

**PRZEPROWADZILIŚMY
10 TYSIĘCY SYMULACJI.**

**SAFE JEST DROŻSZY
OD WŁASNYCH
OBLIGACJI**

24 lutego 2026



INSTYTUT
Podatków i Finansów
Publicznych

Unijny program pożyczkowy SAFE kusi Polaków obietnicą taniego pieniądza na zbrojenia. Przeprowadziliśmy 10 tysięcy symulacji, z których wynika, że zaciągnięcie długu w euro na pokrycie wydatków w złotych nie opłaca się. W najgorszych scenariuszach ten mechanizm może kosztować budżet państwa o wiele więcej, niż gdybyśmy zadłużyli się samodzielnie, emitując obligacje.

1. Czym jest SAFE i obietnica „taniego pieniądza”

SAFE to unijny mechanizm pożyczkowy. W jego ramach Polska ma otrzymać 43,7 miliarda euro, czyli około 185 miliardów złotych.

Zasada działania tego instrumentu jest prosta. Państwo zaciąga na kilkadziesiąt lat dług w walucie obcej. Pozyskane euro rząd zamienia na złote i finansuje w ten sposób bieżące wydatki krajowe.

W debacie publicznej dominuje przekaz o finansowych korzyściach tego programu. Obietnica taniego pieniądza opiera się na jednym podstawowym porównaniu. Komisja Europejska pożyczka środki na rynku i płaci inwestorom niższe odsetki niż polski rząd. Różnica w oprocentowaniu między pożyczką SAFE a własnym finansowaniem państwa wydaje się na pierwszy rzut oka bardzo korzystna.

Wielu komentatorów i decydentów traktuje ten rachunek jako gotowy dowód na potężne oszczędności dla budżetu. Te optymistyczne szacunki łączy jednak jeden wspólny mianownik: milcząco zakładają, że kurs złotego do euro pozostanie niezmienny przez dekady.

2. Czego brakuje w publicznej debacie?

W dyskusji o mechanizmie SAFE widać trzy zasadnicze luki.

Po pierwsze, komentatorzy nie rozdzielają wariantu bez zabezpieczenia walutowego (wariant „no-hedge”) od wariantu z zabezpieczeniem (wariant „hedge”). Rząd zaciągający dług w euro ma wybór. Może na dziesięciolecie pozostawić państwo otwarte na wahania kursu. Może też zneutralizować to ryzyko za pomocą rynkowych instrumentów finansowych. Ten dylemat potwierdza art. 5 ust. 8 ustawy o SAFE, według którego BGK może zawierać transakcje zabezpieczające ryzyko walutowe oraz ryzyko stopy procentowej dotyczące zobowiązań wynikających z pożyczki SAFE. Zastosowanie słowa „może” oznacza, że zarówno samo użycie zabezpieczenia, jak i jego skala, nie są z góry przesądzone.

Po drugie, dyskutanci myślą bieżące oprocentowanie z całkowitym kosztem zadłużenia. Niskie odsetki europejskiego kredytu to tylko początkowy parametr umowy. Rzeczywisty ciężar dla państwa obejmuje przyszłe różnice kursowe przy spłacie zarówno odsetek, jak i samego kapitału. W przypadku aktywnej obrony przed ryzykiem dochodzą do tego

regularne koszty utrzymania transakcji zabezpieczających.

Po trzecie, w analizach brakuje wyceny skrajnych scenariuszy. Powszechna narracja zakłada stabilne otoczenie gospodarcze i przewidywalny kurs walutowy. Spłata pożyczki potrwa kilkadziesiąt lat. W tak długim horyzoncie państwo musi liczyć się z gwałtownym osłabieniem złotego w wyniku szoków rynkowych.

3. Lekcja z kredytów we frankach

Zaciąganie długu w walucie obcej bez instrumentów zabezpieczających przypomina mechanizm znany z kredytów hipotecznych we frankach szwajcarskich. Jeśli polski złoty traci na wartości w stosunku do waluty zadłużenia, automatycznie rośnie koszt obsługi długu oraz całkowita kwota do spłaty przeliczona na walutę krajową.

Państwo i gospodarstwo domowe to zupełnie różne podmioty. Rząd ma do dyspozycji narzędzia, którymi nie dysponuje pojedynczy obywatel, a w ostateczności zainterweniuje bank centralny. Różnica w możliwościach zarządzania finansami jest zatem zasadnicza.

Mimo tych różnic decyzja o rezygnacji z instrumentów chroniących przed wahaniami na rynkach ma konkretne konsekwencje. Brak zabezpieczenia to świadome przyjęcie ryzyka kursowego na lata.

4. Czy można przewidzieć przyszłe kursy walut, czyli o niezabezpieczonym parytecie stóp procentowych

Rynki finansowe nie rozdają darmowych pieniędzy. Różnica w oprocentowaniu między dwiema walutami uruchamia silny mechanizm wyrównawczy. Nosi on nazwę niezabezpieczonego parytetu stóp procentowych (ang. UIP – uncovered interest rate parity). Zgodnie z tą zasadą waluta o wyższym oprocentowaniu traci na wartości względem waluty o niższym oprocentowaniu. Skala tego osłabienia w teorii odpowiada różnicy w nominalnych stawkach procentowych. Początkowa korzyść z tańszego kredytu w obcej walucie znika w momencie zwrotu kapitału. Wyższy kurs wymiany pożera zaoszczędzone odsetki.

Zasada ta rzadko działa bezbłędnie z miesiąca na miesiąc. W krótkim czasie kursami walut szarpią emocje inwestorów, decyzje polityczne i nagłe kryzysy gospodarcze. Speculanci są więc w stanie zyskiwać na tzw. carry trades (spekulacja na różnicy stóp procentowych), pożyczając w walucie o niższej stopie, żeby zainwestować w aktywa denominowane w walucie o wyższej stopie. Ale w perspektywie kilkudziesięciu lat ta „rynkowa grawitacja” daje o sobie znać.

Dlaczego? Bo stopy procentowe nie biorą się znikąd. Kraj płaci wyższe odsetki, ponieważ rynki wyceniają w nich wyższe ryzyko inflacji, mniejszą stabilność polityki fiskalnej lub słabsze instytucje. Te same fundamenty,

które podnoszą oprocentowanie, z czasem osłabiają walutę. Wyższe oprocentowanie jest najczęściej reakcją na inflację, a inflacja przekłada się wprost na nominalną deprecjację. Wysokie stopy długoterminowo hamują wzrost gospodarczy, a recesja skłania kapitał do ucieczki od waluty słabszego kraju. Wreszcie, wyższe stopy to wyższe ryzyko bankructw zadłużonych firm, co podnosi premię za ryzyko wycenianą przez rynki. Im dłuższy horyzont, tym mniej znaczą krótkoterminowe szoki spekulacyjne, a tym więcej waży ta głęboka relacja między kosztem pieniądza a siłą waluty.

Badania pokazują, że ten mechanizm wyrównawczy nie działa w 100%. Dlatego w naszym modelu nie ma skrajnych założeń. Na podstawie przeglądu literatury przyjęliśmy do obliczeń współczynnik na poziomie 0,65. Oznacza to, że w długim horyzoncie efektywna różnica stóp procentowych (uwzględniająca tzw. cross-currency basis (bazę walutową)) przekłada się na osłabienie waluty w sześćdziesięciu pięciu procentach.

5. Ruletka bez zabezpieczenia: wyniki wariantu no-hedge

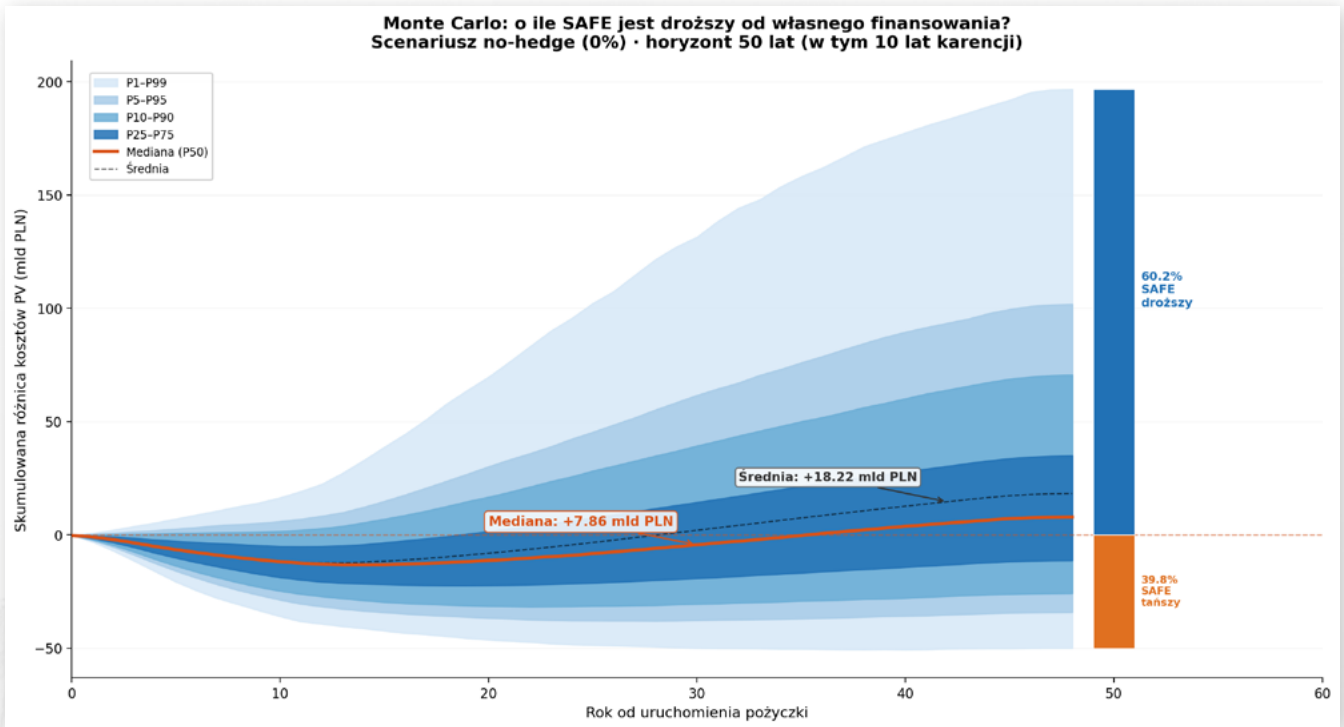
Aby zmierzyć rzeczywisty koszt tego mechanizmu, przeprowadziliśmy 10 tysięcy symulacji Monte Carlo, modelujących jednocześnie stopy procentowe, kurs walutowy i koszt zabezpieczenia na horyzoncie blisko 50 lat (wypłaty rozłożone na 5 lat, każda transza do 45 lat). Sprawdzamy, co się stanie, gdy państwo zaciągnie dług w euro bez zabezpieczenia kursowego. Wszystkie kwoty przeliczamy na

dzisiejsze pieniądze stopą dyskontową 5% (tj. sprowadzamy przyszłe przepływy do wartości bieżącej), identyczną dla obu wariantów. W 60,25% scenariuszy unijny mechanizm SAFE ostatecznie okazuje się droższym rozwiązaniem niż standardowa emisja polskich obligacji skarbowych.

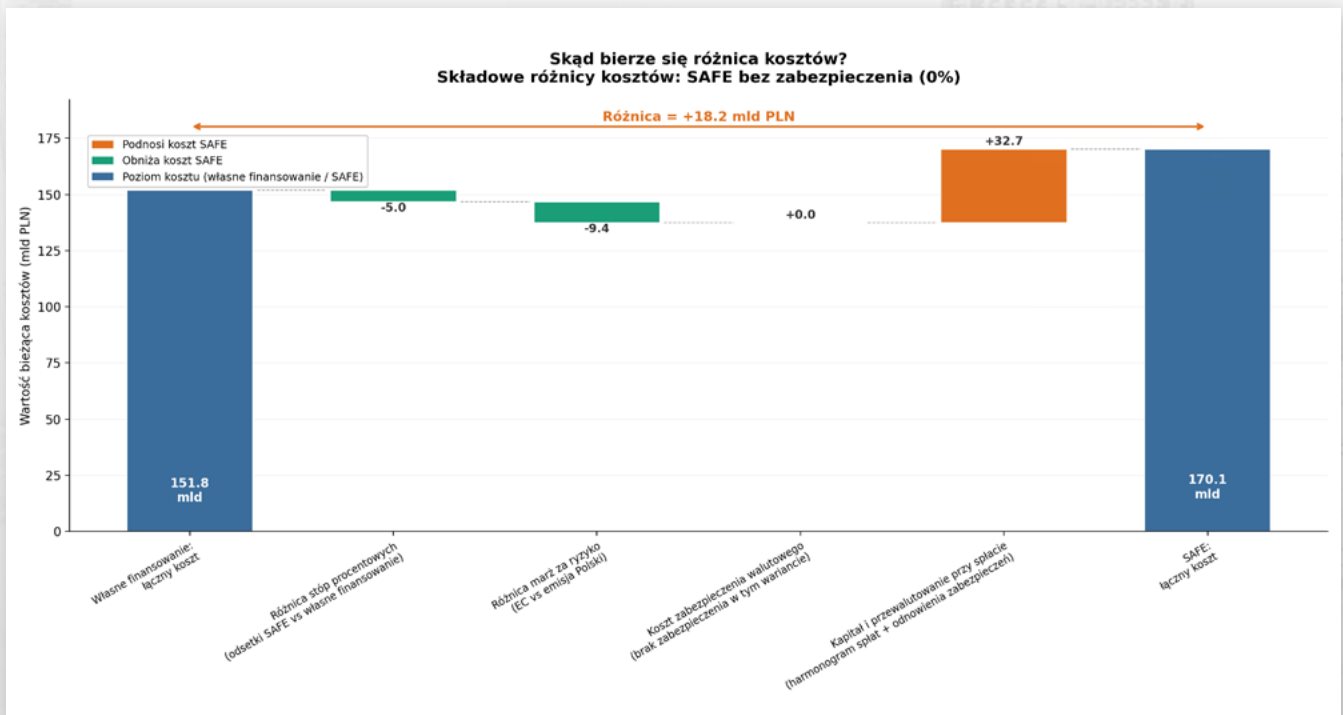
Brak zabezpieczenia oznacza, że budżet państwa gra w ruletkę kursową przez kilka dekad. Mediana różnicy kosztów wynosi +7,86 mld zł, a średnia sięga +18,22 mld zł. Przepaść między medianą a średnią to nie błąd zaokrąglenia. To dowód na istnienie ciężkiego prawego ogona rozkładu: w większości scenariuszy dodatkowy koszt jest umiarkowany, ale wystarczy jeden epizod głębokiego osłabienia złotego, żeby rachunek eksplodował.

Rozstrzał wyników oddaje skalę hazardu. Przy wyjątkowo pomyślnych wiatrach dla złotego (P5, czyli piąty percentyl, wynik lepszy niż w 95% symulacji) budżet może zaoszczędzić 34,18 mld zł. Jeśli jednak historia się powtórzy i złoty przeżyje epizod głębokiej słabości (P95, dziewięćdziesiąty piąty percentyl, wynik gorszy niż w 95% symulacji), dodatkowy rachunek urośnie do +101,79 mld zł. To kwota rzędu ponad połowy rocznych wydatków na obronność (wydatki na obronność w 2025: 186,6 mld zł), z którą musiałby zmierzyć się budżet. Złoty tracił na wartości najgwałtowniej w czasie kryzysu 2008 roku, szoku pandemicznego i po rosyjskiej agresji na Ukrainę. W każdym z tych epizodów rachunek za dług walutowy rosłby najszybciej.

Skąd bierze się ta nadwyżka kosztów? Niższe oprocentowanie w euro daje oszczędność na odsetkach, ale osłabienie złotego podnosi



Symulacja różnicy kosztów



Dekompozycja kosztów

koszt każdej płatności przeliczonej na walutę krajową. Ten efekt kursowy jest ponad dwukrotnie większy.

Rozbicie na czynniki pierwsze pokazuje to bardzo wyraźnie. Na tym wykresie dodatni słupek podnosi koszt SAFE, a ujemny go obniża. W wariacie bez zabezpieczenia pierwsze dwa zielone słupki dają łącznie około 14,4 mld zł korzyści (niższe stopy i niższe marże). Trzeci słupek wynosi 0,0 mld zł, bo instrument zabezpieczający nie jest zawierany. Całą przewagę zjada jednak ostatnia pozycja: +32,7 mld zł w kanale kapitału i przewalutowania przy spłacie. To właśnie koszt otwartej ekspozycji walutowej i główny powód, dla którego końcowy wynik wraca na plus, czyli na niekorzyść SAFE.

6. Dlaczego państwa nie chcą długu w obcej walucie (doświadczenia Szwecji)

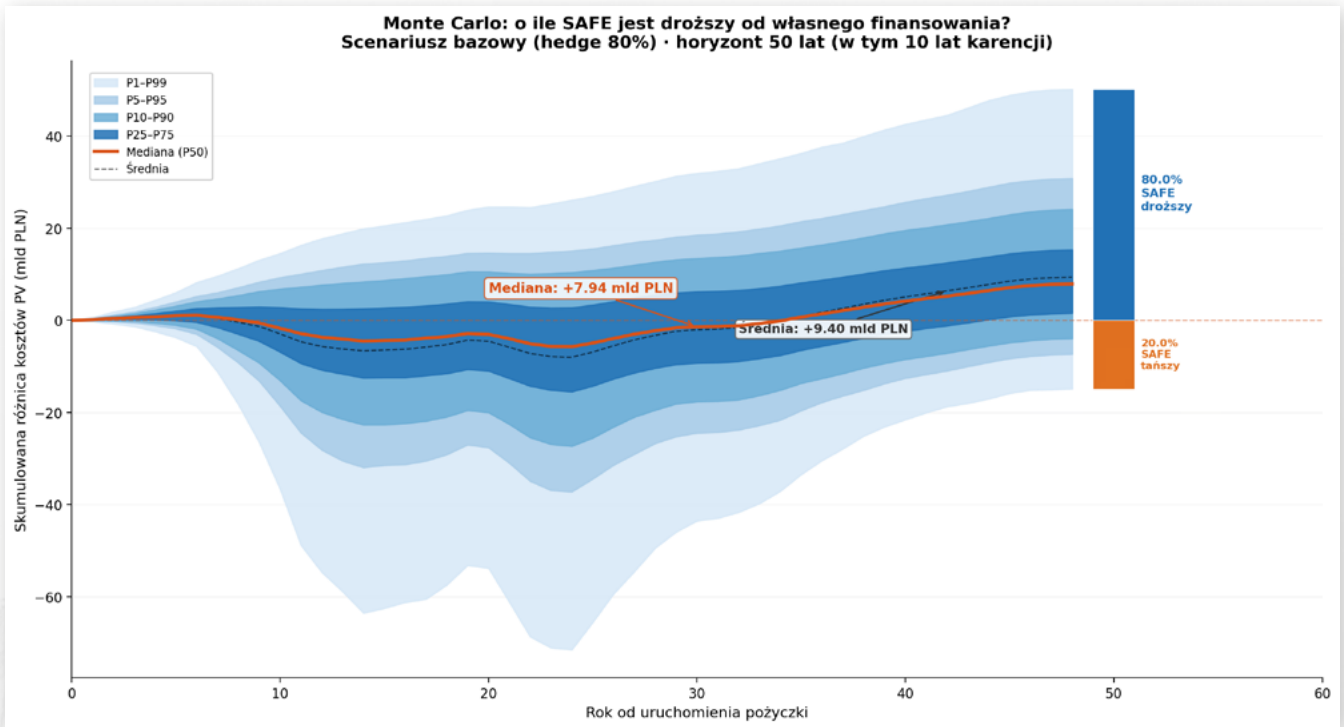
Szwedzki urząd do spraw długu publicznego (Riksgälden) przez lata stosował strategię utrzymywania otwartej ekspozycji na ryzyko walutowe i w 2022 r. ogłosił jej stopniowe wygaszanie. Własna analiza tej instytucji wskazała jasno: „Ekspozycja długu rządu centralnego na waluty obce powinna zostać stopniowo wyeliminowana, ponieważ generuje wyższe ryzyko, nie zapewniając systematycznych korzyści kosztowych”. Głównym rezultatem takiego podejścia była wyższa zmienność ponoszonych kosztów, a nie systematyczne oszczędności.

Przykład Szwecji pokazuje, że w zarządzaniu finansami publicznymi priorytetem jest przewidywalność obciążeń budżetowych, a instrumenty długu państwowego nie powinny opierać się na ekspozycji wobec wahań kursowych. Wnioski płynące z przykładu szwedzkiego wskazują na ograniczanie ryzyka walutowego. Można to osiągnąć albo poprzez zadłużanie się bezpośrednio we własnej walucie, co eliminuje ryzyko u źródła, albo poprzez rzetelne zabezpieczenie długu zaciągniętego w walucie obcej. Dlatego w kolejnej części sprawdzamy wariant z zabezpieczeniem walutowym. Skoro około 80% środków SAFE ma trafić na wydatki w złotych, to właśnie tę część ekspozycji należy zabezpieczyć. Pozostałe 20%, przeznaczone na zakupy w euro, zabezpieczenia nie wymaga.

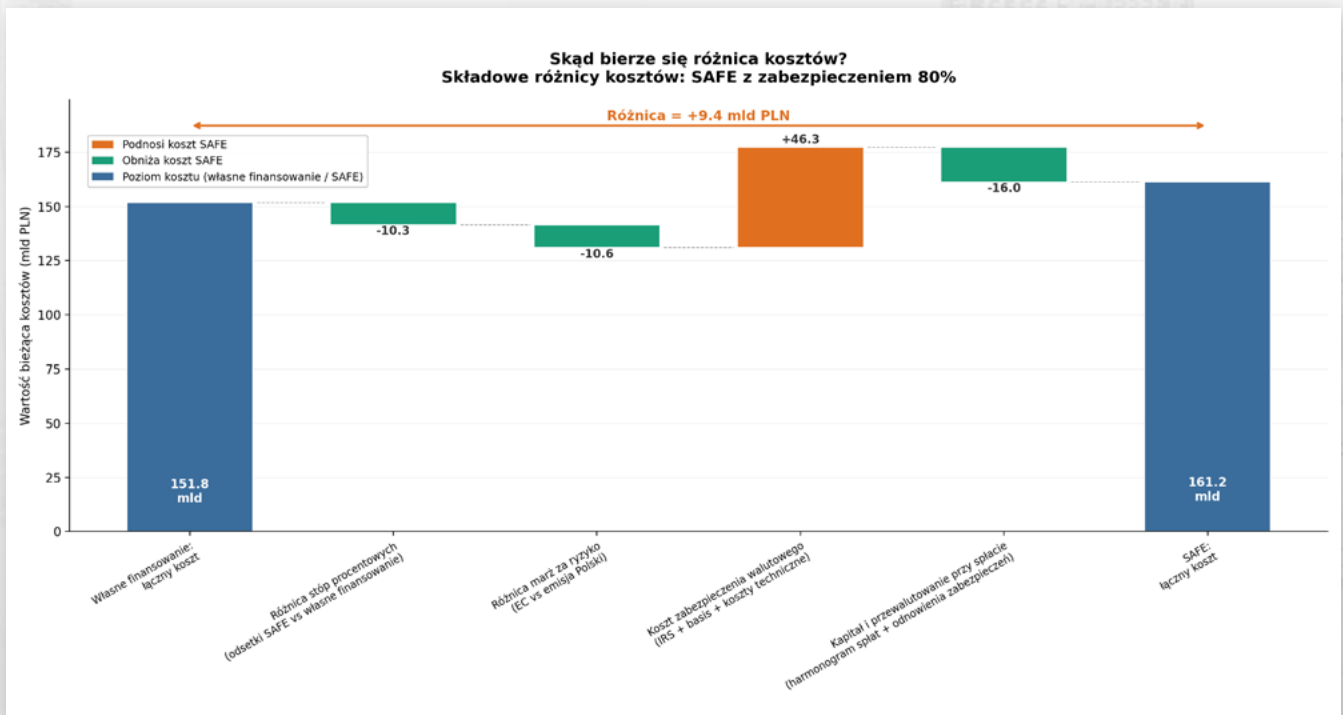
7. Jabłka do jabłek: koszt SAFE z zabezpieczeniem 80%

Gdy zdecydujemy się zabezpieczyć 80% pożyczki przed wahaniami kursu, obraz zmienia się radykalnie, choć niekoniecznie na korzyść SAFE. Polisa działa: skrajne scenariusze znikają, a rozrzut wyników kurczy się kilkukrotnie. Najgorszy scenariusz (P95) spada ze 101,79 do 30,84 mld zł, a najlepszy (P5) kurczy się z -34,18 do -7,35 mld zł. Mediana (+7,94 mld zł) i średnia (+9,40 mld zł) niemal się pokrywają, a to znaczy, że skrajne scenariusze przestały ciągnąć średnią w górę.

Tyle że ta ochrona kosztuje. Wynik paradoksalny na pierwszy rzut oka: SAFE z zabezpieczeniem przegrywa z własnymi obligacjami częściej niż bez niego, bo w 79,95% symula-



Monte Carlo: wariant hedge 80%



Dekompozycja kosztów: wariant hedge 80%

cji wychodzi drożej. Mechanizm jest prosty: koszt zabezpieczenia walutowego, wynikający z różnicy stóp procentowych i spreadu basis na rynku swapów walutowych (CCIRS, ang. Cross-Currency Interest Rate Swap), jest ponoszony regularnie i pewnie. Bez zabezpieczenia budżet płaci mniej w większości scenariuszy, ale naraża się na katastrofalne straty w ogonie. Z zabezpieczeniem płaci więcej prawie zawsze, ale unika ruletki.

Ubezpieczenie się od ryzyka kursowego obcina skrajne scenariusze, ale samo kosztuje, a ten koszt pożera całą oszczędność na odsetkach. Na wykresie kumulacyjnym widać charakterystyczny wzorec: w środkowej fazie horyzontu skumulowane oszczędności kuponowe i spreadowe chwilowo przeważają nad kosztem zabezpieczenia. W ostatnich kilkunastu latach kumulacja spreadu basis i spłata kapitału przesądzają o końcowym wyniku na niekorzyść SAFE.

W wariantcie z zabezpieczeniem 80% ryzyko kursowe nie znika, tylko zmienia miejsce. Na wykresie widać to od razu: koszt zabezpieczenia walutowego rośnie do +46,3 mld zł i staje się największym obciążeniem SAFE. Jednocześnie pozycja „kapitał i przewalutowanie przy spłacie” przechodzi na stronę ujemną (-16,0 mld zł), bo część ryzyka została zdjęta z końca horyzontu i przeniesiona do bieżącego kosztu zabezpieczenia. Korzyść odsetkowa i spreadowa jest większa niż w wariantcie bez zabezpieczenia (łącznie -20,9 vs -14,4 mld zł), ponieważ swap walutowy zamienia przepływy kuponowe z EUR na PLN po ustalonym kursie, chroniąc oszczędność z niższego oprocentowania przed erozją kursową. Mimo to bilans pozostaje na niekorzyść SAFE (+9,40

mld zł): koszt zabezpieczenia (+46,3 mld zł) przewyższa łączne oszczędności odsetkowe i spreadowe.

8. Kwestie pozafinansowe

Ocena opłacalności unijnego mechanizmu nie kończy się na kalkulacji odsetek. Nie mniej ważna jest autonomia operacyjna państwa. Pozyskanie środków z zewnątrz zawsze wiąże się z nałożeniem na krajowy proces decyzyjny dodatkowych ram i ograniczeń, które w praktyce przekładają się na konkretne koszty instytucjonalne.

Środki z programu nie wpływają na rachunki rządowe w sposób bezwarunkowy. Ich uruchomienie zależy od spełnienia warunków realizacji i kwalifikowalności wydatków określonych przez Komisję Europejską. Taka konstrukcja rodzi stałe ryzyka. W przypadku dużych projektów modernizacyjnych nagły brak płynności oznacza przestoje i konieczność szukania rozwiązań pomostowych.

Inwestycje muszą spełniać odrębne kryteria zakupowe, ograniczające możliwości zakupów spoza UE, nawet w sytuacjach, gdy alternatywne rozwiązania z zewnątrz są tańsze lub prezentują wyższą jakość. Tego typu sztywne ramy zakupowe oraz mechanizm warunkowości tworzą także przestrzeń do ewentualnych nacisków natury politycznej. Z takim zjawiskiem polski rząd miał już do czynienia w przeszłości w kontekście wypłat innych funduszy.

Ograniczenie elastyczności to osobny problem. Finansowanie oparte na własnych emi-

sjach pozwala rządowi swobodnie i szybko reagować na nieprzewidziane wydarzenia. Jeśli zmieniają się warunki gospodarcze, środki krajowe można z dnia na dzień przesunąć na inny cel. Korzystanie z SAFE może zatem zawężać pole manewru, którym państwo powinno dysponować w obszarze tak newralgicznym jak obronność.

9. Kiedy SAFE mógłby się bronić finansowo?

Z czysto finansowego punktu widzenia: około 11–20% środków SAFE ma trafić na zakupy denominowane w euro. Państwo i tak musi pozyskać walutę na te płatności. W obu porównywanych wariantach pojawia się więc zobowiązanie w euro (w SAFE jest to pożyczka z KE, w benchmarku samodzielna emisja euroobligacji). Dla tej części wydatków nie powstaje dodatkowe niedopasowanie walutowe, a porównanie sprowadza się do różnicy w koszcie pozyskania finansowania.

Pozostałe 80–89% środków trafia na wydatki w złotych. Dla tej przytłaczającej większości pożyczka w euro generuje pełne niedopasowanie walutowe ze wszystkimi konsekwencjami opisanymi w sekcjach 5 i 7.

Nawet te 11–20% wydatków w euro nie jest wolne od ryzyk opisanych w sekcji 8. Ewentualne opóźnienia wypłat mogą oznaczać brak środków na zakupy o sztywnych harmonogramach dostaw, co zmuszałoby rząd do szukania finansowania pomostowego lub renegotjacji kontraktów. Sama eliminacja ryzyka kursowego nie przesądza jeszcze

o opłacalności całego mechanizmu.

10. A może ujęcie skonsolidowane?

Niektórzy mogliby postawić argument, że Narodowy Bank Polski może naturalnie zabezpieczyć tę ekspozycję. Ujęcie skonsolidowane to sposób patrzenia na finanse państwa jako całość: zobowiązania Ministerstwa Finansów i aktywa NBP traktuje się łącznie, a nie osobno. Środki w euro z instrumentu SAFE trafiają do NBP, który przekazuje budżetowi równowartość w złotych, a za walutę kupuje aktywa dewizowe, np. obligacje Komisji Europejskiej. Kiedy MF spłaca zobowiązanie, NBP jednocześnie otrzymuje przychód z tych aktywów. W ujęciu skonsolidowanym sektora publicznego ekspozycja walutowa wydaje się wyeliminowana.

Aby rzetelnie ocenić ten argument, trzeba porównać oba scenariusze symetrycznie, tj. założyć, że w obydwu wariantach NBP posiada aktywa o takim samym profilu ryzyka i dochodowości jak zobowiązanie MF. Wymiana środków SAFE w NBP wprawdzie tworzy nowe złotówki i powiększa bilans banku centralnego, ale nie jest to unikalna cecha tego instrumentu: NBP mógłby analogicznie skupić obligacje złotowe z rynku i stworzyć taką samą pulę rezerw, tyle że tego nie robi z własnej decyzji z zakresu polityki pieniężnej. Po symetrycznej konsolidacji ewentualny zysk z kuponu jest absorbowany przez koszty w obu ścieżkach, a wynik netto oscyluje blisko zera. Wysokość kuponu, na którą wpływa m.in. rating emitenta, staje się czynnikiem bez znaczenia: jakkolwiek więk-

szy koszt ponosi MF, analogicznie większy dochód otrzymuje NBP, którego zysk może trafić do budżetu. Scenariusz skonsolidowany nie daje zatem SAFE fundamentalnej przewagi kosztowej.

Na poziomie makroekonomicznym bufor walutowy NBP faktycznie istnieje i częściowo łagodzi ryzyko. W praktyce jednak zagregowany bilans państwa to nie to samo co przepływy pieniężne budżetu obsługiwanego przez MF. Wyższe koszty obsługi długu obciążają ministerstwo tu i teraz, a uwarunkowania instytucjonalne nie pozwalają na proste sięgnięcie do dewiz banku centralnego. Traktowanie tego mechanizmu jako pełnego zabezpieczenia opiera się na założeniu, że NBP przez blisko 50 lat będzie chciał i mógł wiernie replikować portfel walutowy dopasowany do zobowiązań KE. Do tego bank centralny nie może być w żaden sposób zmuszony.

scenariuszy), bo budżet płaci regularny koszt polisy zamiast grać w ruletkę.

Model zakłada istnienie złotego przez cały horyzont symulacji. Przyjęcie euro wyeliminowałoby ryzyko kursowe i poprawiłoby bilans SAFE, ale samo w sobie oznaczałoby rezygnację z suwerenności monetarnej i własnej waluty, co jest kosztem nieujętym w żadnym modelu finansowym.

SAFE mógłby się bronić finansowo jedynie tam, gdzie państwo opłaca rachunki w euro. Przy deklarowanym udziale wydatków krajowych na poziomie 80–89% ta przestrzeń stanowi margines całej operacji. Dla przytłaczającej większości środków rachunek jest prosty: tańszą, bezpieczniejszą i prostszą alternatywą jest emisja własnych obligacji skarbowych w złotych.

Szczegółowy opis założeń, parametrów i konstrukcji modelu zawiera towarzysząca nota metodologiczna.

11. Podsumowanie: dlaczego tani pieniądz z Europy kosztuje więcej

Dziesięć tysięcy symulacji prowadzi do wniosku: w większości scenariuszy zaciągnięcie długu w euro na pokrycie wydatków w złotych okazuje się droższe od emisji własnych obligacji.

Bez zabezpieczenia walutowego SAFE przegrywa w ok. 60% scenariuszy, a w skrajnym przypadku dodatkowy koszt sięga ponad 100 mld zł. Zabezpieczenie 80% ekspozycji obcina skrajne scenariusze, ale podnosi cenę pewności: SAFE przegrywa jeszcze częściej (ok. 80%



INSTYTUT
Podatków i Finansów
Publicznych

Fundacja Instytut Podatków i Finansów Publicznych

 **ul. Chmielna 2/31 | 00-020 Warszawa**

 **kontakt@podatki-finanse.org**

 **podatki-finanse.org**

KRS: 0001117139 | NIP: 5253011338 | REGON: 529211374

