypadki prób manipulacji przy opracowywaniu wskaźników referencyjnych zwróciły uwagę na niedoskonałości mechanizmów ich wyznaczania. Po trzecie, w konsekwencji obserwowano na rynku zmniejszające się liczby panelistów dla wskaźników referencyjnych stopy procentowej²⁸⁰. W odpowiedzi na te problemy międzynarodowe instytucje, w szczególności FSB oraz IOSCO, opracowały standardy reformy wskaźników referencyjnych, podkreślając konieczność oparcia ich w możliwie największym stopniu na danych transakcyjnych, o czym była mowa w poprzedniej części raportu. W Unii Europejskiej postulaty te doprowadziły do przyjęcia rozporządzenia BMR, które ustanowiło jednolite ramy regulacyjne dla wskaźników referencyjnych²⁸¹.

Proces legislacyjny prowadzący do przyjęcia BMR zasadniczo zmienił otoczenie prawne funkcjonowania EURIBOR, wyznaczając nowy standard regulacyjny dla jego administrowania oraz wyznaczania. Przyjęcie BMR nie tylko usankcjonowało status wskaźników referencyjnych w prawie unijnym, lecz

278 Zob. R. Priem, W. V. Rie, *The Euribor and EONIA Reform: Achieving Regulatory Compliance while Protecting Financial Stability*, *International Journal of Business, Economics and Management* 2020, 8(2), s. 56.

279 M. Kruszka, *EURIBOR...*, s. 25.

280 Przykładowo dla EURIBOR, w latach 2012-2015 liczba panelistów zmniejszyła się z 44 do 23.

281 Zob. M. Kruszka, *Ciągłość prawna wskaźników referencyjnych stopy procentowej*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2020, z. 4, str. 320-325.



także stało się impulsem do głębokiej reorganizacji struktury instytucjonalnej i metody EURIBOR.

Pierwszy projekt rozporządzenia dotyczącego wskaźników referencyjnych został opublikowany przez Komisję Europejską we wrześniu 2013 r.²⁸² Równolegle, tj. w październiku 2013 r., przyjęto istotnie rozbudowany kodeks postępowania regulujący zasady wyznaczania EURIBOR oraz odrębny kodeks dla banków panelowych określający ich obowiązki jako podmiotów przekazujących dane²⁸³. Kolejnym krokiem było wyraźne rozdzielanie struktur EBF oraz podmiotu pełniącego funkcję administratora wskaźnika. W czerwcu 2014 r. dotychczasowa formuła organizacyjna EBF została zastąpiona przez podmiot European Money Markets Institute (EMMI), działający jako stowarzyszenie non-profit prawa belgijskiego²⁸⁴. Choć członkami EMMI pozostały krajowe federacje bankowe, nowa konstrukcja organizacyjna jednoznacznie wyodrębniła funkcję administratora wskaźnika referencyjnego od działalności reprezentacyjnej federacji bankowych. Odtąd EMMI występował jako podmiot, którego wyłącznym przedmiotem działalności było pełnienie funkcji administratora wskaźników referencyjnych. Jednocześnie Belgia – jako państwo siedziby podmiotu opracowującego EURIBOR – wyznaczyła Financial Services and Markets Authority (FSMA) jako organ odpowiedzialny za wypełnianie obowiązków wynikających z BMR. W konsekwencji, to FSMA objęła nadzór publiczny nad EMMI oraz procesem wyznaczania EURIBOR²⁸⁵.

W krótkim czasie po ustanowieniu FSMA jako organu właściwego, Komisja Europejska, na wniosek FSMA, uznała EURIBOR za kluczowy wskaźnik referencyjny w rozumieniu BMR²⁸⁶. W związku z nadaniem

EURIBOR statusu wskaźnika kluczowego FSMA, działając na podstawie art. 46 BMR, powołała kolegium organów nadzoru właściwych dla administratora, wzmacniając w ten sposób ponadkrajowy wymiar nadzoru nad EURIBOR²⁸⁷. Równocześnie prowadzono prace mające na celu dostosowanie metody opracowywania EURIBOR do wymogów BMR.

W odpowiedzi na wymogi Załącznika I ustęp 1 lit. a) BMR²⁸⁸, EMMI przedstawił w październiku 2015 r. koncepcję zasadniczej zmiany metody EURIBOR. Zakładano wówczas płynne przejście od modelu opartego na kwotowaniach do rozwiązania w pełni transakcyjnego, określanego jako EURIBOR+. Nowa definicja EURIBOR miała koncentrować się na rzeczywistych kosztach hurtowego, niezabezpieczonego finansowania w euro, obejmując transakcje zawierane przez banki z innymi bankami, instytucjami finansowymi oraz podmiotami niefinansowymi. Przewidziano również mechanizmy pozwalające na ograniczenie problemu braku transakcji w danym dniu (w szczególności poprzez rozszerzone okno obserwacji), a także zmodyfikowano zakres tenorów oraz sposób agregacji danych. Proponowano także zastąpienie dotąd stosowanego odrzucania 15% skrajnych danych wejściowych zasadą wskazywania grupy obejmującej medianę dla danego tenoru. W celu oceny wykonalności nowej koncepcji we wrześniu 2016 r. zainicjowano program *Pre-Live Verification Exercise* (PLV), obejmujący przekazywanie przez 31 europejskich banków (nawet tych spoza panelu EURIBOR) danych o rzeczywście zawartych transakcjach przez okres sześciu miesięcy²⁸⁹. Wyniki PLV, opublikowane w maju 2017 r., doprowadziły jednak do wniosku, że ewolucja EURIBOR w kierunku wskaźnika opartego wyłącznie na rzeczywistych transakcjach nie jest możliwa²⁹⁰. Główną przyczyną rezygnacji z modelu w pełni transakcyjnego była ograniczona liczba obserwowalnych transakcji na rynku niezabezpieczonego finansowania banków oraz ich znaczna zmienność, co utrudniało zapew-

282 European Commission, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on indices used as benchmarks in financial instruments and financial contracts or to measure the performance of investment funds*, COM(2013) 641 final, 2013, EUR-Lex <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A52013PC0641> (dostęp: 3.03.2026 r.).

283 <https://www.emmi-benchmarks.eu/globalassets/documents/pdf/communication/statements/d2852a-2013-euribor-ebf-publishes-its-new-euribor-code-of-conduct.pdf> (dostęp: 3.03.2026 r.).

284 <https://www.emmi-benchmarks.eu/globalassets/documents/pdf/communication/statements/d0249a-2014-euribor-ebf-becomes-emmi-july-2014.pdf> (dostęp: 3.03.2026 r.).

285 Zob. M. Kruszką, *EURIBOR...*, s. 31.

286 Rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) 2016/1368 z dnia 11 sierpnia 2016 r. ustanawiające wykaz kluczowych wskaźników referencyjnych stosowanych na rynkach finansowych na podstawie rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/101 (Dz. U. UE. L. z 2016 r. Nr 217, str. 1 z późn. zm.).

287 Zob. M. Kruszką, *EURIBOR...*, s. 31-32 oraz R. Priem, W. V. Rie, *The Euribor...*, s. 57.

288 Zgodnie z tym wymogiem, w przypadku obliczania wskaźnika referencyjnego stóp procentowych, a takim jest EURIBOR, pierwszeństwo przyznaje się danym transakcyjnym podmiotowi przekazującego dane na danym rynku, którego pomiar jest celem wskaźnika referencyjnego.

289 <https://www.emmi-benchmarks.eu/globalassets/documents/pdf/communication/statements/d0465a-2016-emmi-announces-that-the-euribor-plve-is-well-on-track.pdf> (dostęp: 3.03.2026 r.).

290 https://www.emmi-benchmarks.eu/globalassets/documents/pdf/communication/statements/d0247f-2017-euribor-plvp-outcome-statement_final.pdf (dostęp: 3.03.2026 r.).



nienie stabilności wskaźnika. W szczególności wskazano, że poziom oraz zmienność projektowanej stopy istotnie odbiegały od dotychczasowych obserwacji, co mogło podważać ciągłość ekonomiczną pomiędzy EURIBOR a EURIBOR+. Oznaczało to, że oba wskaźniki nie odzwierciedlałyby w sposób porównywalny tych samych realiów rynku pieniężnego²⁹¹.

Z uwagi na to, że wykorzystanie tylko danych transakcyjnych nie prowadziło do pożądanych efektów, konieczne było stworzenie metody opartej na kwotowaniach, ale wykorzystującej zarówno dane dotyczące transakcji, jak również oceny eksperckie, na co pozwala treść Załącznika I do BMR²⁹². W konsekwencji EMMI, odwołując się do kolejnych liter ustępu 1 Załącznika 1 BMR uznał, że banki przygotowując dane wejściowe (kwotowania) powinny wykorzystywać także inne dane, tj. dane dotyczące transakcji na rynkach powiązanych z rynkiem bazowym (wykorzystywane pomocniczo w ramach hierarchii danych wejściowych przewidzianej w metodzie hybrydowej) czy informacje interpolowane bądź ekstrapolowane z dostępnego zbioru obserwacji z przeszłości. Dało to podstawę do opracowania metody hybrydowej EURIBOR.

W celu opracowania metody hybrydowej zakotwiczonej w możliwie najszerszym zakresie w danych transakcyjnych oraz zgodnej z wymogami BMR, EMMI powołał grupę zadaniową i przeprowadził szereg konsultacji publicznych²⁹³. Metoda hybrydowa miała na celu oparcie kalkulacji EURIBOR, w maksymalnym możliwym zakresie, na transakcjach zawieranych na rynku pieniężnym w euro. Podobnie jak w przypadku koncepcji w pełni transakcyjnego EURIBOR, wskaźnik został wyraźnie zdefiniowany jako stopa, po której instytucje kredytowe mogą pozyskiwać hurtowe finansowanie w euro na niezabezpieczonym rynku pieniężnym w państwach UE i EFTA. W ujęciu konstrukcyjnym metoda, o której mowa, miała charakter kaskadowy (tzw. *waterfall approach*), w ramach której w przygotowaniu danych wejściowych – dane transakcyjne mają pierw-

szeństwo przed danymi modelowanymi, a dopiero w ostateczności dopuszcza się wykorzystanie ocen eksperckich banków panelowych.

W pierwszej kolejności uwzględniała ona kwalifikowalne transakcje zawarte na hurtowym, niezabezpieczonym rynku pieniężnym (poziom 1). Do kwalifikowalnych transakcji należały niezabezpieczone depozyty pieniężne pozyskane od instytucji przyjmujących depozyty, funduszy rynku pieniężnego, funduszy innych niż fundusze rynku pieniężnego, pozostałych pośredników finansowych, pomocniczych instytucji finansowych, wyspecjalizowanych instytucji finansowych oraz podmiotów udzielających pożyczek, a także od zakładów ubezpieczeń, funduszy emerytalnych, banków centralnych i sektora instytucji rządowych i samorządowych. Kwalifikowalne były również krótkoterminowe papiery dłużne czy certyfikaty depozytowe. Z zakresu kwalifikowalnych transakcji wyłączono transakcje z przedsiębiorstwami niefinansowymi. Wyłączono również transakcje wewnątrzgrupowe czy papiery wartościowe zawierające wbudowane opcje. Pojedyncze transakcje musiały posiadać wartość nominalną co najmniej 20 mln EUR. EMMI, w możliwie najszerszym zakresie, zastosował format raportowania zbliżony do wykorzystywanego przez Europejski Bank Centralny na potrzeby statystycznej sprawozdawczości rynku pieniężnego (*Money Market Statistical Reporting*, MMSR).

Poziom 2 obejmował dane wejściowe oparte na kwalifikowalnych transakcjach w zakresie odpowiadającym przedmiotowi pomiaru wskaźnika, rozłożonych wzdłuż spektrum zapadalności rynku pieniężnego, z wykorzystaniem zdefiniowanego zestawu technik kalkulacyjnych określonych przez EMMI, takich jak interpolacja między sąsiednimi tenorami czy wykorzystanie niestandardowych terminów zapadalności. Dopiero w sytuacji, gdy zastosowanie poziomu 2 nie było możliwe, banki mogły przekazać dane wejściowe poziomu 3 oparte o oceny eksperckie, przygotowane w ramach swobody uznania²⁹⁴.

291 Zob. M. Kruska, *EURIBOR...*, s. 32-33.

292 Danymi wejściowymi do wskaźnika referencyjnego stopy procentowej mogą być także uwagi podmiotu przekazującego dane dotyczące transakcji dokonywanych przez osobę trzecią na rynku bazowym, zatwierdzone kwotowania, a także orientacyjne kwotowania lub oceny eksperckie.

293 <https://www.emmi-benchmarks.eu/globalassets/documents/pdf/euribor/d0272b-2018-emmi-publishes-feedback-of-consultation-on-hybrid-methodology-for-euribor-final.pdf> (dostęp: 3.03.2026 r.).

294 Każdy bank panelowy opracowywał indywidualną metodę przygotowywania danych wejściowych poziomu 3, umożliwiającą uwzględnienie jego specyfiki operacyjnej, modelu finansowania oraz zarządzania płynnością EMMI zobowiązywał banki panelowe do stosowania przy opracowywaniu metody poziomu 3 zasady kaskadowej, obejmującej dane oparte na rzeczywistych transakcjach, kwotowaniach możliwych do wykonania czy kwotowania indykatywne. Dane poziomu 3 nie stanowiły zatem wyłącznie oceny eksperckiej, lecz pozostawały co do zasady oparte na transakcjach w zakresie odpowiadającym przedmiotowi pomiaru EURIBOR, które jednak nie kwalifikowały się jako dane poziomu 1 z uwagi na kontrahenta czy nominalną transakcji. W przypadku ich braku banki



Po otrzymaniu wszystkich danych wejściowych od banków panelowych EMMI (za pośrednictwem agenta kalkulacyjnego) opracowywał EURIBOR jako średnią obciążoną na poziomie 15%, niezależnie od tego, z którego poziomu kaskady pochodzą dane.

EMMI wdrażał metodę hybrydową stopniowo w ostatnich dwóch kwartałach 2019 r., a proces ten zakończył się 28 listopada 2019 r. Banki panelowe były sukcesywnie włączane do nowej metody w celu zapewnienia płynnego przejścia do metody hybrydowej. Rozwiązanie to uznano za bardziej adekwatne niż jednorazowa zmiana, ponieważ ograniczało ryzyko operacyjne i technologiczne po stronie banków panelowych, użytkowników wskaźnika oraz samego wskaźnika referencyjnego. Kolejność włączania banków panelowych do nowej metody została ustalona losowo przez EMMI²⁹⁵.

W dniu 6 maja 2019 r. EMMI ogłosił, że obok rozpoczęcia procesu przejścia do metody hybrydowej, złożył wniosek o udzielenie zezwolenia jako administrator wskaźnika referencyjnego zgodnie z BMR²⁹⁶. Po konsultacji z kolegium organów nadzoru belgijski organ właściwy (FSMA) udzielił EMMI w dniu 2 lipca 2019 r. zezwolenia na administrowanie wskaźnikiem EURIBOR²⁹⁷. W konsekwencji potwierdziło to spełnienie przez EMMI oraz EURIBOR wymogów przewidzianych BMR. Uzyskanie zezwolenia stanowiło istotny moment w procesie ewolucji EURIBOR, gdyż potwierdziło, że metoda hybrydowa jest solidna, odporna i przejrzysta, a zarazem spełnia oczekiwania interesariuszy. Z perspektywy rynku oznacza to również zapewnienie transparentności i integralności procesu wyznaczania wskaźnika, przy jednoczesnym wdrożeniu adekwatnych i skutecznych mechanizmów ładu organizacyjnego oraz kontroli wewnętrznej. Od 1 stycznia 2022 r., na mocy zmian wprowadzonych do rozporządzenia BMR, bezpo-

średni nadzór nad EMMI sprawuje Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA), który przejął tę kompetencję od belgijskiego organu FSMA²⁹⁸. W kolejnych latach EMMI zdecydował się na dalsze rozwijanie metody hybrydowej w celu utrzymanie jej zgodności z rozporządzeniem BMR.

W ramach dalszego doskonalenia metody EURIBOR wprowadzono szereg zmian technicznych mających na celu zwiększenie jej przejrzystości, spójności oraz stopnia zakotwiczenia w danych transakcyjnych. Zmiany te obejmowały m.in. doprecyzowanie definicji rynku bazowego poprzez rozszerzenie jej na byłe państwa UE i EFTA, obniżenie minimalnego progu wartości kwalifikowalnych transakcji z 20 mln EUR do 10 mln EUR oraz rozszerzenie zakresu transakcji uwzględnianych w kalkulacji wskaźnika (np. poprzez dopuszczenie rozrachunku T+3). Jednocześnie zmodyfikowano niektóre elementy metody hybrydowej, w tym zasady wykorzystywania danych historycznych, parametry stosowane w obliczeniach na poziomie pośrednich danych wejściowych oraz mechanizmy kontroli jakości danych. Zmiany te obejmowały także doprecyzowanie kryteriów kwalifikowalności transakcji, dostosowanie zakresów zapadalności dla wybranych tenorów oraz wyraźne wyłączenie z kalkulacji instrumentów zawierających wbudowane opcje²⁹⁹. Spośród wielu wprowadzonych zmian, najważniejsze zostały implementowane w 2024 r.

W celu dalszego wzmocnienia metody hybrydowej EMMI pod koniec 2021 r. rozpoczął analizę możliwości modyfikacji wybranych elementów kaskady danych, w szczególności wzmocnienia poziomu 2 metody poprzez rozszerzenie punktu odniesienia dla kalkulacji stawki oraz zmianę konstrukcji tzw. *Market Adjustment Factor*, co w konsekwencji umożliwiło całkowite wyeliminowanie z kalkulacji EURIBOR poziomu 3 kaskady danych (ocen eksperckich banków panelowych). Pod koniec 2023 r. EMMI przeprowadził publiczne konsultacje dotyczące proponowanych zmian, a następnie podjął decyzję o ich etapowym wdrażaniu w 2024 r.³⁰⁰ Implementacja zmodyfiko-

mogły w pierwszej kolejności wykorzystywać transakcje z rynków ściśle powiązanych z niezabezpieczonym rynkiem pieniężnym, takich jak rynek OIS, umowy FRA czy kontrakty futures odnoszące się do EURIBOR, stosując odpowiednie techniki modelowe i/lub ocenę ekspercką.

295 https://www.emmi-benchmarks.eu/globalassets/documents/pdf/euribor/d0417a-2019—euribor_phase_in_completion.pdf (dostęp: 3.03.2026 r.).

296 <https://www.emmi-benchmarks.eu/globalassets/documents/pdf/communication/statements/d0156a-2019—emmi-has-applied-for-authorisation-from-the-fsma.pdf> (dostęp: 3.03.2026 r.).

297 https://www.emmi-benchmarks.eu/globalassets/documents/pdf/communication/statements/d0245a-2019—emmi-granted-authorisation-by-belgian-financial-services-and-markets-authority_final.pdf (dostęp: 3.03.2026 r.).

298 <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-starts-supervision-benchmarks-and-assumes-chair-euribor-college> (dostęp: 3.03.2026 r.).

299 <https://www.emmi-benchmarks.eu/benchmarks/euribor/methodology/> (dostęp: 3.03.2026 r.).

300 <https://www.emmi-benchmarks.eu/globalassets/documents/pdf/communication/news/d0023-2024—consultation-paper-on-enhancements-to-euribors-hybrid-methodology—summary-stakeholders-feedback-2.pdf> (dostęp: 3.03.2026 r.).



Tabela nr 21. Ewolucja metody EURIBOR w latach 2019-2024

Data wprowadzenia zmiany	Zakres wprowadzonych zmian
marzec 2021	• sprecyzowanie definicji rynku bazowego poprzez objęcie nim także byłych państw UE i EFTA • obniżenie minimalnego progu wartości kwalifikowalnych transakcji z 20 mln EUR do 10 mln EUR • uwzględnienie transakcji z rozrachunkiem T+3 w zbiorze danych kwalifikowalnych • wydłużenie okresu wykorzystania historycznych danych poziomu 1 o jeden dzień • przyspieszenie rolowania kontraktów futures na EURIBOR wykorzystywanych w kalkulacjach poziomu 2.3 o jeden dzień TARGET
czerwiec 2022	• rozszerzenie okna zapadalności dla tenoru 12M o 15 dni roboczych • zastąpienie stawek EURIBOR z poprzednich 5 dni danymi wejściowymi banków panelowych dla poziomu 2.1 • zastąpienie stawki EURIBOR z dnia poprzedniego danymi wejściowymi banków panelowych przy wyznaczaniu korekty przesunięcia dla poziomu 2.2 • uznanie danych poziomu 2.2 za kwalifikowalne przy wolumenie pierwotnej transakcji o niestandardowej zapadalności powyżej 10 mln EUR
listopad 2023	• sprecyzowanie, w ramach corocznego przeglądu braku kwalifikowalności instrumentów zawierających wbudowane opcje
luty 2024	• dostosowanie okna zapadalności dla tenoru 1W poprzez wyłączenie transakcji jednodniowych przypadających w okresach świątecznych (np. Boże Narodzenie, Wielkanoc) • zmiany w zakresie poziomu 2.3 • wyeliminowanie poziomu 3 kaskady danych
grudzień 2024	• uzupełnienie metody o dodatkowe mechanizmy kontroli dla poziomów 2.1 i 2.2 • wprowadzenie komponentu zmiany ryzyka kredytowego w kalkulacji poziomu 2.3

Źródło: Opracowanie własne.

wanej metody miała charakter fazowy i polegała na sukcesywnym włączaniu banków panelowych do nowego modelu w okresie sześciu miesięcy. Proces ten zakończył się w październiku 2024 r., wraz z objęciem nim ostatniego uczestnika panelu³⁰¹.

Wprowadzone zmiany miały na celu dalsze zwiększenie przejrzystości oraz odporności metody EURIBOR, a także ograniczenie wykorzystania elementów opartych na ocenach eksperckich banków

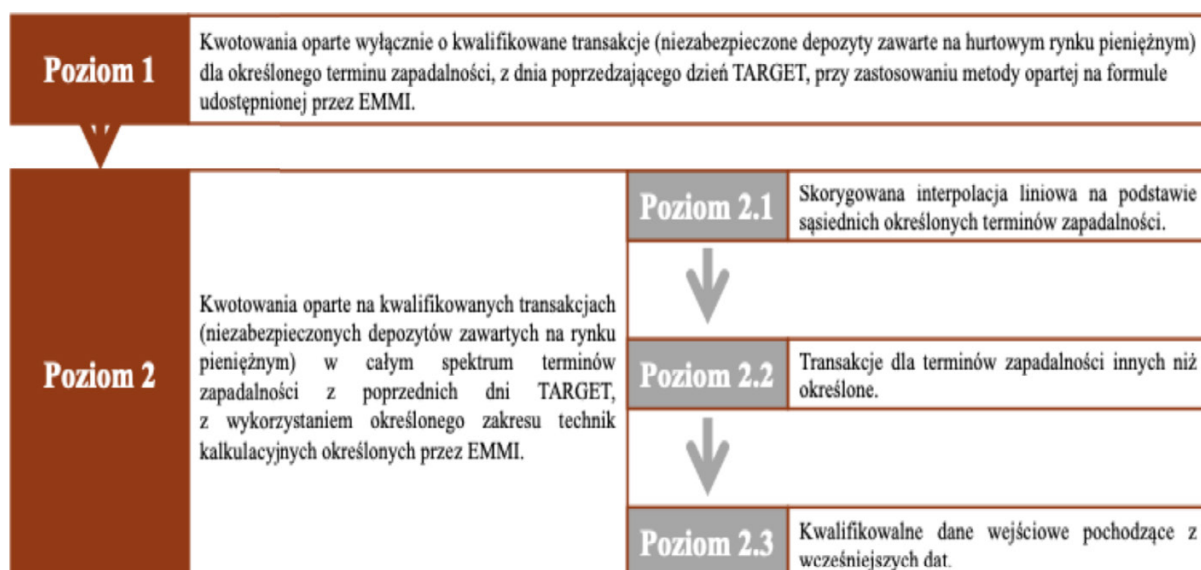
panelowych³⁰². W efekcie zmodyfikowana metoda w większym stopniu opiera się na danych transakcyjnych oraz danych z rynków powiązanych i technikach kalkulacyjnych osadzonych na poziomach 1 i 2 kaskady danych (przy jednoczesnym wyeliminowaniu poziomu 3), co wzmacnia reprezentatywność wskaźnika względem rynku pieniężnego w euro. Zmiany te stanowią kolejny etap dostosowywania EURIBOR do standardów wypracowanych na poziomie międzynarodowym po globalnym kryzysie finan-

301 <https://www.emmi-benchmarks.eu/globalassets/documents/pdf/communication/publications/december-24-newsletter.pdf> (dostęp: 3.03.2026 r.).

302 W praktyce udział danych opartych na poziomie 3 pozostawał istotny – dla niektórych tenorów w 2024 r. nawet około 40–45% kontrybucji panelowych było opartych na tym poziomie metody.



Wykres nr 11. Metoda opracowywania EURIBOR



Źródło: opracowanie własne.

sowym, w szczególności do zasad opracowanych przez IOSCO oraz wymogów BMR. Z perspektywy stabilności systemu finansowego zmiany te należy ocenić jako istotne wzmocnienie konstrukcji EURIBOR. Ograniczenie roli ocen eksperckich oraz dalsze oparcie kalkulacji na obserwowalnych danych rynkowych zwiększają jego wiarygodność i odporność na potencjalne zakłócenia rynkowe.

W rezultacie przeprowadzonych reform EURIBOR pozostaje kluczowym wskaźnikiem referencyjnym o utrzymanej ciągłości publikacji, który nadal jest powszechnie stosowany. EMMI nadal utrzymuje posiadane zezwolenie właściwego organu nadzoru zgodnie z BMR, a sama metoda EURIBOR jest regularnie poddawana przeglądowi i aktualizacjom. Panel podmiotów przekazujących dane został w ostatnim okresie rozszerzony, co dodatkowo wzmacnia reprezentatywność i stabilność EURIBOR³⁰³. Na obecnym etapie nie ma sygnałów wskazujących na planowe zaprzestanie publikacji EURIBOR. Przeciwnie, oficjalne materiały rynku euro podkreślają, że EURIBOR nie jest obecnie przewidziany do likwidacji³⁰⁴. Wskaźnik

ten nadal odgrywa kluczową rolę w funkcjonowaniu europejskiego rynku finansowego, stanowiąc punkt odniesienia dla szerokiego spektrum instrumentów finansowych oraz umów kredytowych.

Analiza ewolucji EURIBOR prowadzi do kilku istotnych wniosków. Po pierwsze, w przeciwieństwie do niektórych innych wskaźników referencyjnych stopy procentowej, reforma EURIBOR nie zmierzała do jego zastąpienia, lecz do jego wzmocnienia poprzez dostosowanie metody oraz ram nadzorczych do standardów wypracowanych po globalnym kryzysie finansowym. Po drugie, przyjęcie metody hybrydowej zgodnie z rozporządzeniem BMR stanowiło kompromis pomiędzy postulatem maksymalnego wykorzystania danych transakcyjnych a ograniczoną płynnością rynku niezabezpieczonego finansowania banków w euro. Po trzecie, kolejne zmiany metody, w tym te najbardziej doniosłe z 2024 r., prowadziły do dalszego ograniczenia elementów opartych na ocenach eksperckich oraz zwiększenia roli obserwowalnych danych rynkowych.

Ewolucja EURIBOR wpisuje się również w szerszy, hybrydowy model reformy rynku referencyjnych stóp procentowych przyjęty w wielu jurysdykcjach, który zakłada równoczesne funkcjonowanie zreformowanych stawek typu IBOR oraz wskaźników typu RFR. Model ten opiera się na założeniu komplementarności obu typów wskaźników. Podczas gdy stopy RFR odzwierciedlają koszt finansowania jednodniowego przy minimalnym ryzyku kredytowym, zreformowane stawki IBOR nadal pełnią

303 W 2025 r. do panelu EURIBOR dołączyły OP Corporate Bank oraz bank centralny Grecji. Obecnie panel liczy 20 podmiotów, z perspektywą na jego dalsze poszerzenie:

<https://www.emmi-benchmarks.eu/globalassets/documents/pdf/communication/statements/26-02-18-emmi-press-release-euribor-panel-update.pdf> (dostęp: 3.03.2026 r.).

304 https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-05/EUR_RFR_WG_Guidance_for_Corporate_Lending_Products.pdf (dostęp: 3.03.2026 r.).



funkcję wskaźników referencyjnych dla produktów finansowych wymagających uwzględnienia komponentu ryzyka kredytowego banków oraz dłuższych terminów zapadalności.

Równoległe z pracami nad reformą EURIBOR w Europie toczyły się również działania dotyczące drugiego kluczowego wskaźnika rynku pieniężnego w euro – EONIA. W związku ze strukturalnymi zmianami na rynku międzybankowym oraz koniecznością dostosowania wskaźników referencyjnych do standardów wypracowanych na poziomie międzynarodowym podjęto decyzję o przeprowadzeniu gruntownej reformy tego wskaźnika. Proces ten, prowadzony przy udziale sektora publicznego i prywatnego, ostatecznie doprowadził do zastąpienia EONIA nową stopą referencyjną opartą na rzeczywistych transakcjach rynku pieniężnego. Zagadnienia te zostaną omówione w kolejnym rozdziale.

2. Zakończenie opracowywania wskaźnika referencyjnego EONIA i wprowadzenie wskaźnika referencyjnego €STR (Euro Short-Term Rate)

Podobnie jak EURIBOR, wskaźnik referencyjny EONIA został wprowadzony w 1999 r. wraz z uruchomieniem rynku pieniężnego w euro jako miara kosztu niezabezpieczonego finansowania jednodniowego na rynku międzybankowym. EONIA powstała z inicjatywy EBF, przy wsparciu EBC odpowiedzialnego za jego opracowywanie oraz publikację. W ujęciu definicyjnym EONIA miała odzwierciedlać stopę procentową, po której banki o dobrej kondycji finansowej z państw Unii Europejskiej oraz Europejskiego Stowarzyszenia Wolnego Handlu pożyczają sobie środki w euro na okres jednego dnia. W ujęciu metodologicznym, EONIA miała charakter czysto transakcyjny. Do 1 października 2019 r. EONIA była opracowywana na podstawie codziennych kontrybucji banków panelowych i stanowiła średnią ważoną wolumenem wszystkich zgłoszonych transakcji jednodniowych. Dane wejściowe obejmowały rzeczywiste niezabezpieczone transakcje depozytowe w euro. Od momentu powstania, EONIA była jedną z najważniejszych stóp referencyjnych dla sektora bankowego i krótkoterminowych inwestycji w euro. Historycznie wskaźnik ten był wykorzystywany przede wszystkim przez instytucje finansowe, w tym banki, zarządzających aktywami, fundusze emerytalne i inwestorów korporacyjnych, między innymi do obliczania depozytów zabezpieczających i wartości zabezpieczeń, w procesach zarzą-

dzania ryzykiem oraz dla celów rachunkowości finansowej i rachunkowości zabezpieczeń³⁰⁵. W czerwcu 2017 r. EONIA została uznana za kluczowy wskaźnik referencyjny w rozumieniu BMR³⁰⁶. W chwili uznania EONIA za kluczowy wskaźnik referencyjny odwoływały się do niej instrumenty pochodne o wartości około 5,2 bln EUR, głównie na rynku jednodniowych transakcji swap denominowanych w euro (OIS), oraz instrumenty rynku pieniężnego o wartości około 850 mld EUR³⁰⁷.

Aby właściwie zrozumieć znaczenie wskaźnika EONIA, należy uwzględnić jego ścisły związek z instrumentami polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego. Stopa procentowa dla jednodniowych transakcji na rynku pieniężnym w euro przez wiele lat stanowiła jeden z podstawowych wskaźników bieżących warunków płynnościowych w sektorze bankowym. W praktyce jej poziom kształtował się w przedziale wyznaczanym przez stopę depozytową (*deposit facility rate*) oraz stopę kredytu (*marginal lending facility rate*) EBC. W warunkach względnej równowagi płynnościowej pozwalało to traktować EONIA jako przybliżony wskaźnik ceny pieniądza na rynku jednodniowych niezabezpieczonych transakcji międzybankowych w strefie euro. Sytuacja ta uległa zmianie po globalnym kryzysie finansowym z 2008 r., a następnie w okresie kryzysu zadłużeniowego w strefie euro. W wyniku działań polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego oraz wzrostu nadpłynności w systemie bankowym, stopa dla transakcji jednodniowych zaczęła stopniowo zbliżać się do stopy depozytywnej EBC. Oznaczało to jednocześnie, że znaczenie informacyjne EONIA jako wskaźnika warunków panujących na rynku międzybankowym ulegało osłabieniu. Równocześnie następowały istotne zmiany strukturalne na rynku pieniężnym. W szczególności obserwowano spadek znaczenia niezabezpieczonego finansowania międzybankowego oraz wzrost znaczenia finansowania zabezpieczonego. Rosła również rola płynności dostarczanej bezpośrednio przez bank centralny. W konsekwencji zmniejszała się liczba rzeczywistych transakcji jednodniowych na rynku niezabezpieczonym, które

305 Zob. R. Priem, W. V. Rie, *The Euribor...* s. 61.

306 Rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) 2017/1147 z dnia 28 czerwca 2017 r. zmieniające rozporządzenie wykonawcze (UE) 2016/1368 ustanawiające wykaz kluczowych wskaźników referencyjnych stosowanych na rynkach finansowych na podstawie rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 (Dz. U. UE. L. z 2017 r. Nr 166, str. 32), dalej: rozporządzenie 2017/1147.

307 Motyw 7 rozporządzenia 2017/1147.



mogły stanowić podstawę wyznaczania wskaźnika referencyjnego. Prowadziło to do stopniowego ograniczania rynku bazowego, który wskaźnik ten miał odzwierciedlać. Zjawisko to prowadziło do coraz większej koncentracji transakcji oraz rodziło wątpliwości co do reprezentatywności wskaźnika i jego zgodności z wymogami wprowadzonymi w ramach reformy wskaźników referencyjnych po kryzysie finansowym.

W związku z tym pod koniec 2015 r. EMMI rozpoczął formalny przegląd EONIA, którego celem było wzmocnienie ram zarządzania i kontroli oraz ocena odporności, reprezentatywności oraz zgodności z BMR stosowanej metody³⁰⁸. Jednym z kluczowych elementów przeglądu było przeprowadzenie w 2017 r. analizy danych dotyczących rzeczywistych transakcji jednodniowych na rynku pieniężnym. W jego ramach banki uczestniczące w panelu zostały poproszone o przekazywanie przez okres sześciu miesięcy szczegółowych informacji o zawieranych transakcjach niezabezpieczonych w euro. Wyniki tego badania miały istotne znaczenie dla dalszych losów wskaźnika EONIA. Analiza zgromadzonych danych wykazała, że liczba aktywnych uczestników rynku była ograniczona, a wolumen transakcji stanowiących podstawę wyznaczania wskaźnika pozostawał stosunkowo niewielki. Oznaczało to, że rynek bazowy był silnie skoncentrowany, co w praktyce mogło umożliwiać pojedynczym instytucjom wywieranie wpływu na poziom wskaźnika poprzez zawieranie określonych transakcji. Na podstawie tych ustaleń EMMI doszedł do wniosku, że nawet zwiększenie liczby banków przekazujących dane nie byłoby wystarczające do zapewnienia odpowiedniej reprezentatywności wskaźnika.

Problem miał bowiem charakter strukturalny i wynikał z ograniczonego znaczenia rynku, który EONIA miał odzwierciedlać. W konsekwencji uznano, że w odróżnieniu od przypadku EURIBOR nie chodzi o modyfikację metody opracowywania wskaźnika, lecz o to, że sam rynek bazowy nie zapewniał już wystarczających podstaw do utrzymania EONIA jako wiarygodnego i reprezentatywnego wskaźnika referencyjnego. Uznano również, że w tych warunkach zapewnienie zgodności EONIA z wymogami BMR może okazać się niemożliwe, przede wszystkim ze względu na ograniczoną liczbę transakcji stanowią-

cych podstawę wyznaczania wskaźnika oraz wysoką koncentrację uczestników rynku³⁰⁹. W konsekwencji uczestnicy rynku oraz instytucje publiczne doszli do wniosku, że dla segmentu jednodniowych transakcji na rynku pieniężnym w euro konieczne jest opracowanie nowego wskaźnika referencyjnego, opartego na szerszym zbiorze danych dotyczących rzeczywistych transakcji oraz być wyznaczany przez podmiot dysponujący odpowiednią infrastrukturą statystyczną. Za instytucję zdolną do realizacji tego zadania uznano EBC, który już wcześniej gromadził szczegółowe informacje o rynku pieniężnym w ramach systemu statystycznej sprawozdawczości rynku pieniężnego (*Money Market Statistical Reporting*, MMSR). Wskaźnik ten miał odzwierciedlać koszt niezabezpieczonego finansowania banków na rynku hurtowym i pełnić funkcję stopy wolnej od ryzyka dla rynku finansowego w euro. Rozwiązanie to pozostawało zgodne z kierunkiem reform przyjętych w innych głównych jurysdykcjach. W wielu państwach nowe wskaźniki dla rynku jednodniowego zostały opracowane lub przejęte przez instytucje publiczne, w szczególności banki centralne, czego przykładem są stopa SONIA w Wielkiej Brytanii oraz stopa SOFR w Stanach Zjednoczonych.

W lutym 2018 r. EBC, ESMA, FSMA oraz Komisja Europejska powołały grupę roboczą ds. stóp wolnych od ryzyka dla euro (*EU Working Group on Euro Risk-Free Rates*, EUWG). Była to grupa kierowana przez sektor prywatny i złożona przede wszystkim z przedstawicieli instytucji kredytowych. Jej podstawowym zadaniem było wskazanie alternatywnej stopy wolnej od ryzyka dla rynku finansowego w euro oraz opracowanie sposobu tranzytacji z EONIA do nowego wskaźnika referencyjnego³¹⁰. W dniu 13 września 2018 r. EUWG zarekomendowała stopę €STR (*Euro Short-Term Rate*) jako nową stopę wolną od ryzyka dla strefy euro, która miała zastąpić EONIA³¹¹. Wśród głównych kryteriów wyboru wskazywano zgodność metody z zasadami opracowanymi przez IOSCO, odpowiednią płynność rynku bazowego oraz wysoką jakość dostępnych danych transakcyjnych.

Stopa €STR jest opracowywana na podstawie rzeczywistych danych transakcyjnych przekazywanych

309 Zob. R. Priem, W. V. Rie, *The Euribor...* s. 61.

310 https://www.ecb.europa.eu/stats/euro-short-term-rates/interest_rate_benchmarks/WG_euro_risk-free_rates/shared/pdf/2017_11_29_terms_of_reference.pdf (dostęp: 13.03.2026 r.).

311 <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.pr180913.en.html> (dostęp: 13.03.2026 r.).

308 https://www.ecb.europa.eu/stats/euro-short-term-rates/interest_rate_benchmarks/WG_euro_risk-free_rates/shared/pdf/20180226/Item_3_3.pdf (dostęp: 13.03.2026 r.).



przez banki w ramach systemu statystycznej sprawozdawczości rynku pieniężnego (MMSR)³¹². System ten obejmuje największe instytucje kredytowe w strefie euro i dostarcza szczegółowych informacji o transakcjach zawieranych na rynku pieniężnym. Wskaźnik bazuje wyłącznie na transakcjach jednolitych o stałej stopie procentowej, które mają charakter niezabezpieczony i przekraczają wartość miliona euro. Metoda opracowywania €STR polega na wyznaczaniu średniej ważonej wolumenem z kwalifikowalnych transakcji zawartych na rynku pieniężnym. W procesie obliczeń stosuje się mechanizm odrzucania części skrajnych obserwacji, aby ograniczyć wpływ wartości odstających i zwiększyć stabilność wskaźnika. Stopa €STR publikowana dla każdego dnia roboczego systemu TARGET2 na podstawie transakcji zawartych i rozliczonych w dniu poprzednim. Istotną cechą €STR jest szeroka definicja rynku bazowego. W przeciwieństwie do EONIA, który koncentrował się przede wszystkim na transakcjach międzybankowych, €STR obejmuje również depozyty przyjmowane przez banki od innych instytucji finansowych, takich jak fundusze inwestycyjne czy fundusze emerytalne. Dzięki temu wskaźnik opiera się na większej liczbie transakcji i lepiej odzwierciedla warunki panujące na rynku hurtowego finansowania w euro. Pierwsza publikacja €STR nastąpiła 2 października 2019 r. i odzwierciedlała transakcje zawarte na rynku pieniężnym w dniu 1 października 2019 r.³¹³ Od tego momentu stopa jest publikowana codziennie o godz. 8:00 czasu środkowoeuropejskiego w dni robocze systemu TARGET2³¹⁴.

€STR pełni obecnie rolę podstawowej stopy wolnej od ryzyka dla rynku finansowego w euro. Wskaźnik ten jest wykorzystywany jako punkt odniesienia dla wielu instrumentów finansowych, w szczególności na rynku instrumentów pochodnych oraz w procesach wyceny i zarządzania zabezpieczeniami. Oprócz samej stopy €STR, EBC publikuje w każdym dniu roboczym systemu TARGET2 również zestaw wskaź-

ników opartych wyłącznie na historycznych dziennych wartościach tej stopy. Obejmują one średnie skumulowane stopy €STR opracowywane dla standardowych okresów zapadalności wynoszących 1 tydzień, 1 miesiąc, 3 miesiące, 6 miesięcy oraz 12 miesięcy, a także indeks skumulowanej stopy €STR. Wskaźniki te mają charakter retrospektywny i są wyznaczane jako skumulowane średnie stopy €STR dla wskazanych okresów. Z kolei indeks skumulowanej stopy €STR umożliwia opracowanie analogicznej skumulowanej stopy dla dowolnie wybranego okresu. Wskaźniki te są publikowane codziennie o godz. 9:15 czasu środkowoeuropejskiego³¹⁵.

Równoległe z rozwojem stopy €STR prowadzono działania zmierzające do stopniowego wygaszenia wskaźnika referencyjnego EONIA. W celu zapewnienia uczestnikom rynku odpowiedniego czasu na dostosowanie się do nowych rozwiązań EUWG w marcu 2019 r. zarekomendowała zmianę metody opracowywania EONIA³¹⁶. Rekomendacja obejmowała trzy zasadnicze elementy: zmianę metody opracowywania EONIA na formułę €STR powiększoną o określoną wartość stałego spreadu, współpracę z właściwymi organami nadzoru w celu zapewnienia zgodności wskaźnika z wymogami BMR w okresie przejściowym oraz przygotowanie rynku do ostatecznego zaprzestania publikacji EONIA po zakończeniu procesu przejścia na stopę €STR. W konsekwencji EMMI rozpoczął proces dostosowania metody opracowywania EONIA. Po przeprowadzeniu konsultacji z uczestnikami rynku zdecydowano o utrzymaniu publikacji EONIA według dotychczasowej metody do momentu rozpoczęcia publikacji €STR przez EBC.

Od 2 października 2019 r. EONIA była już opracowywana jako €STR powiększona o 8,5 punktu bazowego. Spread między EONIA a €STR został ustalony przez EBC na poziomie 8,5 punktu bazowego³¹⁷. Wartość ta została wyznaczona na podstawie historycznej średniej różnicy między EONIA a tzw. pre-€STR w okresie od 17 kwietnia 2018 r. do 16 kwietnia 2019 r., przy zastosowaniu metody średniej obciążonej polegającej na odrzuceniu 15%

312 Co ważne, €STR nie jest opracowywany na podstawie „przekazywania danych wejściowych” w rozumieniu art. 3 ust. 1 pkt 8 rozporządzenia BMR, gdyż dane wykorzystywane do jej wyznaczania są przekazywane do EBC w ramach obowiązków sprawozdawczych wynikających z rozporządzenia (UE) nr 1333/2014 (MMSR), a nie w celu ustalenia wskaźnika referencyjnego; w konsekwencji banki raportujące te dane nie mają statusu podmiotów przekazujących dane w rozumieniu BMR i nie podlegają w tym zakresie pod jego wymogi.

313 Zob. P. Nicoloso, V. Tsonchev, Goodbye EONIA, welcome €STR!, ECB Economic Bulletin, 2018, Vol. 7.

314 https://www.ecb.europa.eu/stats/euro-short-term-rates/interest_rate_benchmarks/WG_euro_risk-free_rates/shared/pdf/ecb.ESTER_methodology_and_policies.en.pdf (dostęp: 13.03.2026 r.).

315 https://www.ecb.europa.eu/stats/euro-short-term-rates/interest_rate_benchmarks/WG_euro_risk-free_rates/shared/pdf/ecb.Compounded_euro_short-term_rate_calculation_rules.en.pdf (dostęp: 13.03.2026 r.).

316 https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annex/ecb.sp190314_annex_recommendation.en.pdf (dostęp: 13.03.2026 r.).

317 <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.pr190531%7Ea3788de8f8.en.html> (dostęp: 13.03.2026 r.).



skrajnych obserwacji. Przyjęcie stałego spreadu miało ograniczyć potencjalne przesunięcia wartości pomiędzy uczestnikami rynku oraz zmniejszyć wpływ zmiany wskaźnika referencyjnego na wyceny instrumentów finansowych i sytuację bilansową instytucji finansowych. Zmianie uległ również moment publikacji wskaźnika. Zamiast publikacji w godzinach wieczornych w dniu zawarcia transakcji wprowadzono publikację w dniu następnym o godz. 9:15 czasu środkowoeuropejskiego, co pozwoliło zsynchronizować publikację EONIA z publikacją €STR przez EBC. W rezultacie od października 2019 r. EONIA pełniła wyłącznie funkcję wskaźnika przejściowego, którego zadaniem było umożliwienie płynnego przejścia rynku finansowego na nową stopę referencyjną €STR.

Ze względu na systemowe znaczenie wskaźnika EMMI zdecydował się wystąpić o uzyskanie zezwolenia na jego dalsze opracowywanie zgodnie z wymogami BMR. Po konsultacji z kolegium właściwych organów nadzoru belgijski FSMA podjął w grudniu 2019 r. decyzję o rozszerzeniu zezwolenia udzielonego EMMI na administrowanie wskaźnikiem EURIBOR również na wskaźnik EONIA³¹⁸. Jednocześnie podkreślono, że dalsza publikacja EONIA w oparciu o zmodyfikowaną metodę ma charakter wyłącznie przejściowy i służy ułatwieniu przejścia rynku na nową stopę referencyjną €STR. W związku z tym EMMI poinformował uczestników rynku, że publikacja wskaźnika EONIA zostanie ostatecznie zakończona w styczniu 2022 r.³¹⁹ Okres ten miał umożliwić uczestnikom rynku dostosowanie dokumentacji umownej, systemów informatycznych oraz metod wyceny instrumentów finansowych do nowej stopy referencyjnej. Ostatecznie, zaprzestanie opracowywania EONIA nastąpiło 3 stycznia 2022 r. Tego dnia, wskaźnik EONIA został formalnie zastąpiony przez €STR na mocy rozporządzenia wykonawczego Komisji 2021/1848³²⁰, wydanego na podstawie art. 23b BMR, co stanowiło końcowy element uporządkowanej likwidacji EONIA.

W celu wsparcia procesu przejścia z EONIA na €STR, EUWG opublikowała również raport dotyczący wpływu tej zmiany na różne segmenty rynku finansowego³²¹.

W ramach prac przeanalizowano konsekwencje wprowadzenia nowej stopy referencyjnej zarówno dla instrumentów rynku kasowego, takich jak kredyty, obligacje czy kredyty hipoteczne, jak i dla instrumentów pochodnych, w szczególności kontraktów swap oraz kontraktów terminowych. Raport zawierał także rekomendacje operacyjne mające ułatwić uczestnikom rynku przejście na nowy wskaźnik referencyjny. Istotnym elementem procesu było również dostosowanie infrastruktury rynku finansowego. W tym celu prowadzono konsultacje z izbami rozliczeniowymi w zakresie stworzenia płynnego rynku instrumentów pochodnych opartych na €STR. EUWG zaleciła w szczególności wprowadzenie przez izby rozliczeniowe zmiany mechanizmu dyskontowania przepływów pieniężnych oraz mechanizmu odsetek wyrównawczych na stopę €STR. Zmiana ta została zaplanowana na okres około połowy 2020 r. Ponadto przeanalizowano konsekwencje reformy dla rachunkowości oraz zarządzania ryzykiem w instytucjach finansowych. Proces przejścia z EONIA na €STR był także wspierany przez szereg działań o charakterze regulacyjnym i rynkowym, których celem było ograniczenie niepewności prawnej oraz zapewnienie ciągłości stosowania wskaźników w istniejących umowach finansowych.

W styczniu 2019 r. EUWG opublikowała zestaw zasad dotyczących stosowania klauzul awaryjnych w nowych umowach odnoszących się do EONIA oraz EURIBOR w produktach rynku kasowego denominowanych w euro³²². Celem tych rekomendacji było zapewnienie, aby w przypadku zaprzestania publikacji jednego z tych wskaźników strony umów dysponowały jasnym mechanizmem zastępczym. W kolejnych miesiącach EUWG publikowała dalsze zalecenia dotyczące przejścia z EONIA na €STR, wskazując w szczególności, że nowe umowy nie powinny już odwoływać się do EONIA, a w istniejących kontraktach jako rozwiązanie awaryjne powinno być stosowane odniesienie do €STR powiększone o stały spread w wysokości 8,5 punktu bazowego³²³. Równolegle prowadzone były prace nad rozwiązaniami awaryjnymi dotyczącymi umów opartych na EURIBOR. W listopadzie 2019 r. EUWG przedstawiła reko-

318 <https://www.fsma.be/en/news/fsma-authorises-emmi-administrator-eonia-benchmark> (dostęp: 13.03.2026 r.).

319 https://www.emmi-benchmarks.eu/globalassets/documents/pdf/eonia/public-statement-eonia-demise_final.pdf (dostęp: 13.03.2026 r.).

320 rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) 2021/1848 z dnia 21 października 2021 r. w sprawie wyznaczenia zamiennika stopy Euro Overnight Index Average (Dz. U. UE. L. z 2021 r. Nr 374, str. 6).

321 https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.wgeuorfr_impact_transitioneoniaeurostrcashderivativesproducts%7Ed917dff84.en.pdf (dostęp: 13.03.2026 r.).

322 https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.sg3guidingprinciples_201901.en.pdf (dostęp: 13.03.2026 r.).

323 https://www.ecb.europa.eu/paym/pdf/cons/euro_risk-free_rates/ecb.eurostr_eonia_legal_action_plan_20190716.en.pdf (dostęp: 13.03.2026 r.).



mendacje dotyczące klauzul awaryjnych dla umów kredytowych, obligacji oraz transakcji pochodnych³²⁴. Podkreślono w nich konieczność wprowadzenia odpowiednich postanowień umownych także w tych instrumentach finansowych, które formalnie nie podlegają bezpośrednio przepisom BMR. W dalszym etapie analizowano również kwestie płynności rynku instrumentów finansowych opartych na €STR oraz warunki rozwoju rynku instrumentów pochodnych wykorzystujących tę stopę. Zwrócono uwagę, że odpowiedni poziom płynności na rynku instrumentów pochodnych jest istotny dla ewentualnego opracowania terminowej struktury stóp opartych na €STR, które mogłyby w przyszłości pełnić funkcję rozwiązania awaryjnego dla EURIBOR. W tym kontekście rozważano zarówno metody wyznaczania stóp terminowych na podstawie kwotowań transakcji typu OIS, jak i podejścia oparte na kumulowaniu dziennych wartości €STR za dany okres. Całość tych działań miała na celu zapewnienie, aby przejście z EONIA na €STR oraz ewentualne wykorzystanie stóp wolnych od ryzyka w rozwiązaniach awaryjnych dla EURIBOR odbyło się w sposób uporządkowany, ograniczający ryzyko zakłóceń w funkcjonowaniu rynku finansowego oraz w wykonywaniu istniejących umów.

Istotnym elementem reformy było również opracowanie zasad dotyczących klauzul awaryjnych dla umów odwołujących się do EURIBOR. W tym zakresie kluczowe znaczenie mają rekomendacje EUWG z maja 2021 r., które określają zdarzenia uruchamiające mechanizm zastępczy oraz wskazują możliwe rozwiązania w przypadku zaprzestania publikacji tego wskaźnika lub utraty jego reprezentatywności³²⁵. W rekomendacjach tych przyjęto, że podstawą rozwiązania awaryjnego powinna być stopa oparta na €STR, w szczególności w postaci stopy skumulowanej obliczanej dla danego okresu albo – w razie rozwoju odpowiedniego rynku instrumentów pochodnych – terminowej struktury stóp opartych na €STR. Rekomendacje te pozostają w ścisłym związku z art. 28 ust. 2 BMR, który nakłada na podmioty stosujące wskaźniki referencyjne obowiązek opracowania planów awaryjnych na wypadek istotnych zmian lub zaprzestania ich publikacji, wskazujących (jeśli jest to możliwe i zasadne) alternatywne

wskaźniki referencyjne³²⁶. Celem tych rozwiązań jest zapewnienie ciągłości wykonywania umów finansowych oraz ograniczenie ryzyka prawnego i operacyjnego w przypadku ewentualnego zaprzestania publikacji EURIBOR.

Analiza ewolucji EONIA pozwala sformułować kilka wniosków dotyczących zmian, jakie zaszły na rynku pieniężnym w strefie euro. Po pierwsze, przypadek ten pokazuje, że nawet wskaźnik oparty na rzeczywistych transakcjach może z czasem utracić zdolność do wiarygodnego odzwierciedlania warunków rynkowych. Dzieje się tak w szczególności wtedy, gdy rynek, którego pomiar jest celem danego wskaźnika, staje się zbyt wąski lub zbyt skoncentrowany, aby zapewnić reprezentatywność wymaganą przez obowiązujące regulacje. Po drugie, reforma EONIA potwierdza, że po globalnym kryzysie finansowym zmieniło się podejście do konstrukcji wskaźników stosowanych na rynkach finansowych. Istotne znaczenie ma nie tylko oparcie ich w możliwie największym stopniu na danych pochodzących z rzeczywistych transakcji, lecz również prawidłowe określenie przedmiotu pomiaru oraz rynku, którego pomiar jest celem danego wskaźnika. W tym kontekście wygaszenie EONIA i wprowadzenie stopy €STR należy postrzegać jako konsekwencję głębokich zmian strukturalnych na rynku pieniężnym w euro oraz dostosowania jego funkcjonowania do wymogów wynikających z rozporządzenia BMR. Po trzecie, doświadczenia strefy euro pokazują, że reforma wskaźników stosowanych na rynku finansowym nie musi polegać na zastąpieniu wszystkich dotychczasowych rozwiązań jedną stopą wolną od ryzyka. W Europie przyjęto rozwiązanie bardziej złożone. Z jednej strony wprowadzono €STR jako stopę wolną od ryzyka dla transakcji jednodniowych. Wprowadzono także terminowe indeksy skumulowane bazujące na €STR. Z drugiej strony utrzymano i zreformowano EURIBOR, który nadal pełni funkcję punktu odniesienia dla wielu instrumentów finansowych o dłuższych terminach zapadalności, uwzględniając w swojej konstrukcji element ryzyka kredytowego banków. W rezultacie tych zmian w strefie euro wykształcił się system, w którym poszczególne wskaźniki pełnią odmienne, lecz wzajemnie uzupełniające się funkcje. Wskaźnik €STR, opracowywany przez bank centralny, odzwierciedla

324 https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.wgeurofr_highlevel_recommendationseuriborfallbacks%7Eabc6ca6268.en.pdf (dostęp: 13.03.2026 r.).

325 <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.recommendationsEURIBORfallbackstriggereventsandESTR.202105~9e859b5aa7.en.pdf> (dostęp: 13.03.2026 r.).

326 Zob. T. Orczykowski, J. Róg-Dyrda, *Plany awaryjne na wypadek zaprzestania opracowywania wskaźnika referencyjnego lub jego istotnej zmiany oraz ich odzwierciedlenie w umowach z klientami w świetle wymogów BMR*, Monitor Prawa Bankowego 2026, nr 3, s. 67-96.



koszt jednodniowego finansowania na rynku hurtowym, natomiast zreformowany EURIBOR pozostaje podstawowym punktem odniesienia dla szerokiego zakresu produktów finansowych. Jednocześnie, indeksy skumulowane oparte o €STR mogą pełnić funkcje wskaźników alternatywnych dla EURIBOR. Rozwiązanie to pokazuje, że reforma rynku nie polegała na prostym zastąpieniu jednego wskaźnika innym, lecz na dostosowaniu całej struktury rynku do nowych realiów regulacyjnych i gospodarczych. Opisany proces wpisuje się w szerszą reformę wskaźników referencyjnych zapoczątkowaną po globalnym kryzysie finansowym przez FSB oraz IOSCO, której celem było zwiększenie odporności i wiarygodności wskaźników stosowanych na rynkach finansowych.

3. Powiązanie wskaźnika referencyjnego stopy procentowej €STR z instrumentami polityki pieniężnej Europejskiej Banku Centralnego

Operacje na stopach procentowych należą do fundamentalnych narzędzi polityki banków centralnych³²⁷. W grupie podstawowych stóp procentowych Europejskiego Banku Centralnego znajdują się trzy stopy³²⁸:

- stopa depozytowa (*deposit facility*) – stopa procentowa depozytu w banku centralnym, z której banki mogą korzystać, lokując swoje środki na jedną noc po z góry określonej stawce. W marcu 2024 r. Rada Prezesów zdecydowała, że to właśnie ta stopa będzie nadal głównym narzędziem kształtowania nastawienia polityki pieniężnej.
- stopa podstawowych operacji refinansujących (*main refinancing operations*) – stopa procentowa stosowana w podstawowych operacjach refinansujących. W ramach tych operacji banki mogą pożyczać środki od EBC pod zabezpieczenie w cyklu tygodniowym, według z góry określonej stawki. Stopa ta jest wyższa od stopy depozytowej.

- stopa kredytowa (*marginal lending facility*) – stopa procentowa kredytu w banku centralnym, która umożliwia bankom uzyskanie kredytu na jeden dzień pod zabezpieczenie, po z góry określonej stawce. Stopa ta jest wyższa niż stopa podstawowych operacji refinansujących.

Kształtowanie się wartości tych stóp procentowych w okresie od dnia 18 września 2019 r. do dnia 24 lutego 2026 r. przedstawiono na wykresie nr 12 (poniżej). Zaprezentowany przedział czasowy podyktowany jest wartościami stóp podstawowych w aspekcie momentu ich zmiany. W dniu 18 września 2019 r. Europejski Bank Centralny dokonał obniżenia o 0,1 p.p. stopy depozytowej (z -0,4% na -0,5%) i pozostawił na tym samym poziomie pozostałe dwie stopy, tj. stopę podstawowych operacji refinansujących na poziomie 0,00% i stopę kredytową na poziomie 0,25%. Takie wartości tych stóp procentowych obowiązywały od dnia 16 marca 2016 r.

Analizując dane przedstawione na wykresie nr 12 łatwo zauważyć, że w okresie od 18 września 2019 do 26 lipca 2022 podstawowe stopy Europejskiego Banku Centralnego pozostawały na niezmiennym poziomie. Następnie, począwszy od 27 lipca 2022 do 20 września 2023, podstawowe stopy procentowe Europejskiego Banku Centralnego regularnie rosły, co oznaczało, że EBC zaostrzał swoją politykę pieniężną. W tym czasie stopa depozytowa wzrosła z poziomu -0,5% do 4%, stopa podstawowych operacji refinansowych z poziomu 0,0% do poziomu 4,5% oraz stopa kredytowa z poziomu 0,25% do 4,75%. W kolejnym okresie, aż do 11 czerwca 2024, stopy pozostawały na niezmiennym poziomie. Następnie, począwszy od 12 czerwca 2024 do 11 czerwca 2025, nastąpiła sukcesywna redukcja poziomu wszystkich trzech stóp procentowych, przez co polityka pieniężna stopniowo stawała się mniej restrykcyjna. Od 12 czerwca 2025 do 24 lutego 2026 podstawowe stopy Europejskiego Banku Centralnego pozostawały na niezmiennym poziomie. Chcąc skutecznie prowadzić swoją politykę, EBC od marca 2023 – przy podejmowaniu decyzji w sprawie stóp procentowych – uwzględnił trzy podstawowe kryteria: perspektywy inflacji, dynamikę inflacji bazowej i siłę transmisji polityki pieniężnej³²⁹.

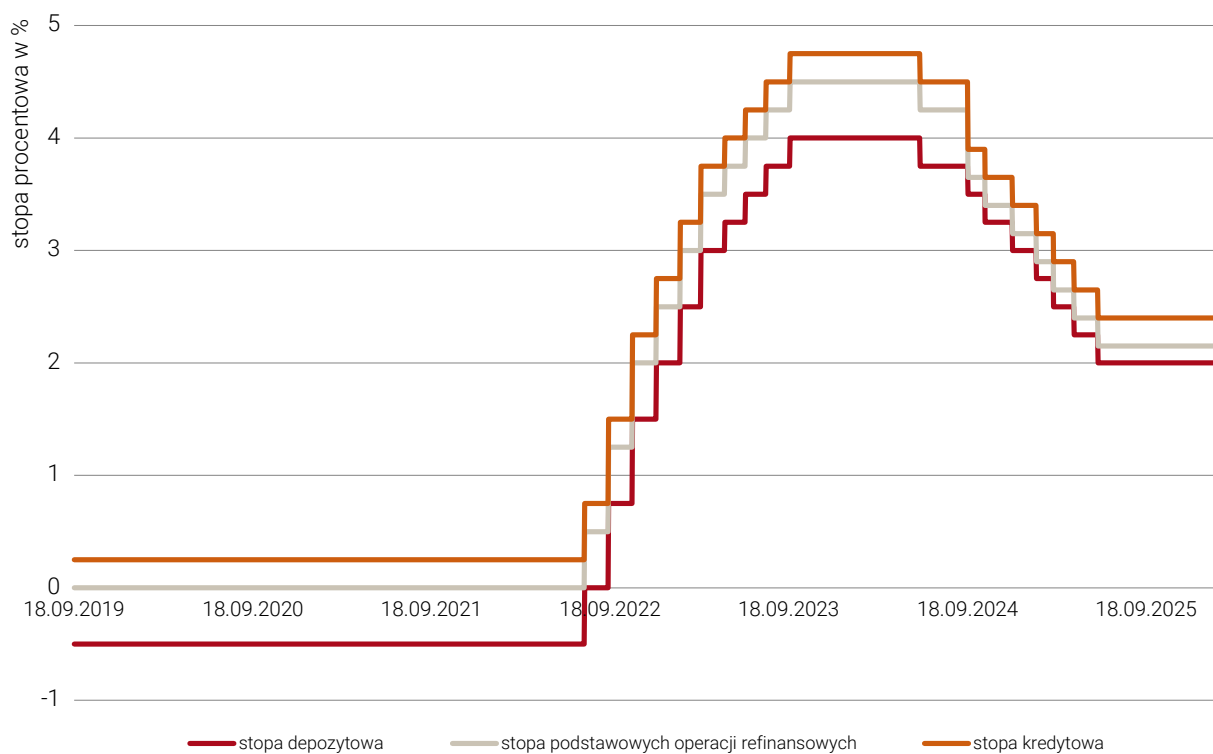
327 Szerzej: Marcin Flotyński, Juliusz Nagórka, *Monetarne uwarunkowania działalności przedsiębiorstw finansowych w świetle działań Europejskiego Banku Centralnego*, w: Adam Baszyński, Ryszard Kamiński (red.) *Wpływ otoczenia międzynarodowego na funkcjonowanie przedsiębiorstw w Polsce*, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Poznań 2022, s. 147-174

328 https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/ (dostęp: 08.03.2026).

329 Szerzej: EBC, *Annual Report 2024*. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ecb.ar2024~8402d8191f.pl.pdf> (dostęp: 09.03.2026)



Wykres nr 12. Kształtowanie się wartości podstawowych stóp procentowych Europejskiego Banku Centralnego w okresie od 18.09.2019 do 24.02.2026



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z <https://data.ecb.europa.eu/> (dostęp: 14.05.2026 r.)

Wskaźnik €STR (*Euro Short-Term Rate*) stanowi referencyjną stopę procentową, po której instytucje finansowe udzielają sobie pożyczek na okres jednego dnia. Europejski Bank Centralny rozpoczął publikowanie tej stawki począwszy od października 2019 r.³³⁰ Kształtowanie się poziomu tej stopy w okresie od dnia 1 października 2019 do dnia 24 lutego 2026 przedstawiono na wykresie nr 13.

Analizując dane zaprezentowane na wykresie nr 13 można zauważyć analogiczne kierunki zmian wartości stawki €STR, jak w przypadku podstawowych stóp procentowych Europejskiego Banku Centralnego. Relację między stawką referencyjną €STR a instrumentami polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego sprawdzono dla pary €STR oraz stopy depozytowej, która wyznacza kurs polityki pieniężnej banku centralnego³³¹.

Do wstępnej oceny siły współzależności pomiędzy stopami wykorzystano współczynnik korelacji liniowej Pearsona, który policzono na podstawie danych

za okres od 1 października 2019 do 24 lutego 2026. Należy zaznaczyć, że z uwagi na fakt, iż stopa depozytowa banku centralnego jest kształtowana przez decyzje Rady Prezesów EBC, co sprawia, że przez pewne okresy może ona pozostawać na niezmiennym poziomie (taka sytuacja pojawiła się w przeszłości, jak na wykresie nr 13) klasyczna analiza korelacji liniowej pomiędzy €STR a stopą depozytową banku centralnego ma ograniczoną wartość poznawczą. Dlatego też część analizy oparto na badaniu spreadu pomiędzy tymi stopami oraz na ocenie stabilności tego spreadu w czasie.

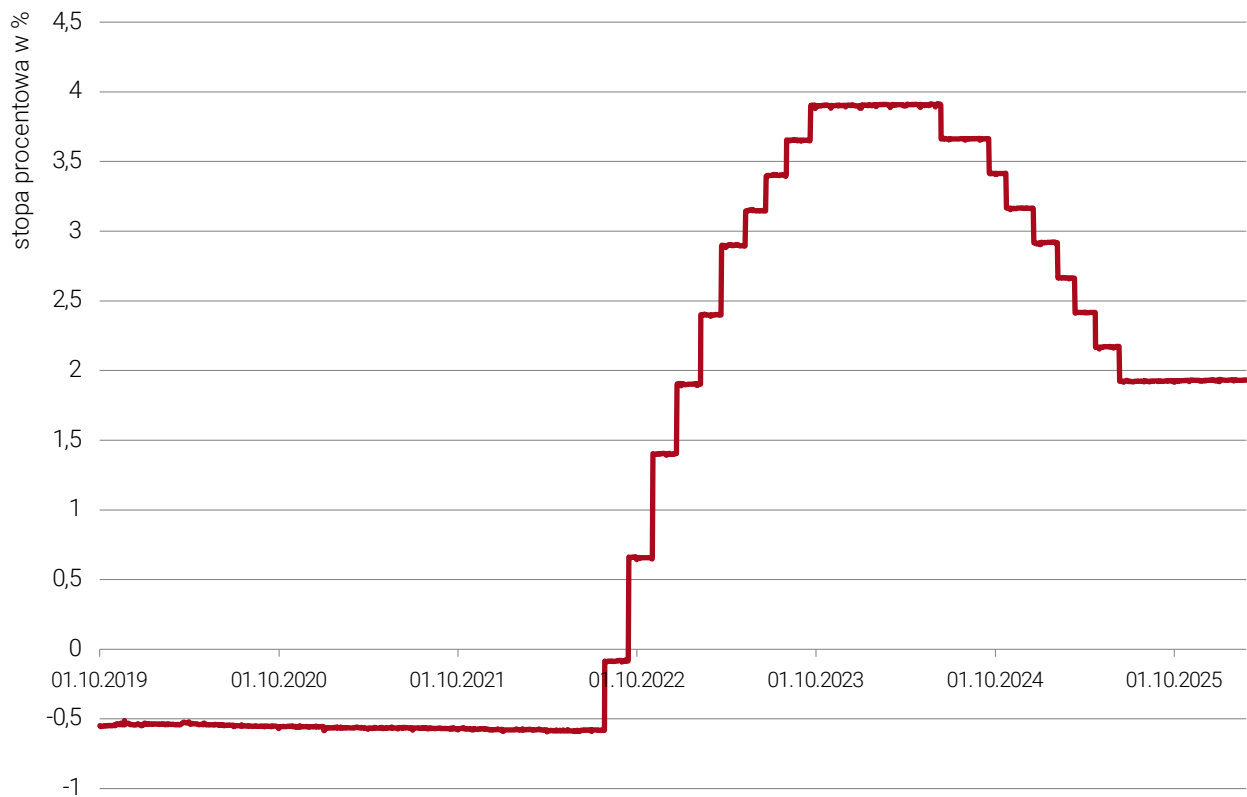
Badanie obejmowało dwa etapy:

1. przeprowadzenie analizy statycznej zależności liniowej pomiędzy poziomem €STR a poziomem stopy depozytowej banku centralnego, wykorzystując współczynnik korelacji Pearsona,
2. analizę spreadu pomiędzy €STR a stopą depozytową banku centralnego oraz ocenę zmian tego spreadu w czasie.

Uzyskana wartość współczynnika korelacji wskazuje na bardzo silny dodatni związek pomiędzy

330 https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/euro_short-term_rate/html/index.pl.html dostęp 09.03.2026

331 EBC, *Annual Report 2024*. str. 43

**Wykres nr 13.** Kształtowanie się poziomu stopy procentowej €STR w okresie od 01.10.2019 do 24.02.2026

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dostępnych w bazie LSEG Workspace.

€STR a stopą depozytową banku centralnego. Wartość współczynnika korelacji liniowej Pearsona dla podanego powyżej okresu wyniosła 0,999973, co oznacza wysoką zgodność długookresowego przebiegu obu szeregów. Wynik ten nie powinien być jednak interpretowany jako wystarczający dowód ścisłego krótkookresowego dopasowania. Należy go raczej traktować jako potwierdzenie, że €STR pozostaje silnie powiązany z poziomem stopy depozytywnej banku centralnego. Niewiele mniejsze powiązanie obserwowane jest pomiędzy €STR a stopą podstawowych operacji refinansujących. W tym przypadku wartość współczynnika korelacji liniowej Pearsona dla tego samego przedziału czasowego wyniosła 0,99678. Wysokie dodatnie wartości współczynnika korelacji pozwalają na stwierdzenie, że kierunki zmian analizowanych stóp procentowych są zgodne.

W drugim etapie badania przeanalizowano spread pomiędzy €STR a stopą depozytową banku centralnego, zdefiniowany jako różnica pomiędzy tymi wielkościami. Spread został policzony w oparciu o formułę:

$$\text{Spread}_t = \text{€STR}_t - \text{SR}_t$$

gdzie:

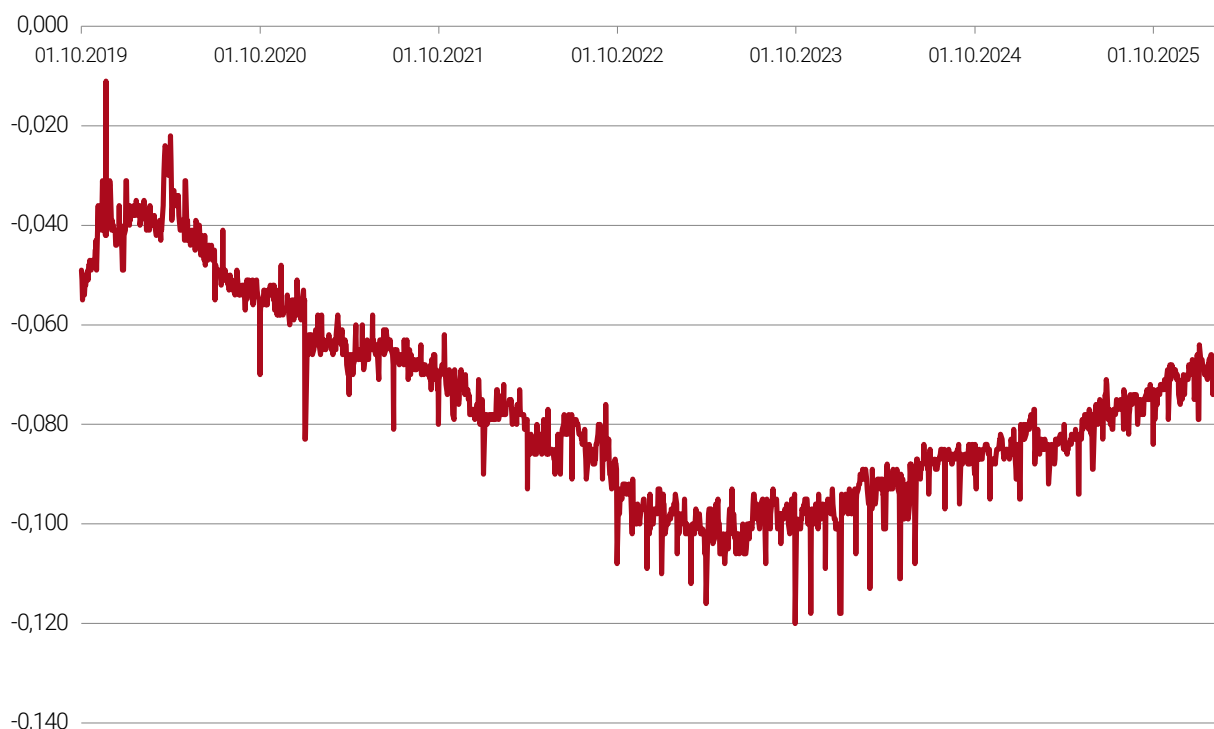
- **Spread_t** – spread w okresie **t**
- **€STR_t** – wartość stopy **€STR** w okresie **t**
- **SR_t** – wartość stopy depozytywnej banku centralnego w okresie **t**

choć niektórzy badacze³³², w celu bardziej czytelnego zobrazowania różnic pomiędzy tymi stopami, obliczają jako różnicę.

Wyniki przeprowadzonych obliczeń przedstawiono na wykresie nr 14.

Analiza spreadów zaprezentowanych na wykresie nr 14 pozwala zauważyć, że w całym badanym okresie stopa €STR była niższa od stopy depozytywnej banku centralnego. Wartości spreadów

332 Santalla Pérez, Yasmina, M.Carmen Castillo Lozoya, Laura García Ramos and Jose M. Arregui Gil. *Spread between the euro short-term rate (€STR) and the deposit facility rate*. Economic Bulletin - Banco de España, 2023/Q3, 08. <https://doi.org/10.53479/33452>

**Wykres nr 14.** Spread pomiędzy wskaźnikiem €STR a stopą depozytową banku centralnego w okresie od 01.10.2019 do 24.02.2026 (w wartościach bezwzględnych)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EBC oraz danych pozyskanych z bazy LSEG Workspace.

Tabela nr 22. Kształtowanie się średniego spreadu i odchylenia standardowego dla różnych okresów analizowanych stóp procentowych (w pb)

Przedział czasu	Charakterystyka przedziału czasowego	Średni spread (pb)	Odchylenie standardowe (pb)
01.10.2019-26.07.2022	okres stałych stóp procentowych EBC	-6,05	1,56
27.07.2022-20.09.2023	okres wzrostu stóp procentowych EBC	-9,71	0,61
21.09.2023-11.06.2024	okres stałych stóp procentowych EBC	-9,57	0,56
12.06.2024-11.06.2025	okres spadku stóp procentowych EBC	-8,48	0,36
12.06.2025-24.02.2026	okres stałych stóp procentowych EBC	-7,31	0,40

Źródło: opracowanie własne.

w momentach zmiany oprocentowania stopy depozytywnej banku centralnego nie odbiegały w sposób znaczący od spreadów policzonych dla pozostałych dni. Oznacza to, że stopa procentowa €STR zachowywała się w sposób analogiczny do stopy depozytywnej banku centralnego. Umocnia to wnioski płynące z powyższej interpretacji współczynnika korelacji. Jednakże warto zaznaczyć, że

w ostatnim kwartale 2022 r. oraz niemalże w całym 2023 r., w szczególności na koniec prawie każdego miesiąca, wartości spreadów były wyższe niż dla pozostałych dni w miesiącu.

Odnosząc się do wcześniej wskazanych okresów kierunków decyzji Rady Prezesów EBC, w tabeli 22 przedstawiono średnie wartości spreadów (w pb)



oraz wartości odchylenia standardowego (w pb) dla każdego przedziału czasowego.

Wykonane obliczenia jednoznacznie wskazują, że po pierwszym okresie stabilnej stopy depozytowej EBC, w kolejnych okresach zmienność spreadów była zdecydowanie niższa. Najwyższą zmienność spreadów zaobserwowano w pierwszym przedziale stałej stopy depozytowej banku centralnego, tj. 01.10.2019–26.07.2022. Oznacza to, że choć stopa depozytowa utrzymywała się na niezmiennym poziomie -0,5%, to stopa procentowa €STR zmieniała swoją wartość, wahając się w przedziale od -0,593% do -0,511%. Z kolei najniższą zmienność spreadów zauważono w okresie spadku stóp procentowych Europejskiego Banku Centralnego.

4. Wpływ reformy wskaźników referencyjnych stopy procentowej w strefie euro na rynek finansowy i finanse publiczne

W literaturze dotyczącej reformy stawek referencyjnych podkreśla się, że „idealna” stawka referencyjna, która byłaby użyteczna jak „szwajcarski” (*Swiss army knife*), musiałaby jednocześnie spełniać trzy warunki³³³:

1. opierać się na realnych transakcjach z płynnych rynków, co ograniczałoby ryzyko prób manipulacji i zapewniałoby rzetelność danych,
2. pozwalać na spójną i operacyjnie prostą wycenę instrumentów pieniężnych i pochodnych,
3. odzwierciedlać realne koszty, po jakich banki pozyskują kapitał.

Pogodzenie tych funkcji w jednym wskaźniku jest trudne nie tylko od strony technicznej, lecz także z powodów stricte ekonomicznych. Wskaźnik referencyjny o charakterze uniwersalnym nie zawsze jest rozwiązaniem pożądanym, ponieważ różne zastosowania stopy procentowej wymagają odmiennych właściwości wskaźnika. Na przykład w przypadku instrumentów zabezpieczonych, w których strony codziennie wymieniają zabezpieczenie (*collateral*), co następuje często w ramach rozliczeń przez centralną izbę rozliczeniową (CCP), kluczowe jest

oprocentowanie tego zabezpieczenia i spójne dyskontowanie przepływów. Dlatego preferowane są stopy overnight.

Z kolei w przypadku umów kredytowych konieczne wydaje się przede wszystkim odzwierciedlenie w stawce referencyjnej premii za ryzyko oraz za termin zapadalności, ponieważ te komponenty współdecydują o ekonomicznym koszcie finansowania i są istotne dla wyceny oraz alokacji ryzyka w gospodarce realnej. Właśnie dlatego w tym segmencie rynku utrzymano w strefie euro znaczenie stawki EURIBOR, która jako terminowa stopa niezabezpieczona lepiej niż stopy overnight oddaje warunki, na jakich banki pozyskują finansowanie na określony termin.

Reforma wskaźników referencyjnych w strefie euro dobrze ilustruje logikę kompromisów. Wprowadzenie nowego wskaźnika €STR i zastąpienie nim wskaźnika EONIA nie oznaczało odejścia od funkcjonującej od początku unii walutowej stawki EURIBOR. Wpływ pojawienia się nowej stawki referencyjnej na rynek finansowy i finanse publiczne w strefie euro był z tego powodu ograniczony. Rynek z jednej strony zyskał nowy wskaźnik, natomiast z drugiej strony wejście w życie nowej stawki nie wywołało napięć i szoków dla istniejących kontraktów. Zachowano bowiem ciągłość funkcjonowania stopy terminowej (EURIBOR) oraz zapewniono uporządkowaną migrację instrumentów powiązanych z EONIA.

EONIA została stworzona dla rynku, który po wybuchu globalnego kryzysu finansowego 2008 r. i po kryzysie zadłużeniowym w strefie euro uległ dużej zmianie. Wolumen niezabezpieczonych transakcji overnight między bankami spadł, a rynek stał się płytszy. Z tego powodu EONIA coraz słabiej opierała się na dużej liczbie realnych transakcji. W konsekwencji zdecydowano o zastąpieniu EONIA nową stopą €STR, opracowywaną przez Europejski Bank Centralny na podstawie szerokiego zbioru rzeczywistych transakcji na rynku pieniężnym, co miało zwiększyć m.in. przejrzystość i zapewnić zgodność z wymogami rozporządzenia BMR.

Zastąpienie wskaźnika EONIA przez wskaźnik €STR z perspektywy funkcjonowania rynków finansowych należy postrzegać pozytywnie. Przede wszystkim należy tu zwrócić uwagę na to, że nowy wskaźnik €STR został oparty na szerokim zbiorze rzeczywistych transakcji, co zwiększyło jej przejrzystość.

333 A. Schrimpf, V. Sushko, *Beyond LIBOR: a primer on the new reference rates*, BIS Quarterly Review, March 2019.

**Tabela nr 23.** Porównanie stopy EONIA i €STR

EONIA	€STR
EONIA był wskaźnikiem referencyjnym rynku pieniężnego odzwierciedlającą średnie oprocentowanie niezabezpieczonych pożyczek overnight w euro na rynku międzybankowym. Był opracowywany na podstawie danych przekazywanych przez panel banków, jednak z czasem jej reprezentatywność osłabła ze względu na spadek liczby rzeczywistych transakcji. W związku z tym nie spełniała on w pełni nowych wymogów regulacyjnych dotyczących wskaźników referencyjnych. W okresie przejściowym był publikowana jako €STR + 8,5 pb, po czym został wygaszony.	€STR to wskaźnik odzwierciedlający hurtowe koszty niezabezpieczonych pożyczek overnight w euro przez banki strefy euro. Jest on oparta wyłącznie na transakcjach depozytowych w euro przeprowadzanych z kontrahentami finansowymi, uznawanych za zrealizowane na warunkach rynkowych. Spośród potencjalnych kategorii instrumentów MMSR, wskaźnik €STR jest opracowywany na podstawie transakcji depozytów overnight o stałym oprocentowaniu powyżej 1 miliona euro. Wskaźnik €STR jest opracowywany jako średnia ważona wolumenem, po odliczeniu najwyższych i najniższych 25% stóp procentowych pod względem wolumenu przed obliczeniem średniej.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Ludovica Amorese, Javier Huerga and Ronald Rühmkorf, *The euro short-term rate (€STR) – the new role of central bank statistics in financial markets – a financial benchmark fully based on statistical microdata*, 11th Biennial IFC Conference on "Post-pandemic landscape for central bank statistics", BIS Basel, 25-26 August 2022, BIS, https://www.bis.org/ifc/publ/ifcb58_21.pdf, s. 4 [dostęp: 25.03.2026]; European Money Markets Institute, EONIA, <https://www.emmi-benchmarks.eu/benchmarks/eonia/> (dostęp: 25.03.2026).

Należy jednak zaznaczyć, że nadal brakuje szeroko zakrojonych badań empirycznych poświęconych bezpośrednio wpływowi reformy wskaźników referencyjnych w strefie euro na rynek finansowy i finanse publiczne. Z perspektywy teoretycznej najsilniejszy wpływ nowej stopy referencyjnej na rynek finansowy powinien się ujawniać w tych segmentach rynku finansowego, w których kluczowe znaczenie mają wycena instrumentów pochodnych, konstrukcja krzywych dochodowości, praktyki dyskontowania przepływów oraz zarządzanie zabezpieczeniami.

Z perspektywy rynku kredytowego wpływ reformy jest ograniczony. Wynika to przede wszystkim z utrzymania EURIBOR jako podstawowego terminowego wskaźnika referencyjnego dla znacznej części umów kredytowych. Dodatkowo w części krajów strefy euro istotną rolę odgrywają kredyty o stałym oprocentowaniu, co jeszcze bardziej osłabia bezpośrednie przełożenie reformy.

Nieliczne oceny wskazują, że płynne przejście ze stopy EONIA na stopę €STR pozwoliło uniknąć ryzyka dla stabilności finansowej i polityki pieniężnej³³⁴. Od momentu wprowadzenia w 2019 r. nowy wskaźnik

€STR okazał się wiarygodną i solidną stopą referencyjną, dostępną dla całego rynku i trafnie odzwierciedlającą trendy na rynku pieniężnym w strefie euro³³⁵. Ważne jest, że etap przejściowy został zaprojektowany na zasadzie migracji minimalizującej ryzyko dyskontynuacji umów. Europejski Bank Centralny obliczył tzw. jednorazowy spread na poziomie 8,5 pb, który miał zostać wykorzystany w okresie przejściowym do przeliczenia EONIA na €STR. Ustalono, że w fazie przejściowej EONIA będzie równa €STR + 8,5 pb³³⁶. Przyjęte rozwiązanie ułatwiło dostosowanie istniejących kontraktów oraz ograniczyło ryzyko nagłych zmian wartości ekonomicznej instrumentów finansowych. Przedstawiony mechanizm miał znaczenie stabilizujące, ponieważ rynek otrzymał przewidywalną regułę przejścia, a ciężar reformy przesunął się w stronę dostosowań infrastrukturalnych (dokumentacja, modele krzywych, systemy wyceny i ryzyka).

Z perspektywy funkcjonowania rynków finansowych przejście ze wskaźnika EONIA na wskaźnik €STR zasługuje na pozytywną ocenę. W dłuższym okresie

³³⁴ J. Huerga, A. Matas, A.-L. Nguyen, P. Nicoloso, V. Tsonchev, *The euro short-term rate (€STR): completing the transition to the new euro benchmark*, ECB Economic Bulletin, Issue 4/2022.

³³⁵ Tamże.

³³⁶ Recommendations of the working group on euro risk-free rates on the EONIA to €STR legal action plan, 16 July 2019, https://www.ecb.europa.eu/paym/pdf/cons/euro_risk-free_rates/ecb_eurostr_eonia_legal_action_plan_20190716.en.pdf [dostęp: 25.03.2026].



nowy wskaźnik referencyjny może zwiększać przejrzystość rynku pieniężnego oraz sprzyjać bardziej jednolitej wycenie instrumentów finansowych. Potencjalne trudności związane z jej wprowadzeniem miały przede wszystkim charakter operacyjny i dotyczyły dostosowania systemów informatycznych, modeli wyceny, dokumentacji umownej oraz praktyk stosowanych na rynku finansowym³³⁷.

Można jednocześnie oczekiwać dalszego współistnienia różnych wskaźników referencyjnych po reformie, zwłaszcza stóp overnight i stóp terminowych. Coraz większą rolę będą jednak odgrywać wskaźniki oparte na rzeczywistych transakcjach, szczególnie tam, gdzie najważniejsza jest wiarygodność i przejrzystość danych. Rosnące znaczenie będą miały również klauzule umowne określające sposób postępowania w przypadku zmiany lub zaprzestania publikacji danego wskaźnika.

Z perspektywy finansów publicznych przejście na €STR może ułatwiać bardziej precyzyjne zarządzanie ryzykiem stopy procentowej, zwłaszcza w tych

obszarach, w których zarządzanie długiem publicznym wiąże się z wykorzystaniem instrumentów pochodnych oraz z koniecznością zachowania spójnych zasad wyceny zobowiązań.

Podsumowując, przyszłość wskaźników referencyjnych w strefie euro należeć będzie w większym stopniu do transakcyjnych wskaźników referencyjnych, co wzmocni prawdopodobnie stabilność finansową strefy euro i poprawi efektywność funkcjonowania rynków finansowych. Dodatkowo warto podkreślić, że podejście oparte na podziale ról między stopami overnight i stopami terminowymi (EURIBOR) pozwoliło na pogodzenie dwóch częściowo konkurencyjnych celów, a mianowicie konieczności zwiększenia odporności i przejrzystości wskaźników referencyjnych i dostosowania ich do wymogów rozporządzenia BMR przy jednoczesnym zachowaniu ich użyteczności ekonomicznej w poszczególnych segmentach rynku, co wynikało z zachowania roli EURIBOR. Dzięki temu reforma zwiększyła odporność systemu finansowego, nie powodując jednocześnie gwałtownych zaburzeń w istniejących relacjach kontraktowych.

337 Tamże.



Rozdział II.

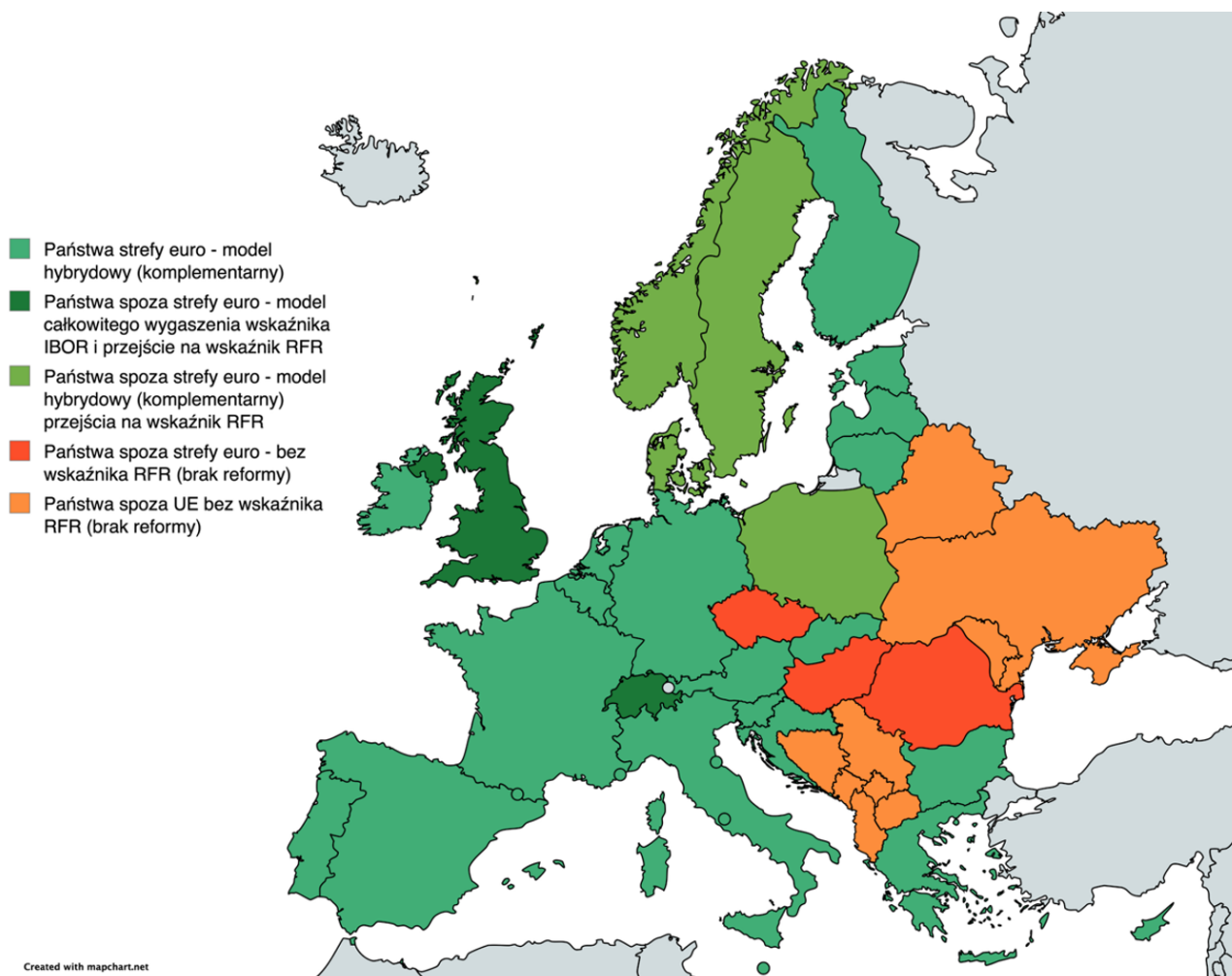
Reforma wskaźników referencyjnych stopy procentowej w państwach europejskich pozostających poza strefą euro

1. Uwagi wstępne

Część poświęcona reformie wskaźników referencyjnych stopy procentowej odnosi się zarówno do państw Unii Europejskiej, takich jak Szwecja oraz Dania, jak również do krajów europejskich niebędących częścią Unii Europejskiej, tj. Szwajcarii, Norwegii oraz Wielkiej Brytanii. Każda z analiz obejmujących dany porządek prawny obejmuje następujące elementy:

1. analiza wskaźnika IBOR i przyczyny jego reformy,
2. kompetencje podmiotu koordynującego reformę wskaźników referencyjnych stopy procentowej,
3. docelowy wskaźnik RFR
4. charakter danych wejściowych,
5. data rozpoczęcia reformy i czas jej trwania,

Mapa nr 1. Reforma wskaźników referencyjnych w państwach europejskich



Źródło: opracowanie własne.



6. analiza modelu przejścia z wskaźnika IBOR do wskaźnika RFR.

Dzięki temu możliwe jest scharakteryzowanie przebiegu reformy wskaźników referencyjnych w Europie ze wskazaniem i wybranego modelu przejścia z wskaźnika IBOR do wskaźnika RFR. Schematyczne ujęcie tej problematyki pozwoliło na przygotowanie tabeli, która umożliwia porównanie modeli reformy w państwach europejskich pozostających poza strefą euro. Ogólne zestawienie procesu reform zostało ujęte na mapie nr 1.

2. Reforma wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Szwecji i konstrukcja wskaźnika SWESTR (Swedish krona Short Term Rate)

2.1. W Szwecji powszechnie stosowanym wskaźnikiem referencyjnym jest STIBOR (*Stockholm Interbank Offered Rate*). STIBOR został ustanowiony w 1986 r., zaś pierwsza umowa wykorzystwała ten wskaźnik w 1987 r.³³⁸ STIBOR był wykorzystywany w konstrukcji umów kredytowych, a także instrumentów pochodnych. Aktualnie jest to wskaźnik referencyjny stopy procentowej wykorzystywany w umowach finansowych o zmiennym oprocentowaniu dotyczących korony szwedzkiej. STIBOR stanowi wskaźnik referencyjny w konstrukcji obligacji i kredytów oraz w większości rodzajów instrumentów pochodnych opartych na stopach procentowych. W ten sposób STIBOR jest uznawany za wskaźnik referencyjny o zasadniczym znaczeniu dla stabilności finansowej i integralności rynku w Szwecji. STIBOR jest opracowywany przez Swedish Financial Benchmark Facility (SFBF), a więc spółkę należącą do Szwedzkiego Związku Bankowego³³⁹. Od 2013 r. do 2020 r. administratorem wskaźnika STIBOR był Svenska Bankföreningen (Szwedzkie Stowarzyszenie Banków). W 2020 r. Svenska Bankföreningen (Szwedzkie Stowarzyszenie Banków) przekazało zarządzanie wskaźnikiem referencyjnym STIBOR na rzecz Swedish Financial Benchmark Facility³⁴⁰.

W dniu 17 października 2018 r. STIBOR został uznany za kluczowy wskaźnik referencyjny. Wcześniej w dniu 22 stycznia 2018 r. Finansinspektionen (Szwedzki Urząd Nadzoru Bankowego) powiadomił ESMA o wniosku dotyczącym uznania STIBOR za kluczowy wskaźnik referencyjny, zgodnie z art. 20 ust. 1 lit. b) rozporządzenia BMR. STIBOR to wskaźnik referencyjny oparty na średniej stóp procentowych, po których szereg banków działających na szwedzkim rynku pieniężnym jest skłonnych udzielać sobie nawzajem niezabezpieczonych pożyczek o różnych terminach zapadalności. W dniu 22 stycznia 2018 r. w panelu STIBOR uczestniczyło siedem banków, z których sześć miało siedzibę w Szwecji, a jeden zaś w Danii. W dniu 23 lutego 2018 r. ESMA przesłała Komisji Europejskiej opinię, w której stwierdziła, że Finansinspektionen uwzględnił wszystkie elementy i kryteria zawarte w art. 20 ust. 3 rozporządzenia BMR oraz że przedstawił dane ilościowe na poparcie uznania STIBOR za kluczowy wskaźnik referencyjny o znaczeniu krytycznym, a także uzasadnienie analityczne podkreślające krytyczną rolę STIBOR w szwedzkiej gospodarce. Uznanie STIBOR za kluczowy wskaźnik referencyjny nastąpiło na podstawie rozporządzenia wykonawczego Komisji (UE) 2018/1557 z dnia 17 października 2018 r. zmieniające rozporządzenie wykonawcze (UE) 2016/1368 ustanawiające wykaz kluczowych wskaźników referencyjnych stosowanych na rynkach finansowych na podstawie rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011³⁴¹.

Jednocześnie z decyzją o uznaniu STIBOR za kluczowy wskaźnik referencyjny podjęto prace nad przeglądem metody opracowywania STIBOR z uwzględnieniem wymagań stawianych przez rozporządzenie BMR. Po blisko dwóch latach ewaluacji Swedish Financial Benchmark Facility opracowała aktualizację metody opracowywania STIBOR wraz z ustanowieniem automatycznego systemu obliczeniowego. Jak wskazuje Swedish Financial Benchmark Facility zmieniona metoda nadal mierzy podstawową rzeczywistość ekonomiczną STIBOR, zgodną z historycznym i zamierzonym zastosowaniem wskaźnika, zapewniając jednocześnie bardziej bezpośrednie i przejrzyste powiązanie z obserwowalnymi danymi dotyczącymi transakcji na rynku bazowym handlowymi³⁴².

338 Swedish Financial Benchmark Facility, *The Evolution of STIBOR*, <https://swfbf.se/stibor/evolution-of-stibor/>.

339 Swedish Financial Benchmark Facility, *Revised STIBOR*, <https://swfbf.se/stibor/evolution-of-stibor/>.

340 Finansinspektionen, *The Swedish Bankers' Association transfers administration of STIBOR to Swedish Financial Benchmark Facility*, 17.04.2020, <https://www.fi.se/en/published/news/2020/the-swedish-bankers-association-transfers-administration-of-stibor-to-swedish-financial-benchmark-facility/>.

341 Dz. Urz. UE. L 2018 Nr 261, str. 10.

342 Swedish Financial Benchmark Facility, *Revised STIBOR*, <https://swfbf.se/stibor/evolution-of-stibor/>.



W dniu 21 kwietnia 2023 r. Swedish Financial Benchmark Facility uzyskał od Finansinspektionen zezwolenie na pełnienie funkcji administratora wskaźnika referencyjnego STIBOR³⁴³. Swedish Financial Benchmark Facility jako administrator opracowuje wskaźnik referencyjny.

Od 2022 r. STIBOR jest opracowywany na podstawie danych wejściowych (kwotowań) dostarczanych przez panel instytucji kredytowych (banki panelowe), które są reprezentatywne dla szwedzkiego rynku finansowego. Podstawą opracowania wskaźnika STIBOR przez administratora są dane (kwotowania) otrzymane od podmiotów przekazujących, przygotowane na podstawie trójpoziomowej hierarchicznej struktury kaskadowej danych wejściowych. Jest to tzw. model *waterfall approach*, w ramach którego w przygotowaniu danych wejściowych, dane transakcyjne – dostarczane przez panel instytucji kredytowych, które są reprezentatywne dla szwedzkiego rynku finansowego – mają pierwszeństwo przed danymi modelowanymi, a następnie dopuszcza się wykorzystanie innych źródeł informacji. Zaktualizowana metoda przygotowania danych wejściowych przez podmioty przekazujące dane do wskaźnika STIBOR opiera się na hierarchicznej kaskadzie składającej się z trzech poziomów³⁴⁴. Poziomy te są stosowane kaskadowo, a więc stopniowo:

- a. poziom 1 – obejmuje dane oparte na transakcjach zrealizowanych przez podmioty przekazujące dane w poprzednim dniu, które odzwierciedlają ich koszt finansowania,
- b. poziom 2 – obejmuje dane uzyskane na podstawie transakcji z poziomu 1, z wykorzystaniem interpolacji, ekstrapolacji oraz zastosowania współczynnika korekty rynkowej (MAF)³⁴⁵,

- c. poziom 3 – składa się z danych opartych na cenach emisji CP i CD, przy użyciu danych uzyskanych poprzez zastosowanie kombinacji technik modelowania oraz danych instytucji kredytowych panelowych.

2.2. Podmiotem koordynującym reformę wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Szwecji jest przede wszystkim Sveriges Riksbank oraz powołana do tego celu grupa robocza. W skład te grupy weszły instytucje kredytowe oraz Sveriges Riksbank, Finansinspektionen i Svenska Bankföreningen (Szwedzkie Stowarzyszenie Banków). Grupa robocza oraz Sveriges Riksbank koordynują proces przejścia z tradycyjnego wskaźnika do wskaźnika RFR. Zasadniczą przyczyną podjęcia reformy było wejście w życie rozporządzenia BMR i wytyczne IOSCO.

W ramach Sveriges Riksbank powołano także Grupę Doradczą dla SWESTR (SWESTR Advisory Group), skład której wchodzi przedstawiciele rynku korzystający z SWESTR lub działający na rynku bazowym dla SWESTR. Grupa Doradcza służy jako kanał, za pośrednictwem którego Riksbank gromadzi informacje i opinie w celu ciągłej oceny wskaźnika SWESTR³⁴⁶. Jako uzupełnienie Grupy Doradczej SWESTR, Riksbank powołał w 2022 r. Forum ds. stóp referencyjnych. Zadaniem Forum jest zapewnienie uczestnikom rynku warunków i rozwiązań wspierających przejście z wskaźnika STIBOR na SWESTR. W grudniu 2025 r. Riksbank podjął decyzję o połączeniu grup w nową, wspólną Grupę Doradczą SWESTR³⁴⁷.

2.3. Jak podaje Sveriges Riksbank jako wskaźnik referencyjny, głównie w odniesieniu do kredytów o zmiennym oprocentowaniu stosuje się STIBOR³⁴⁸. Wskaźnik ten uznany za kluczowy wskaźnik referencyjny w świetle rozporządzenia BMR odzwierciedla stopy procentowe, jakie banki wymagają od siebie nawzajem za krótkoterminowe kredyty niezabezpieczone, czyli koszt pożyczania pieniędzy od innego banku. Wskaźnik STIBOR, co jest zgodne z rozporządzeniem BMR, nie był ustalony wyłącznie na podstawie transakcji zrealizowanych przez instytucje kredytowe panelowe. Docelowym wskaźnikiem referencyjnym stał się SWESTR.

343 Finansinspektionen, *Swedish Financial Benchmark Facility AB receives authorisation as administrator of STIBOR under BMR*, 21.04.2023, https://www.fi.se.translate.google.com/en/published/news/2023/swedish-financial-benchmark-facility-ab-receives-authorisation-as-administrator-of-stibor-under-bmr/?_x_tr_sl=en&_x_tr_tl=pl&_x_tr_hl=pl&_x_tr_pto=sc.

344 Swedish Financial Benchmark Facility, *STIBOR Calculation Methodology*, January 2024, <https://admin.swfbf.se/app/uploads/2025/03/STIBOR-Calculation-Methodology.pdf>.

345 Po oszacowaniu kosztu finansowania banków wchodzących w skład panelu na poziomie 1 proces opracowywania wartości STIBOR przechodzi do poziomu 2. W tym poziomie system obliczania STIBOR dodaje spread między ceną kupna a ceną sprzedaży (BOS), który odzwierciedla różnicę między obliczoną szacunkową stopą kosztu finansowania a podstawową stopą procentową STIBOR. Zob. szerzej Swedish Financial Benchmark Facility, *STIBOR Benchmark Statement March 2025*, s. 6.

346 Sveriges Riksbank, *SWESTR Advisory Group*, <https://www.riksbank.se/en-gb/statistics/swestr/swestr-advisory-group/>.

347 Sveriges Riksbank, *Terms of reference for the SWESTR Advisory Group*, 12.12.2025, <https://www.riksbank.se/globalassets/media/statistik/swestr/radgivande-grupp/terms-of-reference-for-swestr-advisory-group.pdf>.

348 Sveriges Riksbank, *Background on SWESTR*, <https://www.riksbank.se/en-gb/statistics/swestr/background-on-swestr/>.



2.4. Stąd Swedish Benchmark Reform Group, a także Sveriges Riksbank opowiedziały za opracowaniem alternatywnego wskaźnika referencyjnego opartego na rzeczywistych transakcjach funkcjonującego niezależnie od wskaźnika referencyjnego STIBOR. W ten sposób SWESTR stanowi transakcyjny wskaźnik overnight publikowany przez Sveriges Riksbank. Wskaźnik SWESTR jest oparty na rzeczywistych transakcjach na rynku pieniężnym w koronie szwedzkiej. SWESTR jest średnią ważoną wolumenem transakcji, gdzie odrzuca się skrajne dane wejściowe.

Jak wynika z *Framework for the transaction-based reference rate SWESTR* wskaźnik, o którym mowa, jest opracowywany na podstawie transakcji przeprowadzonych w koronach szwedzkich i zgłaszanych do Riksbanku przez głównych uczestników rynku pieniężnego³⁴⁹.

Oprócz wskaźnika SWESTR O/N Riksbank publikuje również średnie stopy procentowe dla okresów: tygodnia, miesiąca, dwóch miesięcy, trzech miesięcy i sześciu miesięcy, oparte na stałych wartościach SWESTR. Wskaźnik SWESTR może być wykorzystywany między innymi jako punkt odniesienia lub wartość bazowa do wyceny umów finansowych, takich jak: instrumenty pochodne oparte na stopach procentowych, instrumenty pochodne oparte na kursach walutowych oraz papiery wartościowe oprocentowane. SWESTR może być również wykorzystywany jako wskaźnik referencyjny w konstrukcji klauzuli zmiennego oprocentowania w umowie kredytu³⁵⁰.

W zbiorze danych na potrzeby opracowywania SWESTR podaje się transakcje spełniające cztery zasadnicze wymagania³⁵¹:

1. niezabezpieczone depozyty otrzymane przez kontrahenta polityki pieniężnej,

2. mają termin zapadalności overnight,
3. mają wartość co najmniej 10 mln szwedzkich koron
4. są realizowane między podmiotami należącymi do jednej z następujących kategorii kontrahentów: banki i instytucje finansowe, przedsiębiorstwa niefinansowe lub Riksgäldskontoret (Szwedzki Urząd ds. Długu Publicznego).

Aby zapewnić adekwatność zbioru danych transakcji oraz ograniczyć ryzyko prób manipulacji, stosuje się następujące wymagania dotyczące solidności, tj.

- a. całkowity wolumen transakcji powinien wynosić co najmniej 2 mld SEK,
- b. co najmniej trzy podmioty przekazujące dane zgłosiło transakcje do zbioru danych o transakcjach,
- c. żaden pojedynczy podmiot przekazujący dane nie może odpowiadać za więcej niż 75 procent całkowitego wolumenu transakcji.

W celu zmniejszenia wpływu wartości skrajnych, przed wyznaczeniem wartości wskaźnika SWESTR dokonuje się przycięcia zbioru danych transakcyjnych. Z dalszych obliczeń należy wykluczyć łącznie 25% wolumenu transakcji, przy czym należy je rozdzielić w następujący sposób: 12,5% wolumenu transakcji o najniższych stopach procentowych oraz 12,5% wolumenu transakcji o najwyższych stopach procentowych³⁵². Wskaźnik SWESTR opracowuje się zatem na podstawie środkowych 75% wolumenu transakcji pod względem stóp procentowych tych transakcji. Wartość SWESTR podaje w postaci wartości procentowej z dokładnością do trzech miejsc po przecinku. Oprócz wartości wskaźnika publikowane są następujące informacje dotyczące danych transakcyjnych, tj. m.in. całkowity wolumen w milionach szwedzkich koron, liczba transakcji oraz liczba podmiotów, które zgłosiły transakcje³⁵³.

349 Sveriges Riksbank, *Framework for the transaction-based reference rate SWESTR*, June 2025, s. 4, <https://www.riksbank.se/globalassets/media/statistik/swestr/250605/framework-for-the-transaction-based-reference-rate-swestr.pdf>.

350 Sveriges Riksbank, *Framework for the transaction-based reference rate SWESTR*, June 2025, s. 4, <https://www.riksbank.se/globalassets/media/statistik/swestr/250605/framework-for-the-transaction-based-reference-rate-swestr.pdf>.

351 Sveriges Riksbank, *Framework for the transaction-based reference rate SWESTR*, June 2025, s. 7, <https://www.riksbank.se/globalassets/media/statistik/swestr/250605/framework-for-the-transaction-based-reference-rate-swestr.pdf>.

352 Sveriges Riksbank, *Framework for the transaction-based reference rate SWESTR*, June 2025, s. 9, <https://www.riksbank.se/globalassets/media/statistik/swestr/250605/framework-for-the-transaction-based-reference-rate-swestr.pdf>.

353 Sveriges Riksbank, *Framework for the transaction-based reference rate SWESTR*, June 2025, s. 16, <https://www.riksbank.se/globalassets/media/statistik/swestr/250605/framework-for-the-transaction-based-reference-rate-swestr.pdf>.



2.5. Początek reformy wskaźników referencyjnych w Szwecji, podyktowany głównie wejściem w życie rozporządzenia BMR i wytycznymi IOSCO, nastąpił w grudniu 2019 r. Wówczas Riksbank, a więc szwedzki bank centralny podjął decyzję o zaprojektowaniu nowego wskaźnika referencyjnego opartego na transakcjach w koronach szwedzkich dla najkrótszego terminu zapadalności, tj. overnight (O/N)³⁵⁴. Publikacja nowego wskaźnika referencyjnego nastąpiła w 2020 r.³⁵⁵

W listopadzie 2020 r. Zarząd Riksbank podjął decyzję w przedmiocie definicji i metody opracowywania SWESTR. Definicja ta obejmuje próbę transakcji, metody obliczeniowe oraz wymogi dotyczące danych transakcyjnych, będących podstawą opracowywania SWESTR. Decyzję, o której mowa, poprzedziły konsultacje popierające reformę prowadzoną przez Riksbank³⁵⁶. Jak wskazuje szwedzki bank centralny w trakcie konsultacji większość podmiotów poparła propozycję, aby nowy wskaźnik referencyjny opierał się na transakcjach dotyczących depozytów w koronach szwedzkich na okres overnight z kontrahentami Riksbank.

Po etapie konsultacji nastąpił okres testowy dla SWESTR. Okres testowy trwał od 27 stycznia 2021 r. do 1 września 2021 r. W tym okresie Riksbank publikował wstępną wartość SWESTR w każdy dzień roboczy³⁵⁷. Celem okresu testowego była ocena i udoskonalenie sposobu opracowywania SWESTR, a więc metody opracowywania tego wskaźnika. Riksbank wprowadził zmiany w systemach wewnętrznych i procedurach, dzięki ewaluacji w okresie testowym. Jedną ze zmian było zaprzestanie stosowania kategorii kontrahentów przy opracowywaniu wskaźnika. Opracowywanie SWESTR odnosi się do połączonych zbioru danych transakcyjnych.

Okres testowy zakończył się w 1 września 2021 r.³⁵⁸ Wartość SWESTR jest publikowana od 2 września

wspomnianego roku. Ponadto od 1 października 2021 r. Riksbank publikuje średnie stopy skumulowane oraz indeks oparty na SWESTR. Opracowywanie i publikowanie średnich stóp pozwalają na ich wykorzystanie w umowach finansowych o dłuższych terminach zapadalności, ale także jako klauzuli awaryjnej dla wskaźnika referencyjnego STIBOR³⁵⁹.

2.6. W Szwecji występuje komplementarny model przejścia z wskaźnika IBOR na RFR. Model ten zakłada współistnienie zreformowanego wskaźnika IBOR oraz nowego wskaźnika RFR. Od 1 września 2021 r. wskaźnik SWESTR może być używany w umowach finansowych, obok wskaźnika STIBOR. Sam SWESTR stanowi, jak już była o tym mowa, transakcyjny wskaźnik overnight, którego administratorem jest Sveriges Riksbank. Do opracowywania SWESTR wykorzystuje się niezabezpieczone pożyczki overnight. Riksbank przestrzega przy tym obowiązujących i istotnych części zasad IOSCO dotyczących wskaźników finansowych³⁶⁰. W dniu 26 maja 2025 r. szwedzki bank centralny podjął decyzję (2025-00682) w sprawie ram dotyczących referencyjnej stopy procentowej SWESTR³⁶¹. Jest to dokument zawierający wszystkie zasady dotyczące roli Sveriges Riksbank jako administratora wskaźnika referencyjnego SWESTR. Decyzja weszła w życie od dnia 5 czerwca 2025 r.³⁶² Przyjmuje ona ramy dotyczące wskaźnika referencyjnego SWESTR, które stanowią w istocie połączenie dotychczasowych dokumentów obejmujących politykę regulacyjną Riksbank.

Riksbank postuluje, aby podmioty rynku finansowego zaprzestały korzystania ze wskaźnika STIBOR o najkrótszym terminie zapadalności i stosowały SWESTR. Kolejno w dalszej perspektywie Riksbank postuluje wycofanie STIBOR dla wszystkich terminów zapadalności. W celu monitorowania wskaźnika SWESTR powołano międzyresortowe forum. Ponadto w celu pozyskiwania informacji dotyczących ocen

354 Sveriges Riksbank, *Background on SWESTR*, <https://www.riksbank.se/en-gb/statistics/swestr/background-on-swestr/>.

355 Sveriges Riksbank, *New reference rate for financial markets*, 12.12.2019, <https://www.riksbank.se/en-gb/press-and-published/notices-and-press-releases/press-releases/2019/new-reference-rate-for-financial-markets/>.

356 Sveriges Riksbank, *Design of the Riksbank's new reference rate decided*, 18.11.2020, <https://www.riksbank.se/en-gb/press-and-published/notices-and-press-releases/press-releases/2020/design-of-the-riksbanks-new-reference-rate-decided/>.

357 Sveriges Riksbank, *Background on SWESTR*, <https://www.riksbank.se/en-gb/statistics/swestr/background-on-swestr/>.

358 Sveriges Riksbank, *Test period for SWESTR*, <https://www.riksbank.se/en-gb/statistics/swestr/background-on-swestr/test-period-for-swestr/>.

359 Sveriges Riksbank, *Background on SWESTR*, <https://www.riksbank.se/en-gb/statistics/swestr/background-on-swestr/>.

360 Sveriges Riksbank, *Compliance with IOSCO Principles for Financial Benchmarks 2025*, 17.10.2025, <https://www.riksbank.se/en-gb/press-and-published/notices-and-press-releases/notices/2025/compliance-with-iosco-principles-for-financial-benchmarks-2025/>.

361 Sveriges Riksbank, *New coordinated framework for SWESTR*, 5.06.2025, <https://www.riksbank.se/en-gb/press-and-published/notices-and-press-releases/notices/2025/new-coordinated-framework-for-swestr/>.

362 Sveriges Riksbank, *Framework for transaction-based reference rate SWESTR*, <https://www.riksbank.se/globalassets/media/statistik/swestr/250605/decision-framework-for-transaction-based-reference-rate-swestr.pdf>.

**Tabela nr 24.** Reforma wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Szwecji

Wskaźnik IBOR	STIBOR (<i>Stockholm Interbank Offered Rate</i>)
Podmiot koordynujący reformę wskaźników referencyjnych	Swedish Benchmark Reform Group oraz Sveriges Riksbank
Docelowy wskaźnik RFR	SWESTR (<i>Swedish krona Short Term Rate</i>)
Charakter danych wejściowych	transakcje przeprowadzone w koronach szwedzkich i zgłaszane do Riksbanku przez głównych uczestników rynku pieniężnego
Data rozpoczęcia reformy i czas jej trwania	2019/2020 – 31 sierpnia 2021 (zakończenie okresu testowego) 2 września 2021 – nadal (opracowywanie wskaźnika SWESTR i stopniowe wygaszanie wskaźnika STIBOR)
Model przejścia z wskaźnika IBOR do wskaźnika RFR	model komplementarny, stopniowe wygaszanie STIBOR

Źródło: opracowanie własne.

funkcjonowania SWESTR i działań prowadzonych przez administratora ustanowiono Grupę Doradczą SWESTR. W skład tej grupy wchodzi przedstawiciele użytkowników SWESTR oraz przedstawiciele podmiotów aktywnych na rynku overnight, a także inne odpowiednie podmioty³⁶³.

3. Reforma wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Danii i konstrukcja wskaźnika DESTR (*Denmark Short-Term Rate*)

W Danii stosuje się powszechnie wskaźnik CIBOR (*Copenhagen Interbank Offered Rate*). Oprócz wskaźnika CIBOR aktualnie występują takie wskaźniki, jak: CITA oraz SWAP³⁶⁴. CIBOR jako wskaźnik referencyjny stopy oprocentowania jest opracowywany na podstawie danych przekazywanych przez wybraną

grupę banków panelowych w Danii³⁶⁵. Administratorem CIBOR, a także innych wskaźników referencyjnych jest Danish Financial Benchmark Facility.

CIBOR to wskaźnik referencyjny wyrażający, po jakiej bank przekazujący dane udzieliłby bankowi o najwyższym ratingu kredytowych pożyczki w koronach duńskich na okres tygodnia, miesiąca, trzech miesięcy, sześciu miesięcy oraz dwunastu miesięcy. Metoda opracowania CIBOR ma na celu zapewnienie jak najdokładniejszego i najbardziej wiarygodnego wskaźnika referencyjnego. Dane wejściowe dla wszystkich wyżej wskazanych terminów zapadalności są dostarczane przez podmioty przekazujące każdego dnia roboczego³⁶⁶. Dane wejściowe powinny być przekazane między 10:30 a 10:45 każdego dnia roboczego³⁶⁷. CIBOR opracowuje się

363 Sveriges Riksbank, *Framework for the transaction-based reference rate SWESTR*, June 2025, s. 18, <https://www.riksbank.se/globalassets/media/statistik/swestr/250605/framework-for-the-transaction-based-reference-rate-swestr.pdf>.

364 Wskaźnik TomNext został wycofany z dniem 1 stycznia 2026 r., zob. szerzej Danish Financial Benchmark Facility, *About CIBOR & TomNext*, <https://dfbf.dk/dfbf-benchmarks/cibor-tomnext/>.

365 Danish Financial Benchmark Facility, *CIBOR Benchmark Statement*, January 2026, <https://dfbf.dk/wp-content/uploads/2025/12/DFBF-CIBOR-Benchmark-Statement.pdf> (dostęp: 14.05.2026 r.), s. 3.

366 Podmiotami przekazującymi dane są banki panelowe, tj. Danske Bank, Nordea, Nykredit, Jyske Bank & Sydbank, zob. szerzej Danish Financial Benchmark Facility, *About CIBOR & TomNext*, <https://dfbf.dk/dfbf-benchmarks/cibor-tomnext/>.

367 Danish Financial Benchmark Facility, *CIBOR Calculation Methodology*, April 2022, <https://dfbf.dk/wp-content/uploads/2022/03/DFBF-CIBOR-Calculation-Methodology.pdf>, s. 4.



jako średnią arytmetyczną przekazanych danych wejściowych (kwotowań) dla określonych terminów zapadalności. W celu zmniejszenia wpływu wartości skrajnych, przed wyznaczeniem wartości wskaźnika CIBOR dokonuje się odrzucenia skrajnych danych wejściowych. Wielkość przycięcia zbioru danych wejściowych jest uzależniona od liczby podmiotów, które przekazały dane wejściowe³⁶⁸. Podmioty przekazujące dane są obowiązane stosować hierarchiczną metodę opracowania danych wejściowych³⁶⁹. Obejmuje ona wykorzystanie następujących danych:

1. transakcji podmiotu przekazującego dane na rynku bazowym CIBOR opartych o stopę zmienną, przy czym minimalna wartość transakcji powinna wynosić 5 mln DKK,
2. innych niż powyższe transakcje podmiotu przekazującego dane (w tym także o stopie stałej) na rynku bazowym CIBOR oraz na innych powiązanych rynkach pieniężnych denominowanych w DKK (w tym także zabezpieczone transakcje warunkowe oraz transakcje depozytowe nie spełniające progu wolumenowego poziomu 1),
3. oceny eksperckiej podmiotu przekazującego dane, w oparciu o dane z innych rynków powiązanych z rynkiem bazowym (przykładowo kwotowań instrumentów pochodnych czy transakcji warunkowych) lub w oparciu o inne wiążące lub niewiążące kwotowania podmiotu przekazującego dane.

Minimalna ilość danych wejściowych niezbędnych do opracowania wskaźnika referencyjnego wynosi cztery. W przypadku otrzymania danych wejściowych od mniej niż czterech podmiotów zastosowanie ma procedura awaryjna³⁷⁰. Jeżeli administrator nie otrzyma danych wejściowych lub otrzyma dane wejściowe tylko od jednego podmiotu, wówczas publikowana jest wartość wskaźnika z dnia poprzedniego³⁷¹. Należy przy tym zauważyć, że administrator nie wykorzystuje tzw. oceny eksperckiej przy opracowywaniu wartości wskaźnika referencyjnego, a tym bardziej

nie korzysta ze swobody uznania³⁷². Tylko podmioty przekazujące dane mogą dokonywać oceny eksperckiej, zgodnie z hierarchiczną metodą opracowywania danych wejściowych³⁷³. W tym zakresie podmioty przekazujące dane są obowiązane ustanowić szczegółowe reguły korzystania z swobody uznania, w tym m.in. określić okoliczności wykorzystania oceny eksperckiej, ustanowić mechanizmy kontroli wewnętrznej, a także procedury systematycznego przeglądu przypadków wykorzystania oceny eksperckiej³⁷⁴. Za uważa się jednocześnie ograniczenia wskaźnika referencyjnego CIBOR. Podstawowym ograniczeniem jest bowiem brak wystarczających danych wejściowych potrzebnych do opracowania wskaźnika³⁷⁵.

3.2. Podmiotem koordynującym reformę wskaźników referencyjnych jest Danmarks Nationalbank (Narodowy Bank Danii). Jest to zgodne z normatywnym celem funkcjonowania banku centralnego, który ma utrzymywać bezpieczny i stabilny system pieniężny³⁷⁶. Danmarks Nationalbank jest administratorem wskaźnika DEST. W tym zakresie opracowano reguły zarządzania i opracowywania wskaźnika referencyjnego DEST na podstawie zasad IOSCO.

Za zorganizowanie procesu przejścia ze wskaźnika referencyjnego CIBOR na wskaźnik referencyjny DEST będzie opowiadała Grupa robocza. Jest ona w oficjalnych dokumentach określana mianem *Arbejdsgruppe om CIBOR transition* (Grupa robocza ds. przejścia z CIBOR / *Working group on CIBOR transition*)³⁷⁷. W dniu 18 listopada 2025 r. nastąpiło powołanie do życia tej struktury przez Finance Denmark (Finans Danmark) we współpracy z Danmarks Nationalbank³⁷⁸.

368 Danish Financial Benchmark Facility, *CIBOR Benchmark Statement*, January 2026, s. 7.

369 Danish Financial Benchmark Facility, *CIBOR Benchmark Statement*, January 2026, s. 6 i 12.

370 Danish Financial Benchmark Facility, *CIBOR Calculation Methodology*, April 2022, s. 5.

371 Danish Financial Benchmark Facility, *CIBOR Benchmark Statement*, January 2026, s. 7.

372 Danish Financial Benchmark Facility, *CIBOR Benchmark Statement*, January 2026, s. 8.

373 Danish Financial Benchmark Facility, *CIBOR Benchmark Statement*, January 2026, s. 8.

374 Danish Financial Benchmark Facility, *CIBOR Benchmark Statement*, January 2026, s. 8.

375 Danish Financial Benchmark Facility, *CIBOR Benchmark Statement*, January 2026, s. 4.

376 Zob. § 1 Nationalbankloven, Lov nr. 116 af 7. april 1936, który stanowi, że Danmarks Nationalbank ma jako bank centralny kraju za zadanie utrzymywanie bezpiecznego systemu pieniężnego w kraju, a także ułatwianie i regulowanie obrotu pieniężnego oraz udzielania kredytów.

377 Danmarks Nationalbank, *Arbejdsgruppe om CIBOR transition*, <https://www.nationalbanken.dk/da/vores-arbejde/stabile-priser- pengepolitik- og-dansk-oekonomi/arbejdsgruppe-om-cibor-transition>.

378 Danmarks Nationalbank, *Terms of Reference for the Working Group on CIBOR transition*, 14.01.2026 r., <https://www.nationalbanken.dk/media/m11bp0me/terms-of-reference-for-the-working-group-on-cibor-transition.pdf>, s. 1.



Dodatkowo w ramach Danmarks Nationalbank ustanowiono DESTROversight Committee (Komisję Nadzorczą ds. DESTRO). Podmiot ten służy wiedzą ekspercką dla organów banku centralnego. Komisja zbiera się dwa razy w roku. Po posiedzeniach są stale publikowane protokoły oraz półroczne sprawozdanie z błędów. Ostatni raport obejmuje okres od maja do października 2025 r.³⁷⁹

3.3. Docelowym wskaźnikiem referencyjnym w Danii ma być DESTRO (*Denmark Short-Term Rate*). Jest to wskaźnik referencyjny oparty na dziennych kontrybucjach banków. DESTRO jest wskaźnikiem referencyjnym typu overnight w koronach duńskich. Administratorem analizowanego wskaźnika jest Danmarks Nationalbank (Narodowy Bank Danii). W czerwcu 2021 r. Working Group on Short-Term Reference Rates (Grupa Robocza ds. Krótkoterminowych Wskaźników Referencyjnych) zarekomendowała DESTRO jako preferowany wskaźnik referencyjny wolny od ryzyka. Wskaźnik referencyjny DESTRO jest docelowym wskaźnikiem referencyjnym.

3.4. Konstrukcja DESTRO jest wyraźnie transakcyjna, a nie panelowo-eksperska. Wskaźnik ten jest opracowywany na podstawie transakcji depozytowych overnight, niezabezpieczonych i o stałej stopie procentowej. DESTRO jest tym samym wskaźnikiem referencyjnym mającym na celu odzwierciedlenie kosztów niezabezpieczonych depozytów hurtowych overnight w koronach duńskich dla banków³⁸⁰. Zbiór danych dotyczących transakcji wykorzystywany do opracowania wskaźnika referencyjnego DESTRO jest gromadzony na podstawie raportów przedkładanych przez banki w ramach statystyk dotyczących niezabezpieczonych krótkoterminowych transakcji na rynku pieniężnym³⁸¹.

Co istotne, Danmarks Nationalbank ustanowił kryteria dotyczące zbioru danych o transakcjach. Celem jest zapewnienie, by zbiór danych wejściowych był reprezentatywny dla rynku pieniężnego overnight w koronach duńskich oraz ograniczenie ryzyka prób manipulacji przy opracowywaniu wskaźnika refe-

rencyjnego. W celu zmniejszenia wpływu wartości skrajnych, przed wyznaczeniem wartości wskaźnika referencyjnego DESTRO dokonuje się przycięcia zbioru danych transakcyjnych. Z dalszych obliczeń należy wykluczyć łącznie 25% wolumenu transakcji, przy czym należy je rozdzielić w następujący sposób: 12,5% wolumenu transakcji o najniższych stopach procentowych oraz 12,5% wolumenu transakcji o najwyższych stopach procentowych. Jeżeli zbiór danych wejściowych spełnia wymogi dotyczące odporności, Danmarks Nationalbank opracowuje DESTRO zgodnie ze standardową metodą obliczeniową. DESTRO jest zatem opracowywany jako średnia ważona wolumenem stóp procentowych w przyciętym zbiorze danych służącym do obliczeń³⁸².

3.5. Jak już wspomniano, w styczniu 2021 r. powołano Working Group on Short-Term Reference Rates (Grupę Roboczą ds. Krótkoterminowych Wskaźników Referencyjnych). W czerwcu 2021 r. Working Group on Short-Term Reference Rates zarekomendowała DESTRO jako preferowany wskaźnik referencyjny wolny od ryzyka. Sam wskaźnik jest publikowany od 1 kwietnia 2022 r. W dniu 1 stycznia 2026 r. zakończono publikowanie wskaźnika Tom/Next.

W dniu 18 listopada 2025 r. organizacja Finance Denmark we współpracy z Danmarks Nationalbank powołała nową Grupę roboczą³⁸³. Jest ona w oficjalnych dokumentach określana mianem Arbejdsgruppe om CIBOR transition (Grupa robocza ds. przejścia z CIBOR)³⁸⁴. Do uczestnictwa we wspomnianej grupie zostały zaproszone instytucje kredytowe, fundusze emerytalne i inne podmioty rynku finansowego. Skład grupy ma umożliwić rozwiązywanie problemów związanych z odchodzeniem od stosowania wskaźnika referencyjnego CIBOR. Przedstawiciele Finance Denmark, Danmarks Nationalbank, Finanstilsynet (Urząd Nadzoru Finansowego) uczestniczą w pracach Grupy roboczej w charakterze obserwatorów. Fundamentalnym zadaniem grupy jest analizowanie i formułowanie zaleceń dotyczących modelu przejścia ze stosowa-

379 Danmarks Nationalbank, *DESTRO Oversight Committee*, <https://www.nationalbanken.dk/en/what-we-do/stable-prices-monetary-policy-and-the-danish-economy/destro/oversight-committee>.

380 Danmarks Nationalbank, *About DESTRO – the Danish reference rate*, <https://www.nationalbanken.dk/en/what-we-do/stable-prices-monetary-policy-and-the-danish-economy/destro/about-destro>.

381 Podmiotami przekazującymi dane są: Arbejdernes Landsbank, Danske Bank, Jyske Bank, Nordea Bank, Nykredit Bank, SEB, Sparekassen Kronjylland, Spar Nord Bank, Sydbank, zob. Danmarks Nationalbank, *About DESTRO – the Danish reference rate*, <https://www.nationalbanken.dk/en/what-we-do/stable-prices-monetary-policy-and-the-danish-economy/destro/about-destro>.

382 Danmarks Nationalbank, *About DESTRO – the Danish reference rate*, <https://www.nationalbanken.dk/en/what-we-do/stable-prices-monetary-policy-and-the-danish-economy/destro/about-destro>.

383 Danmarks Nationalbank, *Terms of Reference for the Working Group on CIBOR transition*, 14.01.2026 r., <https://www.nationalbanken.dk/media/m11bp0me/terms-of-reference-for-the-working-group-on-cibor-transition.pdf>, s. 1.

384 Danmarks Nationalbank, *Arbejdsgruppe om CIBOR transition*, <https://www.nationalbanken.dk/da/vores-arbejde/stabile-priser-pengepolitik-og-dansk-oekonomi/arbejdsgruppe-om-cibor-transition>.



Tabela nr 25. Reforma wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Danii

Wskaźnik IBOR	CIBOR (<i>Copenhagen Interbank Offered Rate</i>)
Podmiot koordynujący reformę wskaźników referencyjnych	Danmarks Nationalbank Working group on CIBOR transition DESTR Oversight Committee
Docelowy wskaźnik RFR	DESTR (<i>Denmark Short-Term Rate</i>)
Charakter danych wejściowych	transakcje depozytowe overnight, niezabezpieczone i o stałej stopie procentowej
Data rozpoczęcia reformy i czas jej trwania	styczeń 2021 – marzec 2022 (przygotowanie wskaźnika DESTR) 1 kwietnia 2022 r. – nadal (opracowywanie wskaźnika DESTR i stopniowe wygaszanie wskaźnika CIBOR)
Model przejścia z wskaźnika IBOR do wskaźnika RFR	model komplementarny, zakładający stopniowe wygaszanie CIBOR (bez określenia konkretnej daty jego zniknięcia)

Źródło: opracowanie własne.

nia wskaźnika referencyjnego CIBOR na wskaźnik DESTR. Zaznacza się przy tym, że reforma, o której mowa, ma mieć charakter transformacji rynkowej³⁸⁵. Grupa robocza ma obowiązek określenia harmonogramu prac niezbędnego do osiągnięcia celu. Celami tej grupy jest przedstawienie zaleceń dotyczących terminu zaprzestania opracowywania wskaźnika referencyjnego CIBOR, a także opracowanie procedur kształtowania istniejących umów³⁸⁶. Realizacja wskazanych celów ma odbywać się w sposób integracyjny i przejrzysty, aby zalecenia przyjmowane przez Grupę roboczą wspierały rozwój rynku finansowego³⁸⁷.

3.6. W duńskim porządku prawnym reforma wskaźników referencyjnych ma charakter komplementarny. Model ten zakłada współistnienie zreformowanego wskaźnika IBOR oraz nowego wskaźnika RFR. W Danii, oprócz dostosowania wskaźnika referencyjnego CIBOR do norm wynikających z rozporządzenia

BMR, zaprojektowano nowy wskaźnik DESTR administrowany przez Narodowy Bank Danii. Aktualnie trwają prace nad zaprzestaniem opracowywania wskaźnika referencyjnego CIBOR i stosowania wskaźnika DESTR, a więc wskaźnika typu RFR. Na rynku duńskim jest dostrzegalna fragmentyzacja rynku z wykorzystaniem różnych wskaźników referencyjnych. Aktualnie w Danii, oprócz DESTR, są takie wskaźniki, jak: CIBOR, CITA oraz SWAP, mierząc różne sektory rynku finansowego. Finanstilsynet (Urząd Nadzoru Finansowego) w swoich komunikatach zachęca do odejścia od CIBOR na rzecz wskaźnika referencyjnego DESTR³⁸⁸.

4. Reforma wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Norwegii i konstrukcja wskaźnika NOWA (*Norwegian Overnight Weighted Average*)

4.1. Choć Norwegia nie jest państwem członkowskim Unii Europejskiej, to należy do Europejskiego Obszaru

385 Danmarks Nationalbank, *Terms of Reference for the Working Group on CIBOR transition*, 14.01.2026 r., s. 3.

386 Danmarks Nationalbank, *Terms of Reference for the Working Group on CIBOR transition*, 14.01.2026 r., s. 2.

387 Danmarks Nationalbank, *Terms of Reference for the Working Group on CIBOR transition*, 14.01.2026 r., s. 4.

388 Finanstilsynet, Finanstilsynet støtter nyt arbejde om en overgang fra CIBOR-renten til transaktionsbaserede referencerenter, 18-11-2025, <https://www.finanstilsynet.dk/nyheder-og-presse/nyheder-og-pressemeddelelser/2025/nov/fra-cibor-renten-til-transaktionsbaserede-referencerenter>.



Gospodarczego. W związku z tym rozporządzenie BMR ma zastosowanie w norweskim porządku prawnym na podstawie Umowy o Europejskim Obszarze Gospodarczym³⁸⁹. Zasady opracowywania wskaźników referencyjnych i nadzoru nad tym procesem zostały ujęte w przepisach ustawy o wskaźnikach referencyjnych (*Lov om fastsettelse av finansielle referanseverdier – referanseverdiloven*)³⁹⁰. Organem posiadającym kompetencje w zakresie regulowanym przez rozporządzenie BMR jest Finanstilsynet, a więc Norweski Urząd Nadzoru Finansowego.

W Norwegii powszechnie stosowanym wskaźnikiem referencyjnym jest NIBOR (*Norwegian Interbank Offered Rate*). Jest on szeroko wykorzystywanym w umowach kredytowych oraz przy emisji papierów wartościowych. Wskaźnik NIBOR odzwierciedla poziom stóp procentowych, którego bank wymaga za niezabezpieczone pożyczki udzielone innemu bankowi na rynku pieniężnym w koronach norweskich z terminem realizacji dwa dni po dacie transakcji³⁹¹. NIBOR jest przy tym od 8 lipca 2021 r. kluczowym wskaźnikiem referencyjnym³⁹².

Administratorem wskaźnika NIBOR jest Norske Finansielle Referanser AS (NoRe). Spółka ta posiada zezwolenie Finanstilsynet, w myśl art. 34 rozporządzenia BMR³⁹³. NIBOR jest publikowany codziennie o godz. 12:00 w dni, w których norweski rynek pieniężny jest otwarty. Wskaźnik jest podawany z dokładnością do dwóch miejsc po przecinku. W celu zmniejszenia wpływu wartości skrajnych, przed wyznaczeniem wartości wskaźnika NIBOR dokonuje się przycięcia zbioru danych transakcyjnych. Wskaźnik NIBOR jest opracowywany i publikowany dla terminów tygodniowych, miesięcznych, dwumiesięcznych, trzymiesięcznych oraz sześciomiesięcznych. Dane wejściowe

są przekazywane przez banki panelowe³⁹⁴. Metoda opracowywania NIBOR została zaktualizowana w 2019 r.³⁹⁵

Konstrukcja NIBOR jest powiązana od 1987 r. z rynkiem swapów walutowych i często odzwierciedla koszt finansowania w dolarach amerykańskich zabezpieczonego i przekształconego na korony norweskie. Wskaźnik NIBOR opiera się na niezabezpieczonej międzybankowej stopie procentowej wyrażonej w dolarach amerykańskich, która jest przeliczana na stopę norweską poprzez cenę wymiany dolara amerykańskiego na koronę norweską na rynku swapów walutowych. Rynek swapów walutowych odpowiada za większość aktywności na rynku pieniężnym³⁹⁶. Konstrukcja NIBOR może być zatem mało zrozumiała dla podmiotów innych niż banki. Ponadto zauważa się malejące zaufanie podmiotów do wskaźnika NIBOR³⁹⁷.

Jednocześnie w ostatnich latach zmniejszyło się wykorzystanie niezabezpieczonych pożyczek międzybankowych w koronach norweskich³⁹⁸. Jednym z podstawowych wyzwań jest obiektywny brak rzeczywistych transakcji na rynku niezabezpieczonych pożyczek międzybankowych. Przyczyną zmian, co oczywiste, są także rekomendacje International Organization of Securities Commissions (IOSCO) oraz rekomendacje Financial Stability Board, o których wpływie na reformę wskaźników referencyjnych była wcześniej mowa.

4.2. Z tych powodów w 2018 r. Norges Bank ustanowił Arbeidsgrupper for alternative referanserenter (ARR), a więc Grupę roboczą ds. alternatywnych wskaźników referencyjnych. Grupa skupia interesariuszy zajmujących się reformą wskaźników referencyjnych w Norwegii. Zadaniem tej grupy było opracowanie nowego wskaźnika referencyjnego, który mógłby być alternatywą dla wskaźnika NIBOR.

389 Porozumienie o Europejskim Obszarze Gospodarczym – Akt końcowy – Wspólne deklaracje – Deklaracje rządów Państw Członkowskich Wspólnoty oraz państw EFTA – Ustalenia – Uzgodnione protokoły – Deklaracje jednej lub kilku Umawiających się Stron Porozumienia o Europejskim Obszarze Gospodarczym (Dz. Urz. UE L 1 z dnia 3.1.1994, s. 3–522).

390 *Lov om fastsettelse av finansielle referanseverdier (referanseverdiloven)*; LOV-2015-12-04-95; LOV-2025-05-27-18 fra 01.07.2025.

391 Norske Finansielle Referanser AS, *Nibor Benchmark Statement*, version 1.4 – 02.01.2026, <https://nore-benchmarks.com/wp-content/uploads/2026/01/Nibor-Benchmark-Statement-V1.4.pdf> (dostęp: 14.05.2026 r.), s. 3-4.

392 Norske Finansielle Referanser AS, *Nibor Benchmark Statement*, version 1.4 – 02.01.2026, s. 4-5.

393 Norske Finansielle Referanser AS, <https://nore-benchmarks.com> (dostęp: 14.05.2026 r.).

394 Bankami przekazującymi dane są: DNB Bank ASA, Danske Bank A/S, Svenska Handelsbanken AB, Nordea Bank ABP, SEB AB, SpareBank 1 Sør-Norge, Swedbank AB, zob. szerzej Norske Finansielle Referanser AS, *Nibor Calculation Methodology*, version 1.1 - 23.12.2025, <https://nore-benchmarks.com/wp-content/uploads/2026/01/Nibor-Calculation-Methodology-V1.1.pdf> (dostęp: 14.05.2026 r.), s. 3.

395 Norske Finansielle Referanser AS, *Nibor Benchmark Statement*, version 1.4 – 02.01.2026, s. 8.

396 Norske Finansielle Referanser AS, *Nibor Benchmark Statement*, version 1.4 – 02.01.2026, s. 6.

397 Norges Bank, *Appendix to letter of 26.5.14 to Finanstilsynet*, https://www.norges-bank.no/contentassets/917dd9f4bde043daa642968343752f6d/appendix_nibor_26_05_2014.pdf?v=09032017123448 (dostęp: 14.05.2026 r.), s. 20.

398 Norske Finansielle Referanser AS, *Nibor Benchmark Statement*, version 1.4 – 02.01.2026, s. 5 i 8.



W 2018 r. opublikowano raport konsultacyjny. W raporcie zalecono bliższe przyjrzenie się dwóm alternatywą wobec NIBOR, tj. zreformowanej wersji wskaźnika NOWA (zreformowana NOWA) oraz wskaźnikowi referencyjnemu opartemu na szerszej bazie transakcyjnej (rozszerzona NOWA). Sam wskaźnik NOWA został ustanowiony w 2011 r. We wrześniu 2019 r. wspomniana grupa opublikowała dokument pt. *Rapport med anbefaling av alternativ referanserente i norske kroner* (Raport zawierający rekomendację dotyczącą alternatywnego wskaźnika referencyjnego dla korony norweskiej).

4.3. W 2019 r. zdecydowano, że docelowym wskaźnikiem RFR będzie zreformowana NOWA (*Norwegian Overnight Weighted Average*). Uznano, że zreformowana NOWA, pomimo że podstawa transakcyjna jest mniejsza niż w koncepcji rozszerzonej NOWA, spełnia wszelkie kryteria wynikające m.in. z rekomendacji International Organization of Securities Commissions (IOSCO)³⁹⁹. Zreformowana NOWA jest w ocenie Grupy roboczej ds. alternatywnych wskaźników referencyjnych bardziej integralna i reprezentatywna. Zreformowana NOWA odzwierciedla bowiem transakcje w rezerwach banku centralnego między bankami posiadającymi rachunki w Norges Bank⁴⁰⁰.

Wskaźnik NOWA stanowi średnią ważoną stóp procentowych niezabezpieczonych kredytów overnight w koronach norweskich udzielanych między bankami, pochodzących od wybranych banków przekazujących dane działających na norweskim rynku pieniężnym⁴⁰¹. Administratorem NOWA jest norweski bank centralny, tj. Norges Bank. Podmiot ten zaczął wykonywać kompetencje administratora od dnia 1 stycznia 2020 r. Aktualnie reforma wskaźników referencyjnych w Norwegii koncentruje się na sposobie przejścia na stosowanie wskaźnika NOWA.

4.4. Jak wspomniano, funkcję administratora wskaźnika referencyjnego NOWA pełni Norges Bank. Wskaźnik ten jest opracowywany na podstawie danych transakcyjnych pochodzących z codziennych

raportów Norges Bank dotyczących rynku pieniężnego. Niezabezpieczone pożyczki powyżej wartości 10 milionów koron norweskich między bankami, które przekazują codzienne dane do Norges Bank, zrealizowane w dniu roboczym T, z terminem zapadalności T+1, są uwzględniane w podstawie danych dla wskaźnika NOWA⁴⁰². Wskaźnik NOWA jest opracowywany jako średnia ważona wolumenem stóp procentowych z transakcji dziennych. Wszystkie transakcje wchodzące w skład danych, na podstawie których opracowuje się wskaźnik referencyjny NOWA są indywidualnie sprawdzane przez administratora przed publikacją. W przypadku podejrzenia błędu w zgłoszeniu w okresie od otrzymania danych do publikacji NOWA, administrator jest obowiązany dążyć do wyjaśnienia ewentualnych błędów z podmiotem zgłaszającym dane⁴⁰³.

Wskaźnik referencyjny NOWA jest publikowany o godz. 09:00 we wszystkie dni robocze. Norges Bank jako administrator publikuje także informacje dotyczące podstawy danych dla wskaźnika referencyjnego NOWA, tj. łączny wolumen transakcji dla dnia sprawozdawczego, liczba transakcji (pożyczki i kredyty), liczba banków, które przeprowadziły transakcje (pożyczki i kredyty).

4.5. Jak powiedziano, w 2018 r. Norges Bank ustanowił Arbeidsgrupper for alternative referanserenter (ARR), a więc Grupę roboczą ds. alternatywnych wskaźników referencyjnych. W 2018 r. opublikowano raport konsultacyjny, a już w 2019 r. dokument pt. *Rapport med anbefaling av alternativ referanserente i norske kroner* (Raport zawierający rekomendację dotyczącą alternatywnego wskaźnika referencyjnego dla korony norweskiej). Na jego podstawie zdecydowano o wyborze wskaźnika NOWA w wersji zreformowanej jako alternatywnego wskaźnika referencyjnego wobec NIBOR. Wskaźnik NOWA przeszedł etap przeglądu i zmian w metodyce opracowywania. Zasady opracowywania i publikacji wskaźnika NOWA obowiązują od dnia 1 stycznia 2020 r.⁴⁰⁴ W tym dniu zaczął być publikowany zreformowany wskaźnik referencyjny NOWA.

399 Arbeidsgrupper for alternative referanserenter (ARR), *Rapport med anbefaling av alternativ referanserente i norske kroner*, wrzesień 2019, https://www.norges-bank.no/globalassets/upload/markeder/arr/arr_rapport_anbefaling_alternativ_referanserente.pdf?v=20092019134144 (dostęp: 14.05.2026 r.), s. 59.

400 Arbeidsgrupper for alternative referanserenter (ARR), *Rapport med anbefaling av alternativ referanserente i norske kroner*, wrzesień 2019, s. 10.

401 Arbeidsgrupper for alternative referanserenter (ARR), *Rapport med anbefaling av alternativ referanserente i norske kroner*, wrzesień 2019, s. 5.

402 Norges Bank, *Prinsipper for beregning og publisering av Nowa*, <https://www.norges-bank.no/tema/markeder-likviditet/nowa/prinsipper-for-beregning-og-publisering-av-nova/> (dostęp: 14.05.2026 r.).

403 Norges Bank, *Prinsipper for beregning og publisering av Nowa*, <https://www.norges-bank.no/tema/markeder-likviditet/nowa/prinsipper-for-beregning-og-publisering-av-nova/> (dostęp: 14.05.2026 r.).

404 Norges Bank, *Prinsipper for beregning og publisering av Nowa*, <https://www.norges-bank.no/tema/markeder-likviditet/nowa/prinsipper-for-beregning-og-publisering-av-nova/> (dostęp: 14.05.2026 r.).



Tabela nr 26. Reforma wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Norwegii

Wskaźnik IBOR	NIBOR (<i>Norwegian Interbank Offered Rate</i>)
Podmiot koordynujący reformę wskaźników referencyjnych	Arbeidsgrupper for alternative referanserenter (ARR) [Grupa robocza ds. alternatywnych wskaźników referencyjnych] + Norges Bank
Docelowy wskaźnik RFR	NOWA (<i>Norwegian Overnight Weighted Average</i>)
Charakter danych wejściowych	transakcje depozytowe overnight, niezabezpieczone i o stałej stopie procentowej
Data rozpoczęcia reformy i czas jej trwania	2011 – ustanowienie wskaźnika referencyjnego NOWA 2018 – 31 grudnia 2019 (przygotowanie zreformowanego wskaźnika NOWA) 1 stycznia 2020 r. – nadal (opracowywanie wskaźnika NOWA w zreformowanej wersji i stopniowe wygaszanie wskaźnika NIBOR)
Model przejścia z wskaźnika IBOR do wskaźnika RFR	model komplementarny, stopniowe wygaszanie NIBOR

Źródło: opracowanie własne.

4.6. W norweskim porządku prawnym reforma wskaźników referencyjnych ma charakter komplementarny, z widoczną ewolucją zasad opracowywania wskaźników NIBOR oraz NOWA. Model ten zakłada współistnienie zreformowanego wskaźnika IBOR oraz nowego wskaźnika RFR. W Norwegii, oprócz dostosowania wskaźnika referencyjnego NIBOR do norm wynikających z rozporządzenia BMR, zaprojektowano nowy wskaźnik NOWA administrowany przez Norges Bank. W ten sposób wskaźnik referencyjny NOWA aktualnie funkcjonuje obok wskaźnika NIBOR. Jednak infrastruktura rynkowa jest stopniowo przesuwana w stronę wskaźnika NOWA jako docelowego wskaźnika typu RFR.

5. Reforma wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Wielkiej Brytanii i konstrukcja wskaźnika SONIA (*Sterling Overnight Index Average*)

5.1. Reforma wskaźnika IBOR stosowanego w Wielkiej Brytanii, tj. LIBOR była wynikiem problemu integralności oraz reprezentatywności danych na podstawie, których był opracowywany wskazany

wskaźnik referencyjny. Problem reprezentatywności występował z uwagi na realne zmniejszenie się wykorzystywania niezabezpieczonych pożyczek międzybankowych. Jednym z wyzwań reformy był zatem obiektywny brak rzeczywistych transakcji na rynku niezabezpieczonych pożyczek międzybankowych. Wskaźnik LIBOR w związku z tym stał się strukturalnie mniej reprezentatywny i zależny od deklaracyjnych kontrybucji. W związku z niedoborem danych doszło do prób manipulacji tym wskaźnikiem⁴⁰⁵. Trzeba zaznaczyć, że wskaźnik LIBOR był powszechnie wykorzystywany w większości typów umów finansowych o łącznej wartości sięgającej setek bilionów dolarów amerykańskich (szacunkowo ok. 400 bilionów dolarów amerykańskich)⁴⁰⁶.

Formalnie wskaźnik LIBOR zaczął być publikowany w 1986 r. Od tego roku podmiotem administrującym tym wskaźnikiem było British Bankers' Association

405 Por. J. Beldowski, *WIBOR...*, s. 29.

406 Bank of England, *The end of LIBOR*, <https://www.bankofengland.co.uk/news/2024/october/the-end-of-libor> (dostęp: 14.05.2026 r.).



(BBA), który opracowywał wskaźnik na podstawie ustandaryzowanych zasad⁴⁰⁷. Banki jako podmioty przekazujące dane odpowiadały na pytanie administratora, po jakiej cenie są gotowe pożyczyć sobie środki pieniężne (w określonej walucie) na oznaczony czas. British Bankers' Association w celu zebrania tych danych korzystał z agencji finansowej Thompson Reuters⁴⁰⁸. Wskaźnik LIBOR był opracowywany po wyeliminowaniu wpływu wartości skrajnych (łącznie 50% wolumenu transakcji)⁴⁰⁹. Opracowywaniem tego wskaźnika zajmował się British Bankers' Association (BBA), natomiast od 2014 r. przez ICE Benchmark Administration (IBA).

Wskaźnik referencyjny LIBOR, co odróżnia go od innych analizowanych wcześniej wskaźników, był kalkulowany dla wielu walut, w tym np. dla dolara amerykańskiego, jena japońskiego, funta szterlinga czy franka szwajcarskiego⁴¹⁰. Wskaźnik LIBOR był opracowywany dla dziesięciu walut w różnych terminach zapadalności⁴¹¹.

5.2. W Wielkiej Brytanii reformę wskaźników referencyjnych rozpoczęto formalnie w marcu 2015 r.⁴¹² Wcześniej, tj. od kwietnia 2013 r. dokonywano zmian w metodzie opracowywania wskaźnika LIBOR. Zaprzestanie wskaźnika, o którym mowa, zostało spowodowane zdarzeniem regulacyjnym przewidzianym w przepisach rozporządzenia BMR. Nastąpiła wówczas uporzędkowana likwidacja wskaźnika referencyjnego.

W 2015 r. Bank Anglii powołał Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates (Grupa robocza ds. referencyjnych stóp procentowych wolnych od ryzyka)⁴¹³. Grupa, o której mowa, koordynowała reformę wskaźników referencyjnych stopy procentowej. Kompetencje Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates obejmowały m.in. wybór docelowego wskaźnika typu RFR, a także opracowanie planu reformy, w tym raportów rekomendacji dla rynku.

407 Zob. szerzej D. Kubacki, *Reformy referencyjnych stóp procentowych na wybranych rynkach finansowych*, „Bezpieczny Bank” 2023, nr 2, s. 38.

408 Por. J. Beldowski, *WIBOR...*, s. 26.

409 Zob. D. Kubacki, *Reformy referencyjnych...*, s. 38.

410 Por. J. Beldowski, *WIBOR...*, s. 27.

411 Zob. D. Kubacki, *Reformy referencyjnych...*, s. 39.

412 Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates, *SONIA as the RFR and approaches to adoption*, June 2017, s. 3.

413 Bank of England, *Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates*, <https://www.bankofengland.co.uk/markets/transition-to-sterling-risk-free-rates-from-libor/working-group-on-sterling-risk-free-reference-rates>.

5.3. W kwietniu 2017 r. Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates jako wskaźnik typu RFR zarekomendowała zreformowany indeks SONIA (*Sterling Overnight Index Average*)⁴¹⁴. Indeks SONIA był jedną z trzech dostępnych możliwości, obok Sterling Repo Index Rate (RIR, indeks overnight oparta na umowach zabezpieczonych brytyjskimi obligacjami skarbowymi) oraz Sterling SONET⁴¹⁵. Uczestnicy Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates pochodzili z różnych sektorów rynku finansowego, w tym bankowego, kapitałowego, ubezpieczeniowego i stowarzyszeń branżowych reprezentujących odpowiednie sektory tego rynku. Z urzędu uczestnikami grupy był Bank Anglii oraz Financial Conduct Authority (FCA). W ramach Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates utworzono podgrupy techniczne, które podejmowały zagadnienia specyficzne dla sektora rynku kredytowego, rynku obligacji, a także kwestie przekrojowe⁴¹⁶.

5.4. W swoim sprawozdaniu okresowym Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates uzasadniła, że wskaźniki typu RFR mogą być wiarygodną alternatywą dla wskaźnika LIBOR tylko wtedy, gdy zostanie najpierw ustanowiony jako podstawowa stopa overnight dla funta szterlinga⁴¹⁷. Grupa robocza zidentyfikowała problem reprezentatywności wskaźników referencyjnych. Podkreśla się, że dzienne wolumeny stanowiące podstawę opracowania zreformowanego wskaźnika SONIA są solidne.

Wskaźnik SONIA opiera się na rzeczywistych transakcjach i ma odzwierciedlać średnie stopy procentowe, które banki płać za pożyczanie funtów szterlingów na termin overnight od innych instytucji finansowych⁴¹⁸. Wspominany wskaźnik jest administrowany przez Bank Anglii. Jest on opracowywany na podstawie stóp płaconych od kwalifikowanych transakcji depozytowych typu overnight bez zabezpieczenia, zgłaszanych do codziennego zbioru danych Banku Anglii dotyczących rynku pieniężnego funta szterlinga⁴¹⁹.

414 Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates, *SONIA as the RFR and approaches to adoption*, June 2017, s. 1.

415 Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates, *SONIA as the RFR and approaches to adoption*, June 2017, s. 4.

416 Bank of England, *Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates Terms of Reference – updated July 2020*, s. 4.

417 Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates, *SONIA as the RFR and approaches to adoption*, June 2017, s. 6.

418 Zob. D. Kubacki, *Reformy referencyjnych...*, s. 42.

419 Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates, *Discussion Paper: Conventions for referencing SONIA in new contracts*, March 2019, s. 5.



Jak podkreśla Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates, wskaźnik SONIA jest miarą stopy procentowej, według której są obliczane odsetki od krótkoterminowych transakcji depozytowych w funtach szterlingach. Wskaźnik ten opracowuje się jako średnią, zaokrągloną do czterech miejsc po przecinku, stóp procentowych płaconych od kwalifikowanych transakcji depozytowych w funtach szterlingach⁴²⁰. Dane, na podstawie których opracowuje się analizowany wskaźnik, dotyczą transakcji niezabezpieczonych i o terminie zapadalności wynoszącym jeden dzień roboczy, a co istotne o wartości co najmniej 25 mln funtów szterlingów. Powinny być zrealizowane między godz. 0:00 a 18:00 czasu brytyjskiego i rozliczone tego samego dnia⁴²¹.

W celu zmniejszenia wpływu wartości skrajnych, przed wyznaczeniem wartości wskaźnika SONIA dokonuje się przycięcia zbioru danych transakcyjnych. Z dalszych obliczeń należy wykluczyć łącznie 50% wolumenu transakcji. Wskaźnik SONIA jest publikowany każdego dnia roboczego o godz. 9:00. W celu zapewnienia transparentności Bank Anglii jest obowiązany okresowo publikować podsumowanie informacji dotyczących błędów, które nie spełniły kryteriów ponownej publikacji.

Weryfikacja procesu opracowywania wskaźnika SONIA odbywa się także za pośrednictwem Komitetu Nadzorczego (The SONIA Oversight Committee), a także Grupy Doradczej Interesariuszy. Pierwszy podmiot jest obowiązany dokonywać przeglądu procesu opracowywania wskaźnika referencyjnego. Komitet Nadzorczy nadzoruje ponadto okresowe przeglądy metody opracowywania wskaźnika referencyjnego. Co więcej, Komitet Nadzorczy sprawuje nadzór nad kontrolą jakości danych oraz monitoruje częstotliwość błędów oraz działania administratora w zakresie weryfikacji danych wejściowych⁴²². Z kolei Grupa Doradcza Interesariuszy (The SONIA Stakeholder Advisory Group) udziela porad dotyczących funkcjonowania rynku bazowego mierzonego przez wskaźnik SONIA, a także

przedstawia opinie na temat metody opracowywania wskaźnika referencyjnego⁴²³.

5.5. Początek reformy datuje się na 2015 r. Jak już wspomniano wówczas Bank Anglii powołał Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates. Reforma wskaźników referencyjnych w Wielkiej Brytanii trwała siedem lat. W dniu 15 grudnia 2021 r. weszła w życie ustawa o kluczowych wskaźnikach referencyjnych [Critical Benchmarks (References and Administrators' Liability) Act 2021 (c. 33)]⁴²⁴. Natomiast Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates wezwała podmioty rynku finansowego do stosowania w miarę możliwości w umowach wskaźnika SONIA oraz kontynuowania aktywnego procesu przejścia tam, gdzie to możliwe, w tym zapewnienia gotowości na nadchodzące wydarzenia operacyjne.

Przejście ze wskaźnika LIBOR na wskaźnik wolny od ryzyka SONIA nastąpiło w dniu 31 grudnia 2021 r. Wówczas to większość wartości LIBOR została opublikowana po raz ostatni. W kwietniu 2023 r. Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates, a także Bank Anglii i Financial Conduct Authority (FCA) opublikowały wspólne oświadczenie zachęcające uczestników rynku do: aktywnego przechodzenia na nowy wskaźnik referencyjny w przypadku umów opartych na LIBOR w USD przed końcem czerwca 2023 r. oraz kontynuowania aktywnego przechodzenia pozostałych kontraktów z syntetycznego LIBOR w GBP na wskaźnik SONIA⁴²⁵. Syntetyczny LIBOR był tymczasowym rozwiązaniem, które dało podmiotom rynku finansowego więcej czasu na przeniesienie pozostałych kontraktów opartych na LIBOR na wskaźniki RFR, umożliwiając uporządkowane wycofanie się z LIBOR. W dniu 30 września 2024 r. po raz ostatni opublikowano ostatnie wartości syntetycznego LIBOR. Wszystkie trzydzieści pięć wskaźników LIBOR zostały trwale wycofane⁴²⁶.

5.6. Utrzymanie wskaźnika typu IBOR jest możliwe wszędzie tam, gdzie nie występuje problem repre-

420 Bank of England, *SONIA key features and policies*, <https://www.bankofengland.co.uk/markets/sonia-benchmark/sonia-key-features-and-policies> (dostęp: 14.05.2026 r.).

421 Bank of England, *SONIA key features and policies*, <https://www.bankofengland.co.uk/markets/sonia-benchmark/sonia-key-features-and-policies> (dostęp: 14.05.2026 r.).

422 Bank of England, *SONIA key features and policies*, <https://www.bankofengland.co.uk/markets/sonia-benchmark/sonia-key-features-and-policies> (dostęp: 14.05.2026 r.).

423 Bank of England, *SONIA key features and policies*, <https://www.bankofengland.co.uk/markets/sonia-benchmark/sonia-key-features-and-policies> (dostęp: 14.05.2026 r.).

424 Critical Benchmarks (References and Administrators' Liability) Act 2021 (c. 33), <https://bills.parliament.uk/bills/3045> (dostęp: 14.05.2026 r.).

425 Bank of England, *The USD LIBOR panel ceases at end-June 2023: Are you ready?*, 12.04.2023, <https://www.bankofengland.co.uk/news/2023/april/usd-libor-panel-ceases-end-june-2023-are-you-ready> (dostęp: 14.05.2026 r.).

426 Bank of England, *The end of LIBOR*, <https://www.bankofengland.co.uk/news/2024/october/the-end-of-libor> (dostęp: 14.05.2026 r.).

**Tabela nr 27.** Reforma wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Wielkiej Brytanii

Wskaźnik IBOR	LIBOR (<i>London Interbank Offered Rate</i>)
Podmiot koordynujący reformę wskaźników referencyjnych	Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates
Docelowy wskaźnik RFR	SONIA (<i>Sterling Overnight Index Average</i>)
Charakter danych wejściowych	transakcje depozytowe overnight, niezabezpieczone i o stałej stopie procentowej, wskaźnik transakcyjny
Data rozpoczęcia reformy i czas jej trwania	2015 r. – 31 grudnia 2021 r. (czas trwania reformy 7 lat)
Model przejścia z wskaźnika IBOR do wskaźnika RFR	model całkowitego wygaszenia wskaźnika referencyjnego typu IBOR i przejście na wskaźnik typu RFR

Źródło: opracowanie własne.

zentatywności danych i istnieje realna możliwość rozwoju modelu hybrydowego i banki są zainteresowane przekazywaniem danych wejściowych. W brytyjskim porządku prawnym reforma wskaźników referencyjnych, odmiennie niż w szwedzkim, duńskim oraz norweskim porządku prawnym, miała charakter zakładający całkowite wygaszenie wskaźnika typu IBOR. Jest to konsekwentny model reformy, nie generujący problemu fragmentaryzacji wskaźników referencyjnych. Spójne przejście z wskaźnika LIBOR na wskaźnik wolny od ryzyka SONIA zwiększyło stabilność i przejrzystość rynku finansowego.

6. Reforma wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Szwajcarii i konstrukcja wskaźnika SARON (*Swiss Average Rate Overnight*)

6.1. Reforma wskaźników referencyjnych stopy procentowej była silnie związana z reformą w Wielkiej Brytanii. Wskaźnikiem stosowanym przed reformą w Szwajcarii był bowiem wskaźnik dla franka szwajcarskiego LIBOR CHF (*London Interbank Offered Rate for Swiss Franc*). Wskaźnik ten miał odzwierciedlać koszt niezabezpieczonego finansowania banków na rynku hurtowym dla różnych terminów zapadalności. Jak już wspomniano, reforma wskaźnika LIBOR była wynikiem problemu integralności oraz reprezentatywności danych na podstawie, których

był opracowywany wskazany wskaźnik referencyjny. Problem reprezentatywności występował z uwagi na realne zmniejszenie się wykorzystywania niezabezpieczonych pożyczek międzybankowych. Jednym z wyzwań reformy był zatem obiektywny brak rzeczywistych transakcji na rynku niezabezpieczonych pożyczek międzybankowych. Wskaźnik LIBOR, a także wskaźnik franko-szwajcarski LIBOR, w związku z tym stały się strukturalnie mniej reprezentatywne i zależne od deklaracyjnych kontrybucji. Wskaźnik LIBOR CHF zaczął być publikowany w 1989 r. Opracowywaniem tego wskaźnika zajmował się British Bankers' Association (BBA), natomiast od 2014 r. przez ICE Benchmark Administration (IBA). W dniu 31 grudnia 2021 r. nastąpiło zaprzestanie opracowywania wskaźnika LIBOR CHF. Nastąpiło wówczas całkowite przejście na wskaźnik SARON (*Swiss Average Rate Overnight*).

6.2. Podmiotem kompetentnym do koordynacji reformy wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Szwajcarii była National Working Group on Swiss Franc Reference Rates – NWG (Krajowa grupa robocza ds. stóp referencyjnych franka szwajcarskiego). Grupa, o której mowa, została powołana w 2013 r.⁴²⁷ W skład grupy weszli przedstawiciele

427 Schweizerische Nationalbank, 110th Annual Report Swiss National Bank 2017, s. 54.



banku centralnego oraz banków komercyjnych, a także eksperci. Zadaniem była National Working Group on Swiss Franc Reference Rates było wyłonienie wskaźnika referencyjnego typu RFR. W listopadzie 2016 r. administrator wskaźnika TOIS ogłosił jej wycofanie z końcem 2017 r. W październiku 2017 r. National Working Group on Swiss Franc Reference Rates wybrała wskaźnik SARON jako alternatywę dla franko-szwajcarskiego LIBOR⁴²⁸. Wspominana grupa była kluczowym elementem reformy polegającej na przejściu ze wskaźnika typu IBOR na wskaźnik wolny od ryzyka, tj. SARON. National Working Group on Swiss Franc Reference Rates została rozwiązana z końcem pierwszego kwartału 2022 r.⁴²⁹

6.3. Wskaźnik SARON (*Swiss Average Rate Overnight*) znany był od 2009 r. Został wówczas opracowany przez SIX Group oraz szwajcarski bank centralny⁴³⁰. Jest on opracowywany na podstawie wiążących kwotowań i zawartych transakcji *repo overnight* na platformie transakcyjnej rynku pieniężnego SIX Repo. Na rynku repo we frankach szwajcarskich, banki udzielają sobie nawzajem pożyczek pod zastaw zabezpieczenia. W latach 2017-2019 średni dzienny wolumen obrotu na tym rynku wynosił ok. 3,3 mld franków szwajcarskich. Rynek repo overnight jest najbardziej płynnym segmentem całego rynku pieniężnego franka szwajcarskiego⁴³¹. W ten sposób wskaźnik SARON odzwierciedla koszt pożyczek overnight⁴³². Wskaźnik, o którym mowa, może być stosowany w odniesieniu do różnych umów i instrumentów finansowych. Przejście ze wskaźnika LIBOR CHF na wskaźnik SARON nastąpiło najszybciej w stosunku do umów kredytowych.

6.4. Metodyka opracowywania zapewnia solidność i wiarygodność wskaźnika SARON⁴³³. Wskaźnik

SARON jest obliczany w sposób ciągły w czasie rzeczywistym i publikowany w regularnych interwałach dziesięciominutowych w ciągu dnia operacyjnego⁴³⁴. Jego wartość wyznaczana jest jako średnia ważona wolumenem (VWAP – *volume-weighted average price*), uwzględniająca zarówno rzeczywiste transakcje zawierane na szwajcarskim rynku repo, jak i wiążące kwotowania składane przez uczestników rynku. Metodyka opracowania wskaźnika SARON opiera się na danych pozyskiwanych z elektronicznej platformy obrotu i rozliczeń repo prowadzonej przez SIX Group, co zapewnia wysoki poziom transparentności oraz integralności danych wejściowych. Ostateczna wartość referencyjna publikowana jest po zakończeniu dnia operacyjnego rynku repo jako fixing, stanowiący punkt odniesienia dla instrumentów finansowych oraz umów wykorzystujących SARON jako wskaźnik referencyjny. Szwajcarski model reformy wskaźników referencyjnych wykazuje tym samym istotne odmienności względem rozwiązań przyjętych w innych porządkach prawnych, w szczególności poprzez oparcie konstrukcji wskaźnika referencyjnego na danych transakcyjnych. Metodyka analizowanego wskaźnika opiera się na rzeczywistych transakcjach oraz wiążących kwotowaniach uczestników rynku, co zapewnia wysoki poziom reprezentatywności. Istotnym elementem konstrukcyjnym wskaźnika jest również fakt, iż rynek repo, stanowiący jego podstawę, podlega rozwiniętym mechanizmom nadzorczym, co dodatkowo wzmacnia jego wiarygodność. Administratorem wskaźnika SARON jest SIX Group (SIX Financial Information AG).

6.5. W październiku 2017 r. National Working Group on Swiss Franc Reference Rates wybrała wskaźnik SARON jako alternatywę dla franko-szwajcarskiego LIBOR⁴³⁵. W dniu 31 grudnia 2021 r. nastąpiło zaprzestanie opracowywania wskaźnika LIBOR CHF. Nastąpiło wówczas całkowite przejście na wskaźnik SARON (*Swiss Average Rate Overnight*). W dniu 1 stycznia 2022 r. nastąpiła konwersja umów z mocy prawa. Nie wymagała ona dokonywania zmian w treści umów. Analizowany proces wynikał z mechanizmu ustawowego zamiennika wskaźnika referencyjnego. Zgodnie z art. 23b ust. 3 rozporządzenia BMR zamiennik stopy CHF LIBOR z mocy prawa zastępuje wszystkie odniesienia do tego wskaźnika referencyjnego w każdej umowie i w każdym instrumencie

428 Schweizerische Nationalbank, *110th Annual Report Swiss National Bank 2017*, s. 54.

429 Zob. A. M. Maechler, T. Moser, *Life after Libor: A new era of reference interest rates Virtual Money Market Event*, Swiss National Bank, 31 March 2022, s. 6.

430 Zob. A. M. Maechler, T. Moser, *Life after Libor: A new era of reference interest rates Virtual Money Market Event*, Swiss National Bank, 31 March 2022, s. 6.

431 Zob. A. M. Maechler, T. Moser, *Life after Libor: A new era of reference interest rates Virtual Money Market Event*, Swiss National Bank, 31 March 2022, s. 6.

432 SIX, SARON. *Swiss Average Rate Overnight*, <https://www.six-group.com/dam/download/market-data/indices/static-factsheets/six-factsheet-saron-en.pdf> (dostęp: 14.05.2026 r.).

433 SIX, SARON. *Swiss Average Rate Overnight*, <https://www.six-group.com/dam/download/market-data/indices/static-factsheets/six-factsheet-saron-en.pdf> (dostęp: 14.05.2026 r.).

434 Zob. D. Kubacki, *Reformy referencyjnych...*, s. 44.

435 Schweizerische Nationalbank, *110th Annual Report Swiss National Bank 2017*, s. 54.



finansowym, które nie zawierają klauzul awaryjnych, a jeżeli zawierają klauzule tego rodzaju, to klauzule te nie są odpowiednie. Zastąpienie to nie ma zatem wpływu na umowy, które pomyślnie renegotjowano w celu uwzględnienia zaprzestania opracowywania stopy CHF LIBOR, jak przewidziano w art. 23b ust. 11 rozporządzenia BMR. Na podstawie rozporządzenia BMR wydano rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) 2021/1847 z dnia 14 października 2021 r. w sprawie wyznaczenia ustawowego zamiennika dla niektórych terminów zapadalności stopy LIBOR dla franka szwajcarskiego (CHF LIBOR). Rozporządzenie to stosuje się od dnia 1 stycznia 2022 r. Zgodnie z art. 1 ust. 1 wspomnianego aktu wyznaczono zamienniki dla stopy CHF LIBOR w odniesieniach do stopy CHF LIBOR w każdej umowie i w każdym instrumencie finansowym zdefiniowanym w dyrektywie 2014/65/UE:

- jednomiesięczną stopę CHF LIBOR zastępuje się jednomiesięczną stopą składaną SARON odnotowaną w jednomiesięcznym okresie poprzedzającym dany okres odsetkowy;
- trzymiesięczną stopę CHF LIBOR zastępuje się trzymiesięczną stopą składaną SARON odnotowaną w trzymiesięcznym okresie poprzedzającym dany okres odsetkowy;
- sześciomiesięczną stopę CHF LIBOR zastępuje się trzymiesięczną stopą składaną SARON odnotowaną w trzymiesięcznym okresie poprzedzającym dany okres odsetkowy;
- dwunastomiesięczną stopę CHF LIBOR zastępuje się trzymiesięczną stopą składaną SARON

Tabela nr 28. Reforma wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Szwajcarii

Wskaźnik IBOR	LIBOR CHF (<i>London Interbank Offered Rate for Swiss Franc</i>)
Podmiot koordynujący reformę wskaźników referencyjnych	National Working Group on Swiss Franc Reference Rates
Docelowy wskaźnik RFR	SARON (<i>Swiss Average Rate Overnight</i>)
Charakter danych wejściowych	średnia ważona wolumenem (VWAP – <i>volume-weighted average price</i>), uwzględniająca zarówno rzeczywiste transakcje zawierane na szwajcarskim rynku repo, jak i wiążące kwotowania składane przez uczestników rynku
Data rozpoczęcia reformy i czas jej trwania	2013 r. – utworzenie National Working Group on Swiss Franc Reference Rates 2017 r. – wybór wskaźnika SARON jako alternatywy dla franko-szwajcarskiego LIBOR 31 grudnia 2021 r. – zaprzestanie opracowywania wskaźnika LIBOR CHF i przejście na wskaźnik SARON (czas trwania reformy 5 lat)
Model przejścia z wskaźnika IBOR do wskaźnika RFR	model całkowitego wygaszenia wskaźnika referencyjnego typu IBOR i przejście na wskaźnik typu RFR



odnotowaną w 3-miesięcznym okresie poprzedzającym dany okres odsetkowy.

Stosownie do art. 1 ust. 2 rozporządzenia wykonawczego Komisji (UE) 2021/1847 do zamienników wyznaczonych zgodnie z ust. 1 dodaje się stały spread korygujący. Ten stały spread korygujący jest równy spreadowi opublikowanemu dla każdego odpowiedniego terminu zapadalności i obliczonemu w dniu 5 marca 2021 r. jako historyczna mediana spreadu między daną stopą CHF LIBOR a odpowiednią stopą składaną SARON w pięcioletnim okresie retrospektywnym dla każdego danego terminu zapadalności.

6.6. Utrzymanie wskaźnika typu IBOR jest możliwe wszędzie tam, gdzie nie występuje problem reprezentatywności danych i istnieje realna możliwość rozwoju modelu hybrydowego. W szwajcarskim porządku prawnym reforma wskaźników referencyjnych, odmiennie niż w szwedzkim, duńskim oraz norweskim porządku prawnym, ma charakter zakładający całkowite wygaszenie wskaźnika typu IBOR. Jest to konsekwentny model reformy, nie generujący problemu fragmentaryzacji wskaźników referencyjnych. Spójne przejście z wskaźnika LIBOR CHF na wskaźnik wolny od ryzyka SARON zwiększyło stabilność i przejrzystość rynku finansowego.



Rozdział III.

Reforma wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Polsce

1. Przyczyny reformy wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Polsce

Przez wiele lat Stawki Referencyjne WIBID/WIBOR były opracowywane przez Polskie Stowarzyszenie Dealerów Bankowych – Forex Polska (od 2004 r. pod nazwą ACI Polska Stowarzyszenie Rynków Finansowych) jako prywatny, samoregulujący się podmiot powiązany z rynkiem finansowym. Model ten odpowiadał ówczesnym globalnym standardom funkcjonowania rynków międzybankowych i nie odbiegał od praktyk stosowanych w innych jurysdykcjach⁴³⁶.

Na przestrzeni lat zakres stosowania Stawek Referencyjnych WIBID/WIBOR w Polsce systematycznie wzrastał, co wynikało zarówno z dominacji produktów o zmiennej stopie procentowej, jak i z braku alternatywnych wskaźników referencyjnych o porównywalnym zakresie zastosowania⁴³⁷. Historycznie większość kredytów hipotecznych zaciąganych w Polsce była oparta na zmiennym oprocentowaniu. Przykładowo, w 2021 r. niemal 97% nowych umów dotyczyło kredytów o zmiennej stopie procentowej, co ilustruje strukturalne znaczenie formuły zmiennego oprocentowania w krajowym modelu finansowania mieszkaniowego⁴³⁸. Na dzień 31.12.2024 r. WIBOR pozostawał zdecydowanie dominującym wskaźnikiem w polskim sektorze bankowym. Był on bowiem stosowany w aktywach o łącznej wartości ok. 1 074,2 mld zł (ok. 82,5% wszystkich aktywów, w których wykorzystywano wskaźnik referencyjny), obejmu-

jąc ok. 4,09 mln umów po stronie aktywów i 1,36 mln umów po stronie pasywów sektora bankowego i SKOK⁴³⁹. Uwzględniając ekspozycję funduszy inwestycyjnych oraz innych uczestników rynku finansowego, już w 2019 r. łączna wartość instrumentów i umów finansowych opartych na WIBOR przekraczała wartość produktu krajowego brutto Polski. Skala ta stanowiła podstawę uznania WIBOR przez Komisję Europejską za kluczowy wskaźnik referencyjny w rozumieniu BMR, co potwierdzało jego znaczenie systemowe dla krajowego rynku finansowego⁴⁴⁰.

Impulsem do rozpoczęcia dyskusji w zakresie reformy stały się doświadczenia globalne po kryzysie finansowym oraz zasadnicza zmiana paradygmatu regulacyjnego w kierunku zwiększenia przejrzystości i odporności wskaźników referencyjnych. Upadłość banku inwestycyjnego Lehman Brothers we wrześniu 2008 r. przyczyniła się do zaburzeń na rynkach pieniężnych wielu walut. Zaostrzenie limitów kredytowych pomiędzy instytucjami finansowymi oraz rosnąca konkurencja o stabilne finansowanie depozytowe prowadziły do napięć w segmencie finansowania hurtowego, co uwypukliło problem relacji stawek typu IBOR do faktycznych warunków płynnościowych rynku międzybankowego⁴⁴¹. Proces wychodzenia polskiej gospodarki z okresu globalnego kryzysu finansowego został dodatkowo skomplikowany przez kryzys zaufania do wskaźników referencyjnych stopy procentowej, który ujawnił

436 Więcej: T. Orczykowski, J. Róg-Dyrda, *Nadzór nad stawkami referencyjnymi WIBID/WIBOR przed BMR*, Monitor Prawa Bankowego 2025, nr 9 passim.

437 Od 2005 r. Narodowy Bank Polski opracowuje i publikuje indeks POLONIA, odzwierciedlający średnie oprocentowanie niezabezpieczonych depozytów *overnight* na rynku międzybankowym. Indeks ten pełni funkcję informacyjną i analityczną. Nie uzyskał istotnego komercyjnego zastosowania jako wskaźnik referencyjny w umowach kredytowych ani instrumentach finansowych.

438 <https://hypo.org/app/uploads/sites/3/2024/08/Poland.pdf> (dostęp: 11.02.2026 r.).

439 Komisja Nadzoru Finansowego, *Dane sektora bankowego i SKOK – wykorzystanie wskaźników referencyjnych*, stan na 31 grudnia 2024 r., Warszawa 2025, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Dane_sektora_bankowego_i_SKOK_94356.pdf (dostęp: 11.02.2026 r.).

440 Rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) 2019/482 z dnia 22 marca 2019 r. zmieniające rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) 2016/1368 ustanawiające wykaz kluczowych wskaźników referencyjnych stosowanych na rynkach finansowych na podstawie rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 (Dz. U. UE. L. z 2019 r. Nr 82, str. 26).

441 https://www.senat.gov.pl/gfx/senat/userfiles/_public/k8/dokumenty/stenogram/odpow51sw.pdf, <https://nbp.pl/wp-content/uploads/2022/09/rsf072013.pdf> (dostęp: 11.02.2026 r.).



się w wyniku prób manipulacji wskaźnikami LIBOR, EURIBOR oraz TIBOR przez niektóre banki komercyjne⁴⁴². Konsekwencją tych wydarzeń było systemowe zakwestionowanie wiarygodności i rynkowego charakteru indeksów w oparciu, o które wyceniana i rozliczana była znaczna część globalnych umów i instrumentów finansowych.

Równolegle, w następstwie zmian regulacyjnych oraz ostrożnościowych po kryzysie finansowym, istotnej zmianie uległa struktura płynności sektora bankowego. W efekcie tych wydarzeń, doszło do spadku transakcyjności rynku międzybankowego dla terminów dłuższych niż jeden dzień. Stąd na wielu rynkach konieczne było dostosowanie reguł opracowywania wskaźników IBOR⁴⁴³. Połączenie kryzysu zaufania oraz ograniczenia rzeczywistej aktywności rynkowej stało się impulsem do rozpoczęcia globalnej reformy wskaźników referencyjnych⁴⁴⁴. Ujawnione przypadki prób manipulacji zapoczątkowały wieloetapowy proces tworzenia nowych ram regulacyjnych dotyczących wskaźników referencyjnych. Z jednej strony rozpoczęto budowę systemu regulacji rynku finansowego w tym obszarze, poczynając od rekomendacji zawartych w raporcie HM Treasury (tzw. Raport Wheatleya), poprzez wytyczne i analizy nadzorcze EBA oraz ESMA, a także Zasady IOSCO uznane następnie przez FSB za globalny standard regulacyjny, aż po przyjęcie na poziomie Unii Europejskiej pakietu MAD/MAR, wprowadzającego wyraźny zakaz prób manipulacji wskaźnikami referencyjnymi.

Ostatecznym etapem tego procesu było uchwalenie BMR, ustanawiającego jednolite, bezpośrednie stosowane w państwach członkowskich ramy prawne dotyczące opracowywania, przekazywania danych oraz stosowania wskaźników referencyjnych. Z drugiej strony, reforma przybrała charakter systemowej przebudowy architektury rynków finansowych. Organy publiczne oraz instytucje międzynarodowe zaczęły rekomendować reformę

istniejących wskaźników IBOR oraz rozwój alternatywnych wskaźników referencyjnych bazujących w większym stopniu na rzeczywistych transakcjach jako danych wejściowych⁴⁴⁵. Wyznaczyło to kierunek strukturalnej transformacji rynku w stronę wskaźników typu RFR. FSB w swoich rekomendacjach z 2014 r. wskazała na konieczność rozwoju alternatywnych wskaźników RFR jako docelowego punktu odniesienia dla rynków finansowych, co w kolejnych latach znalazło odzwierciedlenie w działaniach krajowych grup roboczych oraz w inicjatywach banków centralnych.

W następstwie ujawnionych na rynkach globalnych nieprawidłowości w procesie opracowywania wskaźników referencyjnych stóp procentowych oraz równolegle kształtujących się ram prawnych w obszarze wskaźników referencyjnych, od 2011 r. w Polsce nastąpiła instytucjonalizacja i pogłębienie debaty regulacyjno-rynkowej dotyczącej wskaźników WIBID/WIBOR, której rezultaty wpłynęły na ostateczny kształt reformy w późniejszych latach. Debata ta nie ograniczała się do wymiaru publicznego, lecz obejmowała również środowisko eksperckie, instytucje publiczne oraz uczestników rynku finansowego, prowadząc do stopniowego wypracowania koncepcji reformy uwzględniającej zarówno standardy międzynarodowe, jak i uwarunkowania krajowego rynku pieniężnego. Zasadnicze znaczenie miała weryfikacja, czy analogiczne nieprawidłowości mogły wystąpić na rynku krajowym. W tym kontekście działania NBP koncentrowały się na empirycznej ocenie funkcjonowania Stawek Referencyjnych WIBID/WIBOR oraz ich relacji do rzeczywistych warunków rynku pieniężnego. W 2011 r. NBP zainicjował działania zmierzające do bardziej precyzyjnego nadzoru nad krajowym rynkiem pieniężnym poprzez gromadzenie danych o poszczególnych transakcjach, czego efektem było wprowadzenie zmian w systemie rozliczeń wysokokwotowych SORBNET (obecnie SORBNET2), umożliwiających od kwietnia 2012 r. przekazywanie przez banki szczegółowych informacji o transakcjach niezabezpieczonych lokat międzybankowych. Analiza danych transakcyjnych, obejmująca m.in. okres 2006–2012, wskazała na spójność wartości Stawek Referencyjnych WIBID/WIBOR z rzeczywistym oprocentowaniem transakcji zawieranych na rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych. Jednocześnie potwierdzono ich wysoką wrażliwość na decyzje Rady Polityki Pieniężnej, co świadczy-

442 Więcej przykładowo: S. McBride, *The Politics of Financialization and the Global Crisis*, Palgrave Macmillan, London, 2016; P. Ashton, B. Christophers, *On Arbitration, Intermediation and the Financialization of LIBOR*, *Economy and Society*, vol. 44, no. 2, 2015, s. 198–199.

443 Więcej: M. Liszewska, *Spadek znaczenia rynku międzybankowego jako źródła zarządzania płynnością banków w okresie pokryzysowym ze szczególnym uwzględnieniem segmentu niezabezpieczonych lokat międzybankowych*, *Progress: „Journal of Young Researchers”* 2019, nr 6.

444 Więcej: M. Kosińska, *Od WIBOR do WIRON - przesłanki reformy wskaźników referencyjnych stopy procentowej a stabilność polskiego systemu finansowego*, *Bezpieczny Bank* 2023, nr 2, 60–90.

445 Financial Stability Board, *Reforming Major Interest Rate Benchmarks*, FSB, Basel, 22 July 2014.



ło o zachowaniu funkcji transmisyjnej w ramach krajowej polityki pieniężnej⁴⁴⁶. Działania te zostały pozytywnie ocenione przez Najwyższą Izbę Kontroli⁴⁴⁷. W analizowanym okresie wzmocniono również w Polsce mechanizmy kontroli fixingu Stawek Referencyjnych WIBID/WIBOR⁴⁴⁸, co było odpowiedzią na kształtujący się w Unii Europejskiej nowy porządek prawny dotyczący wskaźników referencyjnych.

Powyższe uwarunkowania przemawiały za przyjęciem w Polsce ewolucyjnego modelu reformy wskaźników referencyjnych, polegającego na równoległym dostosowaniu Stawek Referencyjnych WIBID/WIBOR do wymogów BMR oraz stopniowym rozwijaniu infrastruktury dla wskaźników typu RFR, zamiast natychmiastowego i jednorazowego odejścia od dotychczasowych rozwiązań. Przyjęcie takiego modelu reformy było możliwe z uwagi na to, że nie wykazano manipulacji wskaźnikami referencyjnymi WIBID/WIBOR⁴⁴⁹. W okresie kluczowych przemian na globalnych rynkach finansowych, wskaźniki te funkcjonowały w reżimie metody i kontroli odmiennym od części rozwiązań zagranicznych, co łącznie ze stopniowym wzmacnianiem środowiskiem kontrolnym i organizacyjnym wspierało podejście ewolucyjne do reformy⁴⁵⁰. W odróżnieniu od jurysdykcji, w których reforma miała charakter reakcji sanacyjnej na stwierdzone nadużycia, w Polsce punktem wyjścia było zachowanie ciągłości rynku oraz stabilności istniejących umów i instrumentów finansowych.

Kluczowym elementem tego podejścia było utworzenie w 2014 r. spółki GPW Benchmark S.A. (GPWB), która w założeniu miała pełnić rolę krajowego centrum kompetencyjnego w zakresie opracowywania, rozwoju i utrzymania wskaźników referencyjnych w Polsce, zgodnie z międzynarodowymi standardami regulacyjnymi. Od przejęcia kontroli nad opracowywaniem Stawek Referencyjnych WIBID/WIBOR od Stowarzyszenia Rynków Finansowych ACI Polska (w czerwcu 2017 r.), GPW Benchmark S.A. prowadził proces dostosowania metody kalkulacji Stawek Referencyjnych WIBID/WIBOR do wymogów BMR. Efektem tych prac było dostosowanie metody opracowywania wskaźników referencyjnych z rodziny WIBOR do wymogów BMR oraz uzyskanie przez GPW Benchmark S.A. w grudniu 2020 r., przed terminem wymaganym przepisami prawa europejskiego, zezwolenia na prowadzenie działalności jako administrator wskaźników referencyjnych stopy procentowej. Udzielenie GPW Benchmark S.A. zezwolenia potwierdziło to, że organ nadzoru uznał proces wyznaczania Stawek Referencyjnych WIBID/WIBOR za zgodny z przepisami unijnymi, a co za tym idzie – także krajowymi. Osiągnięto tym samym formalno-prawną zgodność Stawek Referencyjnych WIBID/WIBOR i działalności GPW Benchmark S.A. z BMR⁴⁵¹.

Równolegle z procesem dostosowania Stawek Referencyjnych WIBID/WIBOR do wymogów regulacyjnych zainicjowano w Polsce skoordynowane działania o charakterze sektorowym i instytucjonalnym, których celem było wypracowanie alternatywnych wskaźników referencyjnych oraz stworzenie infrastrukturalnych i produktowych podstaw dla rozwoju krajowego rynku wskaźników typu RFR.

2. Ewolucja stawek referencyjnych WIBID/ WIBOR

Ewolucja stawek referencyjnych WIBID/WIBOR przebiegała na przestrzeni lat etapowo, począwszy od reżimu samoregulacyjnego ACI Polska, przez fazę doprecyzowania zasad fixingu po 2013 r., aż do modelu dostosowanego do wymogów BMR.

W pierwszej fazie stawki były opracowywane przez ACI Polska jako organizatora fixingu, w oparciu o wiążące kwotowania uczestników fixingu, rozumiane jako jednoczesne podanie stawki bid i offer dla depozytów na polskim rynku międzybankowym.

446 Więcej: https://www.senat.gov.pl/gfx/senat/userfiles/_public/k8/dokumenty/stenogram/odpow51swm.pdf (dostęp: 11.02.2026 r.).

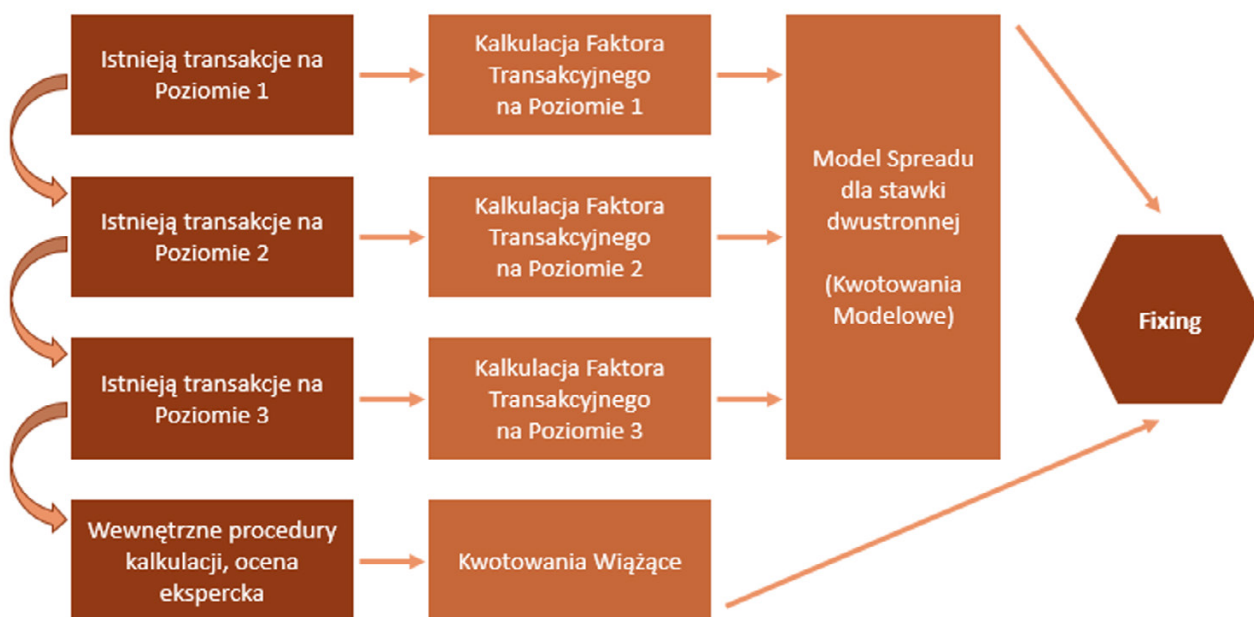
447 Więcej: <https://www.nik.gov.pl/plik/id,3961.pdf>, s. 217-218 (dostęp: 11.02.2026 r.).

448 Przejawem wzmocnienia środowiska kontrolnego w obszarze Stawek Referencyjnych WIBID/WIBOR były także prace prowadzone w latach 2012–2013 przez międzyinstytucjonalny zespół ds. rynku międzybankowego, powołany w odpowiedzi na publikację Wytycznych EBA/ESMA oraz Zasad IOSCO dotyczących wskaźników referencyjnych. Efektem tych prac było utworzenie Rady WIBOR oraz wprowadzenie istotnych modyfikacji zasad ustalania stawek WIBID/ WIBOR, które weszły w życie 1 lipca 2013 r. Więcej: T. Orczykowski, J. Róg-Dyrda, Nadzór..., *passim*.

449 Należy wskazać, że dotąd na polskim rynku finansowym nie uprawdopodobniono ani nie udowodniono manipulacji Stawkami Referencyjnymi WIBID/ WIBOR. Wszystkie podmioty wchodzące w skład sieci bezpieczeństwa finansowego w Polsce potwierdziły brak podstaw prawnych ani ekonomicznych do negowania prawidłowości opracowywania Stawek Referencyjnych WIBID/WIBOR. Więcej: https://www.knf.gov.pl/komunikacja/komunikaty?articleId=80486&p_id=18 (dostęp: 11.02.2026 r.) oraz <https://nbp.pl/komunikat-ksf-po-posiedzeniu-dot-nadzoru-makroostroznościowego-nad-systemem-finansowym/> (dostęp: 11.02.2026 r.).

450 Więcej: T. Orczykowski, J. Róg-Dyrda, Nadzór..., *passim*.

451 Więcej: T. Orczykowski, *Zgodność Stawek Referencyjnych WIBID/ WIBOR z BMR*, Monitor Prawa Bankowego 2025, nr 3 *passim*.

Rysunek nr 2. Hierarchia poziomów w ramach metody kaskady danych


Źródło: https://gpwbenchmark.pl/pub/BENCHMARK/files/Dokument_Konsultacyjny_GPW_Benchmark_Dostosowanie_BMR_2019.pdf (dostęp: 28.04.2026 r.).

Fixing obejmował procedurę ustalania stawek depozytów w PLN, a WIBID i WIBOR były kalkulowane jako średnie arytmetyczne kwotowań po zastosowaniu mechanizmu odrzucania skrajnych wartości.

W związku z pojawieniem się Wytycznych ESMA/EBA oraz Zasad IOSCO, w 2012 i 2013 r. prace prowadził zespół ds. rynku międzybankowego, w skład którego weszli przedstawiciele ACI Polska, Narodowego Banku Polskiego, Związku Banku Polskich, KNF oraz kilkunastu banków. Celem prac zespołu było w szczególności:

1. opracowanie propozycji formy i zasad nadzoru nad procesem ustalania WIBID/WIBOR, w tym składu, kompetencji i formy finansowania organu nadzorującego,
2. analiza procesu ustalania WIBID/WIBOR pod kątem wypełniania propozycji Wytycznych EBA/ESMA, wraz z opracowaniem propozycji niezbędnych zmian dostosowawczych,
3. analiza procesu ustalania WIBID/WIBOR pod kątem spełniania zaleceń adresowanych przez EBA/ESMA do EURIBOR, wraz z opracowaniem propozycji niezbędnych zmian dostosowawczych.

W marcu 2013 r. zaprezentowano wnioski z prac zespołu. Opracowano nowe ramy dla ustalania WIBID/

WIBOR, aby dostosować je do Wytycznych ESMA/EBA oraz Zasad IOSCO. Znalazło to odzwierciedlenie w Regulaminie Stawek Referencyjnych WIBID/WIBOR, obowiązującym od 1 lipca 2013 r.⁴⁵² Ustalono też, że aktywność uczestników rynku międzybankowego będzie przedmiotem monitorowania przez KNF oraz NBP⁴⁵³.

Po przejściu opracowywania stawek referencyjnych WIBID/WIBOR przez GPW Benchmark S.A. rozpoczęła się zasadnicza faza dostosowania do BMR, której celem było zachowanie ciągłości stawek przy jednoczesnym uszczegółowieniu metody ich opracowywania. Zmiany miały w efekcie odzwierciedlać dotychczasowe stawki WIBID/WIBOR po zastosowaniu niezbędnych procesów dostosowawczych, przy zachowaniu dotychczasowych definicji rynku bazowego i kluczowych elementów metody. Przede wszystkim, na poziomie dokumentacji administratora precyzyjnie zdefiniowano pojęcia takie jak rynek bazowy i przedmiot pomiaru WIBID/WIBOR. Rynek bazowym dla stawek WIBID/WIBOR jest międzybankowy rynek pieniężny, obejmujący transakcje na środkach pieniężnych utrzymywanych na rachun-

452 https://www.acipolska.pl/images/stories/Regulamin_fixingu_stawek_referencyjnych_WIBID_i_WIBOR_wersja_finalna_30042013.pdf (dostęp: 30.05.2025 r.).

453 https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/KNF_rynek_miedzybankowy_spotkanie_z_bankami_18_03_2013.pdf (dostęp: 30.05.2025 r.).



kach bieżących w banku centralnym przez podmioty aktywne na tym rynku. Przedmiotem pomiaru zatem są ceny depozytów przyjmowanych (WIBID) lub składanych (WIBOR) przez uczestników fixingu lub podmioty spełniające kryteria uczestnika fixingu. Tym samym ani rynek bazowy, ani przedmiot pomiaru stawek referencyjnych nie odnoszą się od strony definicyjnej do kosztu finansowania akcji kredytowej banków, co bywa niekiedy błędnie przyjmowane w debacie publicznej.

Centralnym elementem tej fazy reformy stała się jednak metoda kaskady danych. Jest to metoda, za pomocą której uczestnicy fixingu dokonują kalkulacji zgłaszanych do administratora kwotowań, które składają się dla każdego tenora fixingowego ze stawki bid i stawki offer. Została wypracowana przy zaangażowaniu interesariuszy zewnętrznych, w oparciu o prace analityczne oraz konsultacje publiczne, trwające w zasadzie w latach 2016-2019 r.

Metoda kaskady danych jest stosowana przez uczestników fixingu i ma charakter hierarchicznego⁴⁵⁴ algorytmu, którego celem jest maksymalizacja wykorzystania danych transakcyjnych przy jednoczesnym zapewnieniu ciągłości publikacji wskaźnika. Punktem wyjścia jest założenie, że kwotowanie jako dane wejściowe w rozumieniu BMR, powinno w pierwszej kolejności odzwierciedlać rzeczywiste transakcje depozytowe, o ile są one dostępne, adekwatne i wystarczające do wiarygodnego odwzorowania rynku bazowego. W konsekwencji metoda kaskady danych przewiduje czteropoziomą strukturę przygotowania danych. Na poziomach 1–3 wyznaczane są kwotowania modelowe, oparte, w różnym stopniu bezpośrednio, na danych transakcyjnych. Najwyższy poziom obejmuje transakcje depozytowe zawarte przez uczestnika fixingu na rynku bazowym o tenorach odpowiadających tenorom fixingowym. W przypadku braku wystar-

czających danych stosowane są kolejne poziomy, obejmujące wykorzystanie procedur analitycznych (w szczególności interpolacji, przypisania tenorów oraz ekstrapolacji danych z rynków powiązanych na rynek bazowy), przy zachowaniu zasady, że dane bliższe rynkowi bazowemu mają wyższy priorytet. Rynki powiązane obejmują wyselekcjonowane segmenty rynku pieniężnego (w szczególności segment instytucji finansowych oraz segment pozostałych instytucji finansowych), których dane, po odpowiedniej transformacji, mogą służyć odwzorowaniu warunków panujących na rynku bazowym. Istotnym elementem konstrukcyjnym metody jest również parametr inkrementalności określający minimalną liczbę danych transakcyjnych, której wystąpienie jest konieczne do ustalenia kwotowania modelowego zgodnie z hierarchią kaskady danych. W efekcie stawki WIBID/WIBOR pozostają oparte na kwotowaniach uczestników panelu, jednak sposób ich wyznaczania uległ zasadniczej transformacji, od modelu opartego głównie na deklaracjach do modelu hybrydowego, w którym dane transakcyjne mają pierwszeństwo, a element swobody uznania pełni funkcję uzupełniającą i rezydualną, co jednoznacznie koresponduje z wymogami BMR.

Sam mechanizm kalkulacji kwotowań modelowych opiera się na pojęciu faktora transakcyjnego. Na poziomach, na których wykorzystywane są dane transakcyjne, najpierw wyznaczana jest wartość faktora transakcyjnego. Następnie stosuje się procedurę kalkulacji stawki dwustronnej, która pozwala przekształcić jedną wartość transakcyjną w kwotowanie modelowe obejmujące stawkę bid i stawkę offer. Jeżeli natomiast na poziomach 1–3 nie jest możliwe wyznaczenie kwotowania modelowego, zastosowanie znajduje poziom 4, obejmujący kwotowania wiążące. Kwotowania te, choć nieoparte bezpośrednio lub wyłącznie na danych transakcyjnych, zachowują charakter zobowiązujący, ponieważ odzwierciedlają poziom stopy, po jakiej uczestnik jest gotów zawrzeć transakcję w ramach obowiązującego reżimu regulacyjnego. Kwotowania wiążące są wyznaczane przez uczestników fixingu w oparciu o ich procedury wewnętrzne, zgodnie z kodeksem postępowania, polityką kwotowania oraz rekomendacją administratora w zakresie kwotowania wiążącego.

Na przestrzeni ostatnich pięciu lat, metoda stawek referencyjnych podlegała dalszej ewolucji i zmianom. Pomimo tego, że wszystkie przeprowadzane dotychczas cyklicznie oceny zdolności WIBOR do pomiaru rynku oraz realiów gospodarczych potwierdziły, że WIBOR utrzymuje zdolność do pomiaru

454 Zasada hierarchiczności w konstrukcji WIBID/WIBOR występuje na dwóch odrębnych poziomach metodologicznych. Po pierwsze, w ramach metody ustalania stawek referencyjnych przez administratora wyraża się ona w przyznaniu pierwszeństwa kwotowaniom modelowym względem kwotowań wiążących oraz w zróżnicowaniu ich znaczenia przy eliminacji wartości skrajnych i przypisywaniu wag. Po drugie, w ramach metody kaskady danych stosowanej przez uczestników fixingu, hierarchiczność oznacza uporządkowanie źródeł danych wejściowych według ich jakości i bliskości względem rynku bazowego, z priorytetem danych transakcyjnych z rynku bazowego, następnie danych przetworzonych (w tym interpolowanych i ekstrapolowanych), aż po kwotowania wiążące jako element rezydualny. W konsekwencji hierarchiczność nie odnosi się do samego mechanizmu ustalania wskaźnika (fixingu), lecz do sposobu konstruowania i selekcji danych wejściowych wykorzystywanych w tym procesie.



Tabela nr 29. Poziomy kaskady danych w ramach metody kaskady danych

Poziom	Opis
1	Kwotowanie modelowe oparte o dane transakcyjne rynku bazowego na terminy fixingowe.
2.1	Kwotowanie modelowe oparte o wynik zastosowanej przez uczestnika fixingu procedury interpolacji kwotowań modelowych w odniesieniu do kwotowania modelowego zgłoszonego przez uczestnika fixingu na poziomie 1 kaskady danych w dniu fixingu.
2.2	Kwotowanie modelowe oparte o depozyty rynku bazowego na terminy niefixingowe.
3.1	Kwotowanie modelowe oparte o zastosowaną przez uczestnika fixingu procedurę ekstrapolacji cen z rynków powiązanych na rynek bazowy na podstawie danych transakcyjnych z rynków powiązanych (w segmencie instytucji finansowych) o terminach fixingowych.
3.2	Kwotowanie modelowe oparte o zastosowaną przez uczestnika fixingu procedurę ekstrapolacji cen z rynków powiązanych na rynek bazowy na podstawie danych transakcyjnych z rynków powiązanych (w segmencie instytucji finansowych), którym przypisano terminy fixingowe w oparciu o terminy niefixingowe.
3.3	Kwotowanie modelowe oparte o zastosowaną przez uczestnika fixingu procedurę ekstrapolacji cen z rynków powiązanych na rynek bazowy na podstawie danych transakcyjnych z rynków powiązanych (w segmencie pozostałych instytucji finansowych) o terminach fixingowych.
3.4	Kwotowanie modelowe oparte o zastosowaną przez uczestnika fixingu procedurę ekstrapolacji cen z rynków powiązanych na rynek bazowy na podstawie danych transakcyjnych z rynków powiązanych (w segmencie pozostałych instytucji finansowych) o terminach niefixingowych, którym przypisano terminy fixingowe.
4	Kwotowanie wiążące oparte o wewnętrzne procedury uczestnika fixingu, wyznaczone zgodnie z wytycznymi określonymi przez administratora w kodeksie postępowania.

Źródło: https://www.gpwbenchmark.pl/pub/BENCHMARK/files/WIBID_WIBOR/new/Regulamin_Stawek_Referencyjnych_WIBID_WIBOR_1.06.2026.pdf (dostęp: 28.04.2026 r.).

rynku i realiów gospodarczych, do pomiaru których został ustalony oraz we właściwy sposób reaguje na zmianę uwarunkowań płynnościowych, zmiany stóp procentowych banku centralnego oraz realiów gospodarczych⁴⁵⁵, administrator kontynuuje działania zmierzające do dalszego rozwoju metody opracowy-

wania stawek referencyjnych WIBID/WIBOR, o czym świadczą sukcesywnie wprowadzane zmiany w metodzie oraz kodeksie postępowania.

Ewolucję metody opracowywania stawek referencyjnych WIBID/WIBOR należy analizować z wyrażnym rozróżnieniem dwóch odrębnych płaszczyzn konstrukcyjnych: (i) metody ustalania WIBID/WIBOR przez administratora oraz (ii) metody kaskady danych, będącej metodą przygotowania danych

455 https://www.knf.gov.pl/komunikacja/komunikaty?articleId=93868&p_id=18 (dostęp: 28.04.2026 r.).



wejściowych przekazywanych przez uczestników fixingu. W pierwszym zakresie zachowana została zasadnicza ciągłość metodologiczna: zarówno w okresie samoregulacyjnym, jak i po dostosowaniu do wymogów BMR, ustalanie stawek WIBID/WIBOR polega na wyznaczeniu wartości wskaźnika jako średniej arytmetycznej z kwotowań przekazanych przez uczestników fixingu, przy spełnieniu minimalnych wymogów dotyczących liczby kwotowań oraz z zastosowaniem mechanizmów eliminacji wartości skrajnych, służących zapewnieniu reprezentatywności wyniku⁴⁵⁶. W aktualnym modelu administrator nie korzysta przy tym ze swobody uznania, a sam mechanizm fixingu pozostaje transparentny i algorytmiczny. W drugiej płaszczyźnie doszło natomiast do zasadniczej ewolucji modelu metodologicznego po stronie podmiotów przekazujących dane. W miejsce dominującego uprzednio podejścia opartego na kwotowaniach deklaracyjnych wprowadzono metodę kaskady danych, która systematyzuje sposób wyznaczania kwotowań poprzez hierarchiczne uporządkowanie źródeł danych według ich jakości i bliskości względem rynku bazowego. Ewolucja ta pozostaje ściśle skorelowana z równoległym wzmocnieniem wymogów organizacyjnych i kontrolnych po stronie uczestników fixingu. Implementacja metody kaskady danych wymaga bowiem przetwarzania danych transakcyjnych, stosowania złożonych procedur analitycznych oraz zapewnienia spójności i wiarygodności przekazywanych kwotowań, co implikuje konieczność wdrożenia rozbudowanych systemów kontroli wewnętrznej w celu zapewnienia zgodności z wymogami BMR oraz kodeksem postępowania. W praktyce proces przygotowania danych wejściowych został podniesiony do rangi procesu istotnego, wymagającego zarządzania zgodnie ze standardami właściwymi dla kluczowych funkcji kontrolnych (w szczególności w duchu Rekomendacji H), obejmujących m.in. mechanizmy weryfikacji jakości danych, kontroli *ex ante* i *ex post*, zarządzania konfliktem interesów oraz procedury identyfikacji i eskalacji przypadków potencjalnej manipulacji. W rezultacie zmiana metodologiczna w obszarze przygotowania danych wejściowych została sprzężona z instytucjonalizacją ram kontroli, których celem jest zapewnie-

nie integralności procesu ustalania wskaźnika oraz ograniczenie ryzyk operacyjnych, prawnych i regulacyjnych związanych z jego stosowaniem⁴⁵⁷.

Analiza ewolucji WIBID/WIBOR prowadzi do kilku istotnych wniosków. Po pierwsze, w przeciwieństwie do niektórych innych wskaźników referencyjnych stopy procentowej, reforma WIBID/WIBOR zmierzała do jego wzmocnienia poprzez dostosowanie metody oraz ram nadzorczych do standardów wypracowanych po globalnym kryzysie finansowym. Po drugie, przyjęcie metody kaskady danych zgodnie z BMR stanowiło kompromis pomiędzy postulatem maksymalnego wykorzystania danych transakcyjnych a ograniczoną płynnością rynku niezabezpieczonego finansowania banków w euro. Po trzecie, kolejne zmiany metody, w tym te najbardziej doniosłe z 2025 i 2026 r., prowadzą do dalszego ograniczenia elementów opartych na ocenach eksperckich oraz zwiększenia roli obserwowalnych danych rynkowych, w tym zwiększenia poziomów transakcyjności. Ewolucja WIBID/WIBOR wpisuje się również w szerszy, hybrydowy model reformy rynku referencyjnych stóp procentowych przyjęty w wielu jurysdykcjach, który zakłada (przynajmniej tymczasowo) równoczesne funkcjonowanie zreformowanych stawek typu IBOR oraz wskaźników typu RFR.

3. Przebieg reformy wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Polsce i konstrukcja wskaźnika POLSTR (*Polish Short Term Rate*)

Poniższa oś czasu przedstawia kluczowe etapy i decyzje instytucjonalne kształtujące proces reformy wskaźników referencyjnych w Polsce, prowadzący do zaprzestania publikacji stawek WIBID/WIBOR i wdrożenia wskaźnika POLSTR.

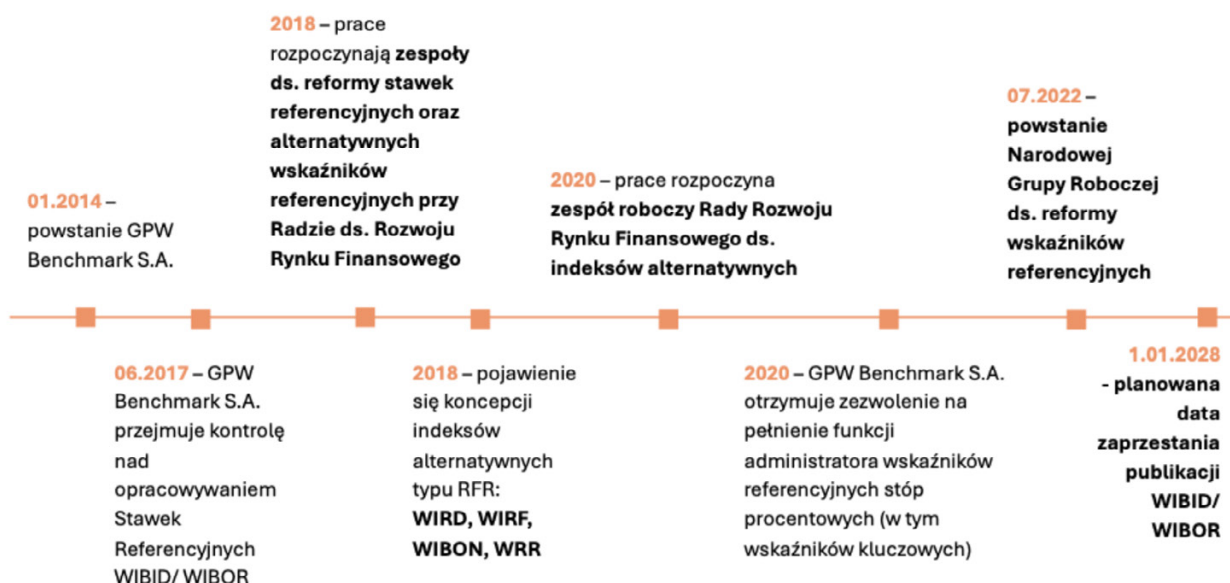
W 2018 r. rozpoczęły się pierwsze prace sektorowe mające na celu poszukanie potencjalnych alternatywnych wskaźników referencyjnych dla WIBOR. Prace te były prowadzone w ramach Rady Rozwoju Rynku Finansowego. W 2019 r. Minister Finansów zainicjował powołanie zespołu roboczego ds. reformy stawek referencyjnych, gdzie przy udziale przedstawicieli administracji publicznej, instytucji infrastrukturalnych oraz sektora

456 Nie dotyczy to obecnie WIBOR 1Y, który w okresie uporządkowanego zaprzestania opracowywany (pomiędzy 22.12.2025 – 22.12.2026 r.) jest opracowywany na podstawie metody algorytmicznej tj. w oparciu o wartość WIBOR 3M ustalonego w danym dniu fixingu powiększonego o wartość spreadu korygującego, ustalonego w tym dniu fixingu na podstawie różnicy WIBOR 6M oraz WIBOR 3M z tego dnia fixingu skorygowanego zgodnie z przyjętą przez administratora kalibracją metody.

457 Więcej: T. Orczykowski, J. Róg-Dyrda, Wymogi rozporządzeń BMR oraz MAR w zakresie systemów kontroli wewnętrznej w kontekście przeciwdziałania manipulacji wskaźnikami referencyjnymi stopy procentowej, Monitor Prawa Bankowego 2025, nr 12, s. 60-78.



Rysunek nr 3. Przebieg reformy wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Polsce



Źródło: opracowanie własne.

bankowego pracowano nad koncepcją indeksów takich jak WIRD (Warszawski Indeks Rynku Depozytowego, obecnie WIRON), WIRF (Warszawski Indeks Rynku Finansowego, obecnie najbardziej zbliżony koncepcją do POLSTR), WIBON (już nieopracowywany) oraz WRR (Warsaw Repo Rate). Z kolei w marcu 2020 r., z inicjatywy Ministra Finansów, powołany został Zespół Roboczy ds. indeksów alternatywnych przy Radzie Rozwoju Rynku Finansowego, którego celem było stworzenie forum do dyskusji w zakresie wypracowania przez rynek optymalnych rozwiązań dotyczących wyboru wskaźnika alternatywnego dla WIBOR. W skład zespołu weszli przedstawiciele kluczowych instytucji publicznych (NBP, KNF, UOKiK), infrastruktury rynku kapitałowego (GPW, GPWB, BondSpot), organizacji branżowych (Stowarzyszenia Rynków Finansowych ACI POLSKA, ZBP) oraz przedstawiciele sektora bankowego. W toku prac wypracowano propozycje kryteriów oceny potencjalnych wskaźników alternatywnych dla WIBOR. Wskazano jako rekomendacje indeks WIRD w ramach rozwiązania tymczasowego, a docelowo wybór wskaźnika WRR jako wskaźnika alternatywnego dla WIBOR⁴⁵⁸.

W lipcu 2022 r. powołano z inicjatywy Komisji Nadzoru Finansowego Narodową Grupę Roboczą ds. reformy wskaźników referencyjnych (NGR). Rozpoczęto tym samym formalizację procesu koordynacji reformy wskaźników referencyjnych w Polsce, obejmującej zarówno prace nad wyborem i rozwojem wskaźników typu RFR, jak i przygotowanie rynku do ewentualnego zaprzestania opracowywania wskaźnika referencyjnego WIBOR i zastąpienia go wskaźnikiem referencyjnym typu RFR.

NGR jest ciałem ekspercko-doradczym, na forum którego rozważane są różne aspekty związane ze stosowaniem wskaźników referencyjnych, w szczególności w kontekście reformy wskaźników referencyjnych i tranzycji w kierunku powszechnego stosowania indeksów typu RFR. Nie posiada ona umocowania ustawowego w rozumieniu przyznania jej kompetencji normotwórczych czy decyzyjnych wobec uczestników rynku. Jej działalność należy kwalifikować jako element koordynacji rynkowej o charakterze *soft-law*, polegający na wypracowywaniu rekomendacji, standardów oraz harmonogramów działań związanych z reformą wskaźników referencyjnych. Model funkcjonowania NGR odpowiada rozwiązaniom przyjętym na innych rozwiniętych rynkach finansowych, gdzie proces reformy wskaźników referencyjnych był koordynowany przez analogiczne, wieloinstytucjonalne gremia, zrzeszające przedstawicieli banków centralnych, or-

458 Najwyższa Izba Kontroli, Wystąpienie pokontrolne I/22/002/KBF – Wdrożenie przepisów rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 z dnia 8 czerwca 2016 r. w zakresie ustalania wskaźnika referencyjnego stopy procentowej, zmienione w wyniku sprostowania oczywistych omyłek pisarskich z 30 lipca 2024 r. Także: <https://sejm.gov.pl/INT9.nsf/klucz/ATTBZUJ2F/%24FILE/i21602-o1.pdf> (dostęp: 29.01.2026 r.).



ganów nadzoru, administratorów wskaźników oraz uczestników rynku⁴⁵⁹. Konstrukcje tego rodzaju grup roboczych, choć zróżnicowane w szczegółach organizacyjnych, wykazywały istotne podobieństwa funkcjonalne w szeregu jurysdykcji, w tym w Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii, strefie euro czy Szwajcarii. W praktyce regulacyjnej przyjmuje się, że proces reformy wskaźników referencyjnych wymaga platformy koordynacyjnej, umożliwiającej wypracowanie rozwiązań rynkowych przed ewentualnym uruchomieniem instrumentów publiczno-prawnych przewidzianych w rozporządzeniu BMR. W tym kontekście działalność NGR należy postrzegać jako przejaw instytucjonalnego włączenia polskiego rynku finansowego w międzynarodowy model zarządzania reformą wskaźników referencyjnych, oparty na współdziałaniu podmiotów publicznych i prywatnych, przy zachowaniu kompetencji decyzyjnych po stronie organów właściwych w świetle prawa krajowego i unijnego⁴⁶⁰. Samo istnienie tego typu grup roboczych jest także rozpoznane przez przepisy prawa. Przykładowo rozporządzenie 2021/1847⁴⁶¹ wielokrotnie w preambule referuje do prac szwajcarskiej krajowej grupy roboczej ds. stóp referencyjnych franka szwajcarskiego. Nie oznacza to nadania tego typu grupom kompetencji normatywnych, lecz potwierdza ich rolę jako platform eksperckich wspierających procesy regulacyjne związane z reformami wskaźników referencyjnych.

Zakres prac NGR obejmuje opracowanie praktycznych rozwiązań umożliwiających wdrożenie nowego wskaźnika do bieżącej działalności uczestników rynku, w tym w obszarze produktów, systemów oraz infrastruktury rynkowej. Istotnym celem działania NGR jest także koordynacja współpracy z podmiotami zagranicznymi oraz prowadzenie działań informacyjnych i komunikacyjnych, mających na celu zapewnienie transparentności procesu reformy i upowszechnienie kluczowych wyników prac wśród uczestników rynku. Cele działania NGR zostały sformułowane w sposób zapewniający realizację reformy zgodnie z obowiązującymi przepisami prawa, w sposób uporządkowany oraz minimalizujący ry-

zyka dla stabilności krajowego systemu finansowego. Prace NGR prowadzone są w ramach dziesięciu podgrup roboczych (tzw. strumieni) w blokach tematycznych.

Członkami NGR jest łącznie ponad 30 podmiotów, w tym banki, izby gospodarcze rynku finansowego, instytucje państwowe, instytucje infrastruktury rynku oraz organizacje interesariuszy rynku finansowego. Prace NGR nadzorowane są przez Komitet Sterujący, w skład którego wchodzi m.in. przedstawiciele ZBP, GPWB, Ministerstwa Finansów, KNF oraz BFG. Decyzje Komitetu Sterującego NGR są podejmowane w drodze konsensusu jako przyjętego modelu decyzyjnego.

Kluczowym dokumentem wypracowanym przez NGR jest tzw. mapa drogowa. Opisuje ona zidentyfikowane działania konieczne do realizacji mandatu grupy wraz ze szczegółowym harmonogramem⁴⁶². Mapa Drogowa NGR porządkuje reformę wskaźników referencyjnych w sekwencyjnym, wieloetapowym procesie, obejmującym przygotowanie rynku, wdrożenie POLSTR, wygaszanie Stawek Referencyjnych WIBID/WIBOR oraz ostateczną konwersję umów. Zawiera ona kilkadziesiąt kamieni milowych, reprezentujących zadania realizowane w ramach poszczególnych strumieni, które mają prowadzić do realizacji celu działania NGR. Kamienie milowe przypisane są do poszczególnych strumieni tematycznych odpowiadających zakresowi kompetencyjnemu NGR. Mapa Drogowa NGR ma charakter wyłącznie planistyczny i scenariuszowy. Określa na poziomie ogólnym pewne etapy i fazy reformy, a także horyzonty czasowe procesu, w tym także w zakresie potencjalnego przejścia z WIBOR na wskaźnik alternatywny. Nie stanowi ona aktu decyzyjnego w zakresie zaprzestania opracowywania wskaźnika referencyjnego. W szczególności przyjęte w niej daty i kamienie milowe należy traktować jako założenia robocze, służące koordynacji działań uczestników rynku, a nie jako prawnie wiążące rozstrzygnięcia co do momentu wystąpienia określonych w niej zdarzeń.

Kluczowym zadaniem NGR było wypracowanie rekomendacji dotyczącej wyboru indeksu, który mógłby docelowo zastąpić wskaźnik WIBOR jako podstawowy wskaźnik referencyjny stopy procentowej w Polsce. Zadanie to miało charakter strategiczny

459 <https://nbp.pl/komunikat-komitetu-stabilnosci-finansowej-posiedzeniu-dotyczacym-nadzoru-makroostroznosciowego-nad-systemem-finansowym-17/> (dostęp: 29.01.2026 r.).

460 https://www.knf.gov.pl/komunikacja/komunikaty?articleId=80486&p_id=18 (dostęp: 29.01.2026 r.).

461 Rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) 2021/1847 z dnia 14 października 2021 r. w sprawie wyznaczenia ustawowego zamiennika dla niektórych terminów zapadalności stopy LIBOR dla franka szwajcarskiego (CHF LIBOR) (Dz. U. UE. L. z 2021 r. Nr 374, str. 1).

462 https://www.knf.gov.pl/dla_rynku/Wskazniki_referencyjne?articleId=93431&p_id=18 (dostęp: 29.01.2026 r.).



Tabela nr 30. Fazy reformy wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Polsce

Faza reformy	Horyzont czasowy	Główne cele	Kluczowe działania
Faza przygotowawcza	2025	Przygotowanie rynku do wdrożenia POLSTR	- wybór POLSTR jako docelowego wskaźnika RFR i przyjęcie zaktualizowanej Mapy Drogowej przez Komitet Sterujący NGR - dostosowanie metody i dokumentacji POLSTR przez administratora - opracowanie standardów stosowania POLSTR w nowej produkcji i w umowach legacy - dostosowanie systemów IT, procedur i dokumentacji umownej uczestników rynku - aktualizacja dokumentacji ISDA (ISDA Definitions i IBOR Fallbacks Protocol) - pierwsze emisje obligacji Skarbu Państwa opartych o POLSTR
Faza wprowadzania	2026	Stopniowe wdrażanie POLSTR w produktach i instrumentach	- uruchomienie sprzedaży produktów kredytowych opartych o POLSTR (detalicznych, korporacyjnych i instytucjonalnych) - emisje obligacji bankowych, korporacyjnych i municypalnych opartych o POLSTR - rozwój rynku instrumentów pochodnych POLSTR OIS (bilateralnie i centralnie) - osiągnięcie gotowości operacyjnej izb rozliczeniowych (m.in. KDPW_CCP, LCH) - budowanie płynności i krzywej terminowej POLSTR
Faza wygaszania	2027	Ograniczanie stosowania WIBID/WIBOR	- dominacja nowych produktów opartych o POLSTR w ofercie rynkowej - osiągnięcie docelowej płynności rynku OIS POLSTR - konwersja istniejących kontraktów pochodnych z WIBOR na POLSTR - planowana publikacja rozporządzenia Ministra Finansów wskazującego zamiennik WIBOR, spread korygujący oraz inne zmiany dostosowawcze - nowelizacja aktów prawnych odnoszących się do WIBID/WIBOR
Faza finalizacji	od 2028	Planowane zakończenie reformy	- planowane zaprzestanie opracowywania i publikacji WIBID/WIBOR przez administratora - prawdopodobna ustawowa konwersja umów i instrumentów objętych Rozporządzeniem Ministra Finansów - powszechne stosowanie POLSTR jako wskaźnika referencyjnego stopy procentowej

Źródło: opracowanie własne na podstawie: https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Zaktualizowana_Mapa_Drogowa_procesu_zaprzestania_opracowywania_WIBID_i_WIBOR_oraz_wdrozenia_indeksu_POLSTR_93430.pdf (dostęp: 19.02.2026 r.).

i systemowy, gdyż wybór wskaźnika alternatywnego determinował zarówno kierunek zmian produkcyjnych i infrastrukturalnych, jak i kształt przyszłych mechanizmów konwersji portfela umów oraz rozwój rynku instrumentów pochodnych.

Poniższa tabela nr 31 zestawia krajowe wskaźniki i indeksy stopy procentowej funkcjonujące lub rozważane na polskim rynku finansowym, prezentując ich podstawowe cechy konstrukcyjne, status regulacyjny w rozumieniu rozporządzenia BMR oraz rolę, jaką pełnią lub mogą pełnić w procesie reformy wskaźników referencyjnych.

W początkowej fazie prac, NGR jako zamiennik dla WIBOR wskazał wskaźnik WIRON (wcześniej określany jako WIRD). Było to zgodne z kierunkowymi rekomendacjami formułowanymi w latach wcześniejszych przez zespoły robocze działające przy Radzie Rozwoju Rynku Finansowego. We wrześniu 2022 r. WIRON został przyjęty jako alternatywny wskaźnik referencyjny stopy procentowej i ujęty w mapie drogowej procesu reformy Stawek Referencyjnych⁴⁶³.

463 https://www.knf.gov.pl/dla_rynku/Wskazniki_referencyjne/aktualnosci?articleId=79459&p_id=18 (dostęp: 29.01.2026 r.).

**Tabela nr 31.** Zestawienie krajowych wskaźników i indeksów stopy procentowej

Nazwa indeksu	WIBOR	POLONIA	WIRON	POLSTR	WRR
Podmiot opracowujący	GPW Benchmark S.A.	Narodowy Bank Polski	GPW Benchmark S.A.	GPW Benchmark S.A.	GPW Benchmark S.A.
Klasyfikacja prawna w rozumieniu BMR	Wskaźnik referencyjny stopy procentowej w rozumieniu BMR	Indeks w rozumieniu BMR	Wskaźnik referencyjny stopy procentowej w rozumieniu BMR	Wskaźnik referencyjny stopy procentowej w rozumieniu BMR	Koncepcja indeksu, obecnie niepublikowany przez GPW Benchmark S.A.
Charakter wskaźnika	Stawka typu IBOR (forward-looking)	Stawka RFR (backward-looking)	Stawka RFR (backward-looking)	Stawka RFR (backward-looking)	Stawka RFR (backward-looking)
Struktura terminowa lub indeksy składane	WIBOR posiada strukturę terminową (1M, 3M, 6M)	Brak	GPW Benchmark S.A. publikuje indeksy składane bazujące na WIRON	GPW Benchmark S.A. publikuje indeksy składane bazujące na POLSTR	Brak
Typ danych wejściowych	Kwotowania uczestników fixingu ⁴⁶⁴	Depozyty Overnight (transakcje niezabezpieczone) zawarte pomiędzy uczestnikami	Transakcje depozytowe podmiotu przekazującego dane o oprocentowaniu stałym polegająca na przyjęciu lub złożeniu środków pieniężnych w złotych na określony termin, od których naliczane są odsetki za okres, na jaki środki te zostały przyjęte lub złożone bez ustanawiania żadnego prawnego zabezpieczenia na potrzeby wykonania zaciągniętych zobowiązań wynikających z tej transakcji	Transakcje depozytowe podmiotu przekazującego dane o oprocentowaniu stałym polegająca na przyjęciu lub złożeniu środków pieniężnych w złotych na określony termin, od których naliczane są odsetki za okres, na jaki środki te zostały przyjęte lub złożone bez ustanawiania żadnego prawnego zabezpieczenia na potrzeby wykonania zaciągniętych zobowiązań wynikających z tej transakcji	Transakcje warunkowe (Repo, Reverse Repo, Buy-Sell-back/ Sell-Buy-Back) zabezpieczone skarbowymi papierami wartościowymi

⁴⁶⁴ Administrator wyznacza Stawki Referencyjne w ramach fixingu dla poszczególnych terminów fixingowych w oparciu o przekazywane przez uczestników fixingu Kwotowania, stanowiące dane wejściowe, z wyjątkiem wskaźnika WIBOR 1Y, który w okresie uporządkowanego zaprzestania opracowywany jest na podstawie metody algorytmicznej. Kwotowania są wynikiem zastosowania przez uczestnika fixingu metody kaskady danych i mogą mieć charakter kwotowania modelowego lub kwotowania wiążącego. Więcej: https://www.gpwbenchmark.pl/pub/BENCHMARK/files/WIBID_WIBOR/Oswiadczenie_WIBID_WIBOR_20.02.2026.pdf (dostęp: 19.02.2026 r.).



Nazwa indeksu	WIBOR	POLONIA	WIRON	POLSTR	WRR
Rynek referencyjny (zakres transakcji)	Międzybankowy rynek pieniężny, w ramach którego zawierane są transakcje, których przedmiotem są środki pieniężne, znajdujące się na rachunkach bieżących podmiotów, aktywnych na tym rynku, prowadzonych w banku centralnym	Transakcje zawierane pomiędzy bankami biorącymi udział w fixingu	Hurtowy rynek pieniężny w zakresie transakcji depozytowych w PLN (złotych) zawartych na termin zapadalności overnight (O/N), w obszarze segmentu depozytów zawieranych przez instytucje kredytowe, instytucje finansowe oraz duże przedsiębiorstwa	Hurtowy rynek pieniężny określony jako rynek instytucji kredytowych oraz instytucji finansowych	Transakcje zawierane przez największe krajowe instytucje kredytowe z instytucjami kredytowymi i instytucjami finansowymi
Rola w procesie reformy w Polsce	Wskaźnik stopniowo wygaszany, docelowo ma istnieć do końca 2027 r.	Potencjalnie możliwy do wskazania jako zamiennik dla WIBOR na podstawie przepisów prawa	Rozważany jako zamiennik dla WIBOR. Odrzucony w wyniku konsultacji publicznych NGR	Docelowy wskaźnik referencyjny stopy procentowej, wskazany przez NGR	Rozważany jako zamiennik dla WIBOR. Odrzucony w wyniku konsultacji publicznych NGR

Źródło: opracowanie własne na podstawie: https://dzu.nbp.pl/DU_NBP/2026/2/akt.pdf, https://gpwbenchmark.pl/pub/BENCHMARK/files/WIRON/WIRON_oswiadczenie_2.07.2025.pdf, https://gpwbenchmark.pl/pub/BENCHMARK/files/POLSTR/POLSTR_oswiadczenie_9.09.2025.pdf, https://gpwbenchmark.pl/pub/BENCHMARK/files/WIBID_WIBOR/Oswiadczenie_WIBID_WIBOR_20.02.2026.pdf (dostęp: 14.05.2026 r.).

W marcu 2024 r., w świetle dynamicznych zmian rynkowych i poszerzonego zakresu analiz ilościowych i jakościowych, Komitet Sterujący NGR rozpoczął proces rewizji tej decyzji⁴⁶⁵. Po kilku turach konsultacji publicznych, w grudniu 2024 r., Komitet Sterujący NGR wybrał indeks z rodziny WIRF (o technicznej na tamten moment nazwie WIRF-) jako docelowy wskaźnik referencyjny stopy procentowej, który miałby zastąpić WIBOR⁴⁶⁶. W styczniu 2025 r. podjęto decyzję o wyborze nazwy docelowej POLSTR

⁴⁶⁵ https://www.knf.gov.pl/dla_rynk/Wskazniki_referencyjne?articleId=88663&p_id=18 (dostęp: 29.01.2026 r.).

⁴⁶⁶ Pomimo rewizji decyzji NGR w zakresie wyboru wskaźnika WIRON jako docelowego zamiennika WIBOR, wskaźnik ten nadal funkcjonuje na rynku. Jest opracowywany i publikowany przez GPW Benchmark S.A. oraz stosowany przez uczestników rynku w umowach i instrumentach finansowych. Nie należy przyjmować, że wskaźniki z rodziny WIRON utraciły znaczenie systemowe lub zostały przeznaczone do wygaszenia. Przeciwnie, należy je kwalifikować jako trwały element krajowego ekosystemu wskaźników

referencyjnych, funkcjonujący równolegle do docelowego standardu i pełniący istotną funkcję uzupełniającą. Brak jest bowiem jakichkolwiek sygnałów regulacyjnych, ani na poziomie decyzji NGR, ani w komunikacji administratora czy organów nadzoru, które wskazywałyby na zamiar ich likwidacji czy też ograniczenia możliwości ich stosowania. W konsekwencji wskaźniki te zachowują status dopuszczalnych wskaźników referencyjnych w rozumieniu BMR, a ich dalsze stosowanie pozostaje uzależnione wyłącznie od decyzji użytkowników (np. emitentów, banków czy TFI) oraz adekwatności do specyfiki danego produktu. Z perspektywy funkcjonalnej, wskaźniki z rodziny WIRON stanowią realną, ekonomicznie spójną alternatywę wobec POLSTR, w szczególności w segmentach rynku, w których preferowana jest określona konwencja naliczania odsetek lub gdzie istnieje już rozwinięta infrastruktura operacyjna i kontraktowa oparta na tych wskaźnikach. Co więcej, ich utrzymanie wzmacnia odporność systemu finansowego poprzez dywersyfikację dostępnych wskaźników referencyjnych stopy procentowej, ograniczając ryzyko koncentracji oraz zwiększając elastyczność w zarządzaniu ryzykiem stopy procentowej i projektowaniu produktów finansowych. Tworzy to wielowarstwową architekturę wskaźników referencyjnych, w której wskaźnik docelowy (POLSTR) może współistnieć z rozwiązaniami alternatywnymi, zapewniając uczestnikom rynku realny wybór oraz możliwość optymalizacji struktury ekonomicznej instrumentów finansowych.



(Polish Short Term Rate). Proces decyzyjny obejmował analizę szeregu kryteriów ilościowych i jakościowych odnoszących się do właściwości metodologicznych i rynkowych poszczególnych propozycji indeksów. Rozważono w szczególności zmienność propozycji indeksu w czasie oraz jej powiązanie ze zmianami stóp procentowych NBP oraz zmianami warunków rynkowych, potencjał propozycji indeksu do zastosowania w szerokim zakresie umów i instrumentów finansowych, zasób informacyjny związany z liczbą transakcji i ich wartością, ryzyko nieustalenia docelowego indeksu w poszczególnych dniach, publikowanie docelowego indeksu w terminie odpowiadającym potrzebom rynku finansowego czy możliwość stworzenia krzywej terminowej. Sama decyzja KS NGR była spójna z przeważającymi opiniami uczestników rynku wyrażonymi w ramach konsultacji publicznych. Uczestnicy konsultacji jako uzasadnienie wysokich ocen dla tej propozycji wskazywali przede wszystkim: homogeniczność zasobu transakcyjnego, relatywnie niską zmienność tej propozycji indeksu oraz najwyższe w ich ocenie prawdopodobieństwo stworzenia rynku instrumentów pochodnych na taki docelowy indeks i wykreowania krzywej terminowej⁴⁶⁷. Wybór POLSTR jest zatem wynikiem dominującego stanowiska uczestników rynku.

POLSTR jest wyznaczany przez GPW Benchmark S.A. od dnia 2 czerwca 2025 r.⁴⁶⁸ Przedstawia on średni poziom stopy procentowej ważonej wolumenem transakcji depozytowych w złotych zawartych na termin zapadalności O/N na hurtowym rynku pieniężnym. Jest wskaźnikiem referencyjnym typu RFR. Rynkiem referencyjnym, będącym przedmiotem pomiaru POLSTR, jest hurtowy rynek pieniężny określony jako rynek instytucji kredytowych oraz instytucji finansowych. Pomiar tego rynku odbywa się na podstawie zdefiniowanej próby, którą są transakcje podmiotów przekazujących dane zawarte na rynku referencyjnym (podmioty te reprezentują około 75% aktywów sektora bankowego)⁴⁶⁹. Na podstawie POLSTR wyznaczane są indeksy należące do Rodziny Indeksów Składanych POLSTR – obejmują one POLSTR 1M Stopa Składana, POLSTR 3M Stopa Składana oraz POLSTR 6M Stopa Składana, które odzwierciedlają stopę procentową skalkulowaną zgodnie z metodą procentu składanego, powstającą poprzez złożenie jednodniowych stóp procentowych ważo-

nych przez wartości POLSTR w określonym terminie zapadalności predefiniowanym wstecz⁴⁷⁰. Dodatkowo, w skład Rodziny Indeksów Składanych POLSTR wchodzi POLSTR Indeks Jednospadowy⁴⁷¹.

Od dnia 1 września 2025 r. POLSTR jest wskaźnikiem referencyjnym w rozumieniu BMR i może być stosowany przez uczestników rynku w umowach i instrumentach finansowych, po uprzednim zawarciu odpowiedniej umowy z GPW Benchmark S.A.⁴⁷². 21 listopada 2025 r. Ministerstwo Finansów przeprowadziło pierwszą pilotażową emisję obligacji skarbowych opartych na wskaźniku POLSTR podczas aukcji sprzedaży⁴⁷³. Od tego czasu, obligacje skarbowe oparte o POLSTR są emitowane regularnie, również dla dłuższych terminów zapadalności. W listopadzie 2025 r., jeden z banków komercyjnych uruchomił kredyt w rachunku bieżącym oparty na POLSTR 1M Stopa Składana⁴⁷⁴. W styczniu 2026 r. z kolei pojawiły się pierwsze informacje o zawartej pomiędzy bankami komercyjnymi w Polsce transakcji pochodnej w oparciu o POLSTR⁴⁷⁵. Powyższe działania stanowią realizację kamieni milowych w mapie drogowej NGR w zakresie budowania płynnego rynku umów i instrumentów finansowych opartych o POLSTR.

Najważniejszymi produktami prac NGR są wydawane rekomendacje. W ramach prac NGR przewidziano wypracowanie rekomendacji dotyczących standardów stosowania wskaźnika POLSTR w nowej produkcji, obejmującej w szczególności obligacje, instrumenty pochodne produkty bankowe, leasingowe oraz faktoringowe. Wszystkie rekomendacje NGR są publicznie dostępne, a proces ich wydania jest poprzedzony procesem publicznych konsultacji.

Poniższa tabela nr 32 przedstawia dotychczas opublikowane rekomendacje NGR dotyczące stosowa-

467 https://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/Wskazniki_referencyjne?articleId=94015&p_id=18 (dostęp: 29.01.2026 r.).

468 https://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/Wskazniki_referencyjne?articleId=94015&p_id=18 (dostęp: 29.01.2026 r.).

469 https://www.gpwbenchmark.pl/pub/BENCHMARK/files/POLSTR/POLSTR_oswiadczenie_9.09.2025.pdf (dostęp: 29.01.2026 r.).

470 https://www.gpwbenchmark.pl/pub/BENCHMARK/files/POLSTR/POLSTR_Skladane_oswiadczenie_17.09.2025.pdf (dostęp: 29.01.2026 r.).

471 OLSTR Indeks Jednospadowy to wyrażona w punktach indeksowych skumulowana wartość inwestycji o określonej wartości startowej w dacie startowej, która odnawia się, z uwzględnieniem kapitalizacji odsetek, w każdej kolejnej dacie wskaźnika POLSTR począwszy od daty startowej, zgodnie z oprocentowaniem równym wartości POLSTR na tę datę wskaźnik.

472 https://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/Wskazniki_referencyjne?articleId=94937&p_id=18 (dostęp: 29.01.2026 r.).

473 https://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/Wskazniki_referencyjne?articleId=96077&p_id=18 (dostęp: 29.01.2026 r.).

474 <https://media.pekao.com.pl/pr/860384/bank-pekao-s-a-uruchamia-pierwszy-w-polsce-kredyt-oparty-na-wskazniku-polstr> (dostęp: 29.01.2026 r.).

475 <https://bank.pl/pierwsza-transakcja-z-polstr-na-instrumentach-pochodnych/> (dostęp: 30.01.2026 r.).



nia wskaźnika referencyjnego POLSTR w poszczególnych segmentach rynku finansowego, wraz ze wskazaniem rekomendowanego rodzaju wskaźnika

(POLSTR O/N lub POLSTR Stopa Składana) oraz preferowanych konwencji jego wykorzystania w danej kategorii produktów.

Rysunek nr 4. Wybrane kamienie milowe w mapie drogowej NGR



Źródło: opracowanie własne.

Tabela nr 32. Rekomendacje NGR dotyczące stosowania wskaźnika referencyjnego POLSTR

Nazwa rekomendacji	Zakres produktów	Rekomendowany zamiennik oraz jego sposób użycia
Rekomendacja w zakresie stosowania POLSTR w transakcjach OIS ⁴⁷⁶	Instrumenty pochodne (transakcje OIS), rynek międzybankowy	POLSTR O/N jako stopa bazowa Naliczanie odsetek: dzienne składanie (daily compounding) konwencją „in arrears”
Rekomendacja dla nowej sprzedaży bankowych produktów kredytowych opartych o POLSTR ⁴⁷⁷	Kredyty hipoteczne i pożyczki bankowe inne niż hipoteczne, kredyt w rachunku bieżącym, rachunki bankowe - rachunki rozliczeniowe w tym rachunki bieżące, rachunki pomocnicze, rachunki VAT oraz rachunki powiernicze, rachunki zastrzeżone (escrow), rachunki oszczędnościowo-rozliczeniowe, depozyty o oprocentowaniu zmiennym, rachunki oszczędnościowe, rachunki kaucji, rachunki sum depozytowych, cash pool oraz depozyty zabezpieczające	Kredyty hipoteczne oraz kredyty i pożyczki inne niż hipoteczne dla konsumentów - POLSTR 1M Stopa Składana Kredyt w rachunku bieżącym dla klienta biznesowego – POLSTR O/N Kredyt/ pożyczka inne niż kredyt w rachunku bieżącym dla klienta biznesowego – POLSTR 1M Stopa Składana lub POLSTR O/N składany przez podmiot rynku finansowego według metody polegającej na przesunięciu okresu obserwacji do 5 dni roboczych w tył (5 days lookback shift) Rachunki bankowe dla klienta indywidualnego (konsumenta) i biznesowego – POLSTR O/N Karty kredytowe i chargé dla klienta indywidualnego (konsumenta) i biznesowego – POLSTR 1M Stopa Składana

476 https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Rekomendacja_NGR_POLSTR_OIS_94867.pdf (dostęp: 11.02.2026 r.).

477 https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Rekomendacja_dla_nowej_sprzedazy_produkty_bankowe_POLSTR_95055.pdf (dostęp: 11.02.2026 r.).



Nazwa rekomendacji	Zakres produktów	Rekomendowany zamiennik oraz jego sposób użycia
Rekomendacja dla nowej sprzedaży leasingu opartego o POLSTR ⁴⁷⁸	Leasing finansowy i operacyjny	POLSTR 1M Stopa Składana jako rekomendowany wskaźnik referencyjny
Rekomendacja dla nowej sprzedaży faktoringu opartego o POLSTR ⁴⁷⁹	Faktoring bankowy i pozabankowy, z wyłączeniem dyskonta	POLSTR 1M Stopa Składana lub alternatywnie POLSTR O/N składany przez podmiot rynku finansowego według metody polegającej na przesunięciu okresu obserwacji do 5 dni roboczych w tył (5 days lookback shift)
Rekomendacja w zakresie stosowania POLSTR w emisjach zmiennoprocentowych papierów dłużnych ⁴⁸⁰	Obligacje	POLSTR O/N składany według metody „lookback with observation period shift” (przesunięcie o 5 dni roboczych) Naliczanie odsetek poprzez iloraz wartości POLSTR Indeks Jednospodstawowy z początku i końca okresu obserwacji (metodą „shift”)

478 https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Rekomendacja_dla_nowej_sprzedaży_leasing_POLSTR_95056.pdf (dostęp: 11.02.2026 r.).

479 https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Rekomendacja_dla_nowej_sprzedaży_faktoring_POLSTR_95054.pdf (dostęp: 11.02.2026 r.).

480 https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Rekomendacja_konwencji_odsetkowej_dla_obligacji_2025_95375.pdf (dostęp: 11.02.2026 r.).

Metody ustalania oprocentowania bazujące na stopach RFR, należy ujmować jako odejście od klasycznego modelu stopy terminowej typu IBOR na rzecz konstrukcji opartej na stopach jednodniowych. Rozróżnia się w pierwszej kolejności metody „patrzące w przód” (*forward-looking*), bazujące na kwotowaniu transakcji pochodnych, w szczególności OIS, które odzwierciedlają oczekiwania rynku co do przyszłych wartości RFR i pozwalają określić płatność odsetkową przed rozpoczęciem okresu odsetkowego, oraz metody „patrzące w tył” (*backward-looking*), wykorzystujące wyłącznie wartości RFR już wyznaczone w przeszłości. W obrębie metod *backward-looking* wyróżnia się metody „z dołu” (*in arrears*), „z góry” (*in advance*) oraz metody hybrydowe. Metody *in arrears* polegają na ustaleniu oprocentowania na końcu albo bezpośrednio przed końcem okresu odsetkowego, przy czym ekonomicznie najbardziej naturalny wariant zakłada, że okres obserwacji pokrywa się z okresem odsetkowym. Rozwiązanie to najlepiej odwzorowuje koszt pieniądza w danym okresie, lecz ze względu na opóźnioną publikację RFR może uniemożliwiać terminowe ustalenie i rozliczenie płatności. Z tego powodu dopuszcza się modyfikację operacyjną wariantu *in arrears*:

1. przesunięcie okresu obserwacji (*lookback with observation period shift*), w którym początek i koniec okresu obserwacji przesuwają się o okre-

śloną liczbę dni roboczych wstecz, co pozwala ustalić płatność przed dniem jej realizacji;

2. opóźnienie okresu obserwacji (*lookback with observation period lag*), w którym przesuwane są wartości RFR, natomiast wagi przypisywane stopom wynikają z okresu odsetkowego;
3. wariant *calendar day lookback*, oparty na przesunięciu o dni kalendarzowe w tył i wymagający wyznaczenia syntetycznych RFR dla dni wolnych od pracy; oraz
4. wariant *lockout*, polegający na zamrożeniu ostatniej dostępnej wartości RFR dla końcowej części okresu odsetkowego.

Metody *in advance* wykorzystują natomiast wcześniejszy okres obserwacji, dzięki czemu płatność może być znana już na początku bieżącego okresu odsetkowego; przykładowo metoda *last reset* odwołuje się do całego poprzedniego okresu odsetkowego, a metoda *last recent* do jego krótszej, bardziej aktualnej części, kosztem braku zachowania pełnej długości okresu obserwacji. Metody hybrydowe zakładają ustalenie części płatności na początku okresu oraz późniejszą korektę wynikającą z faktycznych wartości RFR. Wspólnym mechanizmem dla metod *backward-looking* jest obliczenie składanej



stopy procentowej poprzez kapitalizację dziennych RFR w odpowiednim okresie obserwacji albo, gdy konwencje są zgodne, pośrednio przez wykorzystanie indeksu jednopodstawowego lub publikowanej przez administratora stopy składanej.

Kluczowym elementem przejścia na model rynku pieniężnego oparty o POLSTR jest sekwencyjna budowa portfeli produktowych oraz równoległy rozwój infrastruktury rynkowej umożliwiającej efektywne stosowanie wskaźnika POLSTR. Zgodnie z harmonogramem mapy drogowej, budowa portfeli krótkoterminowych produktów kredytowych oraz rozwiązań z zakresu cash management dla przedsiębiorstw planowana jest na drugi kwartał 2026 r., natomiast wdrożenie portfeli długoterminowych produktów kredytowych, leasingu i faktoringu przewidziano na trzeci kwartał 2026 r. W tym samym okresie zakłada się również uruchomienie pozostałych produktów kredytowych oraz rozwiązań z zakresu cash management, a także rozpoczęcie budowy portfeli kredytów hipotecznych opartych o wskaźnik POLSTR. Równoległe, NGR koordynuje prace w zakresie budowy infrastruktury rynkowej i produktowej. Obejmują one przygotowanie infrastruktury rynku do stworzenia płynnego rynku instrumentów pochodnych typu OIS opartych o POLSTR, wdrożenie usług rozliczeniowych w izbach rozliczeniowych, dostosowanie systemów notowań oraz emisje techniczne i regularne instrumentów dłużnych opartych o nowy wskaźnik.

Szczególne znaczenie w tej strukturze mają emisje instrumentów dłużnych opartych o POLSTR, w tym emisje komunalne oraz obligacji korporacyjnych. Mapa drogowa przewiduje emisje obligacji jednostek samorządu terytorialnego opartych o POLSTR w drugim kwartale 2026 r. oraz emisje obligacji korporacyjnych w 2027 r. Stanowią one element budowy referencyjnej krzywej dochodowości, niezbędnej dla wyceny długoterminowych ekspozycji oraz rozwoju wtórnego obrotu. W szerszym ujęciu emisje te pełnią funkcję stabilizującą, wzmacniając zaufanie uczestników rynku do nowej architektury wskaźnika referencyjnego. W konsekwencji mapa drogowa reformy nie jest jedynie kalendarzem wdrożeń produktowych, lecz kompleksowym planem transformacji infrastrukturalnej rynku pieniężnego. Obejmuje ona równoległe działania regulacyjne, organizacyjne i rynkowe, których skoordynowana realizacja warunkuje trwałe zastąpienie WIBOR wskaźnikiem POLSTR w sposób zapewniający stabilność finansową oraz ciągłość wykonywania umów.

Realizacja powyższego harmonogramu ma charakter wyraźnie sekwencyjny i warunkowy. Poszczególne etapy wdrożenia nowej produkcji opartej o POLSTR są funkcjonalnie uzależnione od uprzedniego zbudowania infrastruktury umożliwiającej efektywne zarządzanie ryzykiem stopy procentowej. W szczególności rozwój długoterminowych produktów kredytowych oraz instrumentów rynku kapitałowego wymaga istnienia płynnego rynku instrumentów pochodnych typu OIS opartych o POLSTR, który pozwoli instytucjom finansowym na odpowiednie zabezpieczanie ekspozycji bilansowych. Bez takiej infrastruktury nowa produkcja, nawet formalnie wdrożona, mogłaby nie osiągnąć skali umożliwiającej stabilne funkcjonowanie wskaźnika w praktyce rynkowej. Budowę rynku OIS oraz wdrożenie usług rozliczeniowych należy zatem postrzegać jako warunek konieczny dla ekonomicznej adopcji POLSTR. Płynność rynku instrumentów pochodnych determinuje bowiem koszt zabezpieczenia ryzyka stopy procentowej, a tym samym wpływa na konkurencyjność produktów oferowanych klientom.

W ramach prac strumieni NGR koordynowane są również działania z uczestnikami międzynarodowej infrastruktury rynkowej. Obejmują one współpracę z ISDA w zakresie aktualizacji definicji umownych dotyczących wskaźnika POLSTR oraz mechanizmów awaryjnych (fallbackowych), a także współdziałanie z dostawcami danych rynkowych (w tym Bloomberg), gdzie obejmują one kwestie standaryzacji dokumentacyjnej i infrastrukturalnej, w tym potencjalnych rozwiązań dotyczących spreadów korygujących i konwersji portfela legacy. Równoległe prowadzone są uzgodnienia z centralnymi kontrapartnerami dotyczące rozliczania transakcji OIS opartych o POLSTR oraz konwersji portfeli legacy.

Istotnym elementem prac NGR jest przygotowanie rekomendacji dotyczących konwersji portfela umów i instrumentów finansowych opartych na wskaźniku WIBOR. Rekomendacje te mają na celu zapewnienie spójnego, uporządkowanego i bezpiecznego przejścia na nowy wskaźnik referencyjny, z uwzględnieniem specyfiki poszczególnych kategorii produktów oraz obowiązujących ram prawnych. W szczególności obejmują one wytyczne dotyczące stosowania klauzul awaryjnych, zasad zastępowania wskaźnika referencyjnego wraz z korektą spreadu, a także minimalizacji ryzyk prawnych, operacyjnych i reputacyjnych związanych z wygaszaniem WIBOR.



Tabela nr 33. Rekomendacje NGR dotyczące konwersji portfela umów i instrumentów finansowych opartych na wskaźniku WIBOR

Nazwa rekomendacji	Zakres produktów	Rekomendowany sposób konwersji
Rekomendacja w zakresie zasad i sposobów zamiany wskaźników WIBOR/WIBID na POLSTR (lub Rodzinę Indeksów Składanych POLSTR) – portfel historyczny (klient biznesowy) ⁴⁸¹	Kredyty (w tym w rachunku bieżącym), pożyczki, rachunki bankowe, karty kredytowe i chargé, leasing, faktoring (z wyłączeniem produktów dyskontowych) – umowy z klientem niebędącym konsumentem	Dwie metody: (1) wiodąca – składany POLSTR (Lookback 5D) + Spread ISDA CAS; (2) alternatywna – POLSTR 1M Stopa Składana + Spread ISDA CAS. Dla części produktów dopuszczalne użycie POLSTR O/N + Spread. Rekomendowane stosowanie spreadu ISDA CAS
Rekomendacja NGR w zakresie zastosowania stawki zastępczej dla WIBOR w instrumentach pochodnych stopy procentowej ⁴⁸²	Instrumenty pochodne stopy procentowej oparte na WIBOR (IRS, FRA i inne derywaty)	Rekomendowane zastąpienie WIBOR przez Fallback Rate (POLSTR) zgodnie z 2021 ISDA Definitions (publikowaną przez Bloomberg). Alternatywnie: składany POLSTR (O/N) za okres odsetkowy skorygowany o spread ISDA CAS. Płatności odsetek z dołu
Rekomendacja NGR w zakresie zastosowania stawki zastępczej dla wskaźnika referencyjnego WIBOR w dłużnych papierach wartościowych ⁴⁸³	Dłużne papiery wartościowe	Stopa składana z wartości wskaźnika POLSTR z okresu referencyjnego przesuniętego o 5 dni roboczych wstecz względem okresu odsetkowego, liczona przy wykorzystaniu wskaźnika POLSTR Indeks Jednospadowy

481 https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Rekomendacja_dla_portfela_historycznego_legacy_w_PLN_Klient_Biznesowy_96706.pdf (dostęp: 11.02.2026 r.).

482 https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Rekomendacja_NGR_w_zakresie_konwersji_instrumentow_pochodnych_95853_96174.pdf (dostęp: 11.02.2026 r.).

483 https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Rekomendacja_dot_stosowania_stawki_zastepczej_dla_wskaznika_referencyjnego_WIBOR_w_papierach_dluznych_97792.pdf (dostęp: 13.04.2026 r.).

Kolejnym elementem prac NGR są również postulowane zmiany legislacyjne. Proponowane przez NGR zmiany legislacyjne obejmują one w szczególności regulacje dotyczące kredytu hipotecznego i konsumenckiego (w tym możliwość stosowania spreadu korygującego oraz doprecyzowanie obowiązków informacyjnych względem klientów), regulacje dotyczące listów zastawnych, papierów wartościowych oraz przygotowanie ścieżki prawnej konwersji instrumentów finansowych. Dodatkowo planowane są zmiany standardów rynkowych, w tym aktualizacja

definicji ISDA oraz rekomendacji Związku Banków Polskich dotyczących klauzul awaryjnych.

Początkowo, mapa drogowa NGR opisywała scenariusz, zgodnie z którym zaprzestanie opracowywania Stawek Referencyjnych WIBID/ WIBOR miało nastąpić z końcem 2024 r.⁴⁸⁴ W październiku 2023

484 https://www.knf.gov.pl/dla_rynku/Wskazniki_referencyjne/aktualnosci?articleId=79727&p_id=18 (dostęp: 29.01.2026 r.).



r. NGR zdecydował o wprowadzeniu zmian w mapie drogowej i wydłużeniu tego terminu, z uwagi na zidentyfikowane wyzwania związane z procesem reformy i jej złożoność⁴⁸⁵. Obecnie, mapa drogowa opisuje scenariusz, zgodnie z którym całkowite zaprzestanie opracowywania Stawek Referencyjnych WIBID/WIBOR miałyby nastąpić z końcem 2027 r. Samo uwzględnienie takiej daty w mapie drogowej NGR nie może być utożsamiane jednak ani z decyzją administratora o zaprzestaniu opracowywania WIBOR, ani z decyzją organów państwowych w przedmiocie wyznaczenia zamiennika lub stwierdzenia zdarzenia regulacyjnego. Jest to jedynie pewne założenie scenariusze, które stanowi podstawę konstrukcji sekwencyjnej reformy w Polsce. Zaprzestanie opracowywania Stawek Referencyjnych WIBID/WIBOR będzie procesem uporządkowanym i formalnie zakotwiczonym w przepisach prawa unijnego, a jego kluczowym elementem będzie wystąpienie zdarzenia regulacyjnego w rozumieniu art. 23c BMR. W tym kontekście istotne znaczenie może mieć formalne stwierdzenie zaprzestania opracowywania wskaźnika referencyjnego lub wystąpienia przesłanek przewidzianych w tym przepisie, umożliwiających wyznaczenie zamiennika. W praktyce zdarzenie regulacyjne może zostać wywołane w wyniku cyklicznej oceny zdolności pomiaru wskaźnika rynku i realiów gospodarczych dokonywanej przez nadzór, decyzji administratora o rozpoczęciu procesu likwidacji (przykładowo w wyniku okresowych przeglądów, np. w związku ze spadkiem zasobu transakcyjnego lub znaczenia wskaźnika), a także, w określonych okolicznościach, w następstwie działań nadzorczych wobec administratora.

W warunkach stopniowego ograniczania stosowania WIBOR oraz potencjalnych zmian w zakresie wolumenu i zasobu danych wejściowych, zagadnienie reprezentatywności wskaźnika może nabrać szczególnego znaczenia z perspektywy regulacyjnej. Zgodnie z aktualnymi założeniami mapy drogowej reformy przewiduje się, że zdarzenie regulacyjne nastąpi w 2026 r., a więc na etapie poprzedzającym formalne zaprzestanie publikacji WIBID/WIBOR. Moment ten ma istotne znaczenie dla uczestników rynku, ponieważ skutkuje ustaleniem wysokości spreadu korygującego, obliczanego przez Bloomberg Index Services Ltd. według metody ISDA (zawartej w dokumencie IBOR Fallback Rate Adjustments Rule

Book⁴⁸⁶, tzw. ISDA CAS), który następnie może stać się elementem mechanizmu zastąpienia WIBOR wskaźnikiem POLSTR w umowach i instrumentach finansowych z portfela legacy⁴⁸⁷. Z perspektywy banków oznacza to, że kluczowe parametry konwersji zostaną ustalone jeszcze przed faktycznym zaprzestaniem publikacji WIBID/WIBOR, co wymaga odpowiedniego przygotowania procesów prawnych, komunikacyjnych i systemów informatycznych z wyprzedzeniem.

Jednym z elementów mapy drogowej NGR jest także wydanie przez Ministra Finansów rozporządzenia, które określi, m.in. zamiennik wskaźnika WIBOR i korektę spreadu oraz metodę jego ustalenia, a także inne zmiany dostosowawcze. Uprawnienie to jest wdrożeniem rozwiązań unijnych przewidzianych przez BMR. Samo rozporządzenie docelowo może mieć zastosowanie do umów, które nie posiadają klauzul na wypadek zaprzestania opracowywania wskaźnika WIBOR lub istniejąca tam klauzula jest nieodpowiednia (niedająca się zastosować). W momencie sporządzania niniejszego opracowania nie został przedstawiony projekt takiego rozporządzenia. Zdarzenie regulacyjne w rozumieniu art. 23c BMR w połączeniu z rozporządzeniem Ministra Finansów stanowią instrument interwencji publicznej, umożliwiający wyznaczenie zamiennika wskaźnika referencyjnego o skutkach bezpośrednich dla stosunków umownych. Zdarzenie regulacyjne w rozumieniu art. 23c BMR stanowi instrument interwencji publicznej, umożliwiający wyznaczenie zamiennika wskaźnika referencyjnego o skutkach bezpośrednich dla stosunków umownych.

Powodzenie reformy zależy od jasnej, przewidywalnej i skoordynowanej legislacji oraz od sekwencyjnej realizacji działań przewidzianych w mapie drogowej. Szczególne znaczenie ma w tym kontekście rola organów publicznych i organów nadzoru w ograniczaniu ryzyk prawnych, stabilizowaniu nastrojów społecznych oraz wzmacnianiu zaufania do całego procesu. Reforma wskaźników referencyjnych to zatem sekwencja wzajemnie zależnych działań, w której powodzenie kolejnych etapów uzależnione jest od terminowej realizacji poprzednich. Przy ambitnym harmonogramie zakładającym zaprzestanie publikacji WIBOR z końcem 2027 r., konsekwentna

486 https://assets.bbhub.io/professional/sites/27/IBOR-Fallback-Rate-Adjustments-Rule-Book_V6.2_Sep2025.pdf (dostęp: 13.04.2026 r.).

487 Więcej: <https://www.bloomberg.com/professional/solutions/regulation/libor-resource-center/> (dostęp: 29.01.2026 r.).

485 https://www.knf.gov.pl/dla_rynk/Wskazniki_referencyjne/aktualnosci?articleId=85108&p_id=18 (dostęp: 29.01.2026 r.).



realizacja mapy drogowej pozostaje jednym z kluczowych warunków stabilnego przejścia sektora bankowego na nową architekturę rynku pieniężnego.

W tym kontekście istotne znaczenie mają rekomendacje NGR dotyczące podejścia do konwersji portfeli opartych na WIBOR, jak również działania podejmowane przez instytucje finansowe w ramach wewnętrznych projektów tranzycji, mające na celu ograniczenie ryzyk prawnych, operacyjnych i reputacyjnych związanych z zaprzestaniem opracowywania Stawek Referencyjnych WIBID/ WIBOR.

4. Zasady konwersji umów z WIBOR na POLSTR w świetle rozporządzenia BMR

Proces konwersji umów finansowych oraz instrumentów finansowych z WIBOR na POLSTR powinien być analizowany przede wszystkim przez pryzmat mechanizmów przewidzianych w BMR oraz przepisów krajowych wdrażających BMR w Polsce. Architektura prawna konwersji ma charakter warstwowy i opiera się na zasadzie pierwszeństwa rozwiązań kontraktowych przed mechanizmami ustawowego zastąpienia wskaźnika referencyjnego.

Podstawowym mechanizmem konwersji są postanowienia umowne uzgodnione z kontrahentem, w szczególności klauzule awaryjne, których konstrukcja powinna pozostawać spójna z planami awaryjnymi sporządzanymi przez podmioty nadzorowane stosujące wskaźniki referencyjne na podstawie art. 28 ust. 2 BMR. Zgodnie z BMR podmioty nadzorowane stosujące wskaźnik referencyjny zobowiązane są do sporządzenia i utrzymywania rzetelnych, pisemnych planów określających działania podejmowane na wypadek istotnej zmiany wskaźnika referencyjnego lub zaprzestania jego opracowywania. Jeżeli jest to możliwe i zasadne, plany te powinny wyznaczać jeden lub kilka alternatywnych wskaźników referencyjnych. Od dnia rozpoczęcia stosowania BMR, tj. od 1 stycznia 2018 r., obowiązek ten ma charakter bezpośrednio wiążący w porządku krajowym. Wcześniej w prawie unijnym ani krajowym nie funkcjonowała regulacja nakładająca analogiczny, generalny obowiązek sporządzania planów awaryjnych oraz implementowania ich do relacji umownych (jednak brak normatywnego obowiązku retroaktywnej zmiany umów nie wyłącza oczekiwań nadzorczych w tym zakresie). Plan awaryjny ma charakter dokumentu wewnętrznego podmiotu nadzorowanego i nie stanowi elementu stosunku obligacyjnego z klientem. Jego funkcją jest zapewnić

nie zdolności operacyjnej do podejmowania spójnych i przewidywalnych działań. Plany awaryjne powinny być odzwierciedlone w klauzulach awaryjnych znajdujących się w stosunkach umownych. Klauzula awaryjna jest autonomicznym postanowieniem umownym, które powinno pozostawać z planem awaryjnym spójne funkcjonalnie, lecz nie jest z nim tożsame normatywnie. O ile plan określa proces decyzyjny i kryteria wyboru rozwiązań, o tyle klauzula awaryjna stanowi podstawę obligacyjną dokonania zmiany sposobu ustalania oprocentowania w konkretnej relacji kontraktowej⁴⁸⁸.

W praktyce konwersji z WIBOR na POLSTR, zasadnicze znaczenie ma zatem analiza treści umowy. Jeżeli umowa zawiera odpowiednią klauzulę awaryjną przewidującą trwały mechanizm zastąpienia wskaźnika referencyjnego w przypadku jego zaprzestania, konwersja następuje na podstawie postanowień kontraktowych. Co wymaga podkreślenia, jeżeli klauzula odwołuje się wprost do mechanizmu wyznaczenia zamiennika na podstawie przepisów prawa (w szczególności do rozporządzenia ministra właściwego do spraw instytucji finansowych wydanego w trybie związanym z art. 23c BMR) to podstawą konwersji pozostaje umowa, choć materialnym źródłem zamiennika jest akt normatywny.

W odniesieniu do umów zawartych przed 1 stycznia 2018 r. należy zauważyć, że klauzule awaryjne były w praktyce rzadkością, w szczególności w relacjach z konsumentami. Konstrukcje umowne z tego okresu często nie przewidywały trwałego mechanizmu zastąpienia wskaźnika referencyjnego w przypadku jego zaprzestania. Ta luka systemowa była jedną z przesłanek nowelizacji BMR i dodania rozdziału 4a, ustanawiającego mechanizm ustawowego wyznaczania zamiennika wskaźnika referencyjnego⁴⁸⁹.

Rozdział 4a BMR wprowadza dwa odrębne tryby wyznaczania zamiennika wskaźnika referencyjnego⁴⁹⁰.

488 Więcej: T. Orczykowski, J. Róg-Dyrda, *Plany awaryjne na wypadek zaprzestania opracowywania wskaźnika referencyjnego lub jego istotnej zmiany oraz ich odzwierciedlenie w umowach z klientami w świetle wymogów BMR*, „Monitor Prawa Bankowego” 2026, nr 3.

489 Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2021/168 z dnia 10 lutego 2021 r. w sprawie zmiany rozporządzenia (UE) 2016/1011 w odniesieniu do wyłączenia dotyczącego niektórych walutowych wskaźników referencyjnych spot państw trzecich i wyznaczenia zamienników niektórych wskaźników referencyjnych, których opracowywania się zaprzestaje oraz w sprawie zmiany rozporządzenia (UE) nr 648/2012 (Dz. U. UE. L. z 2021 r. Nr 49, str. 6).

490 A. Chłopecki, *Wpływ zmiany wskaźników referencyjnych na zakres obowiązków umownych stron w umowie kredytu bankowego*, „Monitor Prawa Bankowego” 2022, nr 6, s. 46.



Po pierwsze, na podstawie art. 23b BMR Komisja Europejska może wyznaczyć zamiennik wskaźnika referencyjnego w drodze aktu wykonawczego, jeżeli spełnione zostaną przesłanki określone w tym przepisie⁴⁹¹. Po drugie, zgodnie z art. 23c BMR właściwy organ krajowy może wyznaczyć zamiennik kluczowego wskaźnika referencyjnego. Zamiennik wyznaczony na podstawie art. 23b lub 23c BMR zastępuje z mocy prawa odniesienia do znikającego wskaźnika referencyjnego w umowach i instrumentach finansowych objętych zakresem art. 23a BMR, o ile spełnione są warunki przewidziane w tych przepisach, w szczególności brak klauzuli awaryjnej lub istnienie klauzuli nieodpowiedniej. Podstawa prawna do wyznaczenia zamiennika uzależniona jest od tego, na jakiej podstawie prawnej dany wskaźnik referencyjny został uznany za kluczowy. W przypadku WIBOR, z uwagi na uznanie go jako wskaźnik kluczowy na podstawie art. 20 ust. 1 lit. b) BMR, zastosowanie będzie miał art. 23c BMR, w przeciwieństwie do stawek LIBOR czy EONIA, w przypadku których zastosowanie znajdował art. 23b BMR.

W Polsce kompetencja przewidziana przez art. 23c BMR realizowana ma być przez ministra właściwego do spraw instytucji finansowych w drodze rozporządzenia, przy spełnieniu przesłanek określonych w BMR oraz w przepisach krajowych, w tym po uprzednim przeprowadzeniu wymaganych procedur instytucjonalnych. Mechanizm wdrażający w porządku krajowym art. 23c ust. 1 BMR jest złożony. Został on wprowadzony przez ustawę o finansowaniu społecznościowym⁴⁹², która znowelizowała ustawę o nadzorze makroostrożnościowym⁴⁹³, poprzez dodanie rozdziału 10a „Zamiennik kluczowego wskaźnika referencyjnego”. Zgodnie z przepisami rozdziału 10a tej ustawy organem uprawnionym do wyznaczenia zamiennika lub zamienników jest minister właściwy do spraw instytucji finansowych, który może w tej sprawie wydać rozporządzenie na podstawie art. 61c ustawy o nadzorze makroostrożnościowym. Mechanizm wyznaczenia zamiennika ma charak-

ter wieloetapowy i wymaga spełnienia przesłanek określonych w art. 23c BMR oraz przepisach krajowych. Konieczne jest także podjęcie działań po stronie KNF i Komitetu Stabilności Finansowej⁴⁹⁴. Bez tego wydanie rozporządzenia jest niemożliwe. Dodatkowo w art. 85 ustawy o finansowaniu społecznościowym wprowadzono odrębną podstawę do wydania przez ministra właściwego do spraw instytucji finansowych rozporządzenia w przedmiocie określenia zamiennika lub zamienników kluczowego wskaźnika, w przypadku, w którym Komitet Stabilności Finansowej przedstawiłby stanowisko z informacją o odmowie wydania rekomendacji w zakresie konieczności wyznaczenia zamiennika za WIBOR. Zamiennik wyznaczony w tym trybie może być wyznaczony przez ministra właściwego do spraw instytucji finansowych w drodze rozporządzenia, na podstawie stawki procentowej obliczonej w wyniku procesu ustalenia (fixingu) stawki referencyjnej POLONIA.

W konsekwencji mechanizm ustawowego wyznaczenia zamiennika ma charakter subsydiarny względem mechanizmów kontraktowych. W pierwszej kolejności decydują postanowienia umowy, w tym klauzule awaryjne. Dopiero w przypadku ich braku lub nieodpowiedniego charakteru zastosowanie znajduje mechanizm zastąpienia wskaźnika z mocy prawa. Konstrukcja ta odzwierciedla zasadę poszanowania autonomii woli stron przy jednoczesnym zapewnieniu stabilności systemu finansowego i ciągłości wykonywania zobowiązań w sytuacji zaprzestania opracowywania kluczowego wskaźnika referencyjnego. Tak ukształtowana architektura konwersji umożliwia uporządkowane i przewidywalne przejście z WIBOR na POLSTR, przy zachowaniu równowagi pomiędzy ochroną stabilności finansowej, zasadą pewności prawa oraz ochroną interesów klientów, w szczególności konsumentów.

491 Komisja Europejska korzystała z tych uprawnień dwukrotnie: dla wyznaczenia zamiennika dla wskaźnika LIBOR (dla waluty CHF) oraz wskaźnika EONIA.

492 Ustawa z 7.07.2022 r. o finansowaniu społecznościowym dla przedsięwzięć gospodarczych i pomocy kredytobiorcom (t.j. Dz.U. z 2025 r. poz. 1900), dalej: „ustawa o finansowaniu społecznościowym”.

493 Ustawa z 5.08.2015 r. o nadzorze makroostrożnościowym nad systemem finansowym i zarządzaniu kryzysowym w systemie finansowym (t.j. Dz.U. z 2025 r., poz. 819), dalej: „ustawa o nadzorze makroostrożnościowym”.

494 Szerzej o reformie zob. P. Szczęśniak, *Zastąpienie kluczowego wskaźnika referencyjnego WIBOR na podstawie norm prawa unijnego i polskiego*, [w:] WIBOR. *Aktualne problemy prawne*, red. J. Beldowski, P. Szczęśniak, Lublin 2024, s. 177 i n., a także M. Blocher, T. Brzezicki, *Ustawowe zastąpienie wskaźnika referencyjnego zgodnie z rozporządzeniem BMR*, „Monitor Prawniczy” 2023, nr 9, s. 12-16.



5. Konstytucyjne uwarunkowania konwersji umów z WIBOR na POLSTR

W świetle prawa polskiego zamiennik albo zamienniki kluczowego wskaźnika referencyjnego określa minister właściwy do spraw instytucji finansowych⁴⁹⁵. Jak już wspomniano, przepis art. 61c ustawy o nadzorze makroostrożnościowym przewiduje szczegółowe upoważnienie do wydania rozporządzenia i zakres spraw przekazanych do uregulowania oraz wytyczne dotyczące treści aktu. Minister właściwy do spraw instytucji finansowych jest uprawniony określić w drodze rozporządzenia zamiennik albo zamienniki kluczowego wskaźnika referencyjnego. Rozporządzeniodawca jest jednak obowiązany wziąć pod uwagę wzrost ryzyka systemowego w systemie finansowym spowodowany zaprzestaniem opracowywania kluczowych wskaźników referencyjnych lub ich likwidacją. Zamiennik wskaźnika referencyjnego zastępuje wszystkie odniesienia do wskaźnika referencyjnego w umowach i instrumentach finansowych, o ile zostały łącznie spełnione dwa warunki. Po pierwsze, wskazane umowy lub instrumenty finansowe zawierają odniesienie do wskaźnika referencyjnego, którego opracowywania zaprzestano w dniu rozpoczęcia stosowania przepisów prawa krajowego wyznaczających zamiennik wskaźnika referencyjnego. Po drugie, umowy lub instrumenty, o których mowa, nie zawierają żadnej klauzuli awaryjnej lub zawierają klauzulę awaryjną nieprzewidującą trwałego zamiennika wskaźnika referencyjnego, którego opracowywania się zaprzestaje. Należy wspomnieć, że zamiennik wskaźnika referencyjnego wyznaczony przez właściwy organ nie ma zastosowania, jeżeli przed dniem rozpoczęcia stosowania odpowiedniego przepisu prawa krajowego lub po tym dniu wszystkie strony stosunku prawnego lub ich wymagana większość uzgodniły zastosowanie innego zamiennika wskaźnika referencyjnego⁴⁹⁶. Normę o takim charakterze można uznać za normę semiimpetywną, a więc taką, której zastosowanie może zostać wyłączone.

W świetle normy wynikającej z art. 31 ust. 3 Konstytucji RP dotyczącej ograniczania konstytucyjnego prawa lub wolności, jak wskazuje się w piśmiennictwie, „nie mieszczą się takie działania państwa,

które polegają na kształtowaniu danego prawa lub wolności”⁴⁹⁷. Jednostka ma prawo domagać się od państwa powstrzymania się od takich działań, które mają charakter ingerencyjny, a więc uciążliwy i negatywnie przez nich odczuwany⁴⁹⁸. Słusznie sygnalizuje się, że kształtujące działania państwa – jako niestanowiące ograniczenia określonego prawa bądź wolności – nie wymagają dla swojej prawnej dopuszczalności swoistego usprawiedliwienia⁴⁹⁹.

Działanie ministra właściwego do spraw instytucji finansowych, który jest uprawniony określić w drodze rozporządzenia zamiennik albo zamienniki kluczowego wskaźnika referencyjnego nie narusza konstytucyjnych praw lub wolności. Wydanie rozporządzenia zmieniającego zewnętrzny parametr techniczny – do którego odsyła klauzula zmiennego oprocentowania określona w umowie – stanowi gwarancję pozwalającą na dalsze korzystanie przez strony tej umowy z określonych praw. Wskazuje się przy tym, że „cywilnoprawne normy kompetencyjne, które są niezbędne dla zagwarantowania poszczególnym jednostkom możliwości normalnego korzystania przez nie z konstytucyjnych wolności lub praw, nie ograniczają tych wolności lub praw”⁵⁰⁰. Minister właściwy do spraw instytucji finansowych działając na podstawie ustawowego upoważnienia zapewnia tym samym, jak powiedziano, uporządkowane i przewidywalne przejście ze wskaźnika WIBOR na wskaźnik POLSTR.

6. Reforma wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Polsce na tle innych jurysdykcji

Poniższe zestawienie (zob. szerzej tabela nr 34) prezentuje wybrane modele reformy wskaźników referencyjnych stopy procentowej przyjęte na kluczowych rynkach finansowych, pokazując zróżnicowane podejścia do przejścia od stawek typu IBOR do wskaźników typu RFR, dostosowane do struktury i płynności lokalnych rynków⁵⁰¹.

495 Zob. art. 85 ust. 2 ustawy z dnia 7 lipca 2022 r. o finansowaniu społecznościowym dla przedsięwzięć gospodarczych i pomocy kredytobiorcom (Dz.U. z 2025 r. poz. 1900 ze zm.), dalej: ustaw o finansowaniu społecznościowym.

496 Zob. art. 23c ust. 4 rozporządzenia BMR.

497 Zob. szerzej L. Bosek, M. Szydło, Komentarz do art. 31 Konstytucji RP, [w:] *Konstytucja RP. Tom I. Komentarz do art. 1–86*, red. M. Sadjan, L. Bosek, Warszawa 2016, Nb 67.

498 Por. M. Szydło, *Wolność działalności gospodarczej jako prawo podstawowe*, Bydgoszcz-Wrocław 2011, s. 83.

499 Por. M. Szydło, *Wolność...*, s. 83.

500 L. Bosek, M. Szydło, Komentarz do art. 31 Konstytucji RP, [w:] *Konstytucja...*, t. I, red. M. Sadjan, L. Bosek, Nb 67.

501 Więcej: D. Kubacki, *Reformy...*

**Tabela nr 34.** Reforma wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Polsce na tle innych jurysdykcji

Jurysdykcja	USA	Wielka Brytania	Strefa euro	Szwajcaria	Japonia	Szwecja	Norwegia
Wskaźnik IBOR	LIBOR USD	LIBOR GBP	LIBOR EUR i EURIBOR	LIBOR CHF	LIBOR JPY i TIBOR	STIBOR	NIBOR
Organ koordynujący reformę	ARRC	Working Group on Sterling RFR	Working Group on RFR for Euro Area	The National Working Group on CHF Reference Rate	Study Group on RFR	Sveriges Riksbank	Arbeidsgrupper for alternative referanserenter
Docelowy wskaźnik RFR (O/N)	SOFR	SONIA	€STR	SARON	TONA	SWESTR	NOWA
Administrator wskaźnika RFR	Federal Reserve Bank of New York	Bank of England	European Central Bank	SIX Swiss Exchange	Bank of Japan	Sveriges Riksbank	Norges Bank
Model przejścia z IBOR na RFR	Całkowite wygaszenie LIBOR USD	Całkowite wygaszenie LIBOR GBP	Model hybrydowy	Całkowite wygaszenie LIBOR CHF	Model hybrydowy	Model hybrydowy	Model hybrydowy
Charakter danych wejściowych	Dane dot. transakcji repo	Transakcje depozytowe z hurtowego rynek pieniężnego	Transakcje depozytowe z hurtowego rynek pieniężnego	Dane dot. transakcji repo	Transakcje depozytowe z hurtowego rynek pieniężnego 502	Transakcje depozytowe z hurtowego rynek pieniężnego	Transakcje depozytowe z hurtowego rynek pieniężnego

502 W Japonii bazą dla wskaźnika typu RFR jest tzw. rynek call money, obejmujący niezabezpieczone transakcje pożyczek międzyinstytucjonalnych, w praktyce pełniący funkcję hurtowego rynku overnight.



Jurysdykcja	USA	Wielka Brytania	Strefa euro	Szwajcaria	Japonia	Szwecja	Norwegia
Charakter stopy referencyjnej	Zabezpieczona	Niezabezpieczona	Niezabezpieczona	Zabezpieczona	Niezabezpieczona	Niezabezpieczona	Niezabezpieczona
Data rozpoczęcia reformy	2014 r.	2015 r.	2017 r.	2017 r.	2015 r.	2018 - 2019 r.	2018 – 2019 r.
Szacunkowy czas trwania reformy	Ok. 9 lat (zakończona wygaszeniem stawki LIBOR USD)	Ok. 7 lat (zakończona wygaszeniem stawki LIBOR GBP)	Reforma trwa nadal w modelu hybrydowym w zakresie EURIBOR (przy wygaszeniu stawki LIBOR EUR)	5 lat (zakończona wygaszeniem stawki LIBOR CHF)	7 lat (zakończona wygaszeniem stawki LIBOR JPY)	Reforma trwa nadal w modelu hybrydowym	Reforma trwa nadal w modelu hybrydowym

Źródło: opracowanie własne. Daty rozpoczęcia reformy i wskazany czas trwania reformy są orientacyjne i mają charakter poglądowy. Co do zasady, jako datę rozpoczęcia reformy przyjęto datę formalnego zainicjowania prac instytucjonalnych (powołanie grupy roboczej) lub pierwszy istotny kamień milowy związany z wdrożeniem RFR. Jako czas trwania reformy przyjęto orientacyjny okres do osiągnięcia kluczowego punktu transycji (zaprzestanie opracowywania stawki IBOR). Przez hybrydowy model reformy należy rozumieć model komplementarny, zakładający współistnienie wskaźnika typu IBOR po dostosowaniu go do wymogów BMR wraz ze wskaźnikami typu RFR.

Analiza międzynarodowych doświadczeń prowadzi do wniosku, że przyjęta strategia reformy wskaźników referencyjnych była ściśle uzależniona od wielkości rynku, poziomu jego płynności oraz struktury finansowania gospodarki. Największe i najbardziej rozwinięte rynki finansowe zdecydowały się na całkowite odejście od wskaźników IBOR, podczas gdy w innych jurysdykcjach przyjęto model ewolucyjny, łączący rozwój wskaźników typu RFR z utrzymaniem zreformowanych stawek IBOR. Na tym tle reforma przygotowana dla polskiego rynku wpisuje się w globalny nurt transformacji wskaźników referencyjnych, jednocześnie uwzględniając specyfikę krajowego systemu finansowego oraz wymogi prawa unijnego.

Reforma wskaźników referencyjnych, ze względu na jej systemowy charakter, wymaga skoordynowanego działania najważniejszych instytucji publicznych i rynkowych, przy jednoczesnym wykorzystaniu instrumentów o charakterze

niewładczym (takich jak rekomendacje, mapy drogowe, standardy rynkowe), które następnie są implementowane przez uczestników rynku w dokumentacji kontraktowej oraz infrastrukturze operacyjnej. Utrwalonym standardem rynkowym stało się prowadzenie procesu reformy poprzez wyspecjalizowane krajowe grupy robocze, zrzeszające przedstawicieli banków centralnych, organów nadzoru, ministerstw właściwych do spraw finansów, administratorów wskaźników referencyjnych oraz kluczowych uczestników rynku finansowego. Struktury takie jak Alternative Reference Rates Committee (ARRC) w Stanach Zjednoczonych, Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates w Wielkiej Brytanii czy Working Group on Euro Risk-Free Rates w strefie euro pełniły funkcję forum koordynacyjnego nadającego kierunek reformie, wyznaczającego harmonogramy transycji oraz formułujące rekomendacje dotyczące wyboru wskaźników typu RFR, konwencji odsetkowych i zasad konwersji portfeli legacy. Na tym tle działalność NGR wpisuje się w utrwalony międzynarodowy model zarządzania



reformą. NGR, skupiając przedstawicieli organu nadzoru, banku centralnego, administratora wskaźników oraz sektora finansowego, pełni rolę platformy koordynacyjnej wyznaczającej kierunek tranzycji, formułującej rekomendacje produktowe oraz określającej harmonogram działań w ramach przyjętej mapy drogowej. Tym samym polski proces reformy realizowany jest w formule zgodnej z międzynarodową praktyką instytucjonalną, przy zachowaniu wymogów wynikających z rozporządzenia BMR oraz krajowego porządku prawnego. Specyfiką polskiego modelu reformy jest wyraźne powiązanie działalności NGR z mechanizmami przewidzianymi w BMR w zakresie wyznaczania zamiennika kluczowego wskaźnika referencyjnego (art. 23c BMR) oraz ich implementacją do prawa krajowego. Oznacza to, że proces koordynowany przez NGR nie ogranicza się do wytwarzania standardów rynkowych, lecz pozostaje funkcjonalnie sprzężony z potencjalną interwencją publicznoprawną, mającą na celu zapewnienie ciągłości wykonywania umów finansowych w przypadku zaprzestania opracowywania wskaźnika referencyjnego.

Istotnym elementem reformy pozostaje wybór wskaźnika alternatywnego. W Polsce zdecydowano się na przyjęcie rozwiązania opartego na transakcjach niezabezpieczonych depozytów jednodniowych, co wpisuje się w dominujący w Unii Europejskiej model konstrukcji wskaźników typu RFR opartych na rynku pieniężnym. Należy przy tym podkreślić, że na polskim rynku funkcjonują dwa wskaźniki typu RFR oparte na transakcjach niezabezpieczonych, co wzmacnia konkurencyjność i odporność infrastruktury referencyjnej. Równocześnie rozwijana była koncepcja indeksu bazującego na transakcjach zabezpieczonych, co odzwierciedla tendencję obserwowaną w części jurysdykcji do dywersyfikacji podstawy transakcyjnej wskaźników referencyjnych.

W ujęciu czasowym reforma w Polsce, przy założeniu jej zakończenia z końcem 2027 r. oraz przyjmując jako moment jej instytucjonalnego rozpoczęcia powołanie NGR w 2022 r., obejmować będzie okres około sześciu lat. Horyzont ten pozostaje porównywalny z czasem trwania analogicznych procesów transformacyjnych w innych jurysdykcjach, gdzie tranzycja od stawek IBOR do modeli opartych na RFR również miała charakter wieloletni i etapowy.

Analiza porównawcza prowadzi do wniosku, że reforma wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Polsce została ukształtowana w modelu

zgodnym z utrwalonym międzynarodowym standardem instytucjonalnym, opartym na koordynacji prac przez wyspecjalizowaną grupę roboczą oraz stopniowej implementacji rozwiązań rynkowych w ramach reżimu regulacyjnego BMR. Jednocześnie jej konstrukcja uwzględnia specyfikę krajowego systemu finansowego, akcentując zasadę ciągłości stosunków kontraktowych, etapowość oraz kompletność mechanizmów kontraktowych i ewentualnych instrumentów ustawowych. W tym sensie polska reforma nie stanowi odstępstwa od globalnych tendencji, lecz ich implementację w formule dostosowanej do krajowych uwarunkowań strukturalnych i normatywnych.

Na tle analizowanych jurysdykcji europejskich istotną odrębnością modelu polskiego pozostaje przyjęcie konstrukcji, w której wskaźnik referencyjny typu RFR (POLSTR) jest opracowywany przez podmiot prywatny działający w charakterze administratora w rozumieniu art. 3 ust. 1 pkt 6 rozporządzenia BMR, a nie przez bank centralny. W większości rozwiniętych jurysdykcji wskaźniki typu RFR są bowiem opracowywane bezpośrednio przez banki centralne, które ze względu na swój status instytucjonalny nie podlegają w pełnym zakresie reżimowi BMR (por. art. 2 ust. 2 lit. a BMR), a jednocześnie dysponują uprzywilejowanym dostępem do danych transakcyjnych oraz infrastrukturą statystyczną umożliwiającą ich agregację i walidację. Co więcej, w niektórych jurysdykcjach zdecydowano się na reformę istniejącej już na tym rynku (jeszcze przed rozporządzeniem BMR) stawki typu RFR. Model ten prowadzi do funkcjonalnego oparcia infrastruktury na zaufaniu instytucjonalnym oraz mandacie publicznoprawnym banku centralnego, przy ograniczonym zastosowaniu jednolitego, sektorowego reżimu regulacyjnego.

W Polsce przyjęto odmienne rozwiązanie, polegające na powierzeniu opracowywania wskaźnika typu RFR wyspecjalizowanemu administratorowi, podlegającemu obowiązkowi uzyskania zezwolenia oraz nadzorowi właściwego organu, zgodnie z konstrukcją rozporządzenia BMR. W założeniu model ten miał zapewnić objęcie wskaźnika typu RFR pełnym reżimem regulacyjnym właściwym dla wskaźników referencyjnych, w tym w szczególności w zakresie ładu zarządczego, kontroli wewnętrznej, zarządzania konfliktami interesów oraz zasad dotyczących danych wejściowych i metody opracowywania wskaźnika. Konstrukcja ta miała prowadzić do zwiększenia przejrzystości, integralności i weryfikowalności procesu opracowywania wskaźnika referencyjnego, przy jednoczesnym zachowaniu jego rynkowego



charakteru oraz spójności z obowiązkami podmiotów stosujących. Należy jednak zauważyć, że w wyniku zmian regulacyjnych wprowadzonych do rozporządzenia BMR, obowiązujących od stycznia 2026 r., doszło do istotnej modyfikacji zakresu jego zastosowania. W szczególności część wskaźników referencyjnych, które nie spełniają kryteriów klasyfikacji jako wskaźniki kluczowe lub istotne, została wyłączona z pełnego reżimu regulacyjnego przewidzianego w BMR. W konsekwencji wskaźniki takie jak POLSTR czy WIRON, pomimo pierwotnego założenia ich pełnej regulacyjnej inkorporacji w reżim BMR, mogą funkcjonować poza najbardziej rygorystycznymi wymogami tego rozporządzenia. Nie oznacza to, że administrator czy podmioty przekazujące dane automatycznie stosują inne, mniej restrykcyjne zasady związane z opracowywaniem tych wskaźników i przekazywaniem danych wejściowych. Może to jednak formalnie prowadzić do osłabienia jednolitego reżimu nadzorczego i kontrolnego. Zjawisko to ma szczególne znaczenie w odniesieniu do wskaźników typu RFR opracowywanych przez podmioty inne niż banki centralne, ponieważ nie korzystają one równocześnie z instytucjonalnego zaplecza i funkcji stabilizacyjnej właściwej bankom centralnym.

Drugim elementem różnicującym model reformy w Polsce jest przyjęcie z góry określonego horyzontu zaprzestania opracowywania Stawek Referencyjnych WIBID/WIBOR, wyznaczonego w mapie drogowej reformy, który w momencie jego wyznaczenia nie wynika bezpośrednio z materializacji przesłanek określonych w rozporządzeniu BMR, lecz stanowi element przyjętej strategii transformacji rynku. Należy jednak podkreślić, że horyzont ten ma charakter wyłącznie założenia scenariuszowego, stanowiącego podstawę konstrukcji sekwencyjnej reformy, i nie może być utożsamiany ani z decyzją o zaprzestaniu opracowywania wskaźnika referencyjnego, ani z określeniem momentu wystąpienia zdarzenia regulacyjnego w rozumieniu BMR. W klasycznej konstrukcji normatywnej BMR zaprzestanie opracowywania wskaźnika referencyjnego oraz uruchomienie mechanizmów jego zastąpienia (art. 23b–23c BMR) są powiązane z wystąpieniem określonych przesłanek materialnych, w szczególności utraty reprezentatywności lub zdolności wskaźnika do pomiaru rynku bazowego. Model polski wprowadza w tym zakresie rozwiązanie o charakterze funkcjonalnym, polegające na uprzednim uwzględnieniu w scenariuszu reformy potencjalnego momentu wygaszenia wskaźnika typu IBOR oraz podporządkowaniu temu harmonogramowi działań regula-

cyjnych i rynkowych, w tym także tych określonych w mapie drogowej reformy. Takie podejście może prowadzić do częściowego przekształcenia relacji pomiędzy przesłankami materialnymi a skutkami prawnymi przewidzianymi w BMR. Zdarzenie regulacyjne w rozumieniu art. 23c BMR, które w konstrukcji rozporządzenia pełni funkcję reakcji na określony stan faktyczny, zostaje w praktyce osadzone w uprzednio przyjętym harmonogramie reformy. Z jednej strony wzmacnia to przewidywalność procesu transformacji oraz umożliwia wcześniejsze przygotowanie infrastruktury prawnej, operacyjnej i produktowej przez uczestników rynku, w tym dostosowanie dokumentacji kontraktowej i systemów zarządzania ryzykiem. Z drugiej strony oznacza, że moment zastosowania instrumentów publicznoprawnych przewidzianych w BMR (w szczególności wyznaczenia zamiennika wskaźnika oraz ustalenia spreadu korygującego) może być determinowany nie tylko przez ocenę bieżącej sytuacji danego wskaźnika, lecz również przez założenia przyjęte w ramach harmonogramu reformy. W konsekwencji model ten należy kwalifikować jako rozwiązanie hybrydowe, łączące elementy podejścia regulacyjnego opartego na przesłankach materialnych z podejściem planistycznym, ukierunkowanym na osiągnięcie z góry określonego stanu docelowego w określonym horyzoncie czasowym.

7. Reforma wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Polsce jako wyzwanie systemowe sektora bankowego i źródło ryzyk

Doświadczenia międzynarodowe w zakresie reform wskaźników referencyjnych zostały syntetycznie podsumowane przez Radę Stabilności Finansowej, która w 2021 r. potwierdziła, że globalna reforma wskaźników referencyjnych stopy procentowej osiągnęła punkt, w którym odejście od stawek typu IBOR stało się procesem nieodwracalnym. FSB wskazała, że wskaźniki typu RFR, oparte na transakcjach jednolitych, zapewniają większą odporność, przejrzystość i wiarygodność w porównaniu do wskaźników typu IBOR, szczególnie w warunkach ograniczonej transakcyjności rynków międzybankowych. Jednocześnie podkreślono, że reforma nie sprowadza się do technicznej zmiany wskaźnika, lecz wymaga kompleksowego podejścia obejmującego zarządzanie ryzykiem prawnym, operacyjnym i kontraktowym, w tym odpowiednie rozwiązania dla portfeli historycznych. W ocenie FSB, powodzenie reformy



zależy od wczesnego przygotowania uczestników rynku, spójnej komunikacji oraz jasnych ram prawnych zapewniających ciągłość umów i stabilność systemu finansowego⁵⁰³.

Reforma, polegająca na zaprzestaniu opracowywania Stawek Referencyjnych WIBID/WIBOR oraz wdrożeniu wskaźnika POLSTR, stanowi jedno z najbardziej złożonych i wielowymiarowych przedsięwzięć regulacyjnych i operacyjnych, przed jakimi stanął polski sektor bankowy w ostatnich latach. Jej znaczenie wykracza poza techniczną zmianę wskaźnika referencyjnego. Dotyczy bowiem stabilności stosunków umownych, struktury bilansów instytucji finansowych oraz spójności infrastruktury rynku finansowego. Reforma obejmuje bowiem równoległe dwa procesy: budowę nowej produkcji opartej na wskaźniku POLSTR oraz konwersję istniejącego portfela umów (portfela legacy). Wymaga to osiągnięcia zdolności do równoległego zarządzania odmiennymi modelami naliczania odsetek oraz zapewnienia ciągłości wykonywania zobowiązań w całym okresie przejściowym. Skala ekspozycji opartych na WIBOR powoduje, że proces ten ma charakter systemowy. Ewentualne niespójności kontraktowe lub operacyjne mogłyby oddziaływać nie tylko na pojedyncze instytucje, lecz również na stabilność sektora finansowego jako całości.

Z perspektywy zarządzania finansami i ryzykiem reforma generuje nowe ekspozycje, które wymagają identyfikacji i aktywnego zarządzania. W szczególności w okresie przejściowym pojawia się ryzyko konwersji, obejmujące ryzyko konwencji oraz ryzyko bazowe. Ryzyko to materializuje się w sytuacji, w której instrumenty zabezpieczające ryzyko stopy procentowej, dotychczas oparte na WIBOR i symetrycznie powiązane z ekspozycjami bilansowymi, podlegają konwersji na POLSTR według odmiennych zasad naliczania odsetek niż kredyty, obligacje czy inne produkty finansowe. W efekcie, w bilansie instytucji finansowej mogą współistnieć pozycje odwołujące się do tego samego wskaźnika referencyjnego, lecz rozliczane według różnych konwencji (przykładowo konwencji typu *last reset* w kredytach detalicznych oraz konwencji *plain* w instrumentach pochodnych typu OIS). Zjawisko to prowadzi do powstania ryzyka bazowego o charakterze strukturalnym, którego pełne domknięcie przy wykorzystaniu standardowych instrumentów finansowych może

okazać się niemożliwe. Wynika ono z samej natury przejścia z modelu stawek *forward-looking* na model oparty o wskaźniki typu RFR, o charakterze *backward-looking*.

Reforma generuje również istotne ryzyka prawne i regulacyjne, które mają charakter przekrojowy i dotyczą całego portfela umów oraz instrumentów finansowych odwołujących się do wskaźnika WIBOR. Źródłem tych ryzyk nie jest sama zmiana wskaźnika referencyjnego, lecz zróżnicowanie konstrukcji kontraktowych funkcjonujących w obrocie gospodarczym. W praktyce rynkowej występuje wiele wariantów klauzul awaryjnych, różniących się zakresem, sposobem identyfikacji zamiennika wskaźnika referencyjnego oraz poziomem uznaniowości przyznanym jednej ze stron⁵⁰⁴. Część umów, zwłaszcza zawartych przed wejściem w życie art. 28 ust. 2 BMR, nie zawiera klauzul awaryjnych w ogóle. Inne przewidują mechanizmy otwarte, odwołujące się do przyszłych decyzji podmiotów trzecich, rekomendacji rynkowych lub przepisów prawa, co w praktyce może prowadzić do niejednorodnych rezultatów ekonomicznych. Ryzyko prawne materializuje się w szczególności w sytuacji braku trwałego i jednoznacznego mechanizmu zastąpienia WIBOR albo w przypadku zastosowania klauzuli, która mogłaby zostać uznana za „nieodpowiednią” w rozumieniu art. 23c ust. 4 BMR. Dotyczy to w szczególności klauzul przewidujących zastąpienie wskaźnika jego ostatnią opublikowaną wartością, klauzul uzależnionych od niezyskanej zgody podmiotu trzeciego albo mechanizmów, które nie prowadzą do wskazania trwałego zamiennika. Zróżnicowanie konstrukcji klauzul pomiędzy kredytami, instrumentami pochodnymi czy obligacjami może dodatkowo prowadzić do niespójności pomiędzy ekspozycjami powiązanymi, generując zarówno ryzyko sporów kontraktowych, jak i ryzyko ekonomicznej nieekwiwalentności zabezpieczeń.

Kluczowe ryzyko prawne związane z konwersją umów z WIBOR na POLSTR koncentruje się nie na samym fakcie historycznego stosowania WIBOR jako wskaźnika referencyjnego zgodnego z reżimem BMR, lecz na sposobie przeprowadzenia procesu jego zastąpienia – w szczególności na technice konwersji, jakości i konstrukcji klauzul awaryjnych (zgodnie z art. 28 ust. 2 BMR), spójności dokumentacji kontraktowej oraz adekwatności komunikacji z klientem. W tym kontekście zasadnicze znacze-

503 Financial Stability Board, *Interest rate benchmark reform: Overnight risk-free rates and term rates*, Financial Stability Board, 2 June 2021.

504 Więcej: T. Orczykowski, J. Róg-Dyrda, *Plany awaryjne...*



nie ma wyraźne rozróżnienie pomiędzy reformą wskaźników referencyjnych jako elementem polityki regulacyjnej (w tym mechanizmów z art. 23c BMR) a oceną zgodności z prawem umów zawartych przed reformą; to właśnie na poziomie implementacji zmiany wskaźnika referencyjnego materializuje się ryzyko kontraktowe, podczas gdy kwestionowanie „legalności WIBOR jako takiego nie znajduje oparcia w obowiązującym reżimie prawnym.

Istotnym elementem ograniczającym powyższe ryzyka są plany awaryjne, o których mowa w art. 28 ust. 2 BMR. Obowiązek ich sporządzania i utrzymywania obowiązuje od dnia 1 stycznia 2018 r. i obejmuje podmioty nadzorowane stosujące wskaźniki referencyjne w umowach finansowych i instrumentach finansowych. Planu te powinny określać działania podejmowane na wypadek istotnej zmiany lub zaprzestania opracowywania wskaźnika referencyjnego oraz jeżeli jest to możliwe i zasadne, wskazywać alternatywne wskaźniki referencyjne. Brak analogicznej regulacji przed tą datą powoduje, że w odniesieniu do znacznej części umów historycznych, zwłaszcza zawartych z konsumentami, klauzule awaryjne mają charakter szczątkowy lub nie występują wcale. W takich przypadkach szczególne znaczenie może mieć mechanizm wyznaczenia zamiennika kluczowego wskaźnika referencyjnego na podstawie art. 23c BMR oraz przepisów krajowych, w tym ewentualne rozporządzenie Ministra Finansów.

W konsekwencji, reforma wskaźników referencyjnych wymaga nie tylko wdrożenia nowych rozwiązań produktowych, lecz również zapewnienia pełnej przejrzystości i przewidywalności podstaw prawnych ustalania oprocentowania po zaprzestaniu publikacji WIBOR. Kluczowe jest, aby w momencie wystąpienia zdarzenia regulacyjnego każda obowiązująca umowa posiadała jednoznaczną podstawę do określenia należnych świadczeń pieniężnych, niezależnie od tego, czy będzie to wynik zastosowania klauzuli awaryjnej, postanowień aneksu, czy też zamiennika wyznaczonego na podstawie przepisów prawa.

Ograniczenie wskazanych ryzyk wymaga zastosowania wielopoziomowych mitygantów o charakterze prawnym, regulacyjnym i operacyjnym. Po pierwsze, podstawowym instrumentem redukcji ryzyka kontraktowego pozostaje prawidłowo skonstruowana klauzula awaryjna, implementująca rozwiązania przewidziane w planie awaryjnym zgodnie z art. 28 ust. 2 BMR, zapewniająca trwałą i jednoznaczny me-

chanizm zastąpienia wskaźnika referencyjnego oraz możliwie najwyższą ekwiwalentność ekonomiczną. Po drugie, w odniesieniu do portfela historycznego, istotnym narzędziem mitygacji pozostają możliwości odpowiedniego aneksowania umów. Po trzecie, w przypadku umów pozbawionych odpowiednich klauzul awaryjnych lub zawierających klauzule nieodpowiednie w rozumieniu BMR, systemowym zabezpieczeniem jest mechanizm ustawowego wyznaczenia zamiennika kluczowego wskaźnika referencyjnego na podstawie przepisów rozdziału 4a BMR oraz krajowych regulacji wykonawczych. Dodatkowym elementem ograniczającym ryzyka jest budowa płynnego rynku instrumentów pochodnych opartych o POLSTR oraz zapewnienie spójności konwencji odsetkowych w nowych produktach, co pozwala na ograniczenie strukturalnego ryzyka bazowego.

Ostatecznie skuteczność zarządzenia tymi ryzykami zależy od skoordynowanego działania uczestników rynku, jasnej i przewidywalnej legislacji oraz konsekwentnej realizacji mapy drogowej reformy, tak aby przejście na nowy wskaźnik referencyjny nie generowało zakłóceń w wykonywaniu umów ani zagrożeń dla stabilności finansowej.

8. Wpływ reformy wskaźników referencyjnych w Polsce na użytkowników wskaźników referencyjnych

Reforma wskaźników referencyjnych w Polsce ma dla banków – jako podstawowych użytkowników tych wskaźników – znaczenie wykraczające daleko poza zmianę technicznego parametru wykorzystywanego w umowach finansowych. Wskaźniki referencyjne stanowią bowiem element konstrukcyjny szerokiego spektrum produktów bankowych, w szczególności kredytów o zmiennym oprocentowaniu, instrumentów rynku międzybankowego oraz instrumentów pochodnych służących zarządzaniu ryzykiem stopy procentowej. W tym sensie wskaźnik referencyjny pełni funkcję infrastrukturalną dla rynku finansowego, stanowiąc wspólny punkt odniesienia dla wyceny szerokiego spektrum instrumentów finansowych oraz kontraktów kredytowych. Zmiana jego metody lub zastąpienie innym wskaźnikiem oddziałuje zatem nie tylko na pojedyncze produkty, lecz na cały mechanizm transmisji stopy procentowej w sektorze bankowym. W konsekwencji każda zmiana dotycząca metody ich wyznaczania lub zastąpienia nowym wskaźnikiem oddziałuje na



funkcjonowanie instytucji finansowych zarówno na poziomie prawnym, operacyjnym, jak i w obszarze zarządzania ryzykiem⁵⁰⁵.

Jednym z najważniejszych przejawów tej zmiany jest obowiązek opracowania przez użytkowników wskaźników referencyjnych planów na wypadek zaprzestania opracowywania wskaźnika lub jego istotnej zmiany⁵⁰⁶. Obowiązek ten obejmuje zarówno przygotowanie odpowiednich procedur wewnętrznych, jak i zapewnienie odzwierciedlenia tych planów w relacjach umownych z klientami. Z perspektywy relacji z klientami szczególne znaczenie ma obowiązek odzwierciedlenia planów awaryjnych w klauzulach awaryjnych w umowach. W praktyce prowadzi to do konieczności wprowadzania do umów odpowiednich klauzul awaryjnych (*fallback clauses*), które określają zasady postępowania w sytuacji istotnej zmiany wskaźnika referencyjnego oraz mechanizm zastąpienia dotychczasowego wskaźnika referencyjnego w przypadku zaprzestania jego opracowywania. Wprowadzenie takich mechanizmów ma istotne znaczenie dla stabilności relacji kontraktowych pomiędzy użytkownikiem wskaźnika referencyjnego i jego kontrahentem. W sytuacji braku odpowiednich postanowień umownych zaprzestanie publikacji wskaźnika referencyjnego mogłoby prowadzić do powstania poważnych wątpliwości co do sposobu ustalania wysokości oprocentowania, a w skrajnych przypadkach nawet do trudności w wykonywaniu umowy. Klauzule awaryjne pełnią zatem funkcję mechanizmu zapewniającego ciągłość funkcjonowania stosunku zobowiązaniowego mimo zmiany wskaźnika referencyjnego stanowiącego podstawę ustalania oprocentowania. Z punktu widzenia instytucji finansowych rozwiązania te stanowią element szerszego systemu zarządzania ryzykiem regulacyjnym. Obowiązek opracowania planów awaryjnych powoduje bowiem konieczność systematycznej identyfikacji wskaźników referencyjnych wykorzystywanych w działalności banku oraz oceny potencjalnych skutków ich zaprzestania lub istotnej zmiany dla portfela zawartych umów.

Reforma wskaźników referencyjnych wiąże się również z koniecznością odpowiedniego zarządzania procesem komunikacji z klientami. Zniknięcie wskaźnika referencyjnego lub istotna zmiana jego metody może bowiem wpływać na sposób obliczania oprocentowania w umowie, co z punktu widzenia klienta stanowi element o bezpośrednim znaczeniu ekonomicznym. W relacji bank–klient szczególne znaczenie ma przy tym ograniczenie asymetrii informacyjnej związanej ze sposobem ustalania oprocentowania. Wskaźniki referencyjne mają charakter techniczny i ich konstrukcja nie zawsze jest łatwo zrozumiała dla uczestników rynku niebędących profesjonalnymi instytucjami finansowymi. Z tego względu sposób przedstawienia mechanizmu działania wskaźnika oraz zasad jego ewentualnej zmiany nabiera istotnego znaczenia z punktu widzenia przejrzystości relacji kontraktowej. Instytucje finansowe powinny zatem zapewnić odpowiedni poziom przejrzystości informacji przekazywanych klientom zarówno na etapie zawierania umowy, jak i w trakcie jej wykonywania. Obejmuje to w szczególności wyjaśnienie mechanizmu działania wskaźnika referencyjnego, zasad jego ewentualnego zastąpienia oraz potencjalnych konsekwencji takiej zmiany dla wysokości świadczeń wynikających z umowy.

W praktyce zmiana wskaźnika referencyjnego może również generować ryzyko sporów pomiędzy instytucjami finansowymi a ich klientami, zwłaszcza w sytuacji, gdy zmiana ta wpływa na sposób ustalania wysokości oprocentowania w istniejących umowach. Ryzyko to jest szczególnie istotne w przypadku produktów masowych, takich jak kredyty hipoteczne o zmiennym oprocentowaniu, gdzie nawet niewielkie zmiany w mechanizmie ustalania stopy procentowej mogą mieć znaczący wpływ na wysokość rat kredytowych w długim okresie. Z tego względu prawidłowe ukształtowanie postanowień umownych regulujących zmianę wskaźnika referencyjnego oraz przejrzysta komunikacja z klientami stanowią jeden z kluczowych elementów ograniczania ryzyka prawnego związanego z reformą wskaźników referencyjnych.

Reforma wskaźników referencyjnych wiąże się również z istotnymi konsekwencjami dla systemów zarządzania ryzykiem w bankach. Wskaźniki referencyjne stanowią podstawę wyceny wielu instrumentów finansowych oraz element konstrukcyjny modeli zarządzania ryzykiem stopy procentowej. W szczególności dotyczy to procesów zarządzania strukturą aktywów i pasywów banku (*asset-liability management*), w których wskaźniki referencyjne peł-

505 W. Kapica, *Zmiana wskaźnika referencyjnego w bankach – wnioski z perspektywy compliance i ładu korporacyjnego*, „Monitor Prawa Bankowego” 2025, nr 3, s. 96–97.

506 T. Orczykowski, J. Róg-Dyrda, *Plany awaryjne na wypadek zaprzestania opracowywania wskaźnika referencyjnego lub jego istotnej zmiany oraz ich odzwierciedlenie w umowach z klientami w świetle wymogów BMR*, „Monitor Prawa Bankowego” 2025, nr 3, s. 67–69.



Tabela nr 35. Syntetyczne zestawienie wpływu reformy wskaźników referencyjnych

Rodzaj ryzyka / obszaru wpływu	Źródło ryzyka związane z reformą wskaźników referencyjnych	Potencjalne skutki dla banków jako użytkowników wskaźników
Ryzyko regulacyjne	Wprowadzenie rozporządzenia BMR oraz nowych obowiązków dotyczących stosowania wskaźników referencyjnych	- konieczność dostosowania procesów wewnętrznych; - opracowanie planów awaryjnych; - włączenie problematyki wskaźników referencyjnych do systemu compliance
Ryzyko kontraktowe	Zmiana lub zaprzestanie publikacji wskaźnika referencyjnego stosowanego w istniejących umowach finansowych	- konieczność przeglądu portfela umów; - wprowadzenie klauzul fallback; - dostosowanie dokumentacji produktowej
Ryzyko prawne	Możliwość sporów dotyczących mechanizmu ustalania oprocentowania opartego na wskaźniku referencyjnym	- postępowania sądowe z klientami; - konieczność przejrzystego formułowania postanowień umownych; - wzrost znaczenia przejrzystości konstrukcji wskaźnika
Ryzyko operacyjne	Konieczność wdrożenia nowych wskaźników referencyjnych w systemach bankowych	- modyfikacja systemów IT; - dostosowanie procesów raportowania i kalkulacji oprocentowania; - aktualizacja modeli finansowych
Ryzyko zarządzania aktywami i pasywami (ALM)	Zmiana wskaźnika referencyjnego stosowanego w aktywach i pasywach banku	- konieczność dostosowania modeli zarządzania ryzykiem stopy procentowej; - wpływ na rentowność portfela kredytowego
Ryzyko niedopasowania wskaźników (basis risk)	Różnice między wskaźnikiem stosowanym w kredytach a wskaźnikiem wykorzystywanym w instrumentach zabezpieczających	- potencjalne wahania wyniku finansowego banku; - konieczność modyfikacji transakcji zabezpieczających
Ryzyko reputacyjne	Spyry dotyczące sposobu ustalania oprocentowania w produktach finansowych opartych na wskaźnikach referencyjnych	- utrata zaufania klientów; - zwiększona presja regulacyjna i nadzorcza
Ryzyko relacji z klientami	Zmiana mechanizmu ustalania oprocentowania w produktach o zmiennym oprocentowaniu	- konieczność prowadzenia szerokiej komunikacji z klientami; - zwiększone znaczenie przejrzystości informacji o wskaźniku referencyjnym



nią rolę podstawowego parametru determinującego koszt finansowania oraz rentowność portfela kredytowego. Zmiana metody opracowywania wskaźnika lub jego zastąpienie innym wskaźnikiem oznacza zatem konieczność dostosowania modeli finansowych, systemów informatycznych oraz metod wyceny instrumentów finansowych. W praktyce proces ten wymaga współdziałania wielu obszarów w banku, w szczególności jednostek odpowiedzialnych za zarządzanie ryzykiem, finanse, rozwój produktów, technologie informatyczne oraz zgodność regulacyjną.

Istotny wymiar reformy dotyczy także ładu korporacyjnego w instytucjach finansowych. Zmiana wskaźnika referencyjnego nie ma charakteru wyłącznie operacyjnego, lecz wymaga oceny wpływu tej zmiany na istniejące portfele umów, modele zarządzania ryzykiem oraz relacje z klientami. W praktyce oznacza to konieczność włączenia zagadnienia wskaźników referencyjnych do systemu zarządzania zgodnością regulacyjną oraz do mechanizmów kontroli wewnętrznej w banku. Proces wdrażania nowych wskaźników referencyjnych lub modyfikacji istniejących wymaga zatem zaangażowania wielu funkcji w instytucji finansowej, w tym w szczególności komórek prawnych, compliance, zarządzania ryzykiem oraz audytu wewnętrznego.

Dla banków reforma wskaźników referencyjnych oznacza ponadto istotne wyzwanie operacyjne i organizacyjne. Proces dostosowania do nowych wymogów regulacyjnych oraz potencjalnej zmiany wskaźnika referencyjnego wymaga przeglądu bardzo dużej liczby umów finansowych, modyfikacji systemów informatycznych oraz dostosowania procesów raportowania i zarządzania ryzykiem. W wielu przypadkach wiąże się to również z koniecznością przeprowadzenia szeroko zakrojonych działań komunikacyjnych wobec klientów, których umowy opierają się na zmiennym oprocentowaniu powiązanym z danym wskaźnikiem referencyjnym.

Istotnym aspektem reformy jest także jej wpływ na strukturę bilansów banków oraz stosowane przez nie instrumenty zabezpieczające ryzyko stopy procentowej. Kredyty o zmiennym oprocentowaniu, których oprocentowanie oparte jest na wskaźnikach typu IBOR, są w praktyce często zabezpieczane przez banki za pomocą instrumentów pochodnych, w szczególności transakcji typu *interest rate swap*. Zmiana wskaźnika referencyjnego wykorzystywanego w kredytach może zatem wymagać odpowiedniego dostosowania struktury instrumentów zabez-

pieczających, tak aby zachować spójność pomiędzy stroną aktywów i pasywów bilansu banku. W przeciwnym razie powstać może ryzyko niedopasowania wskaźników referencyjnych (*basis risk*), polegające na tym, że aktywa i instrumenty zabezpieczające oparte są na różnych indeksach referencyjnych. W praktyce oznacza to konieczność dostosowania parametrów transakcji zabezpieczających oraz modeli wyceny instrumentów pochodnych do nowego wskaźnika referencyjnego.

W rezultacie reforma wskaźników referencyjnych powinna być postrzegana jako proces o charakterze systemowym, który wpływa na całokształt działalności bankowej związanej ze stosowaniem wskaźników referencyjnych. Zmiany te wymagają jednocześnie dostosowania procesów decyzyjnych w bankach, w szczególności w zakresie projektowania produktów finansowych oraz oceny ryzyka regulacyjnego związanego ze stosowaniem określonych wskaźników referencyjnych. Obejmuje on jednocześnie dostosowanie praktyki kontraktowej, systemów zarządzania ryzykiem, infrastruktury informatycznej oraz mechanizmów ładu korporacyjnego w instytucjach finansowych. Z perspektywy banków zmiany te oznaczają konieczność trwałego włączenia problematyki wskaźników referencyjnych do systemu zarządzania ryzykiem regulacyjnym oraz do procesów decyzyjnych związanych z oferowaniem produktów finansowych opartych na zmiennym oprocentowaniu.

9. Korelacja wskaźnika referencyjnego stopy procentowej POLSTR z instrumentami polityki pieniężnej Narodowego Banku Polskiego

Relację pomiędzy wskaźnikiem referencyjnym stopy procentowej POLSTR 1M Stopa Składana (POLSTR 1M) a instrumentami polityki pieniężnej NBP oceniono dla pary POLSTR1M i stopy referencyjnej. Tego typu ujęcie jest uzasadnione charakterem analizowanego wskaźnika. POLSTR z definicji odzwierciedla koszt pieniądza na rynku *overnight*, a jego poziom pozostaje silnie powiązany z warunkami płynnościowymi kształtowanymi przez operacje otwartego rynku realizowane przez NBP, w szczególności z poziomem stopy referencyjnej, która określa minimalną cenę prowadzonych na rynku międzybankowym przez NBP operacji otwartego rynku.

Do wstępnej oceny siły współzależności wykorzystano współczynnik korelacji Pearsona. Jednak



należy wyraźnie podkreślić, że klasyczna analiza korelacji liniowej pomiędzy POLSTR1M a stopą referencyjną ma ograniczoną wartość poznawczą. Jest to konsekwencją specyfiki stopy referencyjnej NBP, która jako stopa administracyjnie kształtowana przez Radę Polityki Pieniężnej zmienia się skokowo w zależności od podjętej przez Radę decyzji i przez relatywnie długie okresy może pozostawać na niezmiennym poziomie. Z tego powodu ocenę oparto na zbadaniu spreadu pomiędzy POLSTR1M a stopą referencyjną NBP oraz na ocenie stabilności tego spreadu w czasie. Uzupełniając przeanalizowano reakcję POLSTR1M na momenty zmian stopy referencyjnej.

Porównania oparto na wskaźniku POLSTR 1M, który może w przyszłości docelowo zastąpić WIBOR 3M. Jest on bowiem elementem rodziny indeksów składanych POLSTR opracowywanych przez GPW Benchmark i - zgodnie z decyzją Komitetu Sterującego Narodowej Grupy Roboczej z 4 czerwca 2025 r. - należy do zestawu wskaźników przewidzianych do stosowania w procesie zastępowania wskaźnika WIBOR. Analizę przeprowadzono dla okresu od 1 lutego 2021 r. - tj. od początku zakresu danych historycznych udostępnionych przez GPW Benchmark - do 24 lutego 2026 r.⁵⁰⁷.

Badanie obejmowało dwa etapy:

1. przeprowadzenie analizy statystycznej zależności liniowej pomiędzy poziomem POLSTR 1M a poziomem stopy referencyjnej NBP, wykorzystując współczynnik korelacji Pearsona,
2. analizę spreadu pomiędzy POLSTR 1M a stopą referencyjną NBP oraz ocenę zmian tego spreadu w czasie.

Uzyskana wartość współczynnika korelacji wskazuje na bardzo silny dodatni związek pomiędzy POLSTR 1M a stopą referencyjną NBP. Współczynnik korelacji Pearsona dla okresu od 1 lutego 2021 r. do 24 lutego 2026 r. wyniósł 0,99410536. Oznacza to wysoką zgodność długookresowego przebiegu obu szeregów. Wynik ten nie powinien jednak być interpretowany jako wystarczający dowód ścisłego krótkookresowego dopasowania, lecz bardziej jako potwierdzenie silnego zakotwiczenia POLSTR 1M wokół poziomu wyznaczanego przez bank centralny.

Ze względu na skokowy charakter kształtowania się stopy referencyjnej oraz wysoką trwałość obu szeregów w czasie, współczynnik korelacji należy traktować jako miarę ogólnej zgodności kierunku zmian, a nie jako wystarczające narzędzie oceny krótkookresowego dopasowania. Z tego też względu analizę uzupełniono o badanie spreadu pomiędzy POLSTR1M a stopą referencyjną oraz ocenę jego zmienności w czasie.

W drugim etapie badania przeanalizowano spread pomiędzy POLSTR 1M a stopą referencyjną NBP, zdefiniowany jako różnica pomiędzy tymi wielkościami. Formułę obliczania spreadu przedstawiono poniżej:

$$\text{Spread}_t = \text{POLSTR1M}_t - \text{SR}_t$$

gdzie:

- Spread_t – spread w okresie t ,
- POLSTR1M_t – wartość stopy POLSTR1M w okresie t ,
- SR_t – stopa referencyjna NBP w okresie t .

Spread potraktowano w tym badaniu jako główną miarę faktycznego odchylenia stopy rynkowej od poziomu wyznaczanego przez bank centralny. Analiza jego poziomu i zmienności pozwala ocenić, na ile POLSTR 1M pozostawał zakotwiczony wokół stopy referencyjnej. Następnie oceniono stabilność tej relacji w czasie poprzez analizę zmian spreadu w kolejnych podokresach. Takie podejście uznano za bardziej adekwatne niż korelację kroczącą.

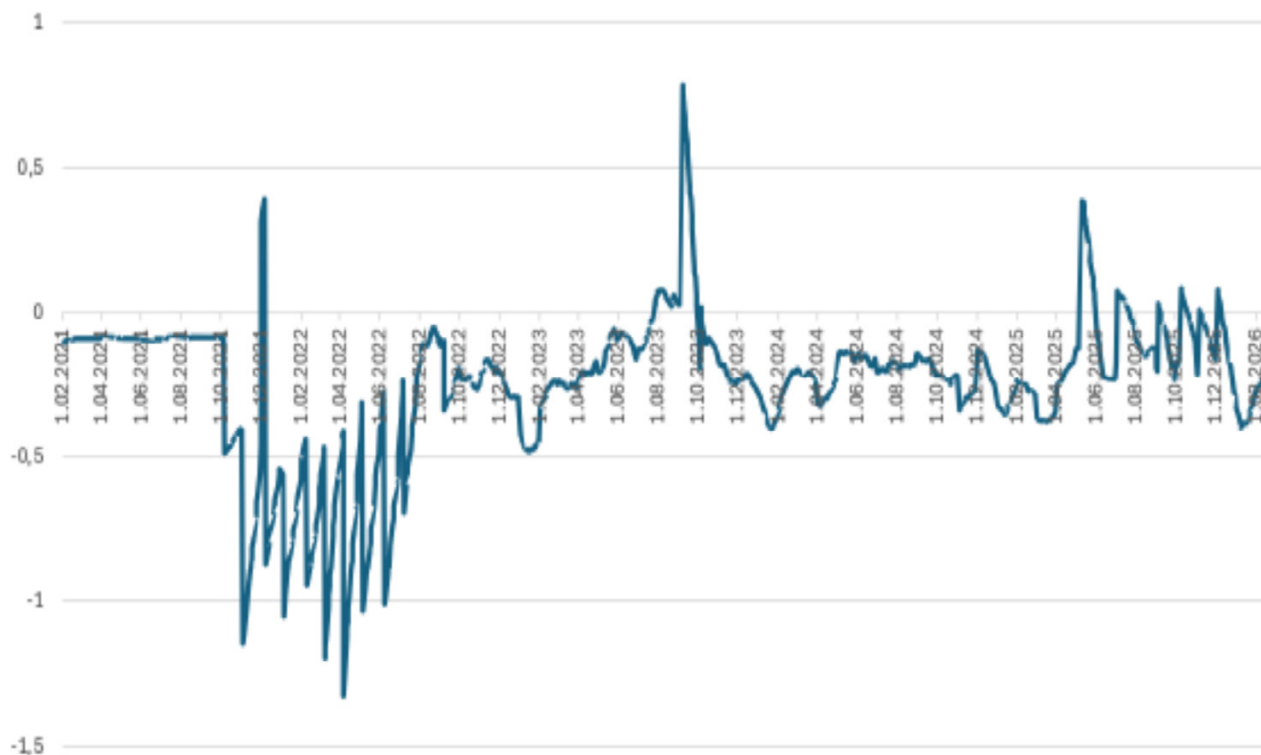
Na potrzeby badania wyodrębniono pięć podokresów:

1. okres bardzo niskich stóp procentowych i narastania presji inflacyjnej (1.02.2021–6.10.2021),
2. okres podwyżek stóp procentowych NBP (7.10.2021–8.09.2022),
3. okres wysokich i stabilnych stóp procentowych (9.09.2022–6.09.2023),
4. okres pierwszych obniżek stóp procentowych i stabilizacji na niższym poziomie (7.09.2023–7.05.2025),
5. okres dalszego luzowania polityki pieniężnej (8.05.2025–24.02.2026).

507 https://gpwbenchmark.pl/pub/BENCHMARK/files/Dane/PDF/POLSTR_2021.pdf (dostęp: 14.05.2026 r.)



Wykres nr 15. Spread pomiędzy stopą POLSTR 1M a stopą referencyjną NBP w okresie od 1.02.2021 do 24.02.2026 r. (odchylenie bezwzględne, w punktach procentowych)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych statystycznych GPW-Benchmark i NBP.

Wyodrębnienie powyższych podokresów oparto na założeniu, że stabilność spreadu pomiędzy POLSTR1M a stopą referencyjną NBP może zależeć od fazy cyklu polityki pieniężnej. Za podstawowe kryterium podziału przyjęto zatem zmianę nastawienia w polityce pieniężnej, które zasadniczo może mieć charakter restrykcyjnego lub łagodnego. Średni spread i jego zmienność w stosunku do stopy referencyjnej NBP dla poszczególnych podokresów przedstawiono w tabeli nr 36.

Z analizy spreadu pomiędzy stopą POLSTR1M a stopą referencyjną wynika, że skala odchyłeń nie była stabilna w czasie. W okresie bardzo niskich stóp procentowych i narastania presji inflacyjnej średni spread wyniósł -8,90 pb, co pokazuje, że POLSTR1M pozostawał stabilny, a jego poziom kształtował się nieznacznie poniżej stopy referencyjnej NBP. Z kolei w okresie podwyżek stóp procentowych NBP średni spread wyniósł -48,99 pb, co oznacza, że nastąpiło wyraźne pogłębienie ujemnego spreadu w stosunku do pierwszego wyodrębnionego podokresu. Pogłębienie spreadu wskazuje, że dostosowywanie się POLSTR1M do szybkiego zacieśniania polityki

pieniężnej wykazywało opóźnienie. W okresie wysokich i stabilnych stóp procentowych średni spread wyniósł -17,19 pb, co świadczy o zmniejszeniu skali odchyłeń względem okresu podwyżek stóp procentowych, choć POLSTR1M nadal kształtował się wyraźnie poniżej stopy referencyjnej NBP. W okresie pierwszych obniżek stóp procentowych i stabilizacji na niższym poziomie średni spread wyniósł -16,70 pb, co oznacza, że POLSTR1M pozostawał przeciętnie poniżej stopy referencyjnej, mimo rozpoczęcia cyklu obniżek stóp procentowych. W okresie dalszego luzowania polityki pieniężnej średni spread wyniósł -5,27 pb, co wskazuje na ponowne zbliżenie POLSTR1M do stopy referencyjnej NBP. Ogólnie rzecz ujmując, relacja pomiędzy POLSTR1M a stopą referencyjną NBP była najbardziej zaburzona w okresie intensywnych podwyżek stóp procentowych, natomiast większą stabilność wykazywała w warunkach względnie niezmiennego poziomu stóp procentowych.

Zmienność spreadu oceniono na podstawie jego wartości w wyodrębnionych podokresach odpowiadających różnym fazom polityki pieniężnej NBP. Dla



Tabela nr 36. Średni poziom i zmienność spreadu POLSTR1M względem stopy referencyjnej w podokresach wyróżnionych dla okresu od 1.02.2021 do 24.02.2026 r.

Podokres	Spread pb	Odchylenie standardowe pb
Okres bardzo niskich stóp procentowych i narastania presji inflacyjnej (1.02.2021–6.10.2021)	-8,90	0,33
Okres podwyżek stóp procentowych NBP (7.10.2021–8.09.2022)	-48,99	29,57
Okres wysokich i stabilnych stóp procentowych (9.09.2022–6.09.2023)	-17,19	12,85
Okres pierwszych obniżek stóp procentowych i stabilizacji na niższym poziomie (7.09.2023–7.05.2025)	-16,70	17,99
Okres dalszego luzowania polityki pieniężnej (8.05.2025–24.02.2026)	-5,27	16,42

Legenda pb – punkt bazowy (1/100 procenta)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych statystycznych GPW-Benchmark i NBP.

Tabela nr 37. Ocena zmienności spreadu POLSTR1M względem stopy referencyjnej NBP w wyróżnionych podokresach

Podokres	Interpretacja odchylenia standardowego
Okres bardzo niskich stóp procentowych i narastania presji inflacyjnej	Bardzo niskie odchylenie standardowe (0,33 pb) wskazuje na względnie wysoką stabilność spreadu. Oznacza to, że POLSTR1M utrzymywał się niemal stale na zbliżonym poziomie względem stopy referencyjnej NBP.
Okres podwyżek stóp procentowych NBP	Wysokie odchylenie standardowe (29,57 pb) świadczy o silnej zmienności spreadu i wyraźnym osłabieniu stabilności relacji pomiędzy POLSTR1M a stopą referencyjną. Oznacza to, że w warunkach podwyżek stóp POLSTR1M dostosowywał się do zmian z pewnym opóźnieniem.
Okres wysokich i stabilnych stóp procentowych	Odchylenie standardowe na poziomie (12,85 pb) wskazuje na częściową odbudowę stabilności spreadu względem okresu podwyżek stóp procentowych, choć zmienność pozostawała wyraźnie wyższa niż w okresie bardzo niskich stóp.
Okres pierwszych obniżek stóp procentowych i stabilizacji na niższym poziomie	Odchylenie standardowe wynoszące (17,99 pb) wskazuje na podwyższoną zmienność spreadu, co oznacza, że relacja pomiędzy POLSTR1M a stopą referencyjną pozostawała mniej stabilna niż w warunkach utrzymywania stóp na niezmiennym poziomie.
Okres dalszego luzowania polityki pieniężnej	Odchylenie standardowe na poziomie (16,42 pb) wskazuje na umiarkowaną zmienność spreadu. Oznacza to częściową stabilizację relacji pomiędzy POLSTR1M a stopą referencyjną, choć zmienność nadal pozostawała wyższa niż w okresach pełnej stabilności stóp procentowych.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych statystycznych GPW-Benchmark i NBP.



każdego podokresu obliczono odchylenie standardowe, które potraktowano jako podstawową miarę zmienności spreadu, przyjmując, że jego wyższa wartość oznacza większą niestabilność relacji pomiędzy POLSTR1M a stopą referencyjną NBP. Niższe wartości odchylenia standardowego interpretowano jako przejaw silniejszego zakotwiczenia POLSTR1M względem stopy referencyjnej.

Odchylenie standardowe spreadu pokazuje, że relacja pomiędzy POLSTR1M a stopą referencyjną NBP wyraźnie traciła stabilność w okresach gwałtowniejszych zmian w polityce pieniężnej, zwłaszcza podczas cyklu podwyżek stóp procentowych. Największą stabilność odnotowano natomiast w okresie bardzo niskich stóp procentowych, kiedy spread pozostawał niemal niezmienny.

Podsumowując na podstawie przeprowadzonej analizy można stwierdzić, że POLSTR1M w wysokim stopniu odzwierciedla kierunek zmian stopy referencyjnej NBP, jednak stopień krótkookresowego dopasowania obu wielkości jest zróżnicowany w zależności od fazy polityki pieniężnej. Wyniki badania wskazują, że relacja ta ulegała przejściowemu osłabieniu zwłaszcza w okresach szybkiego zacieśniania polityki pieniężnej, natomiast w warunkach bardziej stabilnej polityki pieniężnej wykazywała większą stabilność.

10. Skutki makroekonomiczne reformy wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Polsce (wpływ na rynek bankowy oraz na finanse publiczne oraz na przewidywalność i transmisyjność polityki pieniężnej)

Ocena makroekonomicznych skutków reformy wskaźników referencyjnych w Polsce wiąże się z istotnymi ograniczeniami natury empirycznej, wynikającymi z wciąż jeszcze bardzo wczesnego etapu wdrażania nowych stawek. Brak odpowiednio długiej historii obserwacji oraz ograniczona skala wykorzystania nowych stawek POLSTR w umowach i instrumentach finansowych znacznie utrudniają przeprowadzenie wiarygodnej, a przede wszystkim ilościowej identyfikacji efektów reformy, na przykład przy użyciu modeli ekonometrycznych.

W niniejszym badaniu przyjęto podejście teoretyczno-analityczne, oparte na analizie konstrukcji nowych wskaźników referencyjnych (RFR – *risk-free rate*) oraz ich systemowej roli jako punktu odnie-

sienia dla wyceny szerokiego spektrum instrumentów finansowych. W najbardziej prawdopodobnym scenariuszu dojdzie do odejścia od stawki WIBOR na rzecz stawki POLSTR. POLSTR może docelowo zastąpić WIBOR⁵⁰⁸. Przyjęcie takiego scenariusza oznaczałoby, że:

1. zmiana konstrukcji wskaźnika referencyjnego może oddziaływać na sposób wyceny szerokiej gamy aktywów i pasywów, zarządzanie ryzykiem stopy procentowej oraz na mechanizm transmisji impulsów monetarnych,
2. skala potencjalnego oddziaływania reformy w Polsce może być większa niż w strefie euro, gdzie reforma miała w większym stopniu charakter uzupełniający niż substytucyjny,
3. reforma będzie miała charakter systemowy, ponieważ zmiana wskaźnika referencyjnego oddziałuje nie tylko na rynek pieniężny, lecz także na wycenę instrumentów finansowych, treść umów kredytowych i warunki emisji obligacji oraz praktyki zarządzania ryzykiem w całym sektorze finansowym.

Właściwości metodologiczne wskaźnika referencyjnego (w szczególności stopień jego oparcia na rzeczywistych transakcjach, reprezentatywność rynku bazowego oraz podatność na czynniki pozarynkowe) determinują sposób, w jaki informacja o cenie pieniądza jest przetwarzana i przekazywana w systemie finansowym. Oznacza to, że reforma nie jest wyłącznie zmianą techniczną, lecz zmianą ekonomicznej treści stopy referencyjnej. Analiza tych właściwości pozwala zatem na identyfikację potencjalnych kanałów oddziaływania reformy stawek referencyjnych na stabilność finansową, funkcjonowanie sektora bankowego i finanse publiczne.

Warto zauważyć, że od reform zapoczątkowanych po wybuchu globalnego kryzysu finansowego wykrystalizował się konsensus co do konieczności reformy wskaźników. Dokumenty instytucji międzynarodowych, banków centralnych i organów nad-

508 J. Ramotowski, *POLSTR już jest – ZBP apeluje, żeby się dobrze przygotować do wprowadzenia nowego wskaźnika*, 09.06.2025, <https://bank.pl/polstr-juz-jest-zbp-apeluje-zeby-sie-dobrze-przygotowac-do-wprowadzenia-nowego-wskaznika/> (dostęp: 25.03.2026).



zoru (np. FSB⁵⁰⁹, BIS⁵¹⁰, IOSCO⁵¹¹) wspierają pogląd, że przejście od stawek typu IBOR do stawek opartych na hurtowych transakcjach rynku pieniężnego może pozytywnie oddziaływać przede wszystkim poprzez poprawę jakości informacji cenowej wykorzystywanej w wycenie instrumentów finansowych (w tym kredytowych), a tym samym ograniczenie potencjalnego ryzyka wynikającego z niskiej reprezentatywności danych bazowych. W tym zakresie można mówić o pewnym konsensusie w literaturze poświęconej wskaźnikom referencyjnym. Literatura nie rozstrzyga natomiast jednoznacznie wpływu reformy na wycenę instrumentów finansowych ani na mechanizm transmisji impulsów monetarnych.

Przed przedstawieniem potencjalnych skutków reformy wskaźników referencyjnych warto odnieść się również do badań i ocen NBP. Wskazuje się w nich, że reforma wskaźników referencyjnych powinna zmierzać do eliminacji niepewności co do wskaźnika docelowego oraz zapewnienia „niepodważalnej jakości danych wejściowych”⁵¹². NBP podkreśla więc konieczność poprawy właściwości metodycznych wskaźników referencyjnych. Należy przy tym wyraźnie podkreślić, że erozja rynku niezabezpieczonych depozytów międzybankowych ma charakter trwały. W konsekwencji, nawet jeśli WIBOR można uznać za bardzo użyteczny z perspektywy części kontraktów kredytowych, to ograniczona głębokość rynku bazowego (międzybankowego rynku lokat niezabezpieczonych) znacznie utrudniałaby zapewnienie temu wskaźnikowi referencyjnemu długookresowej odporności i reprezentatywności.

Z kolei z badań Kapuścińskiego⁵¹³ wynika, że transmisja impulsów polityki pieniężnej do stawek WIRON jest pod wieloma względami bardziej zbliżona do transmisji do stawki POLONIA niż do stawek WIBOR. WIRON był rozważany jako nowy wskaźnik referencyjny⁵¹⁴, a jego konstrukcja, oparta na transakcjach

overnight, jest pod pewnymi względami zbliżona do logiki POLSTR. Z tego względu wyniki badań dotyczących WIRON mogą stanowić użyteczny, choć niedoskonały, punkt odniesienia przy ocenie potencjalnych skutków wprowadzenia POLSTR. Kapuściński wskazuje, że zarówno WIRON, jak i terminowe stopy składane oparte o WIRON reagują nie tylko na poziom stóp procentowych NBP, lecz także na elementy operacyjnych warunków płynnościowych, w szczególności na pozycję rezerwową sektora bankowego. Jednocześnie, ze względu na konstrukcję terminowych stawek WIRON, profil czasowy transmisji różni się od obserwowanego w przypadku terminowych stawek WIBOR. O ile WIBOR może wcześniej odzwierciedlać oczekiwane zmiany stóp procentowych, o tyle w przypadku stawek WIRON przełożenie impulsu monetarnego ma bardziej opóźniony i odmiennie rozłożony w czasie charakter. Oznacza to, że zmiana wskaźnika referencyjnego może wpływać nie tylko na siłę, lecz także na moment, kanały i rozkład w czasie oddziaływania polityki pieniężnej na warunki finansowe. Zarazem autor zastrzegł, że wnioski te oparto na krótkiej próbie z lat 2019–2022, dlatego powinny być traktowane ostrożnie.

Uzupełnieniem powyższych ustaleń są także wyniki badań Karwowskiego⁵¹⁵, który w analizie porównawczej WIBOR i WIRON wskazuje, że WIRON wykazuje przewagi metodologiczne w zakresie weryfikowalności, odporności, oparcia na danych transakcyjnych oraz mniejszej podatności na regularności kalendarzowe, zwłaszcza w segmencie overnight. Autor podkreśla jednak, że zarówno WIBOR, jak i WIRON trudno uznać za w pełni reprezentatywne dla kosztu refinansowania banków, co oznacza, że zasadność ich stosowania w innych segmentach rynku, takich jak kredyty hipoteczne, nie jest oczywista i wymaga odrębnej analizy. Wniosek ten sugeruje, że przewaga WIRON ma przede wszystkim charakter metodologiczny, lecz nie przesądza automatycznie o jego lepszym dopasowaniu do wszystkich zastosowań kontraktowych.

Z kolei badania Kagana, Soliwody i Gospodarowicza⁵¹⁶ dotyczyły specyficznego segmentu rynku

509 Financial Stability Board, *Interest rate benchmark reform: Overnight risk-free rates and term rates*, Financial Stability Board, 2 June 2021.

510 Por. Schimpf A., Sushko V., *Beyond LIBOR: a primer on the new reference rates*, “BIS Quarterly Review”, March 2019.

511 Principles for Financial Benchmarks. Final Report, OICU-IOSCO, July 2013, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/ioscoppd415.pdf> (22.02.2026).

512 Raport o stabilności systemu finansowego, NBP, czerwiec 2024 r., s. 8.

513 M. Kapuściński, *Interest rate pass-through to risk-free rates in Poland*, NBP Working Paper No. 358, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2023.

514 WIRON zastąpi WIBOR. KNF przedstawiła „Mapę Drogową” reformy, <https://www.money.pl/banki/wiron-zastapi-wibor-knf-przedstawil-mape-drogowa-reformy-6816953813322592a.html> (dostęp: 25.03.2026).

515 J. Karwowski, *How Much Is WIRON Better Than WIBOR?*, *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H*, 2024, <https://journals.umcs.pl/h/article/download/17285/12097> (dostęp: 24.03.2026).

516 A. Kagan, M. Soliwoda, M. Gospodarowicz, *Ocena efektów zastąpienia stopy WIBOR przez stawkę WIRON dla kredytów preferencyjnych w polskim rolnictwie*, *Zagadnienia Ekonomiki Rolnej*, 378(1) 2024.



kredytowego, tj. kredytów rolnych, w tym kredytów preferencyjnych. Z tego względu wnioski te nie mogą być automatycznie odnoszone do całego rynku finansowego, ale są cenne jako ilustracja zróżnicowanych skutków reformy wskaźników referencyjnych w zależności od rodzaju instrumentu i grupy interesariuszy. Autorzy wskazują m.in., że przejście na stawkę opartą na transakcjach overnight może prowadzić do obniżenia oprocentowania części kredytów udzielanych w przyszłości, przy czym skala tego efektu zależy od fazy polityki pieniężnej oraz poziomu stóp procentowych NBP. Analiza pokazuje również, że korzyści i koszty reformy nie rozkładają się równomiernie: obok części kredytobiorców potencjalnym beneficjentem może być także budżet państwa, podczas gdy banki mogą dążyć do kompensowania niższego oprocentowania poprzez prowizje i inne opłaty. W tym sensie badania te potwierdzają, że makroekonomiczne skutki reformy wskaźników referencyjnych zależą nie tylko od samej konstrukcji nowego wskaźnika referencyjnego, lecz również od struktury rynku kredytowego oraz sposobu podziału efektów między uczestników systemu finansowego.

Pierwszym obszarem oceny jest wpływ reformy wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Polsce na rynek bankowy i stabilność systemu finansowego. Pojęcie stabilności finansowej jest w literaturze ekonomicznej ujmowane na dwa zasadnicze sposoby. W węższym ujęciu oznacza ona brak okresów zakłóceń o charakterze systemowym⁵¹⁷. W szerszym ujęciu stabilność finansową definiuje się przez pryzmat zdolności systemu finansowego do ciągłego i efektywnego realizowania jego kluczowych funkcji, takich jak pośrednictwo finansowe, transformacja terminów zapadalności, alokacja oszczędności, wycena ryzyka oraz zapewnianie sprawnego obiegu płynności⁵¹⁸. Z tego powodu wpływ reformy wskaźników referencyjnych należy oceniać nie tylko przez pryzmat ryzyka wystąpienia kryzysu systemowego, lecz również przez jej oddziaływanie na jakość wykonywania podstawowych funkcji systemu finansowego. Oddziaływanie na stabilność finansową polega na tym, że im bardziej wskaźnik referencyjny odzwierciedla rzeczywiste warunki rynkowe, tym silniej wspiera prawidłową alokację kapitału oraz wycenę instrumentów finansowych.

Z naszych ocen wynika, że przejście na wskaźnik POLSTR powinno mieć pozytywne skutki dla rynku bankowego i stabilności finansowej m.in. poprzez:

1. ograniczenie ryzyka systemowego i wzmocnienie zaufania do infrastruktury rynku finansowego,
2. wzmocnienie funkcji wyceny instrumentów finansowych;
3. redukcję ryzyka „wysychania” (słabnięcia) rynku międzybankowego,
4. zmniejszenie podatności sektora bankowego na nagłe zmiany regulacyjne lub kwestionowanie podstaw prawnych istniejących umów.

Nowy wskaźnik referencyjny oparty na rzeczywistych transakcjach powinien ograniczać możliwość wystąpienia ryzyka systemowego, czyli zdarzeń, które mogłyby jednocześnie oddziaływać na wiele banków i kontraktów finansowych. Ryzyko związane z konstrukcją wskaźników referencyjnych może stanowić ryzyko systemowe, ponieważ dotyczy kluczowego elementu infrastruktury rynku finansowego, którego kwestionowanie oddziałuje na dużą liczbę instytucji i kontraktów finansowych. Ryzyko systemowe powstaje wówczas, kiedy nie jest ograniczone do pojedynczej instytucji kredytowej, może się rozprzestrzenić na cały system finansowy oraz stanowi zagrożenie dla stabilności finansowej. Wprowadzenie POLSTR, opartego na danych transakcyjnych, może długookresowo ograniczać ryzyko systemowe. Trzeba jednak podkreślić, że same stawki referencyjne co do zasady nie mają dużego potencjału do samodzielnego wywołania kryzysu systemowego. Ryzyko takie może natomiast pojawić się wówczas, gdy dochodzi do masowego podważania sposobu ich ustalania.

Wzmocnienie funkcji wyceny przez rynek finansowy wynika z tego, że nowy wskaźnik referencyjny stopy procentowej, czyli POLSTR, który jest oparty na bardziej reprezentatywnym rynku bazowym powinien lepiej odzwierciedlać rzeczywisty koszt krótkoterminowego pieniądza. Im mniejsze jest ryzyko arbitralności lub niereprezentatywności stawki, tym większa jest jakość sygnału cenowego wykorzystywanego przy wycenie aktywów, pasywów oraz instrumentów pochodnych. Ma to znaczenie zarówno dla zarządzania ryzykiem stopy procentowej w bankach, jak i dla alokacji kapitału w całej gospodarce.

517 Por. Financial Stability, <https://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/gfdr-2016/background/financial-stability> (dostęp: 11.03.2026).

518 Tamże.



Tabela nr 38. Struktura terminowa obrotów na krajowym rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych w 2023 i 2024 r. (w %)

Termin pierwotny lokaty	I połowa 2023 r.	II połowa 2023 r.	I połowa 2024 r.	II połowa 2024 r.
ON	97,5	98,0	98,9	99,3
T/N, S/N, S/W, 2W, 3W	0,8	0,4	0,2	0,0
1M, 2M, 3M, 6M, 9M, 1Y	0,0	0,3	0,0	0,0
Niestandardowe terminy	1,7	1,3	0,9	0,7
Ogółem	100	100	100	100

Źródło: Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2024 r., Warszawa 2025 r., s. 224.

Zwraca się uwagę, że „w Polsce rynek pożyczek międzybankowych nigdy nie odgrywał roli dominującego źródła pozyskiwania finansowania przez banki, a znacznie większe znaczenie miał w obszarze zarządzania krótkoterminową płynnością”⁵¹⁹. W strefie euro przed wybuchem globalnego kryzysu finansowego (2007) depozyty od monetarnych instytucji finansowych stanowiły łącznie 20,6% sumy bilansowej sektora bankowego, podczas gdy w Polsce tylko 6,7%⁵²⁰. Strukturę terminową obrotów na krajowym rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych w 2023 i 2024 r. (w %) przedstawiono w poniższej tablicy.

Z przedstawionych danych wynika, że krajowy rynek niezabezpieczonych lokat międzybankowych jest niemal całkowicie zdominowany przez transakcje jednodniowe ON, natomiast transakcje o dłuższych terminach zapadalności mają znaczenie marginalne

lub w ogóle nie występują. Oznacza to, że rynek bazowy dla stawek terminowych ma ograniczoną głębokość i płynność.

Reformę wskaźników referencyjnych należy więc powiązać z redukcją ryzyka tzw. „wysychania” rynku międzybankowego. Takie zjawisko wystąpiło po wybuchu globalnego kryzysu finansowego, prowadząc do problemów w zarządzaniu płynnością w sektorze bankowym i do zakłóceń w transmisji polityki pieniężnej. Rynek międzybankowy w warunkach kryzysu staje się bowiem dysfunkcyjny pomimo interwencji władz publicznych⁵²¹. „Jednodniowe stopy procentowe (RFR) są solidne, ponieważ są zakotwiczone w aktywnych, płynnych rynkach bazowych”⁵²². „Kontrastuje to z niedoborem transakcji bazowych na międzybankowych i hurtowych rynkach finansowania niezabezpieczonego, na podstawie których konstruowane są niektóre międzybankowe oferowane stopy procentowe (IBOR)”⁵²³. Nowe stopy referencyjne są obliczane na

519 M. Maciaszczyk, *Znikający rynek stawek WIBOR. Efekt zmian regulacyjnych dla wyceny stóp rynku międzybankowego w Polsce*, Bank i Kredyt 49(3), s. 224.

520 M. Liszewska, *Spadek znaczenia rynku międzybankowego jako źródła zarządzania płynnością banków w okresie pokryzysowym ze szczególnym uwzględnieniem segmentu niezabezpieczonych lokat międzybankowych*, Progress. Journal of Young Researchers 6/2019, s. 102.

521 F. Heider, M. Hoerova, C. Holthausen, *Liquidity hoarding and Interbank market spreads. The role of counterparty risk*, Working Paper Series No 1126, 2009, s. 7.

522 Interest rate benchmark reform. Overnight risk-free rates and term rates, Financial Stability Board, 2 June 2021, s. 1.

523 FSB (2017) Reforming major interest rate benchmarks: Progress report on implementation of July 2014 FSB recommendations, 10



podstawie bardziej płynnych rynków jednodniowych (overnight), co zwiększa prawdopodobieństwo ich reprezentatywności i dostępności także w okresach zawirowań gospodarczych. W ten sposób zmniejsza się ryzyko utraty reprezentatywności wskaźnika wynikające z niedostatecznej liczby transakcji na rynku bazowym, a tym samym obniża się podatność systemu bankowego na zakłócenia wynikające z osłabienia płynności rynku międzybankowego.

Niezależnie od oczekiwanych korzyści, analiza powinna uwzględniać również potencjalne negatywne skutki reformy, które mogą się zmaterializować. Po pierwsze, proces konwersji umów może prowadzić do podwyższonego ryzyka operacyjnego, w tym prawnego. Po drugie, reforma może przejściowo zwiększać niepewność co do sposobu ustalania oprocentowania oraz skutków ekonomicznych zastąpienia dotychczasowego wskaźnika nowym wskaźnikiem referencyjnym. Po trzecie, zmiana wskaźnika referencyjnego może powodować przejściowe zaburzenia w wycenie aktywów i pasywów, pomiary ryzyka stopy procentowej oraz w zarządzaniu bilansem banków. Jednak w długim okresie powinny przeważać korzyści związane z reformą. Założenie to opiera się na analizie mechanizmów wyznaczania wskaźników referencyjnych.

Drugim obszarem oceny są finanse publiczne, co ma istotne znaczenie w kontekście poziomu zadłużenia Polski oraz kosztów i ryzyka jego obsługi, w szczególności w odniesieniu do instrumentów dłużnych (obligacji) opartych na stopach referencyjnych. Przejście na wskaźnik POLSTR powinno mieć długookresowo pozytywne skutki dla finansów publicznych m.in. poprzez:

1. ograniczenie ryzyka fiskalnego związanego z instrumentami dłużnymi opartymi na stopach referencyjnych i zwiększenie przewidywalności kosztów obsługi długu publicznego,
2. poprawę wyceny aktywów i wzrost efektywności alokacji kapitału w gospodarce,
3. wzmocnienie wiarygodności kredytowej państwa i stabilności ratingowej.

Wprowadzenie nowych stóp referencyjnych może prowadzić do zwiększenia przewidywalności kosztów

obsługi długu publicznego, co może mieć istotne znaczenie dla stabilności budżetu państwa. Przejście na nowe stopy referencyjne może pozytywnie oddziaływać na postrzeganie Polski przez międzynarodowe agencje ratingowe, przede wszystkim poprzez ograniczenie ryzyka instytucjonalnego związanego z infrastrukturą finansową.

Dla oceny wiarygodności kredytowej państwa znaczenie ma bowiem nie tylko poziom długu i deficytu, ale także jakość otoczenia instytucjonalnego, przewidywalność mechanizmów rynkowych oraz odporność systemu finansowego na zakłócenia. Reforma zasad opracowywania wskaźników referencyjnych stopy procentowej może być zatem interpretowana jako element wzmacniania bezpieczeństwa prawnego i operacyjnego rynku finansowego, co w dłuższym okresie będzie prawdopodobnie sprzyjało stabilizacji premii za ryzyko wymaganej przez inwestorów nabywających polskie obligacje skarbowe.

Podkreślić należy jednak w sposób wyraźny, że nie oznacza to oczywiście automatycznego obniżenia kosztów długu publicznego, ponieważ na jego poziom wpływają również inne czynniki, takie jak polityka pieniężna, sytuacja fiskalna państwa, inflacja, koniunktura gospodarcza czy globalne warunki finansowe. Można jednak założyć, że wiarygodny wskaźnik referencyjny będzie wzmacniał instytucjonalne podstawy polskiego rynku długu publicznego.

Trzecim obszarem i zarazem ostatnim obszarem oceny jest wpływ na przewidywalność i transmisyjność polityki pieniężnej. Przejście na wskaźnik POLSTR powinno mieć długookresowo pozytywne skutki dla mechanizmu transmisji m.in. poprzez:

1. zwiększenie spójności między stopami polityki pieniężnej a stopami rynku pieniężnego,
2. prawdopodobne wzmocnienie skuteczności oddziaływania decyzji RPP na warunki finansowe w gospodarce.

Wpływ reformy na przewidywalność i transmisyjność polityki pieniężnej wynika z tego, że wskaźnik referencyjny stanowi jeden z podstawowych kanałów przenoszenia impulsów stopy procentowej banku centralnego do systemu finansowego i gospodarki realnej. Jeżeli wskaźnik referencyjny jest silniej zakotwiczony w rzeczywistych transakcjach rynku pieniężnego, to zmiany stóp procentowych banku centralnego znajdują bardziej bezpośrednie odzwierciedlenie w krótkoterminowych stopach rynko-



wych, a następnie w oprocentowaniu kredytów, depozytów, obligacji oraz instrumentów pochodnych.

W tym sensie przejście na POLSTR może zwiększać spójność pomiędzy operacyjnym wymiarem polityki pieniężnej a mechanizmem kształtowania rynkowej ceny pieniądza. Jednocześnie należy zastrzec, że większa spójność metodologiczna nie musi oznaczać szybszego przełożenia decyzji RPP na stawki wykorzystywane w umowach kredytowych. W przypadku stawek opartych na średniej skumulowanej z rynku overnight część impulsu monetarnego może przenosić się z opóźnieniem, co potwierdzają wstępne wyniki badań dotyczących WIRON. Z punktu widzenia polityki pieniężnej reforma może zatem poprawiać jakość sygnału cenowego, ale zarazem zmieniać profil czasowy transmisji.

Wprowadzenie POLSTR może częściowo zmienić sposób postrzegania relacji między stopami NBP a rynkowymi stopami procentowymi. Większego znaczenia w polityce pieniężnej może nabrać stopa depozytowa⁵²⁴. Nie oznacza to jednak, że stopa referencyjna NBP utraci znaczenie dla rynku finansowego, lecz mechanizm transmisji może stać się bardziej zależny od relacji między całym korytarzem

stóp procentowych banku centralnego a sytuacją płynnościową sektora bankowego.

Sumując przejście na nowy wskaźnik referencyjny powinno oddziaływać w kierunku wzmocnienia długookresowej stabilności polskiego sektora bankowego. Nowy wskaźnik prawdopodobnie będzie ograniczał również ryzyko sporów prawnych z klientami w przyszłości. Z doświadczeń z kredytami we frankach szwajcarskich wynika bowiem, że ryzyko prawne (sporów sądowych) wynikające z nieprecyzyjnych lub podatnych na zakwestionowanie elementów konstrukcji umów finansowych może w długim okresie generować istotne koszty dla sektora bankowego. Warto również podkreślić, że przejście z WIBOR na POLSTR nie powinno być interpretowane jako proste zastąpienie „lepszego” wskaźnika „gorszym” (lub odwrotnie), ponieważ oba wskaźniki referencyjne są zbudowane na odmiennych założeniach i pełnią nieco inną funkcję informacyjną. Reforma oznacza przede wszystkim zmianę paradygmatu konstrukcji stopy referencyjnej w kierunku wskaźnika, który jest zakotwiczony w historycznych danych transakcyjnych oraz który jest oparty na bardziej płynnym rynku bazowym. Taka konstrukcja otwiera przestrzeń do wzmocnienia stabilności polskiego sektora bankowego.

524 <https://bank.pl/polstr-juz-jest-zbp-apeluje-zeby-sie-dobrze-przygotowac-do-wprowadzenia-nowego-wskaznika/> (dostęp: 25.03.2026).

Wnioski końcowe oraz rekomendacje





1. Wnioski końcowe

Wniosek nr 1

Wskaźniki referencyjne typu IBOR pełnią funkcję znacznie szerszą niż tylko wyznaczanie oprocentowania kredytów. Są podstawą wyceny instrumentów finansowych i jednocześnie kanałem transmisji polityki pieniężnej do gospodarki. Łączą decyzje banku centralnego z kosztami finansowania gospodarki oraz efektywnością i funkcjonowaniem sektora bankowego. W związku z tym zmiany wskaźników mają konsekwencje nie tylko kontraktowe, ale również makroekonomiczne i systemowe. Wskaźniki referencyjne stopy procentowej typu IBOR powstały jako odpowiedź na potrzebę ujednolicenia kosztu finansowania i uporządkowania rozproszonego rynku opartego wcześniej na indywidualnych stopach bazowych. Ich znaczenie polegało na stworzeniu wspólnego benchmarku dla kredytów i instrumentów finansowych oraz zwiększeniu porównywalności między instytucjami finansowymi. Kluczową cechą była ich natura *forward-looking*, pozwalająca odzwierciedlać oczekiwany koszt pieniądza, co czyniło je szczególnie użytecznymi dla kontraktów o zmiennej stopie procentowej. Model ten dobrze funkcjonował w warunkach rozwiniętego rynku niezabezpieczonych pożyczek międzybankowych. Raport wskazuje więc, że wskaźniki typu IBOR były rozwiązaniem adekwatnym do konkretnej fazy rozwoju rynku finansowego.

Wniosek nr 2

Ewolucja modelu wskaźników referencyjnych miała charakter stopniowy jako efekt kolejnych przemian na rynkach finansowych. Regulacja wskaźników referencyjnych typu IBOR w Europie przeszła długą drogę od fazy samoregulacji do fazy pełnego uregulowania oraz nadzoru instytucjonalnego. Początkowo opierała się na zaufaniu, reputacji i praktykach rynkowych, co okazało się niewystarczające po kryzysie finansowym i problemach z wiarygodnością danych. Następnie pojawił się etap *soft law* (w postaci rekomendacji International Organization of Securities Commissions (IOSCO), rekomendacji Financial Stability Board (FSB) oraz rekomendacji EBA i ESMA z 2013 r. pt. *Principles for Benchmark-Setting Processes in the EU*). Etap ten pozwolił na uporządkowanie standardów dotyczących danych wejściowych, metody opracowywania wskaźnika i zarządzania nim. W szcze-

gólności rekomendacje International Organization of Securities Commissions (IOSCO) odegrały rolę pomostową między fazą samoregulacji, niepozabawioną jednak elementów kontrolnych, a fazą normatywną, w której o determinantach procesu ich opracowywania decyduje prawodawca unijny i prawodawcy krajowi. Z kolei rekomendacje Financial Stability Board (FSB) zalecały podjęcie reform polegających na wyłonieniu wskaźników referencyjnych wolnych od ryzyka jako wskaźników docelowych, a tym samym przygotowania rynku do przejścia na wskaźniki typu RFR.

Kulminacją było uchwalenie w 2016 r. rozporządzenia BMR, które stosuje się od 1 stycznia 2018 r. Rozporządzenie, o którym mowa, objęło proces opracowywania i zarządzania wskaźnikami referencyjnymi jednolitym reżimem prawnych. Raport wskazuje, że regulacja prawna podlega dalszej korekcie w kierunku zasady proporcjonalności. W wyniku zmian legislacyjnych w ramach przeglądu BMR obowiązujących od stycznia 2026 r. doszło do ograniczenia zakresu stosowania najbardziej rygorystycznych wymogów regulacyjnych wobec części wskaźników referencyjnych, w szczególności tych, które nie zostały zaklasyfikowane przez ich administratorów lub organy nadzoru jako wskaźniki kluczowe lub wskaźniki istotne. W praktyce oznacza to, że część wskaźników typu RFR, rozwijanych jako alternatywy dla stawek IBOR na rynkach lokalnych, funkcjonuje w reżimie regulacyjnym o niższym stopniu intensywności nadzorczej. Zjawisko to może prowadzić do powstania asymetrii regulacyjnej pomiędzy zreformowanymi wskaźnikami typu IBOR, które pozostają objęte pełnym reżimem BMR, a wskaźnikami typu RFR, które w większym stopniu korzystają z zasady proporcjonalności. Ma to szczególne znaczenie w odniesieniu do wskaźników typu RFR, które nie są opracowywane przez banki centralne, lecz przez podmioty prywatne, a tym samym nie korzystają z instytucjonalnych gwarancji związanych z funkcją publiczną i zapleczem statystycznym banków centralnych. W konsekwencji może to oznaczać relatywne osłabienie formalnych mechanizmów nadzorczych i kontrolnych w odniesieniu do wskaźników, które w założeniu mają pełnić docelową funkcję referencyjną na rynkach finansowych. W rezultacie trwałość i zdolność funkcjonowania wskaźników referencyjnych zależą obecnie nie tylko od ich fundamentów ekonomicznych, lecz również od ich pozycji w strukturze regulacyjnej oraz zakresu stosowanych wobec nich wymogów nadzorczych.



Wniosek nr 3

WIBOR jest przedstawiony jako klasyczny przykład wskaźnika referencyjnego typu IBOR przekształconego w ramach reżimu regulacyjnego, przy jednoczesnym zachowaniu jego fundamentalnych cech konstrukcyjnych. W szczególności wskaźnik ten pozostaje wskaźnikiem o charakterze *forward-looking*, powiązany funkcjonalnie z rynkiem międzybankowym oraz otoczeniem polityki pieniężnej, w szczególności ze stopą referencyjną NBP. Jego konstrukcja opiera się na danych wejściowych (kwotowaniach) przekazywanych przez banki, które są opracowywane przez banki z wykorzystaniem danych dotyczących transakcji na rynku bazowym i rynkach powiązanych z rynkiem bazowym, co koresponduje z koncepcją kaskady danych zgodnie z rozporządzeniem BMR. Jednocześnie należy podkreślić, że bezpośrednie oparcie wskaźników typu IBOR na danych wejściowych innych niż transakcje na rynku bazowym nie jest w świetle przepisów rozporządzenia BMR stanem nieprawidłowym. Rzeczywisty poziom transakcyjności na rynku bazowym wskaźnika referencyjnego nie może stanowić samostanowiącej podstawy oceny wskaźnika referencyjnego. Istotna jest bowiem zdolność wskaźnika referencyjnego do pomiaru rynku i realiów gospodarczych, którego pomiar jest jego celem, co może być zweryfikowane w szczególności poprzez ocenę reprezentatywności danych wejściowych dotyczących rynku bazowego, reprezentatywność panelu banków pełniących funkcję podmiotów przekazujących dane wejściowe względem całego sektora bankowego czy sposób reakcji wartości wskaźnika na zmieniające się realia gospodarcze oraz uwarunkowania płynnościowe w sektorze bankowym (przykładowo poprzez korelacje wartości wskaźnika referencyjnego z instrumentami polityki pieniężnej). W takim ujęciu należy więc oceniać zagadnienie integralności i reprezentatywności danych wejściowych.

Reforma wskaźników referencyjnych typu IBOR nie oznaczała zakwestionowania samej idei tych wskaźników, lecz była odpowiedzią na zmieniające się warunki funkcjonowania rynku, w szczególności spadek wolumenów transakcyjnych oraz potrzebę ograniczenia ryzyk związanych z wykorzystywaniem deklaracyjnych charakterem kontrybucji w procesie ich opracowywania. W konsekwencji doprowadziła ona do ewolucji metody opracowywania stawek IBOR w kierunku większego wykorzystania obserwowalnych danych rynkowych oraz wprowadzenia rozbudowanych mechanizmów nadzorczych i kontrolnych. Przejście do wskaźników opartych o mo-

del RFR oznacza próbę oparcia wskaźników referencyjnych na bardziej obserwowalnych i rzeczywistych danych. Reforma nie neguje zatem idei IBOR jako takiej, lecz wskazuje na zmianę warunków jego funkcjonowania.

WIBOR funkcjonuje pod ścisłym nadzorem Komisji Nadzoru Finansowego i jako jeden z kluczowych wskaźników referencyjnych w Unii Europejskiej ma szczególne znaczenie systemowe. Raport pokazuje więc, że kluczowy wskaźnik referencyjny WIBOR nie jest prostym reliktem starego modelu, lecz jego zreformowaną wersją. Dyskusja dotycząca tego wskaźnika powinna dotyczyć nie tyle „nowoczesności”, lecz dopasowania do obecnych wyzwań rynku i funkcji związanych z polityką pieniężną. Reforma unormowań obejmujących wskaźniki referencyjne stanowi rezultat procesu ewolucyjnego, w którym kolejne rozwiązania nie zastępują się całkowicie, lecz uzupełniają i modyfikują wcześniejsze modele.

Wniosek nr 4

Wskaźniki RFR są oparte na rzeczywistych transakcjach overnight. Ich konstrukcja różni się od klasycznych wskaźników typu IBOR, ponieważ mają charakter backward-looking oraz co do zasady nie obejmują komponentu premii za ryzyko kredytowe i termin. W konsekwencji wykorzystanie wskaźników RFR wiąże się z koniecznością odpowiedniego dostosowania metod wyceny instrumentów finansowych, konstrukcji umów oraz mechanizmów korekty wartości ekonomicznej kontraktów. Raport podkreśla, że wskaźniki RFR stanowią odrębną kategorię wskaźników referencyjnych, opartą na innej logice ekonomicznej i metodologicznej niż wskaźniki typu IBOR.

Wniosek nr 5

Rynek finansowy – jako środowisko o wysokiej dynamice i podatności na zmiany strukturalne – podlega stałej ewolucji, co znajduje odzwierciedlenie również w wymogach dotyczących metody wskaźników referencyjnych. Rozporządzenie BMR nie narzuca jednego, preferowanego modelu pomiaru rynku bazowego, lecz ustanawia ramy jakościowe, którym metoda powinna odpowiadać, w szczególności w zakresie przejrzystości, rzetelności, odporności oraz zdolności do reprezentatywnego odzwierciedlania realiów gospodarczych, których pomiar jest celem wskaźnika.



Zgodnie z konstrukcją normatywną rozporządzenia BMR, każdy wskaźnik referencyjny opiera się na dwóch fundamentalnych elementach: jasno zdefiniowanym rynku bazowym (stanowiącym rynek i realia gospodarcze, których pomiar jest celem w połączeniu z przedmiotem pomiaru wskaźnika) oraz metodzie, określającej sposób wyznaczania wartości wskaźnika. Relacja pomiędzy tymi elementami ma charakter funkcjonalny. Metoda powinna zapewniać zdolność wskaźnika do pomiaru rynku i realiów gospodarczych, których pomiar jest jego celem.

Rozporządzenie BMR dopuszcza szeroki katalog potencjalnych źródeł danych wejściowych, obejmujący zarówno dane transakcyjne, jak i inne dane rynkowe, w tym dane dotyczące transakcji z rynków powiązanych czy oceny eksperckie. W konsekwencji sposób pomiaru rynku bazowego może przyjmować różne formy, pod warunkiem zachowania zgodności z zasadami określonymi w przywołanym rozporządzeniu. Kluczowe znaczenie ma nie sam wybór konkretnej metody, lecz jej zdolność do zapewnienia reprezentatywności wskaźnika w odniesieniu do rynku, który ma on mierzyć. W tym ujęciu zmienność metody nie stanowi odstępstwa od wymogów regulacyjnych, lecz ich naturalną konsekwencję. Rozporządzenie BMR zakłada bowiem konieczność cyklicznej walidacji danych i weryfikacji zdolności wskaźnika do pomiaru rynku bazowego oraz umożliwia jego dostosowywanie do zmieniających się warunków rynkowych. Tym samym ewolucja metody stanowi integralny element utrzymania zgodności wskaźnika z wymogami regulacyjnymi oraz zachowania jego funkcji ekonomicznej w systemie finansowym.

Ewolucja metod opracowywania wskaźników referencyjnych takich jak EURIBOR, WIBOR czy STIBOR stanowi modelowy przykład adaptacyjnego rozwoju stawek typu IBOR w ramach reżimu rozporządzenia BMR. Pomimo strukturalnych ograniczeń rynku pieniężnego (w szczególności spadku liczby transakcji na rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych) czy lokalnych ograniczeń prawnych, podatkowych czy organizacyjnych hamujących transakcyjność na rynku międzybankowym, administratorzy tych wskaźników zachowali zdolność do stopniowego wzmacniania ich reprezentatywności, transparentności oraz odporności poprzez modyfikację metody i rozszerzanie zakresu, sposobu wykorzystania i źródeł danych wykorzystywanych do przygotowania przez podmioty przekazujące dane danych wejściowych. Ta ewolucja ma charakter ciągłego procesu, w oparciu o cykliczne przeglądy

metody oraz oceny zdolności wskaźnika do pomiaru rynku bazowego, wymagane przez rozporządzenie BMR. Prowadzi to do systematycznego dostosowywania metody do zmieniających się realiów rynkowych. Istotne znaczenie ma przy tym fakt, że konstrukcja metod wskaźników typu IBOR pozostawia nadal przestrzeń do dalszego ich rozwoju. W szczególności możliwe są rozszerzanie zakresu kwalifikowalnych transakcji poprzez modyfikację progów kwalifikowalności, parametrów inkrementalności czy też poprzez uwzględnianie nowych segmentów rynku powiązanego. Możliwy jest także rozwój metod agregacji danych oraz zwiększanie liczby i różnicowania podmiotów przekazujących dane. Dodatkowo, w określonych warunkach możliwe jest wzmacnianie ram funkcjonowania panelu poprzez działania prawne i organizacyjne, którą przyczynią się do zwiększenia aktywności transakcyjnej uczestników rynku na rynku bazowym wskaźników.

Powyższe doświadczenia wskazują, że reforma wskaźników typu IBOR w Europie przyjęła charakter ewolucyjny, polegający na ich dostosowywaniu do wymogów regulacyjnych i zmian strukturalnych rynku, a nie koniecznie na ich systemowym zastąpieniu. W konsekwencji model ten wpisuje się w szerszą architekturę rynku referencyjnych stóp procentowych, opartą na współistnieniu zreformowanych wskaźników IBOR oraz wskaźników typu RFR, pełniących komplementarne funkcje w systemie finansowym

Wniosek nr 6

Reforma wskaźników referencyjnych na świecie, w tym planowane zastąpienie WIBOR wskaźnikiem POLSTR, powinna być ujmowana jako element szerszego procesu modernizacji i dywersyfikacji infrastruktury rynku finansowego, a nie jako implikacja normatywnej nieadekwatności modelu IBOR. W szczególności rozwój wskaźników typu RFR, opartych na danych transakcyjnych i konstrukcji *backward-looking*, pełni funkcję komplementarną wobec wskaźników typu IBOR, które zawierają komponent ryzyka kredytowego i oczekiwań co do przyszłych stóp procentowych. Z perspektywy regulacyjnej reforma ma charakter prospektywny i systemowy, ukierunkowany na zwiększenie odporności i transparentności wskaźników referencyjnych, a nie „sanacyjny” wobec historycznie stosowanych stawek. W konsekwencji, w analizie prawnej konieczne jest wyraźne rozróżnienie pomiędzy decyzją o zmianie wskaźnika referencyjnego jako elementem polityki regulacyjnej a oceną



zgodności z prawem umów zawartych w oparciu o WIBOR, który funkcjonował w ramach obowiązującego reżimu BMR.

Reforma wskaźników referencyjnych w Europie nie przyjęła jednego standardowego modelu, lecz różne ścieżki dostosowane do struktury danego rynku oraz uwarunkowań historycznych i ekonomicznych. W strefie euro utrzymano EURIBOR i wprowadzono €STR, tworząc model hybrydowy. W innych krajach rozwijano własne wskaźniki typu RFR, jak: SWESTR, DESTR, NOWA, SONIA oraz SARON. Niektóre mniej płynne rynki, w tym również sąsiadujące z Polską, zdecydowały się pozostać przy stawkach IBOR bez większych zmian (przykładowo Czechy oraz Węgry). Analiza reform, do których doszło w różnych porządkach prawnych, prowadzi do wniosku, że w państwach europejskich występują różne modele przejścia z wskaźników typu IBOR na wskaźniki typu RFR. Zasadniczo można wyróżnić dwa modele.

Pierwszy model ma charakter komplementarny (hybrydowy). Zakłada on współistnienie wskaźnika typu IBOR, dostosowanego do wymagań rozporządzenia BMR oraz nowego wskaźnika typu RFR. Wskaźnik typu RFR w takim modelu jest docelowym wskaźnikiem, który będzie współistniał ze wskaźnikiem typu IBOR. Najpełniej taki model realizowany jest na poziomie strefy euro, gdzie obok reformy wskaźnika referencyjnego typu IBOR (EURIBOR) rozwijany jest wskaźnik RFR, bez planów wygaszania wskaźnika typu IBOR. Podobne podejście, zbliżone do modelu europejskiego, zostało przyjęte w Japonii. Utrzymano tam stawkę typu *forward-looking*, zmieniając jednocześnie jej nazwę z LIBOR JPY na TIBOR (*Tokyo Interbank Offered Rate*). Równolegle Bank Japonii, analogicznie do działań EBC, skoncentrował się na rozwoju istniejącej stawki typu RFR, która funkcjonowała na rynku japońskim już od końca lat 80 XX w. i tym samym w 2016 r. rozpoczęto publikację stawki TONA (nazywana także jako TONAR, *Tokyo Overnight Average Rate*).

W tym zakresie występują dwa dodatkowe rozwiązania polegające na tymczasowym utrzymaniu wskaźnika typu IBOR przez czas oznaczony bądź nieoznaczony. Moment zaprzestania opracowywania wskaźnika IBOR może być z góry nieoznaczony, jak w szwedzkim, duńskim bądź norweskim porządku prawnym, bądź oznaczony, jak w polskim porządku prawnym. Utrzymanie choćby tymczasowe wskaźnika typu IBOR powinno być co do zasady możliwe wszędzie tam, gdzie nie występuje problem reprezentatywności i integralności danych wejściowych oraz istnieje realna możliwość rozwoju modelu komplementarnego.

Niesie to ze sobą pewne ryzyka związane z chociażby fragmentaryzacją rynku wskaźników referencyjnych czy dodatkowymi kosztami związanymi z koniecznością opracowywania, zarządzania i nadzoru nad różnymi wskaźnikami referencyjnymi.

Drugi model to całkowite wygaszenie wskaźnika typu IBOR i przejście na wskaźnik typu RFR. W brytyjskim oraz szwajcarskim porządku prawnym reforma wskaźników referencyjnych, odmiennie niż w innych porządkach prawnych, miała charakter zakładający całkowite wygaszenie wskaźnika typu IBOR. Jest to konsekwentny model reformy, który był uwarunkowany wydarzeniami historycznymi oraz specyfiką porządku prawnego funkcjonującego w Wielkiej Brytanii. Dodatkowo, jego bezpośrednią przyczyną była wystąpienie zdarzeń przewidzianych przez rozporządzenie BMR, obejmujących zmniejszenie panelu podmiotów przekazujących dane i ogłoszenie organu nadzoru dotyczące utraty reprezentatywności przez stawki LIBOR GBP oraz LIBOR CHF. Taki model nie generuje problemu fragmentaryzacji wskaźników referencyjnych. Spójne przejście z wskaźnika LIBOR na wskaźnik wolny od ryzyka SONIA zwiększyło stabilność i przejrzystość brytyjskiego rynku finansowego. Analogicznie w Szwajcarii stało się z zaprzestaniem opracowywania wskaźnika LIBOR CHF i przejściem na wskaźnik typu RFR, a więc SARON. Model całkowitego wygaszania wskaźnika typu IBOR służy bowiem ujednoliceniu rynku w zakresie umów i instrumentów finansowych. Może nieść ze sobą jednak pewne ryzyka, jak ocena mechanizmu konwersji istniejących umów czy zapewnienie ekonomicznego ekwiwalentności świadczeń po konwersji (w tym problem spreadu korygującego).

Wniosek nr 7

Analiza porównawcza wskazuje, że model reformy przyjęty w Polsce jest w swojej konstrukcji instytucjonalnej zasadniczo spójny z rozwiązaniami stosowanymi w innych rozwiniętych jurysdykcjach. Kluczowym elementem tego modelu jest funkcjonowanie Narodowej Grupy Roboczej ds. reformy wskaźników referencyjnych, która pełni rolę platformy koordynacyjnej o charakterze ekspercko-doradczym, skupiającej przedstawicieli administracji publicznej, organów nadzoru, banku centralnego, administratora wskaźników oraz uczestników rynku finansowego. Analogiczne struktury zostały powołane m.in. w strefie euro (EU Working Group on Euro Risk-Free Rates), Wielkiej Brytanii (Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates), Stanach Zjednoczonych (ARRC)



czy Szwajcarii (National Working Group on Swiss Franc Reference Rates). Ich wspólną cechą jest brak kompetencji normotwórczych przy jednoczesnym pełnieniu funkcji koordynacyjnej, polegającej na wypracowywaniu harmonogramów i scenariuszy działań w ramach predefiniowanych założeń związanych z reformą wskaźników referencyjnych, rekomendacji rynkowych oraz standardów dokumentacyjnych. Podobnie jak w innych jurysdykcjach, działalność NGR obejmuje szeroki zakres zagadnień, w tym wsparcie rozwoju rynku alternatywnego wskaźnika referencyjnego, budowy infrastruktury rynkowej, przygotowania rekomendacji dotyczących klauzul awaryjnych oraz koordynacji działań komunikacyjnych i edukacyjnych. Model ten odpowiada utrwalonemu na poziomie międzynarodowym podejściu, zgodnie z którym reforma wskaźników referencyjnych wymaga współdziałania sektora publicznego i prywatnego oraz stopniowego wypracowywania rozwiązań rynkowych przed ewentualnym zastosowaniem instrumentów o charakterze publicznoprawnym przewidzianych w rozporządzeniu BMR.

Na tym tle model polski wykazuje jednak istotną odrębność. W przeciwieństwie do innych jurysdykcji europejskich, reforma została od początku osadzona w ramach z góry określonego scenariusza, przewidującego zaprzestanie opracowywania Stawek Referencyjnych WIBID/WIBOR w określonym horyzoncie czasowym jako elementem harmonogramu reformy. Należy jednak podkreślić, że horyzont ten ma charakter wyłącznie założenia scenariuszowego, stanowiącego podstawę konstrukcji sekwencyjnej reformy, i nie może być utożsamiany ani z decyzją o zaprzestaniu opracowywania wskaźnika referencyjnego, ani z określeniem momentu wystąpienia zdarzenia regulacyjnego w rozumieniu rozporządzenia BMR, gdyż jak wskazano w raporcie – NGR takich kompetencji, jako ciało ekspercko-doradcze, nie posiada. Przyjęcie takiego podejścia wywiera jednak istotny wpływ na dynamikę całego procesu. Z jednej strony prowadzi do przyspieszenia prac nad wdrożeniem wskaźnika typu RFR oraz mobilizuje uczestników rynku do dostosowania infrastruktury, produktów i dokumentacji umownej. Z drugiej strony powoduje, że rozwój rynku opartego na nowym wskaźniku odbywa się w warunkach silnej presji czasowej spowodowanej chęcią realizacji złożonego scenariusza, co wpływa na sposób kształtowania płynności rynku, oczekiwania nadzorcze oraz zakres interwencji strony publicznej. Istotne znaczenie ma również ryzyko bazowe i ryzyko konwencji, wynikające z równoległego funkcjonowania odmiennych modeli naliczania odsetek (*forward-looking* oraz *backward-looking*), które mogą prowadzić do strukturalnych niedopasowań po-

między aktywami i instrumentami zabezpieczającymi. Model ten generuje także podwyższone ryzyko prawne, związane ze zróżnicowaniem konstrukcji klauzul awaryjnych w istniejących umowach oraz koniecznością ich stosowania w warunkach z góry określonego harmonogramu reformy. Dodatkowo, skala i złożoność procesu konwersji zwiększają ryzyko operacyjne i wymagają wysokiego poziomu koordynacji działań po stronie uczestników rynku. W konsekwencji model polski, obok efektu mobilizacyjnego, wiąże się z podwyższonym profilem ryzyka w fazie przejściowej transformacji rynku. W kontekście mitygantów dla tych ryzyk należy w szczególności zwrócić uwagę na to, że przesunięcie daty zaprzestania opracowywania WIBOR do 2030 r. skutkowałoby redukcją ekspozycji sektora bankowego o ponad połowę, a wydłużenie tego horyzontu do 2035 r. prowadziłoby do dalszego ograniczenia ekspozycji do poziomu ok. 25–30% aktywów. Nie eliminuje to w całości problemu strukturalnego, wynikającego z długoterminowego charakteru produktów kredytowych, lecz daje realny czas uczestnikom rynku na zapewnienie umownych mechanizmów konwersji. Należy ponadto podkreślić, że przyjęcie modelu reformy opartego na założeniach scenariuszowych, w którym horyzont zaprzestania opracowywania wskaźnika referencyjnego ma charakter planistyczny, a nie normatywny, implikuje jego inherentną elastyczność. W konsekwencji, dopóki nie dojdzie do formalnej materializacji przesłanek przewidzianych w rozporządzeniu BMR, w szczególności tych warunkujących możliwość zastosowania mechanizmów z art. 23c przywołanego aktu, przyjęty w mapie drogowej horyzont czasowy nie ma charakteru wiążącego i może podlegać zmianom. Oznacza to, że data ta pełni funkcję orientacyjną w procesie zarządzania transformacją rynku, natomiast nie determinuje ani momentu zaprzestania opracowywania wskaźnika referencyjnego przez administratora, ani momentu wystąpienia zdarzenia regulacyjnego w rozumieniu rozporządzenia BMR, które pozostają uzależnione od spełnienia przesłanek ustawowych oraz właściwych decyzji regulacyjnych.

Wniosek nr 8

Analiza reform wskaźników referencyjnych w Europie oraz innych głównych jurysdykcjach prowadzi do wniosku, że dominującym rozwiązaniem instytucjonalnym stało się powierzenie opracowywania wskaźników typu RFR bankom centralnym. W niektórych jurysdykcjach zdecydowano się na reformę istniejących stawek RFR opracowywanych przez bank centralny, a w niektórych stworzono zupełnie nowe stawki. Model ten znajduje uzasadnienie zarówno



w uwarunkowaniach regulacyjnych, jak i operacyjnych. Banki centralne – jako instytucje odpowiedzialne za prowadzenie polityki pieniężnej oraz monitorowanie rynku pieniężnego – dysponują bezpośrednim dostępem do wysokiej jakości danych transakcyjnych oraz rozwiniętą infrastrukturą statystyczną, co umożliwia opracowywanie wskaźników w sposób oparty na szerokim i reprezentatywnym zbiorze danych. Jednocześnie ich szczególny status instytucjonalny, w tym wyłączenie spod bezpośredniego stosowania części wymogów rozporządzenia BMR, pozwala na elastyczne kształtowanie metodologii przy zachowaniu wysokich standardów przejrzystości i kontroli. Powierzenie opracowywania wskaźników typu RFR bankom centralnym prowadzi w konsekwencji do wzmocnienia postrzeganej transparentności, odporności oraz stabilności tych wskaźników. Prowadzi to także do ograniczenia ryzyka konfliktu interesów oraz wzmacnia zaufanie uczestników rynku. Model ten wpisuje się w rekomendacje wypracowane na poziomie międzynarodowym, w szczególności przez FSB oraz IOSCO. Stanowi on jeden z kluczowych elementów nowej architektury rynku wskaźników referencyjnych, opartej na komplementarnym współistnieniu wskaźników typu IBOR opracowywanych przez podmioty prywatne oraz wskaźników typu RFR opracowywanych przez banki centralne.

Wniosek nr 9

Doświadczenia strefy euro pokazują, że reforma wskaźników referencyjnych może zwiększać powiązanie z polityką pieniężną, ale jednocześnie komplikować nieco strukturę rynku. Wskaźnik €STR lepiej odzwierciedla operacyjną rzeczywistość Europejskiego Banku Centralnego, lecz EURIBOR nadal pełni funkcję kontraktową. Rynek w pewnym sensie potrzebuje zatem dwóch typów wskaźników: jednego bliższego polityce pieniężnej i drugiego bardziej użytecznego dla bieżących transakcji i kontraktów terminowych. Reforma nie upraszcza systemu jako takiego, lecz go różnicuje. Model RFR nie zawsze zastępuje IBOR, lecz go w wielu aspektach uzupełnia jako alternatywny, ale w założeniu docelowy wskaźnik referencyjny.

Wniosek nr 10

Reforma wskaźników referencyjnych w Polsce ma charakter systemowy, ponieważ skala zastosowania WIBOR obejmuje cały sektor finansowy. Dotyczy jednocześnie nowych produktów i konwersji

istniejących umów, co generuje potencjalne ryzyka operacyjne i prawne. Powodzenie reformy zależy od sprawnego przeprowadzenia obu tych procesów. Kluczowe znaczenie mają ramy prawne, komunikacja i przygotowanie rynku. Reforma jest więc testem zdolności krajowego systemu finansowego do zarządzania zmianą wskaźnika referencyjnego, a nie tylko oceną jakości samego POLSTR. Ocena reformy wskaźników referencyjnych w Polsce musi łączyć zarówno perspektywę prawną, rynkową jak i makroekonomiczną. Raport analizuje nie tylko konstrukcję POLSTR, ale także jego wpływ na politykę pieniężną, użytkowników i stabilność systemu. Wskaźnik referencyjny jest elementem szerszego ładu gospodarczego, a nie wyłącznie narzędziem technicznym. Kluczowe jest więc nie tylko jego bezpieczeństwo, ale także koszt przejścia na nowe standardy, jak i jakość konwersji. Wskaźnik referencyjny musi być zatem wiarygodny, reprezentatywny, użyteczny i systemowo bezpieczny.

2 Rekomendacje

Rekomendacja nr 1

Proces reformy wskaźników referencyjnych w Polsce powinien uwzględniać fakt, że WIBOR pełni funkcję nie tylko kontraktową, ale także systemową, w tym w transmisji polityki pieniężnej. Z tego względu ewentualne wygaszanie jego roli powinno następować stopniowo i w sposób kontrolowany. Należy unikać gwałtownego zastąpienia wskaźnika WIBOR wskaźnikiem typu RFR bez uwzględnienia jego funkcji ekonomicznych oraz bez zapewnienia możliwości odzwierciedlenia premii za ryzyko kredytowe i termin w inny sposób. Rekomendowane jest utrzymanie modelu komplementarnego, w którym oba typy wskaźników współistnieją tymczasowo. W tym kontekście rekomendowana jest aktualizacja mapy drogowej NGR poprzez odłożenie w czasie, przynajmniej do roku 2035, fazy finalizacji. Pozwoli to ograniczyć ryzyka dla stabilności rynku finansowego. W tym kontekście zasadne jest dalsze rozwijanie metody opracowywania WIBOR w ramach reżimu rozporządzenia BMR, w szczególności poprzez wzmacnianie reprezentatywności danych wejściowych, rozwój zakresu rynków powiązanych oraz utrzymanie adekwatnej struktury panelu podmiotów przekazujących dane. Jednocześnie rekomenduje się utrzymanie WIBOR co najmniej w perspektywie umożliwiającej uporządkowane wygaszenie większości portfela legacy, przy jednoczesnym ogra-



niczaniu nowej produkcji opartej o ten wskaźnik. Podejście to pozwala na zachowanie stabilności kontraktowej oraz ograniczenie ryzyk prawnych i operacyjnych związanych z konwersją umów. W procesie tranzycji należy preferować rozwiązania kontraktowe, w szczególności oparte o jednoznaczną zgodę klienta lub oparte na klauzulach awaryjnych zgodnych z art. 28 ust. 2 BMR jako podstawowy mechanizm konwersji w kierunku wskaźników typu RFR, przy traktowaniu instrumentów publicznoprawnych (w tym mechanizmów z art. 23c BMR) jako rozwiązań o charakterze subsydiarnym.

Rekomendacja nr 2

Prawodawca i instytucje wspierające wdrażanie reformy powinni konsekwentnie wzmacniać transparentność i zrozumiałość mechanizmu działania wskaźników referencyjnych, w szczególności w relacji do konsumentów. Kluczowe jest zwiększenie świadomości różnic między wskaźnikami *forward-looking* (IBOR) i *backward-looking* (RFR). Rekomenduje się prowadzenie kampanii edukacyjnych i informacyjnych związanych z zasadami korzystania z nowych wskaźników referencyjnych. Rekomenduje się także standaryzację informacji przekazywanych klientom oraz uproszczenie i ujednolicenie komunikacji dotyczącej konstrukcji wskaźników referencyjnych. Działania te powinny zmniejszyć ryzyko sporów prawnych i błędnej percepcji wskaźników. W długim okresie wzmocni to zaufanie do rynku finansowego.

Rekomendacja nr 3

W procesie opracowywania POLSTR należy zapewnić maksymalne oparcie wskaźnika na rzeczywistych danych transakcyjnych oraz ich wysokiej jakości. Równocześnie konieczne jest utrzymanie przejrzystości metody opracowywania wskaźnika referencyjnego oraz jasnych zasad zarządzania wskaźnikiem zgodnych z rozporządzeniem BMR. Rekomenduje się regularną publiczną ewaluację reprezentatywności wskaźnika i jego adekwatności rynkowej. Takie podejście zwiększy wiarygodność POLSTR i ograniczy ryzyko utraty zaufania. W tym kontekście rekomenduje się podjęcie działań mających na celu zapewnienie odpowiedniego statusu regulacyjnego wskaźnika POLSTR oraz stóp składanych opartych na POLSTR poprzez ich kwalifikację jako wskaźników kluczowych lub wskaźników istotnych w rozumieniu rozporządzenia BMR. Działanie

to pozwoliłoby na objęcie tych wskaźników pełnym reżimem regulacyjnym i nadzorczym, co jest szczególnie istotne w świetle zidentyfikowanej w raporcie tendencji do różnicowania intensywności nadzoru w wyniku stosowania zasady proporcjonalności. Włączenie POLSTR do pełnego reżimu BMR przyczyniłoby się do wzmocnienia jego wiarygodności, transparentności oraz zaufania uczestników rynku, a także ograniczenia ryzyk związanych z potencjalną asymetrią regulacyjną pomiędzy wskaźnikami typu IBOR i RFR.

Rekomendacja nr 4

Należy rozwijać rozwiązania umożliwiające efektywne wykorzystanie wskaźników RFR w umowach i instrumentach finansowych, w tym poprzez budowę struktur terminowych (*term rates*) oraz stosowanie odpowiednich spreadów korygujących, co ma istotne znaczenie również z punktu widzenia zarządzania ryzykiem stopy procentowej. Bez tych narzędzi zastosowanie POLSTR w umowach kredytu, innych umowach oraz instrumentach finansowych może być ograniczone. Rekomenduje się koordynację działań między sektorem bankowym, NBP i regulatorami w tym zakresie. Istotne jest także zapewnienie spójności metod kalkulacji między instytucjami. Pozwoli to zachować funkcjonalność ekonomiczną wskaźników w praktyce rynkowej.

Rekomendacja nr 5

Rekomenduje się kontynuowanie działań zmierzających do rozwoju krajowego ekosystemu wskaźników referencyjnych, w tym poszukiwanie i rozwijanie alternatywnych rozwiązań komplementarnych wobec POLSTR. W szczególności zasadne jest prowadzenie dalszych prac analitycznych nad rozwojem wskaźników opartych na innych segmentach rynku pieniężnego, takich jak wskaźnik WRR, a także analiza możliwości wykorzystania stawki POLONIA jako podstawy do konstrukcji wskaźników terminowych, w tym także opracowywanych przez bank centralny. Rekomendowane jest także utrzymanie publikacji wskaźników referencyjnych z rodziny WIRON przy jednoczesnym ich odpowiednim repozycjonowaniu w architekturze krajowego systemu wskaźników referencyjnych. W szczególności zasadne jest traktowanie WIRON jako wskaźnika komplementarnego wobec POLSTR, potencjalnie znajdującego zastosowanie w wybranych segmentach rynku, w których istotne jest szersze odzwierciedlenie warunków



finansowania, w tym komponentu kredytowego lub specyfiki transakcji depozytowych. Zasadne jest także rozważanie przez podmioty nadzorowane wskaźników z rodziny WIRON jako wskaźników alternatywnych dla POLSTR (o ile będzie to możliwe i zasadne w rozumieniu BMR). Działania te powinny być ukierunkowane na zwiększenie odporności rynku finansowego poprzez dywersyfikację dostępnych wskaźników referencyjnych, ograniczenie ryzyka koncentracji oraz stworzenie warunków do rozwoju płynnych rynków instrumentów finansowych opartych o różne typy wskaźników.

Rekomendacja nr 6

Ewentualny proces konwersji umów z WIBOR na POLSTR powinien być przeprowadzony w sposób uporządkowany, przewidywalny i oparty na jednoznacznych podstawach prawnych. Kluczowe jest zapewnienie ochrony ciągłości kontraktów oraz ograniczenie ryzyka sporów sądowych i innych form ryzyka prawnego, w tym wynikających z niejednolitej praktyki rynkowej. Rekomenduje się przyjęcie jednolitych stan-

dardów konwersji oraz mechanizmów kompensacyjnych. Istotne jest także odpowiednie *vacatio legis* i czas na dostosowanie systemów operacyjnych. Takie podejście ograniczy ryzyko systemowe reformy.

Rekomendacja nr 7

Reforma wskaźników referencyjnych powinna być oceniana i prowadzona w sposób zintegrowany, z uwzględnieniem jej wpływu na politykę pieniężną, rynek finansowy, w tym sektor bankowy oraz użytkowników końcowych. Rekomenduje się bieżące monitorowanie korelacji POLSTR z instrumentami polityki pieniężnej Narodowego Banku Polskiego oraz jej wpływu na transmisję monetarną. Należy także analizować skutki makroekonomiczne reformy, w tym w szczególności w zakresie kosztu kredytu i stabilności rynku finansowego. W proces ten powinny być zaangażowane możliwie wszystkie kluczowe instytucje publiczne. Zapewnić to może spójność, efektywność i bezpieczeństwo planowanej reformy, co w konsekwencji może być decydujące dla jej ostatecznego sukcesu

Bibliografia





Wykaz literatury⁵²⁵

Abascal M., Alonso T., Mayordomo S., *Fragmentation in European Financial Markets*, "BBVA Research Working Paper" 2013, N° 14/18.

Altavilla C., Canova F., Ciccarelli M., *Mending the broken link*, "Journal of Monetary Economics" 2020.

Antkiewicz S., Wyrzykowska-Antkiewicz M., *Emisje obligacji samorządowych w trójmiejskich gminach na tle Polski [w:] Potencjał aglomeracji Trójmiasta i metodyka pomiaru jego wykorzystania*, red. L. Balcerowicz, Gdańsk 2023.

Bełdowski J., Szczeńiak P., *Wprowadzenie*, [w:] *WIBOR. Aktualne problemy prawne*, red. J. Bełdowski, P. Szczeńiak, Lublin 2024.

Bełdowski J., *WIBOR. Praktycznego uwagi prawne i ekonomiczne*, Warszawa 2023.

Bernanke B.S., Gertler M., *Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission*, "Journal of Economic Perspective" 1995, Vol. 9, No. 4.

Blocher M., Brzezicki T., *Ustawowe zastąpienie wskaźnika referencyjnego zgodnie z rozporządzeniem BMR*, "Monitor Prawniczy" 2023, nr 9.

Bredl S., *Regional loan market structure and monetary transmission*, "Deutsche Bundesbank Discussion Paper", 2025.

Bukalska E. M., Skibińska-Fabrowska I. E., *Polityka pieniężna i finansowanie zrównoważonego rozwoju – rola obligacji korporacyjnych*, Lublin 2024.

Calza A., Monacelli T., Stracca L., *Housing finance and monetary policy*, "Journal of the European Economic Association", 2013, vol. 11.

Chłopecki A., *Wpływ zmiany wskaźników referencyjnych na zakres obowiązków umownych stron w umowie kredytu bankowego*, "Monitor Prawa Bankowego" 2022, nr 6.

Cour-Thimann P., Winkler B., *The ECB's non-standard monetary policy measures*, ECB Working Paper No. 1528, 2013.

Demchuk O., Łyziak T., Przystupa J., Sznajderska A., Wróbel E., *Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce. Co wiemy w 2011 roku*, NBP, grudzień 2011.

Duffie D., Stein J. C., *Reforming LIBOR and Other Financial Market Benchmarks*, "Journal of Economic Perspectives" 2015, nr 2.

Egan P., McQuinn K., *Interest Rate Pass-Through in Euro Area Mortgage Markets*, "CESifo Economic Studies", 2023, vol. 69, no. 4.

Ercegovic R., *ECB quantitative tightening: Euribor-Oversight Index Swap spread and transmission mechanism efficiency*, Bank i Kredyt, 2025, vol. 56, nr 2.

Fiedler S. et al., *Effectiveness of Unconventional Monetary Policy in the Euro Area*, Credit and Capital Markets, 2017.

Fink F., *The impact of SNB monetary policy on Swiss franc and longer-term interest rates*, "International Journal of Central Banking", 2024, vol. 20, no. 1.

Flotyński M., Nagórka J., *Monetarne uwarunkowania działalności przedsiębiorstw finansowych w świetle działań Europejskiego Banku Centralnego*, [w:] *Wpływ otoczenia międzynarodowego na funkcjonowanie przedsiębiorstw w Polsce*, red. A. Baszyński, R. Kamiński, Poznań 2022.

Fryc J., *POLSTR zastąpi WIBOR. Jak wpłynie to na fundusze?*, analizy.pl, 03.12.2025.

Fryc J., *POLSTR zastąpi WIBOR. Jak wpłynie to na fundusze?* analizy.pl, 03.12.2025.

Gwizdała J., *Instrumenty pochodne w ograniczaniu ryzyka stopy procentowej w bankach komercyjnych*, "Zeszyty Naukowe. Finanse, rynki finansowe, Ubezpieczenia" 2013, nr 60.

Heider F., Hoerova M., Holthausen C., *Liquidity hoarding and Interbank market spreads. The role of counterparty risk*, Working Paper Series No 1126, 2009, s. 7.

Holton S., Rodríguez d'Acuña C., *Interest rate pass-through since the euro area crisis*, "Journal of Banking & Finance", 2018, vol. 96.

⁵²⁵ Z uwagi na obszerność bazy źródłowej raportu inne opracowania niż wymienione, w tym dokumenty, raporty, komunikaty i strony internetowe nie są ujmowane w wykazie załącznikowym.



Hristov N., Hülsewig O., Wollmershäuser T., *Interest rate pass-through in the euro area*, 2014.

Huerga J., Matas A., Nguyen A-L., Nicoloso P., Tsonchev V., *The euro short-term rate (€STR): completing the transition to the new euro benchmark*, ECB Economic Bulletin, 2022, issue 4.

Ireland P. N., *The Monetary Transmission Mechanism, Working Paper*, "Federal Reserve Bank of Boston", No. 06-1, November 2005.

Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje*, Warszawa 2006.

Kagan A., Soliwoda M., Gospodarowicz M., *Ocena efektów zastąpienia stopy WIBOR przez stawkę WIRON dla kredytów preferencyjnych w polskim rolnictwie*, „Zagadnienia Ekonomiki Rolnej” 2024, nr 1.

Kapica W., *Zmiana wskaźnika referencyjnego w bankach – wnioski z perspektywy compliance i ładu korporacyjnego*, „Monitor Prawa Bankowego” 2026, nr 3.

Kapuściński M., *Interest rate pass-through to risk-free rates in Poland*, NBP Working Paper No. 358, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2023.

Karwowski J., *How Much Is WIRON Better Than WIBOR?*, „Annales UMCS. Sectio H” 2024, vol. 58, no. 5.

Kliber A., Kliber P., Płuciennik P., *Zależności pomiędzy stopami procentowymi rynku międzybankowego w Polsce*, „Przegląd Statystyczny” 2012, z. 2.

Korab S., *Zgodność WIBOR w kontekście BMR oraz zasad IOSCO*, [w:] *WIBOR. Aktualne problemy prawne*, red. J. Bełdowski, P. Szczęśniak, Lublin 2024.

Kozińska M., *Od WIBOR do WIRON – przesłanki reformy wskaźników referencyjnych stopy procentowej a stabilność polskiego systemu finansowego*, „Bezpieczny Bank” 2023, nr 2.

Kruszka M., *Ciągłość prawna wskaźników referencyjnych stopy procentowej*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2020, z. 4.

Kruszka M., *EURIBOR jako kluczowy wskaźnik referencyjny europejskiego rynku finansowego*, „Unia Europejska” 2017, nr 5.

Kubacki D., *Reformy referencyjnych stóp procentowych na wybranych rynkach finansowych*, „Bezpieczny Bank” 2023, nr 2.

Lane P. R., *The euro area crisis: causes and consequences*, Journal of Economic Perspectives, 2012.

Liszewska M., *Rola indeksów rynku pieniężnego w wycenie instrumentów kredytowych w Polsce w świetle reformy wskaźników referencyjnych*, „Bezpieczny Bank” 2019, nr 2.

Liszewska M., *Spadek znaczenia rynku międzybankowego jako źródła zarządzania płynnością banków w okresie pokryzysowym ze szczególnym uwzględnieniem segmentu niezabezpieczonych lokat międzybankowych*, „Progress. Journal of Young Researchers” 2019, no 6.

Łukasik G., Zaklikiewicz K., *Wykorzystanie obligacji korporacyjnych w strategii finansowania rozwoju przedsiębiorstwa*, „Zeszyty Naukowe Akademii Górnośląskiej” 2024, nr 5.

Maciaszczyk M., *Znikający rynek stawek WIBOR. Efekt zmian regulacyjnych dla wyceny stóp rynku międzybankowego w Polsce*, „Bank i Kredyt” 2014, nr 3.

Mariański M., *Problematyka regulacji rynku finansowego w ujęciu transgranicznym. Analiza na przykładzie prawa polskiego i prawa francuskiego*, Olsztyn 2016.

McBride S., *The Politics of Financialization and the Global Crisis*, Palgrave Macmillan, London, 2016; P. Ashton, B. Christophers, *On Arbitration, Intermediation and the Financialization of LIBOR*, Economy and Society, 2015, vol. 44, no. 2.

Michail N., Louka K., *The pass-through of monetary policy to bank interest rates in the euro area*, „German Economic Review”, 2025, vol. 26, no. 2.

Mishkin F. S., *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, Warszawa 2002.

Mishkin F. S., Serletis A., *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Pearson Canada 2011.

Mishkin F. S., *Symposium on the Monetary Transmission Mechanism*, „Journal of Economic Perspectives” 1995, t. 9, nr 4; J. B. Taylor, *The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework*, „Journal of Economic Perspectives” 1995, t. 9, nr 4.

Mishkin F. S., *The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy*, „NBER Working Paper” 1996, no. 5464.



Mishkin F. S., *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Pearson Canada 2019.

Mojon B., *Financial structure and the interest rate channel*, ECB Working Paper, 2000.

Nicoloso P., Tsonchev V., *Goodbye EONIA, welcome €STR!*, ECB Economic Bulletin, 2018, vol. 7.

Ofiarski Z. *Rola soft law w regulacji rynku finansowego na przykładzie rekomendacji i wytycznych Komisji Nadzoru Finansowego [w:] Prawo rynku finansowego: doktryna, instytucje, praktyka*, red. A. Jurkowska-Zeidler, M. Olszak, Warszawa 2016.

Orczykowski T., Róg-Dyrda J., *Nadzór nad stawkami referencyjnymi WIBID/WIBOR przed BMR*, „Monitor Prawa Bankowego” 2025, nr 9.

Orczykowski T., Róg-Dyrda J., *Plany awaryjne na wypadek zaprzestania opracowywania wskaźnika referencyjnego lub jego istotnej zmiany oraz ich odzwierciedlenie w umowach z klientami w świetle wymogów BMR*, „Monitor Prawa Bankowego” 2026, nr 3.

Orczykowski T., *Zgodność Stawek Referencyjnych WIBID/ WIBOR z BMR*, Monitor Prawa Bankowego 2025, nr 3.

Papadia F., Daluiso G., *Can the European Central Bank control interest rates?*, Bruegel Blog, Brussels, 2013.

Priem R., Rie W. V., *The Euribor and EONIA Reform: Achieving Regulatory Compliance while Protecting Financial Stability*, „International Journal of Business, Economics and Management” 2020, nr 2.

Przybył J., Martysz C., *Wpływ kosztów działalności na ryzyko oraz stopy zwrotu dłużnych funduszy inwestycyjnych*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów, Zeszyt Naukowy” 2025, nr 205.

Ramiszewska A., Korzeb Z., *Wpływ polityki pieniężnej NBP na rynek kredytów hipotecznych w Polsce w latach 2020-2024*, „Akademia Zarządzania” 2025, nr 9.

Ramotowski J., *POLSTR już jest – ZBP apeluje, żeby się dobrze przygotować do wprowadzenia nowego wskaźnika*, bank.pl, 09.06.2025.

Rosati D., *Polityka gospodarcza. Wybrane zagadnienia*, Warszawa 2017.

Santalla Pérez Y. et al., *Spread between the euro short-term rate (€STR) and the deposit facility rate*. Economic Bulletin - Banco de España, 2023/Q3, 08.

Schrimpf A., Sushko V., *Beyond LIBOR: a primer on the new reference rates*, “BIS Quarterly Review”, March 2019.

Siakoulis V., Petropoulos A., Lazaris P., Lialiouti G., *Interest rate pass-through in the euro area: Are policy measures efficient in crisis periods? Evidence from a multi state Markov model on a panel dataset*, ECB 2018.

Stanisławska E., *Od stopy rynku pieniężnego do oprocentowania detalicznego depozytów i kredytów. Analiza na danych mikro w Polsce*, „Bank i Kredyt” 2025, nr 6.

Szczeńiak P., *Zastąpienie kluczowego wskaźnika referencyjnego WIBOR na podstawie norm prawa unijnego i polskiego*, [w:] *WIBOR. Aktualne problemy prawne*, red. J. Beldowski, P. Szczeńiak, Lublin 2024,

Szczeńiak P., *Zgrupowania solidarnościowe banków spółdzielczych. Konstrukcja normatywna*, Warszawa 2022.

Waltz A., *Ewolucja indeksu WIBOR w warunkach reformy wskaźników referencyjnych stopy procentowej*, „Zeszyty Naukowe Akademii Górnośląskiej” 2024, nr 10.

Węgrzyn P., Kruszką M., Topczewska A., *The Impact of Central Bank Reference Rates on Market Interest Rates in Poland*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2024, nr 4.

Wheatley M., *The Wheatley Review of LIBOR*, UK Treasury, 2012.

Woodford M., *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press, 2002.

Wykaz tabel

Tabela nr 1. Ewolucja regulacji wskaźników referencyjnych w Unii Europejskiej

Tabela nr 2. Globalny rynek instrumentów pochodnych (*Global OTC derivatives market*) – wartości zagregowane (mld USD)



Tabela nr 3. Rodzaje kontraktów na stopę procentową – wartość nominalna otwartych pozycji, struktura i dynamika (mld USD, %)

Tabela nr 4. Emisja obligacji i bonów skarbowych w Europie (UE+Wielka Brytania) (mld euro - 2020-2025)

Tabela nr 5. Obligacje i bony skarbowe wyemitowane przez Komisję Europejską (mld euro - 2020-2025)

Tabela nr 6. Nieobciążone zasoby obligacji skarbowych banków strefy euro - Unencumbered sovereign bond holdings of euro area banks * (mld euro, %)

Tabela nr 7. Emisja netto skarbowych papierów wartościowych w strefie Euro (Euro Area Sovereign Bond Net Issuance) - (mld euro)

Tabela nr 8. Kształtowanie się spreadu pomiędzy WIBOR 3M a stopą referencyjną NBP w okresie od 4.01.2016 do 24.02.2026

Tabela nr 9. Chronologia reformy wskaźników referencyjnych w Europie i przyczyn przejścia od IBOR do RFR

Tabela nr 10. Ekonomiczne przyczyny przejścia od IBOR do RFR w Europie

Tabela nr 11. Syntetyczne zestawienie przyczyn przejścia od wskaźników IBOR do RFR w Europie

Tabela nr 12. Znaczenie zasad IOSCO

Tabela nr 13. Znaczenie działań FSB

Tabela nr 14. Porównanie rekomendacji EBA i ESMA z 2013 r. z rozporządzeniem BMR

Tabela nr 15. Elementy konstrukcji regulacyjnej BMR

Tabela nr 16. Charakterystyka ekonomiczna i porównanie wskaźników referencyjnych RFR opartych o transakcje zabezpieczone oraz niezabezpieczone

Tabela nr 17. Porównanie wybranych charakterystyk wskaźników referencyjnych RFR

Tabela nr 18. Wybrane parametry obligacji skarbowych oraz wykorzystanie wskaźników referencyjnych w kalkulacji oprocentowania

Tabela nr 19. Wybrane parametry emisji obligacji samorządowych oraz wykorzystanie wskaźników referencyjnych w kalkulacji oprocentowania

Tabela nr 20. Wybrane parametry emisji obligacji korporacyjnych oraz wykorzystanie wskaźników referencyjnych w kalkulacji oprocentowania

Tabela nr 21. Ewolucja metody EURIBOR w latach 2019-2024

Tabela nr 22. Kształtowanie się średniego spreadu i odchylenia standardowego dla różnych okresów analizowanych stóp procentowych (w pb)

Tabela nr 23. Porównanie stopy EONIA i €STR

Tabela nr 24. Reforma wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Szwecji

Tabela nr 25. Reforma wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Danii

Tabela nr 26. Reforma wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Norwegii

Tabela nr 27. Reforma wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Wielkiej Brytanii

Tabela nr 28. Reforma wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Szwajcarii

Tabela nr 29. Poziomy kaskady danych w ramach metody kaskady danych

Tabela nr 30. Fazy reformy wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Polsce

Tabela nr 31. Zestawienie krajowych wskaźników i indeksów stopy procentowej

Tabela nr 32. Rekomendacje NGR dotyczące stosowania wskaźnika referencyjnego POLSTR

Tabela nr 33. Rekomendacje NGR dotyczące konwersji portfela umów i instrumentów finansowych opartych na wskaźniku WIBOR

Tabela nr 34. Reforma wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Polsce na tle innych jurysdykcji

Tabela nr 35. Syntetyczne zestawienie wpływu reformy wskaźników referencyjnych

Tabela nr 36. Średni poziom i zmienność spreadu POLSTR1M względem stopy referencyjnej w podokresach wyróżnionych dla okresu od 1.02.2021 do 24.02.2026 r.



Tabela nr 37. Ocena zmienności spreadu POLSTR1M względem stopy referencyjnej NBP w wyróżnionych podokresach

Tabela nr 38. Struktura terminowa obrotów na krajowym rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych w 2023 i 2024 r. (w %)

Wykaz wykresów

Wykres nr 1. Aktywa banków działających w formie spółek akcyjnych, oddziałów instytucji kredytowych, banków spółdzielczych i spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych oparte na wskaźniku WIBOR w latach 2021-2024 (w mld zł)

Wykres nr 2. Wartość aktywów banków działających w formie spółek akcyjnych, oddziałów instytucji kredytowych, banków spółdzielczych i spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych w podziale na tenory w latach 2023-2024 (w mld zł)

Wykres nr 3. Wartość aktywów banków działających w formie spółek akcyjnych, oddziałów instytucji kredytowych, banków spółdzielczych i spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych w podziale na kategorie w latach 2023-2024 (w mld zł)

Wykres nr 4. Należności firm leasingowych powiązane ze wskaźnikiem referencyjnym WIBOR wg badania przeprowadzonego przez KNF (w mld zł)

Wykres nr 5. Procentowy udział wartości obligacji pod względem wykorzystania wskaźnika WIBOR w podziale na tenor dla obligacji korporacyjnych, emitowanych w walucie krajowej

Wykres nr 6. Miejsce stopy WIBOR w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej w Polsce (schemat poglądowy)

Wykres nr 7. Kształtowanie się stopy WIBO3M i stopy referencyjnej NBP w okresie od 4.01.2016 do 4.02.2026

Wykres nr 8. Kształtowanie się spreadu między WIBOR3M a stopą referencyjną NBP w okresie od 4.01.2026 do 24.02.2026 w punktach bazowych

Wykres nr 9. Kształtowanie się wartości wskaźników WIBOR i POLSTR w okresie 02.06.2025-24.02.2026

Wykres nr 10. Kształtowanie się poziomu stóp referencyjnych €STR, POLSTR 1M oraz POLSTR 3M w okresie od 02.06.2025 do 24.02.2026

Wykres nr 11. Metoda opracowywania EURIBOR

Wykres nr 12. Kształtowanie się wartości podstawowych stóp procentowych Europejskiego Banku Centralnego w okresie od 18.09.2019 do 24.02.2026

Wykres nr 13. Kształtowanie się poziomu stopy procentowej €STR w okresie od 01.10.2019 do 24.02.2026

Wykres nr 14. Spread pomiędzy wskaźnikiem €STR a stopą depozytową banku centralnego w okresie od 01.10.2019 roku do 24.02.2026 (w wartościach bezwzględnych)

Wykres nr 15. Spread pomiędzy stopą POLSTR 1M a stopą referencyjną NBP w okresie od 1.02.2021 do 24.02.2026 r. (odchylenie bezwzględne, w punktach procentowych)

Wykaz rysunków

Rysunek nr 1. Mechanizm transmisji polityki pieniężnej

Rysunek nr 2. Hierarchia poziomów w ramach metody kaskady danych

Rysunek nr 3. Przebieg reformy wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Polsce

Rysunek nr 4. Wybrane kamienie milowe w mapie drogowej NGR

Wykaz map

Mapa nr 1. Reforma wskaźników referencyjnych w państwach europejskich



PROGRAM
ANALITYCZNO
BADAWCZY



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