

Reforma wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Polsce oraz jej implikacje

Aleksandra Lebioda 

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

e-mail: al116971@student.sgh.waw.pl

DOI: 10.65731/az-2026-0086

Streszczenie

Tematem artykułu jest zagadnienie wskaźników referencyjnych stopy procentowej w kontekście ich globalnej reformy i działań realizowanych przez uczestników wybranych rynków finansowych w związku z implementacją wytycznych organizacji międzynarodowych. Celem artykułu jest ocena wdrożenia wytycznych IOSCO i FSB na przykładzie wybranych wskaźników referencyjnych oraz określenie potencjalnych implikacji reformy dla rynku finansowego w Polsce. Wnioski obejmują ocenę sposobu implementacji wytycznych, identyfikację wyzwań związanych z reformą oraz kierunki potencjalnego wpływu zmian w badanym obszarze na system finansowy w Polsce. Wyniki przeglądu wskazują na istotność bezpiecznego zarządzania ekspozycjami w związku ze znacznym udziałem kredytów oraz papierów wartościowych opartych na wskaźnikach referencyjnych stopy procentowej w bilansach banków w Polsce. Przyjęty model transformacji pozytywnie wpływa na przewidywalność dla uczestników rynku w zakresie prowadzenia działalności oraz umożliwia sukcesywne zastępowanie wskaźników WIBID i WIBOR wskaźnikiem POLSTR. Szczególnej uwagi w ramach procesu wdrażania reformy będzie wymagało zarządzanie ryzykiem operacyjnym, prawnym i finansowym.

Słowa kluczowe

wskaźniki referencyjne stopy procentowej, BMR, RFR, IBOR, stabilność finansowa, POLSTR

Wstęp

Wskaźniki referencyjne stopy procentowej mają szerokie zastosowanie na międzynarodowym rynku finansowym, oddziałując bezpośrednio na rentowność ban-

ków komercyjnych [Bernardelli, Korzeb, Niedziółka, 2024, s. 2-13]. Kwestia dokładnego odzwierciedlenia realiów gospodarczych jest kluczową właściwością wskaźników, które powinny gwarantować rzetelne informować o cenie finansowania na rynku finansowym. Rekomendacje opracowane przez Międzynarodową Organizację Komisji Papierów Wartościowych (International Organization of Securities Commissions – IOSCO) [OICV-IOSCO, 2013, s. 9-14] i Radę Stabilności Finansowej (Financial Stability Board – FSB) [FSB, 2014, 11-13] zostały transponowane do regulacji Unii Europejskiej poprzez obowiązujące od 1 stycznia 2018 r. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 z dnia 8 czerwca 2016 r. w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych lub do pomiaru wyników funduszy inwestycyjnych i zmieniające dyrektywy 2008/48/WE i 2014/17/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 596/2014. O ile w okresie pandemii COVID-19 niskie stopy procentowe banku centralnego i w ślad za tym niski poziom stopy WIBOR nie stymulowały intensyfikacji prac nad reformą wskaźników referencyjnych w Polsce [Bernardelli, Korzeb, Niedziółka, 2021, s. 335-350], o tyle działania te przyspieszyły wskutek szoku inflacyjnego wywołanego wybuchem wojny w Ukrainie skutkującego gwałtownym wzrostem WIBOR [Bernardelli i in., 2023, s.143-155]. Dynamiczny proces reformy wskaźników referencyjnych w Polsce, a także decyzja o uporządkowanej likwidacji wskaźnika WIBOR [GPW Benchmark, 2026a] uzasadniają analizę wpływu zmian wdrażanych w ramach procesu dostosowania Polski do międzynarodowych standardów i rekomendacji organizacji międzynarodowych w zakresie odchodzenia od wskaźników typu IBOR. Analiza zagadnienia koncentrowała się na określeniu postulatów reformy, przeglądzie procesu reform zrealizowanych w wybranych gospodarkach oraz identyfikacji na ich podstawie wyzwań związanych z implementacją reformy w Polsce. Celem artykułu jest analiza ocena wdrożenia wytycznych IOSCO i FSB na przykładzie wybranych wskaźników referencyjnych oraz określenie potencjalnych implikacji reformy dla rynku finansowego w Polsce

1. Przegląd literatury

Na rynku finansowym występują różne rodzaje stóp procentowych, które są klasyfikowane ze względu na podmiot wyznaczający poziom stóp procentowych (stopy banku centralnego i rynkowe stopy procentowe) [Węgrzyn, Kruszką, Topczewska, 2024, s. 30], utratę wartości pieniądza w czasie (stopy nominalne i realne) [Hausman i in., 2026, s. 6-9] oraz horyzont czasowy (krótko i długoterminowe stopy procentowe), z którym związane jest pojęcie terminowej struktury stóp procentowych

[Świętoń, 2002, s. 11]. Wskaźniki referencyjne stóp procentowych są stopami rynkowymi, określanymi w ujęciu nominalnym [Kościńska, 2023, s. 66] i wyznaczanymi dla wybranych tenorów czasowych. Od 2016 r. głównym dokumentem regulującym to zagadnienie w UE jest Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 z dnia 8 czerwca 2016 r. w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych lub do pomiaru wyników funduszy inwestycyjnych i zmieniające dyrektywy 2008/48/WE i 2014/17/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 596/2014 (dalej BMR). Wprowadzenie BMR stanowiło realizację rekomendacji Międzynarodowej Organizacji Komisji Papierów Wartościowych (International Organization of Securities Commissions – IOSCO) i Rady Stabilności Finansowej (Financial Stability Board – FSB) w zakresie opracowania wskaźników referencyjnych odpornych na nieuczciwe praktyki, które zostały wykryte w procesie ustalania wartości wskaźnika LIBOR przed i w trakcie kryzysu finansowego lat 2007-2008 [Hou i Skeie, 2014, s. 10] oraz innych wskaźników referencyjnych, w tym EURIBOR [Komisja Europejska, 2026]. Posiadanie znacznych ekspozycji powiązanych ze wskaźnikami referencyjnymi stopy procentowej stanowiło silną zachętę do manipulacji ich poziomami, ponieważ już niewielka zmiana wartości wskaźnika istotnie wpływała na wycenę lub kwotę rozliczenia transakcji, co skutkowało zrealizowaniem dodatkowych zysków [Mielus, 2016, s. 98]. Instytucje, które zawarły ugody w związku z dopuszczeniem się nadużyć w zakresie kwotowania wskaźnika LIBOR to Barclays, UBS, RBS i Rabobank [Hou i Skeie, 2014, s. 10], natomiast w zakresie manipulacji wskaźnikiem EURIBOR zarzuty postawiono bankom tj. Barclays, Deutsche Bank, Société Générale, The Royal Bank of Scotland (RBS), Credit Agricole, HSBC i JPMorgan [Komisja Europejska, 2026]. Wspomniane banki obciążono również karami finansowymi [Korzeb, Bernardelli, Niedziółka, 2025, s. 41-53]. W celu zwiększenia integralności rynku, stabilności finansowej, ochrony konsumentów i przedsiębiorstw opracowano zbiór zasad wskazujących najlepsze praktyki w zakresie stosowanych wskaźników referencyjnych [OICV-IOSCO, 2013, s. 9-14], co stanowiło podstawę reformy wskaźników referencyjnych i zastąpienia wskaźników typu IBOR.

Proces reformy wymagał współpracy przedstawicieli sektora, organów nadzoru, banków centralnych i innych instytucji, jak również powołania dedykowanych grup roboczych [Kubacki, 2023, s. 37], których efektem pracy było zarekomendowanie wskaźników typu risk-free-rate (RFR) jako odpowiednich alternatyw dla dotychczas stosowanych wskaźników typu IBOR [FSB, 2021, s. 3]. Głównym uzasadnieniem dla rozwoju wskaźników typu RFR opierających się na zabezpieczonych i niezabezpieczonych transakcjach overnight była wysoka płynność rynku, która występowała

nawet w trudnych warunkach rynkowych. Reforma wskaźników referencyjnych dotyczyła szerokiego zakresu produktów bankowych. W ramach analizy ryzyka związanego z reformą wskaźników referencyjnych, która została przeprowadzona przez Europejski Urząd Nadzoru Bankowego (European Banking Authority – EBA) w 2021 r. oszacowano, że w UE wartość kredytów i zaliczek opartych na wskaźnikach referencyjnych (innych niż wskaźniki RFR) wyniosła ok. 5,2 bln EUR, z czego ok. 3,6 bln EUR to kredyty i zaliczki powiązane z EURIBOR, ok. 1,0 bln EUR z LIBOR, ok. 0,2 bln EUR z EONIA, natomiast pozostałą część stanowiły kredyty i zaliczki oparte na krajowych wskaźnikach referencyjnych. W tym zakresie widoczne było istotne zróżnicowanie w grupie analizowanych państw pod względem udziału produktów powiązanych ze wskaźnikami referencyjnymi, którego wartości oscylowały od ok. 5% do ok. 90% [EBA, 2021, s. 11]. Poza produktami kredytowymi wskaźniki referencyjne typu IBOR były wykorzystywane w instrumentach pochodnych stóp procentowych. Zaprzeszanie kwotowania wskaźnika LIBOR i zastąpienie go wskaźnikami typu RFR spowodowało zmiany na rynku instrumentów pochodnych, zmieniając charakter ryzyka oraz skalę wykorzystania poszczególnych instrumentów pochodnych [Huang i Todorov, 2022, s. 22-24]. Monitorowanie implementacji reformy było przedmiotem analiz w kontekście oceny poziomu oraz sposobu dostosowania do nowych regulacji poszczególnych rynków finansowych [FSB, 2020, s. 12-42, Kubacki, 2023, s. 40-50]. W ramach procesu przejścia zidentyfikowano główne obszary ryzyka, którymi były m.in. aspekty prawne, zarządzanie ryzykiem finansowym, komunikacja z klientem i ochrona konsumentów, a także wyzwania operacyjne [ECB, 2020, s. 3-4]. Wyzwaniem było również przeniesienie historycznego portfela kredytowego i zastąpienie odniesień do dotychczas obowiązujących wskaźników referencyjnych wskaźnikami RFR [FSB, 2022, s. 29-30]. Proces reformy generował niepewność w zakresie sposobu przejścia i potencjalnych skutków, dlatego już na początku reformy koncentrowano się na identyfikacji głównych przeszkód, które mogłyby negatywnie wpłynąć na przebieg reformy. Reforma miała też istotne znaczenie z perspektywy makroekonomicznej, a w szczególności polityki pieniężnej i stabilności sektora finansowego [BIS, 2013, 9-13, Kozińska, 2023, s. 83-86]. Dlatego jednym z kryterium wyboru wskaźnika referencyjnego była kwestia jego zmienności oraz powiązanie ze zmianami stóp procentowych banku centralnego oraz zmianami warunków rynkowych [KNF, 2026d].

Podsumowując, właściwy pomiaru realiów gospodarczych jest kluczową cechą wskaźników, które muszą spełniać, aby rzetelnie odzwierciedlać uwarunkowania płynnościowe w sektorze bankowym. Reforma wskaźników referencyjnych stanowiła istotne wyzwanie w zakresie dostosowania do nowych wytycznych, a zróżni-

cowanie w poziomie dostosowania poszczególnych gospodarek pozwoliło na analizę wpływu reformy na ich sektory finansowe. W związku z trwającym procesem reformy w Polsce, który wynika z globalnych działań podjętych przez uczestników międzynarodowych rynków finansowych NBP, 2026], istotna stała się ocena potencjalnych implikacji reformy dla sektora finansowego w Polsce.

2. Metodyka badań

W artykule analiza zagadnienia została przeprowadzona z zastosowaniem metody teoretycznej, opartej na przeglądzie literatury dedykowanej wdrożeniu nowych formuł stawek referencyjnych. Artykuł został przygotowany na podstawie materiałów opracowanych przez dedykowane grupy robocze ds. reformy wskaźników referencyjnych stopy procentowej takie jak Alternative Reference Rates Committee, Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates, Working Group on Euro Risk-Free Rate, the National Working Group on Swiss Franc Reference Rates oraz prace Narodowej Grupy Roboczej ds. reformy wskaźników referencyjnych. Przeanalizowano stanowiska i opinie narodowych banków centralnych, instytucji systemu banków centralnych, organów nadzoru oraz regulatorów, w tym Federal Reserve Bank of New York, Europejskiego Banku Centralnego, Banku Anglii, Narodowego Banku Polskiego, Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego, Organu ds. nadzoru w Wielkiej Brytanii i Komisji Nadzoru Finansowego. Do oceny implikacji implementacji reformy wykorzystano również publikacje Rady Stabilności Finansowej oraz Banku Rozliczeń Międzynarodowych.

3. Reforma wskaźników referencyjnych stopy procentowej jako realizacja rekomendacji organizacji międzynarodowych oraz jej implikacje dla rynku finansowego w Polsce

3.1. Wytyczne dotyczące zasad opracowania wskaźników referencyjnych

Odpowiedzią na zidentyfikowane naruszenia w zakresie sposobu pomiaru wskaźnika LIBOR oraz EURIBOR było opracowanie przez IOSCO zbioru ogólnie obowiązujących praktyk, których implementacja miała na celu zwiększyć integralność rynku. Wśród obszarów wymagających dostosowania wymieniono sposób zarządzania wskaźnikiem, a w tym odpowiedzialność administratora w zakresie za-

gwarantowania rzetelności wskaźników referencyjnych, jakość wskaźnika, która zapewniłaby właściwe odzwierciedlenie rzeczywistości ekonomicznej będącej przedmiotem pomiaru, jakość metodyki, z uwzględnieniem m.in. zakresu metodyki, jej aktualizacji oraz zaadresowania kwestii zaprzestania stosowania wskaźnika, jak również kwestię odpowiedzialności w zakresie procedur reklamacyjnych, audytu i współpracę z regulatorami [OICV-IOSCO, 2013, s. 9-14]. Wskazane zasady IOSCO oraz FSB [FSB, 2014, s. 11-16] były podstawą procesu reform wskaźników referencyjnych. Jednym z głównych postulatów nowych wytycznych była kwestia oparcia kalkulacji na rzeczywistych danych transakcyjnych i odejście od deklaracyjnych danych wejściowych. Na tej podstawie stworzona została koncepcja wskaźników typu Risk Free Rates (RFR) [FSB, 2014, s. 58]. Uzasadnieniem dla opracowania wskaźników referencyjnych definiowanych jako stopa RFR była wysoka płynność rynku, umożliwiająca oparcie wskaźnika referencyjnego na rzeczywistych transakcjach również w niekorzystnych warunkach rynkowych. Dodatkowym aspektem był brak uwzględnienia we wskaźniku elementu ryzyka kredytowego, transmisja polityki banku centralnego oraz przejrzysty sposób pomiaru, zarządzania oraz zabezpieczania zmian tych stóp [FSB, 2021, s. 3]. Podstawą wyznaczania wskaźników typu RFR są stopy procentowe stosowane w transakcjach zabezpieczonych i niezabezpieczonych na termin overnight głównie pomiędzy podmiotami rynku finansowego. Wykorzystanie wskaźników referencyjnych RFR w instrumentach finansowych polega na wyznaczeniu wartości średnich stóp overnight, co redukuje zmienność, która mogłaby wynikać z dziennych wahań stóp rynkowych. Zastosowanie może mieć prosta średnia lub procent składany [FSB, 2019, s. 2-3].

Główna różnica w odniesieniu do podejścia stosowanego we wskaźnikach typu IBOR wynika z zastosowania analizy retrospektywnej (backward-looking) w miejsce dotychczas stosowanej analizy prospektywnej (forward-looking), uwzględniającej oczekiwania w zakresie poziomu przyszłych stóp procentowych. Ważnym zagadnieniem w zakresie implementacji reformy było ustalenie sposobu kalkulacji stóp RFR dla tenorów innych niż overnight. W przypadku metody forward-looking stopy procentowe wyznaczane były poprzez odniesienie się do transakcji instrumentów pochodnych dla wymaganych terminów zapadalności, natomiast w przypadku metody backward-looking, bazującej na historycznych wartościach RFR, wskazano na możliwość zastosowania składanej stopy procentowej w wariantach „z dołu”, „z góry” i metody hybrydowej, które odnoszą się do momentu określenia płatności odsetkowej [Rekomendacja, 2025, s. 1].

W procesie dostosowania do nowych wytycznych kluczowe było określenie rynku bazowego będącego przedmiotem pomiaru wskaźnika. Na rynkach wyróżniono dwa podejścia tj. oparcie wskaźnika o rynek transakcji zabezpieczonych –

transakcje repo oraz rynek transakcji niezabezpieczonych – transakcje depozytowe. Wybór podejścia był uzależniony od aktywności poszczególnych rynków, a sposób implementacji różnił się w ramach poszczególnych walut.

3.2. Sposób implementacji postulatów IOSCO i FSB

3.2.1. Wybrane wskaźniki referencyjne oparte na transakcjach zabezpieczonych

The Secured Overnight Financing Rate (SOFR)

Reforma wskaźnika LIBOR USD była przeprowadzana przez The Alternative Reference Rates Committee (ARRC) [ARRC, 2023, s. 2] organ powołana w dniu 17 listopada 2014 r. przez Radę Rezerwy Federalnej oraz Bank Rezerwy Federalnej w Nowym Jorku grupa robocza. Zadaniem Grupy było wskazanie alternatywy dla wskaźnika LIBOR USD oraz wsparcie procesu przejścia na nowy wskaźnik. Rezultatem prac było zarekomendowanie wskaźnika SOFR (Secured Overnight Financing Rate), który stanowi miarę kosztu pożyczek gotówkowych na termin overnight zabezpieczanych skarbowymi papierami wartościowymi [FEDNY, 2026]. Podstawą wskaźnika są dane na temat trójstronnych transakcji Repo, danych the General Collateral Finance Repo (GCF) od Fixed Income Clearing Corporation (FICC) pełniącego rolę centralnego kontrahenta [Baklanova, Copeland, McCaughrin, 2015, s. 9] i bilateralnych transakcji Repo rozliczanych przez FICC [ARRC, 2021, s. 4]. Wskaźnik stanowi odzwierciedlenie kosztu uzyskania finansowania przez banki, brokerów, fundusze rynku pieniężnego, podmioty zarządzające aktywami, firmy ubezpieczeniowe, pożyczkodawców papierów wartościowych i fundusze emerytalne. SOFR jest publikowany przez Federal Reserve Bank of New York (FEDNY) ok. godz. 8.00 czasu E.T. Oprócz wskaźnika o tenorze overnight dostępne są informacje na temat średnich złożonych dla tenorów 30, 90 i 180 dni oraz indeksu, który określa bieżącą wartość inwestycji o początkowej wartością równą 1 w dniu 2 kwietnia 2018 r. [FEDNY, 2026].

W ramach procesy przejścia związku ze skalą ekspozycji powiązanych z LIBOR USD zdecydowano, że po 30 czerwca 2023 r. możliwym do wykorzystania w dotychczas obowiązujących umowach będzie wskaźnik LIBOR USD w wersji syntetycznej, publikowany przez ICE Benchmark Administration Limited (IBA) dla tenorów 1, 3 i 6 miesięcy. Sposób kalkulacji tej wersji wskaźnika był oparty o stopę

referencyjną CME Term SOFR powiększoną o korektę ISDA [FCA, 2026]. Zezwolenie na wykorzystanie ww. stopy terminowej SOFR wiązało się z możliwością stosowania jej wyłącznie w wybranych produktach. Ostatnim dniem publikacji LIBOR USD w wersji syntetycznej był 30 września 2024 r. [Bank of England, 2026c].

Swiss Average Rate Overnight (SARON)

LIBOR CHF był jednym z pięciu wskaźników administrowanych przez IBA do końca 2021 r. [FCA, 2026]. Reforma była szczególnie istotna w kontekście stabilności sektora finansowego w Polsce, w związku z szerokim zastosowaniem tego wskaźnika w umowach o kredyt mieszkaniowy gospodarstw domowych w CHF, których wartość bilansowa brutto na koniec 2020 r. wynosiła ok. 91 mld PLN [KNF, 2026a]. Istotną ekspozycję powiązaną ze wskaźnikiem LIBOR CHF posiadały również banki w Austrii, Słowenii, Niemczech i Francji [Rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) 2021/1847, 2021, s. 1]. W ramach reformy jako alternatywę dla wskaźnika LIBOR CHF wybrano wskaźnik SARON, opracowany przez SIX Swiss Exchange (administratora wskaźnika) od 2009 r [SIX, 2026]. Wskaźnik ten spełniał wymagania IOSCO, dlatego w 2017 r. został zarekomendowany przez narodową grupę roboczą the National Working Group on Swiss Franc Reference Rates (NGW) [Rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) 2021/1847, 2021, s. 3]. Wskaźnik informuje o koszcie finansowania na rynku zabezpieczonym i jest wyznaczany na podstawie danych pochodzących z platformy SIX Repo, która obejmuje dane na temat transakcji pomiędzy ok. 160 bankami, zakładami ubezpieczeń i bankiem centralnym SNB. Dziennie publikowana jest informacja na temat ok. 110 stóp procentowych co wynika z tego, że do kalkulacji wskaźnika uwzględniane są dane na temat bieżących transakcji występujących na rynku. Oficjalne kwotowania przeprowadzane są trzy razy dziennie o 12:00, 16:00 i 18:00 [SIX, 2026].

W celu zastąpienia wskaźnika LIBOR CHF w umowach i instrumentach finansowych, na mocy Rozporządzenia z dnia 14 października 2021 r. wprowadzono następujące zamiennik:

- dla tenoru 1M zastosowano 1-miesięczną stopę składaną SARON odnotowaną w 1-miesięcznym okresie poprzedzającym dany okres odsetkowy,
- dla tenoru 3M, 6M i 12M zastosowano 3-miesięczną stopę składaną SARON odnotowaną w 3-miesięcznym okresie poprzedzającym dany okres odsetkowy.

Podane wartości korygowano o stały spread indywidualny dla każdego tenoru, stanowiący medianę spreadu między wskazanym wskaźnikiem CHF LIBOR a stopą składaną SARON w pięcioletnim okresie retrospektywnym.

3.2.2. Wybrane wskaźniki referencyjne oparte na transakcjach niezabezpieczonych

Euro Interbank Offered Rate (EURIBOR) i Euro short-term rate (ESTR)

Wdrożenie wytycznych IOSCO i FSB do ram regulacyjnych UE zostało zaimplementowane poprzez Rozporządzenie BMR z dnia 8 czerwca 2016 r. Wejście w życie BMR w dniu 1 stycznia 2018 r. spowodowało konieczność zreformowania dwóch wskaźników referencyjnych dla waluty euro – EURIBOR i EONIA (Euro Overnight Index Average). Wskaźnik EURIBOR, w ujęciu poprzedzającym wdrożenie reformy, zawierał informacje na temat oprocentowania dla depozytów międzybankowych o określonym terminie zapadalności w strefie euro, jakie zdaniem uczestnika panelu jeden bank oferował innej instytucji kredytowej w dniu publikacji [ISDA, 2019, s. 2]. Na skutek reformy bez zmian pozostał przedmiot pomiaru tj. koszt finansowania się banku na niezabezpieczonym rynku pieniężnym. Zaimplementowane zmiany dotyczyły doprecyzowania definicji wskaźnika – określenie wskaźnika jako stawki, wg której instytucje kredytowe w obecnych i byłych krajach Unii Europejskiej oraz w krajach Europejskiego Stowarzyszenia Wolnego Handlu mogą pozyskać finansowanie na niezabezpieczonym hurtowym rynku pieniężnym [EMMI, 2024, s. 6], zastosowania metody hybrydowej – kwotowanie w oparciu o dane na temat rzeczywistych transakcji [EMMI, 2024, s. 8] oraz zmiany agenta rozliczeniowego z Thomson Reuters [OICV-IOSCO, 2014, s. 16] na Global Rate Set Systems Ltd [EMMI, 2026a]. W ramach nowej metody hybrydowej, stosowanej do wyznaczenia kosztu finansowania przez poszczególnych uczestników panelu, wyróżniono dwa poziomy danych:

- a) poziom 1 – uwzględniający dane na temat kwalifikujących się transakcji zrealizowanych w dniu poprzedzającym dzień kwotowania dla poszczególnych tenorów, na podstawie których kalkulowany jest średni koszt ważony wolumenem transakcji (volume-weighted average rate – VWAR),
- b) poziom 2 – stosowany w sytuacji, kiedy bank nie posiada danych spełniających kryterium poziomu 1, obejmuje transakcje, które odpowiadają zbliżonym tenorom zapadalności i transakcje zawarte w poprzednich dniach.

W celu zagwarantowania reprezentatywności składnika kosztu finansowania, w przypadku stosowania najniższego poziomu kalkulacji (poziom 2.3) przeprowadzane są dodatkowe testy:

- a) test dynamiki wskaźnika – weryfikacja zgodności przekazywanych informacji na temat kosztu finansowania z typowym wzorcem charakterystycznym dla banku,

- b) test prognozy wartości – weryfikacja nominalnej wartości transakcji, na podstawie których w dniach poprzedzających bieżące kwotowanie został wyznaczony koszt finansowania.

Wskaźnik jest obliczany jako średnia ze zbioru danych pomniejszonych o 15% najwyższych i najniższych obserwacji [EMMI, 2024, s. 15] dla tenorów 1W, 1M, 3M, 6M i 12M [EMMI, 2024, s. 6]. Publikacja ma miejsce codziennie (w dni TARGET2) ok. godz. 11:00 [EMMI, 2026].

W ramach reformy podjęto również decyzję o zaprzestaniu kwotowania wskaźnika EONIA, w związku z dużą koncentracją transakcji, na podstawie których wyznaczany był wskaźnik i niską aktywnością na rynku niezabezpieczonych pożyczek międzybankowych [ECB, 2026b]. Zidentyfikowane problemy oznaczały brak zgodności wskaźnika EONIA z wymaganiami BMR w zakresie m.in. reprezentatywności i stabilności wskaźnika referencyjnego. W dniu 3 stycznia 2022 r. zaprzestano kwotowania wskaźnika EONIA [ECB, 2026a], który został zastąpiony wskaźnikiem ESTR, opartym o rzeczywiste transakcje zawarte z instytucjami finansowymi, które banki raportują zgodnie z Rozporządzeniem Europejskiego Banku Centralnego (UE) nr 1333/2014 z dnia 26 listopada 2014 r. w sprawie statystyki rynków pieniężnych, który po raz pierwszy został opublikowany w dniu 2 października 2019 r. [ECB, 2026c]. ESTR jest wyznaczany na podstawie niezabezpieczonych transakcji depozytowych overnight oprocentowanych wg stałej stopy procentowej, których wartość przekracza 1 mln EUR. Wskaźnik jest wyznaczany zgodnie z metodologią ECB każdego dnia TARGET2 jako średnia ważona wolumenem transakcji [ECB, 2021, s. 2]. Dodatkowo oprócz wskaźnika ESTR obliczana jest złożona średnia stopa procentowej ESTR (Compounded €STR average rates) i składany indeks oparty o ESTR (Compounded Index €STR), których celem jest zapewnienie możliwości wykorzystania wskaźnika ESTR w różnego rodzaju instrumentach finansowych.

Sterling Overnight Index Average (SONIA)

Ogranem odpowiedzialnym za przeprowadzenie reformy wskaźnika LIBOR GBP w Wielkiej Brytanii była grupa robocza the Working Group on Sterling Risk-Free Rates utworzona w 2015 r. Wynikiem prac Grupy była rekomendacja w 2017 r. wskaźnika SONIA (Sterling Overnight Index Average) jako alternatywy dla wskaźnika LIBOR [Bank of England, 2026b]. Wskaźnik ten administrowany przez Wholesale Market Brokers Association był obecny na rynku brytyjskim od 1997 r. [GOV.UK, 2026], a w ramach reformy zdecydowano o jego dostosowaniu do wymagań IOSCO i FSB oraz zmianie administratora na Bank Anglii [Bank of England, 2026a]. Transakcjami kwalifikującymi się do zbioru wejściowego są:

- transakcje zgłaszane do systemu danych Banku Anglii (Sterling Money Market daily data collection), zgodnie z obowiązującą wersją instrukcji „Reporting Instructions for Form SMMD”,
- niezabezpieczone, o terminie zapadalności wynoszącym jeden dzień roboczy,
- wykonane między godziną 00:00 a 18:00 czasu brytyjskiego i rozliczane tego samego dnia oraz
- wartości większej lub równej 25 mln funtów brytyjskich.

Na podstawie centralnych 50% rozkładu stóp procentowych ważonych wolumenem transakcji obliczana jest średnia określająca poziom wskaźnika SONIA. Od 3 sierpnia 2020 r. dostępna jest również informacja na temat indeksu składanego [Bank of England, 2026e]. Kryterium przy wyborze wskaźnika referencyjnego typu RFR będącego wiarygodną alternatywą dla wskaźnika LIBOR była kwestia możliwości jego wdrożenia jako podstawowej stopy overnight dla GBP. W szczególności wskaźnik ten powinien być stosowany jako stopa referencyjna dla rynku Overnight Indexed Swap (OIS) GBP [the Working Group, 2017, s. 6]. Warunek ten był już spełniony dla dotychczas funkcjonującego wskaźnika SONIA, co m.in. stanowiło uzasadnienie jego wyboru.

Polish Short Term Rate (POLSTR) i Warsaw Interest Rate Overnight (WIRON)

Kluczowym wskaźnikiem referencyjnym w Polsce w rozumieniu BMR jest wskaźnik WIBOR [Rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) 2016/1368, 2016, s. 3], który określa poziom stopy procentowej po jakiej banki mogłyby składać w innych bankach środki pieniężne (depozyty) na określony termin [GPW Benchmark, 2026c]. Przedmiotem pomiaru wskaźnika jest krajowy międzybankowy rynek pieniężny, a celem są ceny depozytów przyjmowanych (WIBID) lub składanych (WIBOR). Podstawą kwotowania są dane przekazywane zgodnie z Metodą Kaskady Danych, wg której wyróżnione zostały cztery Poziomy danych [GPW Benchmark, 2026d, s. 20-22]. Hierarchia w procesie opracowywania stawek oraz koncentracja na wykorzystywaniu informacji pochodzących z najwyższych Poziomów spowodowały, że WIBOR spełnił kryterium IOSCO i FSB w zakresie kalkulacji wskaźników referencyjnych na podstawie rzeczywistych transakcji występujących na aktywnym rynku. Reforma wskaźników referencyjnych w Polsce jest związana z globalnymi zmianami i rekomendacjami organizacji międzynarodowych odchodzenia od wskaźników typu IBOR [NBP, 2026]. Zgodność wskaźnika z unijnym rozporząd-

dzeniem BMR została potwierdzona m.in. przez NBP, UKNF, oraz Komitet Stabilności Finansowej (KSF). Również wyrok TSUE w sprawie C-471/24 z dnia 12 lutego 2026 r. wskazał na brak podstaw do kwestionowania poprawności stosowania w umowach wskaźnika typu IBOR [RF, 2026].

W związku z dostosowaniem polskiego rynku finansowego do globalnych zmian w zakresie wskaźników referencyjnych stopy procentowej w 2022 r. pracę nad przygotowaniem nowego wskaźnika referencyjnego stopy procentowej typu RFR rozpoczęła Narodowa Grupa Robocza ds. reformy wskaźników referencyjnych (NGR). Grupa składała się z przedstawicieli: Ministerstwa Finansów, Narodowego Banku Polskiego, Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego, Bankowego Funduszu Gwarancyjnego, Polskiego Funduszu Rozwoju, Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych, Banku Gospodarstwa Krajowego, GPW Benchmark oraz wiodących banków komercyjnych, banków zrzeszających banki spółdzielcze, towarzystw funduszy inwestycyjnych oraz zakładów ubezpieczeń, jak również organizacji branżowych zrzeszających podmioty rynku finansowego [KNF, 2026e]. Rezultatem prac Grupy był wybór we wrześniu 2022 r. indeksu WIRON (Warsaw Interest Rate Overnight), [KNF, 2026f], a następnie w listopadzie 2024 r. wskaźnika POLSTR (Polish Short Term Rate) [KNF, 2026d]. Oba wskaźniki informują o średnim poziomie stopy procentowej ważonym wolumenem Transakcji Depozytowych w PLN o terminie overnight na hurtowym rynku pieniężnym, natomiast wskaźnik POLSTR obejmuje rynek instytucji kredytowych i finansowych [GPW Benchmark, 2026e, s. 6], a WIRON dodatkowo uwzględnia duże przedsiębiorstwa [GPW Benchmark, 2025, s. 6]. Docelowo wskaźnikiem, który ma zastąpić WIBOR jest wskaźnik POLSTR [GPW Benchmark, 2026a].

Wskaźnik POLSTR oparty o niezabezpieczone transakcjach depozytowe spełnił wymagania w zakresie wysokiej homogeniczności zasobu transakcyjnego, niewielkiej zmienności indeksu oraz możliwości stworzenia rynku instrumentów pochodnych na tym indeksie i krzywej terminowej [KNF, 2026d]. Zastosowane podejście jest zbliżone do metody wdrożonej m.in. w strefie euro w zakresie wskaźnika ESTR oraz wskaźnika SONIA oraz ich rynków bazowych. Wskaźnik POLSTR jest wyznaczany jako średnia stopa procentowa ważona wolumenem agregatów transakcji i jest publikowana każdego dnia roboczego o godz. 12:55 lub niezwłocznie po niej [GPW Benchmark, 2026b, s. 11]. Na podstawie wartości wskaźnika POLSTR wyznaczane są indeksy składane: 1M, 3M i 6M mające zastosowanie w umowach finansowych, instrumentach finansowych oraz funduszach inwestycyjnych. Opracowywany jest również indeks jednopodstawowy, który informuje o skumulowanej wartości inwe-

stycji o wartości początkowej równej 100 w dniu 4 stycznia 2021 r. [GPW Benchmark, 2026b]. Wskaźnik POLSTR zyskał status wskaźnika referencyjnego w rozumieniu BMR w dniu 1 września 2025 r. [KNF, 2026c].

3.3. Implikacje reformy wskaźników referencyjnych stopy procentowej dla polskiego sektora finansowego

Dostosowanie rynków finansowych do nowych wytycznych było możliwe dzięki konsultacjom w gronie uczestników rynku, powołaniu niezależnych jednostek odpowiedzialnych za wdrożenie reformy oraz ich pracy nad tworzeniem nowych rozwiązań. Na podstawie implementacji reformy w poszczególnych krajach zidentyfikowano wyzwania wymagające uwagi w procesie przejścia. Istotną kwestią w ramach reformy był sposób zastąpienia odniesień do dotychczas obowiązujących wskaźników referencyjnych i powiązanie ich z nowymi wskaźnikami typu RFR. Praktyczne wyzwania, na które wskazano obejmowały przeniesienie portfela historycznego (legacy), w ramach którego zidentyfikowano trudności dotyczące braku możliwości zmian lub uzgodnień klauzul awaryjnych w obowiązujących umowach (tzw. tough legacy) oraz małe zaangażowanie instytucji finansowych i podmiotów niefinansowych, co wpływało na wydłużenie i zwiększenie złożoności procesu reformy. Zwrócono również uwagę na kwestię kredytów konsorcjalnych, których przeniesienie na nowy wskaźnik wymaga zaangażowania wielu instytucji finansowych. W zakresie grup kapitałowych działających na rynku międzynarodowym kwestią do uwzględnienia w ramach procesu zarządzania był różny poziom dostosowania poszczególnych regionów, w których prowadzona była działalność gospodarcza. Z perspektywy działalności operacyjnej wymieniono brak przygotowania do zawierania umów w oparciu o terminową stopę RFR, brak płynności produktów opartych na RFR oraz potrzebę dostosowania systemów informatycznych [FSB, 2022, s. 29-30].

Reforma wskaźników referencyjnych wpłynęła na zmianę struktury rynku instrumentów pochodnych. W związku z tym, że proces dostosowania został zrealizowany w różny sposób w poszczególnych krajach, rozpoczęło to okres współwystępowania wskaźników typu IBOR i RFR. Rosnące zastosowanie wskaźników RFR o niższym ryzyku fixingu niż w przypadku wskaźników typu IBOR, spowodowało spadek wykorzystania umów FRA, które dotyczyły stóp terminowych o charakterze forward-looking. W związku z tym obrót FRA denominowanymi w USD, GBP i JPY po reformie wskaźnika LIBOR praktycznie zaniknął. Natomiast instrumenty OIS, które są zgodne z charakterem backward-looking stóp RFR, stały się dominu-

jącym instrumentem pozagiełdowego rynku instrumentów pochodnych stopy procentowej [Ehlers, Todorov, 2025, s. 48]. Skutkiem reformy było zmniejszenie ryzyka fixingu i części ryzyka bazowego wynikającego z różnych tenorów wskaźników typu IBOR, które nie występuje w przypadku wskaźników typu RFR odzwierciedlających w sposób ciągły dzienną wartość stóp overnight. Natomiast rozwój wielu stóp referencyjnych spowodował wzrost innego rodzaju ryzyka bazowego dotyczącego posiadania ekspozycji powiązanych z różnymi wskaźnikami referencyjnymi. Skutkowało to wzrostem zapotrzebowania na nowe rodzaje zabezpieczeń, co zostało odzwierciedlone we wzroście obrotu instrumentami swap od 2022 r. [Huang, Todorov, 2022, s. 28].

Zidentyfikowane wyzwania pozwoliły na wskazanie potencjalnych zagrożeń i możliwych zmian na rynku finansowym w Polsce w związku z rozwojem reformy. Przenoszenia historycznego portfela kredytów zostało częściowo uregulowane w ramach Rekomendacji KS NGR w zakresie złotowego portfela kredytów segmentu klienta biznesowego. Rekomendacja wskazała sposób zastosowania spreadu korygującego (przewidzianego w klauzulach awaryjnych wprowadzonych do wzorca umowy ramowej ISDA POLSTR na wypadek trwałego zaprzestania opracowywania wskaźnika WIBOR) dla poszczególnych rodzajów produktów m.in. kredytów w rachunku bieżącym, kart kredytowych, innych kredytów i pożyczek. Przyjęto wytyczne w zakresie konwersji instrumentów pochodnych stopy procentowej, zmiany wskaźnika w produktach złotych podmiotów rynku finansowego, stosowania stawki zastępczej w papierach dłużnych i umowach dla produktów dyskontowych. Ważną kwestią z perspektywy stabilności sektora finansowego jest decyzja dotycząca portfela kredytów gospodarstw domowych, a w tym głównie kredytów mieszkaniowych. Decyzja administratora wskaźnika WIBOR o jego uporządkowanej likwidacji ma na celu dostosowanie przebiegu reformy do realiów krajowych, mając na uwadze istotną skalę ekspozycji powiązanych z tym wskaźnikiem [GPW Benchmark, 2026a]. W związku z tym ogłoszona data zaprzestania publikacji wskaźnika WIBOR z ostatnim dniem 2036 r. ma na celu bezpieczne wygaszanie istniejących umów i instrumentów finansowych przy jednoczesnym wdrażaniu wskaźnika POLSTR [KNF, 2026b]. W ramach identyfikacji potencjalnych zagrożeń należy zwrócić uwagę na ryzyko prawne, które w związku z wyrokiem TSUE w sprawie C-471/24 z dnia 12 lutego 2026 zostało istotnie ograniczone. Natomiast nierozstrzygnięte wyroki dotyczące m.in. umów zawartych przed wejściem w życie rozporządzenia BMR oraz kwestii braku ustawowego limitu wzrostu WIBOR powodują, że monitorowanie tej kwestii pozostaje istotne. Ważnym zagadnieniem będzie również zarządzanie ryzykiem stopy procentowej w warunkach współwystępowania wskaźników WIBOR i WIBID, WIRON oraz POLSTR wyznaczanych dla różnych tenorów.

4. Dyskusja wyników

W związku z realizacją rekomendacji IOSCO i FSB oraz dostosowaniem do rozporządzania BMR podjęto działania mające na celu zwiększenie wiarygodności stosowanych rozwiązań oraz zapewnienie prawidłowego funkcjonowania międzynarodowego systemu finansowego. Opanowano metody kalkulacji wskaźników referencyjnych stopy procentowej zgodne z podejściem RFR, oparte na historycznych transakcjach zabezpieczonych i niezabezpieczonych. Złożony proces reformy wymagał współpracy przedstawicieli sektora bankowego, organów nadzoru, banków centralnych i innych zaangażowanych instytucji. Wybór sposobu implementacji reformy w ramach poszczególnych walut zależał od charakterystyki rynku i kwestii dostępności wskaźników alternatywnych. Wycofanie wskaźnika LIBOR, zmiana wybranych wskaźników referencyjnych typu IBOR, w tym EURIBOR oraz opracowanie nowych wskaźników typu RFR i ich wersji terminowych było wieloletnim procesem, który różnił się pod względem sposobu i terminu implementacji w poszczególnych gospodarkach. Na tej podstawie możliwe było zidentyfikowanie dotychczasowego wpływu reformy na wybrane obszary działalności sektora finansowego oraz wyzwań związanych z jej implementacją. W ramach procesu dostosowania podkreślono kwestie związane z przeniesieniem portfela historycznego kredytów powiązanych ze wskaźnikami referencyjnymi typu IBOR, zidentyfikowano trudności związane z brakiem możliwości zmian lub uzgodnień klauzul awaryjnych w obowiązujących umowach, jak również wskazano występowanie barier po stronie użytkowników spowalniające transformację oraz trudności operacyjne.

Przenosząc powyższe aspekty na rynek polski można wskazać kwestie wymagające szczególnej uwagi w ramach postępującej reformy wskaźników referencyjnych. Ze względu na udział kredytów i zaliczek oraz papierów wartościowych opartych na wskaźnikach referencyjnych stopy procentowej, który w Polsce znacznie przewyższa średnią UE [EBA, 2021, s. 16], należy podkreślić potencjalny zakres oddziaływania i związany z nim złożony proces reformy. Dotychczasowa skala wykorzystania kluczowego wskaźnika WIBOR wymaga stopniowego procesu przejścia. Zgodnie z komunikatem GPW Benchmark, planowana uporządkowana likwidacja wskaźnika będzie prowadzona do 31 grudnia 2036 r. [GPW Benchmark, 2026a], co pozwoli na bezpieczne zarządzanie ekspozycjami powiązanych z tym wskaźnikiem. Przyjęty model transformacji zwiększa przewidywalność dla uczestników rynku oraz umożliwia stopniowe zastępowanie wskaźników WIBID i WIBOR nowym wskaźnikiem POLSTR. Długoterminowe rozwiązanie pozytywnie wpływa na kwestię stabilności sektora finansowego poprzez zapewnienie ciągłości

dla istniejących umów i instrumentów. Potencjalnym czynnikiem ryzyka wymagającym uwagi pozostaje aspekt prawny, który na ten moment w związku z wyrokiem TSUE w sprawie C-471/24 z dnia 12 lutego 2026 r. został istotnie ograniczony.

Podsumowanie

Wnioski z przeprowadzonej analizy koncentrują się wokół sposobu implementacji wytycznych IOSCO i FSB, identyfikacji wyzwań i złożoności procesu reformy oraz analizy potencjalnego wpływu podjętych działań na sytuację sektora finansowego w Polsce. Główne wyzwania dotyczą zarządzania ryzykiem operacyjnym, prawnym i finansowym, których materializacja mogłaby negatywnie wpłynąć na sytuację sektora finansowego w Polsce, natomiast ogłoszony długoterminowy proces przejścia w zakresie rezygnacji ze wskaźnika typu IBOR na rzecz nowego wskaźnika RFR, pozytywnie wpływa na kwestię pewności prowadzenia działalności oraz bezpiecznego zarządzania ekspozycjami.

Z praktycznego punktu widzenia przeprowadzone rozważania wskazują obszary wymagające szczególnej uwagi w związku z rozwojem reformy wskaźników referencyjnych oraz stanowią porównanie sposobu implementacji reformy wskaźników referencyjnych stopy procentowej w Polsce, w zakresie wdrożenia wskaźnika RFR i zarządzania wskaźnikiem IBOR, z innymi zastosowanymi metodami w ramach poszczególnych gospodarek.

Z naukowego punktu widzenia przegląd wpisuje się w dotychczasowe analizy zagadnienia reformy wskaźników referencyjnych, prezentuje proces reformy w Polsce na tle wybranych gospodarek oraz uzupełnia to zagadnienie o najbardziej aktualne informacje.

ORCID iD

Aleksandra Lebioda: <https://orcid.org/0009-0005-0308-0063>

Literatura

1. ARRC (2021), *An Updated User's Guide to SOFR*, s. 4.
2. ARRC (2023), *ARRC Closing Report: Final Reflections on the Transition from LIBOR*, s. 2.
3. Baklanova V., Copeland A., McCaughrin R. (2015), *Reference Guide to U.S. Repo and Securities Lending Markets*, s. 9.

4. Bank of England (2026a), <https://www.bankofengland.co.uk/markets/sonia-benchmark/sonia-key-features-and-policies> [22.06.2026].
5. Bank of England (2026b), <https://www.bankofengland.co.uk/markets/transition-to-sterling-risk-free-rates-from-libor/working-group-on-sterling-risk-free-reference-rates> [22.06.2026].
6. Bank of England (2026c), <https://www.bankofengland.co.uk/news/2024/october/the-end-of-libor> [22.06.2026].
7. Bank of England (2026e), <https://www.bankofengland.co.uk/markets/sonia-benchmark/sonia-key-features-and-policies>, [22.06.2026].
8. Bernardelli, M., Korzeb, Z., Niedziółka, P. (2021), *The banking sector as the absorber of the COVID-19 crisis? economic consequences: perception of WSE investors*, *Oeconomia Copernicana*, 12(2), 335–374, <https://doi.org/10.24136/oc.2021.012>.
9. Bernardelli, M., Korzeb, Z., Niedziółka, P. (2024), *What drives the profitability of banking sectors in the European Union? The machine learning approach*, *International Journal of Management and Economics*, Sciendo, 60(4), 1-13, <https://doi.org/10.2478/ijme-2024-0022>.
10. Bernardelli, M., Korzeb, Z., Niedziółka, P., Waliszewski, K. (2023), *Channels for the Impact of the War in Ukraine on the Commercial Banking Sector in Poland--First Results of the Study*, *Contemporary Economics*, 17 (2), 142-173, <https://doi.org/10.5709/ce.1897-9254.504>.
11. BIS (2013), *Towards better reference rate practices: a central bank perspective - A report by a Working Group established by the BIS Economic Consultative Committee (ECC) and chaired by Hiroshi Nakaso, Assistant Governor*, 9-13.
12. EBA (2021), *Benchmark rate transition risks – analysis of the EU/EEA banking sector’s exposures linked to benchmark rates and transition risks relating to interbank offered rates*.
13. ECB (2020), *Report on preparations for benchmark rate reforms*.
14. ECB (2021), *The euro short-term rate (€STR) methodology and policies*.
15. ECB (2026a), https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/focus/2019/html/ecb.ebbox201907_01~b4d59ec4ee.pl.html [22.06.2026].
16. ECB (2026b), https://www.ecb.europa.eu/stats/euro-short-term-rates/interest_rate_benchmarks/WG_euro_risk-free_rates/shared/pdf/FactsheetTransitionEONIAtoEuro-STR.pdf [22.06.2026].
17. ECB (2026c), https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/euro_short-term_rate/html/index.en.html [22.06.2026].
18. Ehlers T., Todorov K. (2025), *Goodbye Libor, hello basis traders: unpacking the surge in global interest rate derivatives turnover*, *BIS Quarterly Review*, December.
19. EMMI (2024), *Blueprint for the Hybrid Methodology for the determination of Euribor*.

20. EMMI (2026), <https://www.emmi-benchmarks.eu/benchmarks/euribor/> [21.06.2026].
21. EMMI, <https://www.emmi-benchmarks.eu/benchmarks/euribor/rate/> [22.06.2026].
22. FCA (2026), <https://www.fca.org.uk/news/news-stories/fca-announces-decision-synthetic-us-dollar-libor> [22.06.2026].
23. FCA, <https://www.fca.org.uk/news/press-releases/announcements-end-libor> [22.06.2026].
24. FEDNY (2026), <https://www.newyorkfed.org/markets/reference-rates/sofr>, [22.06.2026].
25. FSB (2014), *Reforming Major Interest Rate Benchmarks*.
26. FSB (2019), *Overnight Risk-Free Rates A User's Guide*.
27. FSB (2020), *Reforming Major Interest Rate Benchmarks*.
28. FSB (2021), *Interest rate benchmark reform Overnight risk-free rates and term rates*.
29. FSB (2022), *Progress Report on LIBOR and Other Benchmarks Transition Issues*.
30. GOV.UK (2026), <https://actuaries.blog.gov.uk/2021/05/14/the-transition-to-sonia/> [22.06.2026].
31. GPW Benchmark (2025), *Regulamin stopy procentowej WIRON*.
32. GPW Benchmark (2026a), https://gpwbenchmark.pl/aktualnosci_czytaj?cmn_id=2833&title=Zaprzestanie+opracowywania+Stawek+Referencyjnych+WIBID+i+WIBOR+ [23.06.2026].
33. GPW Benchmark (2026b), https://www.gpw.pl/wydarzenie?cmn_id=116979&title=GPW+Benchmark+startuje+z+nowym+indeksem+POLSTR [23.06.2026].
34. GPW Benchmark (2026c), <https://gpwbenchmark.pl/Q-and-A> [22.06.2026].
35. GPW Benchmark (2026d), *Regulamin stawek referencyjnych WIBID i WIBOR*, 20-22.
36. GPW Benchmark (2026e), *Regulamin indeksu stopy procentowej POLSTR*.
37. Hausman J.K., Leahy J. V., Mondragon J., Wieland J. (2026), *Real effects of nominal interest rates*, NBER Working Paper Series.
38. Hou D., Skeie D. (2014), *LIBOR: Origins, Economics, Crisis, Scandal and Reform*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, nr 667.
39. Huang W., Todorov K. (2022), *The post-Libor world: a global view from the BIS derivatives statistics*, BIS Quarterly Review.
40. ISDA (2019), *Frequently Asked Questions: EURIBOR reform*.
41. KNF (2026a), https://www.knf.gov.pl/?articleId=56224&p_id=18 [22.06.2026].
42. KNF (2026b), https://www.knf.gov.pl/dla_rynku/Wskazniki_referencyjne/aktualnosci?articleId=98285&p_id=18 [23.06.2026].
43. KNF (2026c), https://www.knf.gov.pl/dla_rynku/Wskazniki_referencyjne?articleId=94864&p_id=18 [23.06.2026].
44. KNF (2026d), https://www.knf.gov.pl/dla_rynku/Wskazniki_referencyjne?articleId=91712&p_id=18 [22.06.2026].
45. KNF (2026e), https://www.knf.gov.pl/dla_rynku/Wskazniki_referencyjne/aktualnosci?articleId=78953&p_id=18 [22.06.2026].

46. KNF (2026f), https://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/Wskazniki_referencyjne/aktualnosci?articleId=79459&p_id=18 [22.06.2026].
47. Komisja Europejska (2026), https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_16_4304 [21.06.2026].
48. Korzeb, Z., Bernardelli, M., Niedziółka, P. (2025), *Enforcement actions against European banks in the years 2005–2022. Do financial penalties imposed on European banks follow any patterns?*, Journal of Banking Regulation, 26, 41–53, <https://doi.org/10.1057/s41261-024-00242-1>.
49. Kozińska M. (2023), *Od WIBOR do WIRON – przesłanki reformy wskaźników referencyjnych stopy procentowej a stabilność polskiego systemu finansowego*, Bezpieczny Bank, nr 2(91), 83–86.
50. Kubacki D. (2023), *Reformy referencyjnych stóp procentowych na wybranych rynkach finansowych*, Bezpieczny Bank, nr 2(91).
51. Mielus P. (2016), *Dylematy reformy indeksów rynku finansowego*, Gospodarka Narodowa, nr 4 (284).
52. NBP (2026), <https://nbp.pl/komunikat-ksf-po-posiedzeniu-dot-nadzoru-makroostroznosciowego-nad-systemem-finansowym/> [22.06.2026].
53. OICV-IOSCO (2013), *Principles for Financial Benchmarks Final Report*, s. 9–16.
54. Rekomendacja w zakresie stosowania indeksu POLSTR w emisjach zmiennoprocentowych papierów dłużnych (2025), KNF, https://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/Wskazniki_referencyjne?articleId=94751&p_id=18 [22.06.2026].
55. RF (2026), <https://rf.gov.pl/wyrok-tsue-ws-wibor-realizacja-obowiazkow-informacyjnych-kluczowa-dla-oceny-waznosci-umowy/> [23.06.2026].
56. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 z dnia 8 czerwca 2016 r. w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych lub do pomiaru wyników funduszy inwestycyjnych i zmieniające dyrektywy 2008/48/WE i 2014/17/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 596/2014 (Dz.U. L 171 z 29.06.2016, s. 1–65).
57. 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) 2016/1011, (Dz.U. L 217 z 12.08.2016), s. 3.
58. 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) (Tekst mający znaczenie dla EOG), (Dz.U. UE L 374 z 22.10.2021).
59. SIX (2026a), <https://www.six-group.com/en/blog/saron.html> [22.06.2026].

60. Świętoń M. (2002), *Terminowa struktura dochodowości skarbowych papierów wartościowych w Polsce w latach 1998-2001*, Materiały i studia Zeszyt nr 150, NBP, Warszawa.
61. The Working Group (2017), *SONIA as the RFR and approaches to adoption*.
62. Węgrzyn P., Kruska M., Topczewska A. (2024), *The Impact of Central Bank Reference Rates on Market Interest Rates in Poland*, Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie, nr 4.

Interest Rate Benchmark Reform in Poland and Its Implications

Abstract

The subject of the article is interest rate benchmarks in the context of the global benchmark reform and the measures undertaken by participants in specific financial markets to implement the guidelines issued by international organizations. The primary objective of the study is to assess the implementation of the guidelines developed by IOSCO and FSB, using selected benchmark rates as case examples, and to assess the potential implications of the reform for the Polish financial market. The findings focus on the approaches adopted in implementing the guidelines, the identification of challenges and challenges associated with the reform process, and the evaluation of the potential impact of these measures on the condition of the Polish financial sector. The results of the review highlight the importance of prudent exposure management, given the substantial share of loans, advances, and securities linked to interest rate benchmarks. Furthermore, the results of the review highlight the need for effective management of operational, legal, and financial risks arising from the transition to the reformed benchmark framework.

Key words

interest rate benchmarks, BMR, RFR, IBOR, financial stability, POLSTR