

WPROWADZENIE

Nie jestem ekonomistą. Jestem adwokatem — człowiekiem, który zawodowo zajmuje się oddzielaniem dowodu od pozoru dowodu, argumentu od chwytu retorycznego, propozycji realnej od propozycji dekoracyjnej. I właśnie dlatego piszę ten tekst.

Polska debata publiczna toczy się dziś z natężeniem, które utrudnia myślenie. Krzyk zagłusza analizę. Pojęcia są celowo mieszane — „pożyczka”, która nie jest pożyczką; „koszt zerowy”, który nie jest zerowy; „alternatywa”, która nie jest dostępna. Każde z tych przekłamań jest pozornie nieduże. Razem tworzą obraz równoległej rzeczywistości, w której obywatel, taki jak ja i jak ty, czytelniku, gubi się — i o to być może chodzi.

Ta analiza jest moją próbą samoobrony intelektualnej. Nie piszę jej jako ekspert od finansów publicznych ani od polityki monetarnej. Piszę jako świadomy obywatel, który chce wiedzieć: gdzie jest prawda, jakie są realne intencje zgłaszających propozycje i czy za słowami stoją fakty. Dlatego nie szczędziłem sił i czasu, aby zgłębić literaturę przedmiotu, ściągnąć materiały źródłowe. Piszę dla siebie, aby zrozumieć świat, w którym żyję, ale również dla takich jak Ty i ja, czytelniku — którzy nie chcą się zgodzić na dryfowanie i oddanie pola tym, którzy liczą na naszą bierność i nieuwagę.

Przedmiotem analizy jest spór o finansowanie polskich zbrojeń: czy skorzystać z unijnego instrumentu SAFE, czy zastąpić go mechanizmem rewaloryzacji rezerw złota NBP, który prezes Glapiński i prezydent Nawrocki ogłosili wspólnie jako „Polski SAFE 0%”. Pytania, które sobie postawiłem, są konkretne. Odpowiedzi, do których doszedłem, niekomfortowe.

Zbigniew Jasiński, Podkowa Leśna, marzec 2026

ANALIZA PORÓWNAWCZA

SAFE UE vs. "Polski SAFE 0%" NBP

Finansowanie zbrojeń przez rewaloryzację rezerw złota NBP a unijny instrument pożyczkowy

Kancelaria Adwokacka Zbigniew Jasiński
Marzec 2026

STRESZCZENIE

Niniejsza analiza porównuje dwa alternatywne mechanizmy finansowania wydatków obronnych Polski na poziomie ~185 mld zł: (1) instrument SAFE UE — unijny mechanizm dłużniczy, w ramach którego Komisja Europejska emituje obligacje na rynkach i pożyczka zebrane środki państwom członkowskim po preferencyjnym oprocentowaniu (~3%), z 45-letnim horyzontem i 10-letnim okresem karencji, oraz (2) "Polski SAFE 0%" — mechanizm rewaloryzacji rezerw złota NBP (ok. 550 ton, wartość >300 mld zł), przez jednorazową operację sprzedaż i odkup (sell & buy-back) lub czysto księgowe przeszacowanie, generującą zysk przekazywany rządowi w 95%. Oba instrumenty mają istotne zalety i ryzyka. SAFE UE dostarcza realnych euro tu i teraz, lecz oznacza zadłużenie w obcej walucie. Mechanizm złotowy jest tańszy nominalnie, ale napotyka bariery konstytucyjne, inflacyjne oraz ryzyko podważenia wiarygodności NBP.

1. Historyczne precedensy rewaloryzacji rezerw złota

Mechanizm, który opisuje propozycja NBP, jest w literaturze finansowej znany pod kilkoma nazwami: przeniesienie salda rachunku rewaluacyjnego złota (ang. Gold Revaluation Account Transfer, GRA Transfer), operacja sprzedaży i odkupu (sell-and-buy-back) lub monetyzacja wzrostu wartości złota. Badacze Rezerwy Federalnej USA zidentyfikowali pięć udokumentowanych przypadków takiego działania na świecie.

Zidentyfikowane przypadki historyczne

Kraj / rok	Kwota / skala	Cel	Efekt
USA, 1934	Rewaloryzacja z 20,67 USD do 35 USD/oz	Dokapitalizowanie Skarbu Państwa USA, wyjście z Wielkiego Kryzysu	Zysk ~2,8 mld USD przekazany do Skarbu Państwa USA; pozwolił na reset budżetowy
USA, 1972	Rewaloryzacja z 35 do 38 USD/oz (~800 mln USD)	Uzupełnienie Rachunku Generalnego Skarbu USA	Emisja certyfikatów złota – precedens prawny dla Fed
Niemcy, 1997	~20 mld DM (ok. 0,5% PKB Niemiec)	Zmniejszenie deficytu poniżej progu z Maastricht	Zablokowane przez Bundesbank; skandal polityczny; zrealizowane częściowo
Włochy / Banca d'Italia	13 mld EUR z GRA na pokrycie strat	Absorpcja strat z konwersji długu publicznego	Częściowe uruchomienie GRA w ramach obowiązującego prawa EU
Liban	Wielokrotne transze z rachunku rewaluacyjnego do budżetu państwa	Finansowanie budżetu państwa w warunkach kryzysu	Dług publiczny nadal rósł – nie rozwiązał strukturalnych problemów
Curaçao & St. Martin	Uruchomienie GRA w 2021 r.	Pokrycie strat operacyjnych banku centralnego	Skuteczne, ale w małej skali

Kluczowe ustalenie: We wszystkich przypadkach fizyczna ilość złota w rezerwach pozostawała niezmienną. Zmienia się jedynie wycena złota — z kosztu historycznego (ceny, po której bank centralny kupował złoto) na aktualną wartość rynkową. Różnica między tymi dwiema wartościami jest zapisywana jako zysk rachunkowy i przekazywana rządowi lub służy do pokrycia strat banku centralnego. Fizyczne złoto nigdzie nie odpływa.¹

Niemcy 1997 – przypadek szczególnie pouczający dla Polski

Kohl i Waigel zaproponowali rewaloryzację w 1997 r. celem spełnienia kryterium z Maastricht.²

- Bundesbank publicznie zaprotestował, argumentując naruszeniem niezależności banku centralnego.
- Plan wywołał skandal krajowy i europejski — w Niemczech odczytano go jako manipulację kursem budżetowym.
- Propozycja została częściowo zablokowana; ostatecznie Niemcy weszły do strefy euro, spełniając kryteria w inny sposób.
- Analogia polska: podobny sprzeciw ideowy możliwy ze strony rządu Tuska oraz EBC, który musi być konsultowany w sprawach prawnych ESBC.

Wniosek z historii

Mechanizm GRA Transfer jest technicznie i historycznie udokumentowany. Jednak każdy precedens wywołał napięcia polityczne i/lub wymogi zmian prawnych. Żaden z przypadków nie dotyczył wprost finansowania wydatków militarnych przez państwo spoza strefy euro z własną walutą. Inne znane przypadki odnosiły się do krajów Ameryki Łacińskiej i Azji z innym usytuowaniem ich banków centralnych w systemie państwowym.

¹Federalny System Rezerwy USA, "Official Reserve Revaluations: The International Experience", sierpień 2025.
Źródło: federalreserve.gov

²Goldbroker.com, "Gold Reserve Revaluations: The International Experience" (oparty na badaniu Fed).
Kohl/Waigel 1997: opór Bundesbanku. Źródło: goldbroker.com

2. Realność przeprowadzenia w Polsce — co musi być zrobione

NBP posiada ok. 550 ton złota wartego ponad 300 mld zł.³

Złoto kupowane było po różnych cenach od 2018 r. — średnia cena zakupu ok. 1.850 USD/oz. Aktualna cena rynkowa przekroczyła 5 000 USD/oz. Różnica (zysk niezrealizowany) to wielkie liczby — potencjalnie 180–200 mld zł w skali całego portfela.

Dwa warianty techniczne (wg analizy L. Skiby, doradcy prezydenta)

Wariant A — sprzedaż i odkup (sell & buy-back)	Wariant B — Przeszacowanie księgowe
NBP sprzedaje część złota na rynku, uzyskując gotówkę po cenie rynkowej	Brak faktycznej transakcji sprzedaży
Następnie odkupuje złoto (ze środków rezerwowych) po tej samej cenie	NBP dokonuje czysto rachunkowego przeszacowania złota z kosztu historycznego na wartość rynkową
Różnica między ceną rynkową a kosztem historycznym = zrealizowany zysk	Różnica wykazywana jest jako zysk
95% zysku trafia do budżetu państwa lub do FWSZ (Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych — specjalnego funduszu poza głównym budżetem, powołanego w 2022 r. do finansowania modernizacji armii)	Wymaga zmiany ustawy o NBP; obowiązujące zasady rachunkowości ESBC (Europejskiego Systemu Banków Centralnych, którego NBP jest częścią) nie przewidują możliwości przekazania zysku z przeszacowania złota rządowi bez podstawy ustawowej
Rezerwa fizyczna zostaje zachowana	Sama operacja w NBP nie tworzy nowego pieniądza — to czysto bilansowe przeszacowanie. Efekt inflacyjny powstaje dopiero w momencie, gdy rząd wydaje przekazane środki (patrz pkt 7)

Barierzy prawne i proceduralne

- Art. 220 ust. 2 Konstytucji RP zakazuje pokrywania deficytu budżetowego zobowiązaniami centralnego banku państwa.
- Przekazanie zysku NBP do budżetu lub FWSZ jest konstytucyjnie dopuszczalne — to nie jest finansowanie deficytu. (FWSZ — Fundusz Wsparcia Sił Zbrojnych — to specjalny fundusz powstały w 2022 r. poza głównym budżetem państwa, przeznaczony na zakupy sprzętu wojskowego i modernizację armii.)
- Jednak wykreowanie zysku metodą niestandardową wymaga zmiany ustawy o NBP — i to z następującego powodu: NBP wycenia złoto w swoich księgach według kosztu

³Money.pl / PAP, 5 marca 2026 r. — konferencja prasowa prezesa NBP Adama Glapińskiego. Źródło: money.pl

historycznego, czyli po cenie zakupu. Obowiązujące przepisy nie przewidują możliwości jednorazowego przeszacowania złota do wartości rynkowej w celu wygenerowania zysku.

Gdyby NBP to zrobił bez podstawy ustawowej, każdy uprawniony podmiot – Rzecznik Praw Obywatelskich, opozycja parlamentarna, podatnik z interesem prawnym – mógłby zaskarżyć tę operację do Trybunału Konstytucyjnego lub sądu administracyjnego i uzyskać jej zawieszenie. Operacja przeprowadzona bez zmiany prawa byłaby prawnie pusta.

- EBC musi zostać skonsultowany – i tu warto wyjaśnić, dlaczego, bo to nie jest formalność. Art. 127 ust. 4 Traktatu o Funkcjonowaniu UE (TFUE) oraz decyzja Rady UE 98/415/WE nakładają na państwa członkowskie obowiązek konsultowania z EBC projektów przepisów krajowych dotyczących m.in. zasad rachunkowości banku centralnego i zarządzania rezerwami. Zmiana ustawy o NBP w zakresie wyceny złota wprost mieści się w tym obowiązku. Konsultacja nie jest formalnie wymagana jedynie wówczas, gdyby cała operacja mogła się odbyć bez żadnej zmiany prawa – co, jak pokazano wyżej, jest wątpliwe.

Niezbędne kroki: (1) porozumienie polityczne rząd–prezydent; (2) inicjatywa ustawodawcza zmieniająca ustawę o NBP lub przepisy rachunkowe; (3) konsultacja z EBC i prawne opinie ESBC; (4) uchwalenie ustawy przez Sejm (potrzeba koalicji, trudna przy obecnym układzie politycznym); (5) faktyczna operacja – realizacja zysku i przekazanie środków.⁴

Kontekst polityczny

Spotkanie prezydenta Nawrockiego z premierem Tuskiem i szefem MON Kosiniak-Kamyszem zaplanowane na 10 marca 2026 r. (Pałac Prezydencki). Rząd koalicyjny jest sceptyczny – Kosiniak-Kamysz deklaruje pierwszeństwo SAFE UE: "SAFE to silna Polska. Zagrożenie jest tu i teraz."

⁴Money.pl, 6 marca 2026 r. – Leszek Skiba, doradca prezydenta. Oba warianty operacji rewaluacyjnej. Źródło: money.pl

2a. Obowiązek konsultacji z EBC i prawdopodobny jej wynik

Dwa banki centralne, dwie różne sytuacje prawne

Żeby zrozumieć pozycję NBP wobec EBC, trzeba wiedzieć, że w Europie istnieją dwie kategorie banków centralnych. Pierwsza to banki należące do Eurosystemu — to znaczy banki krajów, które przyjęły euro (np. Bundesbank, Banque de France). Druga to banki członków UE spoza strefy euro, takich jak Polska, Czechy czy Węgry — należą do ESBC (Europejskiego Systemu Banków Centralnych), ale nie są częścią Eurosystemu. NBP należy do tej drugiej grupy.

Dlaczego operacja GRA byłaby niedopuszczalna w banku strefy euro

Banki Eurosystemu związane są art. 123 Traktatu o Funkcjonowaniu UE (TFUE) — bezwzględnym zakazem monetarnego finansowania sektora publicznego. Zakaz ten zabrania nie tylko bezpośrednich pożyczek dla rządów, ale każdego mechanizmu, który pośrednio poprawia pozycję fiskalną państwa kosztem bilansu banku centralnego. Operacja GRA Transfer — przekazanie zysku z przeszacowania złota do rządu — spełnia ten opis w sposób niebudzący wątpliwości.

Banki Eurosystemu związane są także Guideline ECB/2024/31 — aktem regulującym szczegółowe zasady rachunkowości. Przepisuje on, że rezerwa rewaluacyjna złota (GRA) jest pozycją pasywną bilansu — buforem na wypadek przyszłych strat z wyceny — i nie może być dystrybuowana jako zysk. Dla banku strefy euro operacja GRA Transfer byłaby zatem nie tylko krytykowana, ale wprost sprzeczna z obowiązującymi przepisami. Nie wymagałaby nawet negatywnej opinii EBC — byłaby po prostu niedopuszczalna.

Pozycja NBP — pozorna swoboda

NBP nie jest związany Guideline ECB/2024/31 — ten akt obowiązuje banki Eurosystemu, nie ESBC. NBP stosuje własne zasady rachunkowości, określone w rozporządzeniu swojego Zarządu. Ma zatem więcej formalnej swobody niż np. Bundesbank. Art. 123 TFUE (zakaz monetarnego finansowania) formalnie obowiązuje także NBP — ale jego egzekwowanie wobec banków spoza strefy euro jest znacząco słabsze, bo EBC nie ma wobec nich bezpośrednich uprawnień nadzorczych.

Jednak ta pozorna swoboda kończy się w momencie, gdy operacja wymaga zmiany prawa. Obowiązek konsultacji z EBC wynika z art. 127 ust. 4 TFUE oraz decyzji Rady UE 98/415/WE — i dotyczy projektów przepisów krajowych dotyczących zasad rachunkowości banku centralnego i zarządzania rezerwami walutowymi. Zmiana ustawy o NBP w zakresie wyceny złota jednoznacznie mieści się w tym obowiązku. Zaniechanie konsultacji przy zmianie ustawy byłoby naruszeniem prawa UE — takim samym jak każde inne naruszenie traktatowe. Precedens jest znany: w 2010 r. Komisja Europejska wszczęła postępowanie przeciwko Szwecji za brak konsultacji z EBC przy zmianie przepisów bankowych.

Prawdopodobny wynik konsultacji z EBC

EBC nie ma mocy zakazania NBP przeprowadzenia operacji — może jedynie wydać opinię. Jednak z wysoką dozą pewności można przewidzieć, że opinia ta będzie negatywna. Operacja GRA Transfer spełnia wszystkie przesłanki, które EBC konsekwentnie oceniał krytycznie w swoich opiniach do innych państw: materializuje niezrealizowane zyski z rachunku

rewaluacyjnego, poprawia pozycję fiskalną państwa i wymaga zmiany prawa krajowego. EBC może również — nawet bez formalnego wniosku — wydać opinię z własnej inicjatywy, jeśli uzna, że operacja zagraża stabilności systemu.

Skutki negatywnej opinii EBC nie są akademickie. Inwestorzy kupujący polskie obligacje obserwują relacje między NBP a EBC. Negatywna opinia EBC byłaby natychmiast odczytana przez rynki jako sygnał ostrzegawczy: rentowności polskich obligacji wzrosłyby, złoty osłabłby, a agencje ratingowe S&P, Moody's i Fitch otworzyłyby przegląd polskiego ratingu. Paradoks polega na tym, że NBP, chcąc pozyskać 185 mld zł, mógłby wygenerować dodatkowy koszt obsługi całego długu publicznego przekraczający tę kwotę w perspektywie kilku lat. Jest jeszcze jeden długofalowy koszt: Polska dąży do przyjęcia euro. Procedura konwergencji wymaga oceny zgodności prawa krajowego z prawem UE, w tym oceny niezależności banku centralnego. Negatywna opinia EBC w sprawie operacji GRA mogłaby trwale obciążyć tę ścieżkę na lata.

3. Czy to pożyczka? Koszt nominalny i realne koszty

Czy to pożyczka?

Nie — mechanizm rewaloryzacji złota nie jest pożyczką w technicznym, prawnym ani finansowym sensie. Jest to jednorazowa realizacja niezrealizowanego zysku z rewaluacji aktywów. Nie tworzy zobowiązania do spłaty żadnemu wierzycielowi zewnętrznemu.

"Jest pożyczką 0%"?	Prawdziwe koszty ukryte
Brak odsetek — zysk przekazany do budżetu nie podlega spłacie	Koszt alternatywny: uszczuplenie rezerwy rewaluacyjnej (bufora na wypadek spadku cen złota)
Brak wierzycieli zewnętrznych	Koszt inflacyjny: wprowadzenie do obiegu dodatkowych PLN bez pokrycia w produktywności
Złoto fizycznie pozostaje w rezerwach	Koszt wiarygodności: sygnał dla rynków i EBC o upolitycznieniu NBP
Oficjalnie: koszt finansowania = 0%	Koszt jednorazowości: mechanizm nie odnawialny w krótkim czasie
	Koszt prawny: ryzyko zaskarżenia, postępowanie TK lub ETS

Paradoks nazwy: Określenie "pożyczka 0%" jest politycznie chwytliwe, ale ekonomicznie mylące. To nie jest pożyczka — rząd nie spłaci niczego NBP. To raczej jednorazowa „quasi-dywidenda z aktywów banku centralnego”. Analogia: tak jak akcjonariusz spółki może otrzymać dywidendę z zysku — jednorazowo i bez obowiązku zwrotu — tak rząd otrzymałby środki z NBP. Tyle że „zysk” jest tu zyskiem księgowym, nie gotówką wypracowaną przez działalność. Różnica między pożyczką a dywidendą ma znaczenie: pożyczka tworzy zobowiązanie do spłaty; dywidenda — nie. Ale zmienia strukturę bilansu

banku centralnego: zuboża jego bazę kapitałową i pozbawia go bufora bezpieczeństwa na wypadek przyszłych strat.

Kluczowe pytanie analityczne

Jeśli zysk jest jednorazowy (bo złoto można przeszacować tylko raz z kosztu historycznego do wartości rynkowej), a Glapiński mówi o "kilkudziesięciu miliardach rocznie" — to albo zakłada wieloletnią sekwencję mniejszych operacji, albo dalszy wzrost ceny złota, który generuje nowe GRA. W każdym razie nie jest to mechanizm zdolny w sposób trwały i przewidywalny finansować wydatki obronne.

4. Czy SAFE UE jest najtańsza? Koszt polskich pożyczek

Koszt SAFE UE dla Polski

Oprocentowanie pożyczek SAFE UE wynosi ok. 3% (oprocentowanie obligacji emitowanych przez KE na rynku).⁵

Polska samodzielnie pożyczka na rynkach po ok. 5,4–6% — taka jest rentowność 10-letnich polskich obligacji skarbowych w I kwartale 2026 r. Rentowność obligacji to de facto cena, którą Polska płaci inwestorom za pożyczone pieniądze: im wyższa, tym drożej Polska się zadłuża.⁶

Instrument	Oprocentowanie	Waluta	Termin
SAFE UE (pożyczka KE)	~3,0% rocznie	EUR	45 lat (z 10-letnią karencją na spłatę kapitału)
Obligacje PLN 10-letnie (rynek)	~5,4–5,7% rocznie	PLN	10 lat
Obligacje PLN 3-letnie	~4,65% rocznie	PLN	3 lata
Obligacje PLN 1-roczone	~4,25% (zmienna)	PLN	1 rok
"Polski SAFE 0%" (GRA)	0% (nominalnie)	PLN	Bezterminowy
Obligacje USD/EUR (rynek)	~4–5% (w walucie)	USD/EUR	różne

SAFE UE nie jest najtańsza nominalnie (najtańszy jest "SAFE 0%"), ale jest najtańsza spośród dostępnych instrumentów rynkowych dla Polski. Dla porównania: przy 10 mld EUR na 45 lat różnica między oprocentowaniem polskim (6%) a europejskim (3%) to oszczędność ok. 300 mln EUR odsetek rocznie.⁷

Historyczne koszty polskiego długu

W latach 2008–2012 Polska pożyczła po 5–6,5% w PLN. W szczycie kryzysu COVID-2020 rentowności krótkoterminowo spadły do 1–1,5% (polityka NBP zero-stopy). W 2022–2023 wzrosły do ponad 7%. Obecny poziom ~5,5% to środek historycznego zakresu — ani rekord, ani historyczne minimum.

⁵Centre for European Reform, "One step forward for Europe's defence", marzec 2025. Źródło: cer.eu

⁶Obligacjeskarbowe.pl, lista emisyjna marzec 2026; Mizzox.com, "Oprocentowanie obligacji skarbowych 2025/2026". Źródło: obligacjeskarbowe.pl

5. Ryzyka realne pożyczki SAFE UE

Ryzyka SAFE UE	Waga / komentarz
Ryzyko walutowe (EUR/PLN)	WYSOKIE — PLN może się umocnić, podnosząc realny koszt spłaty
Oprocentowanie zmienne (powiązany z kosztem finansowania UE)	ŚREDNIE — wzrost rentowności obligacji UE od 2022 r. o ok. 50 punktów bazowych względem niemieckich obligacji skarbowych (bundów); 100 punktów bazowych = 1 punkt procentowy
Warunkowość polityczna (wymogi praworządności — ang. rule of law)	NISKIE-ŚREDNIE — PL spełnia kryteria, ale ryzyko w długiej perspektywie
Wymóg wspólnych zamówień (co do zasady: kontrakt musi objąć co najmniej 2 państwa członkowskie UE)	ŚREDNIE — ogranicza elastyczność zakupów; do 30 maja 2026 r. przewidziano wyjątek pozwalający jednemu państwu działać samodzielnie
Ograniczenie do producentów EU/EOG/EFTA/Ukraina	ŚREDNIE — Polska może kupować koreański/US sprzęt tylko z 15–35% spoza UE
Ryzyko substytucji budżetowej	WYSOKIE — ryzyko, że SAFE zastąpi, a nie zwiększy wydatki obronne
Limit koncentracji: łączny udział trzech największych państw-beneficjentów nie może przekroczyć 60% puli SAFE	NISKIE — Polska i tak mieści się w przyznanej puli; limit ten dotyczy głównie Niemiec i Francji
Brak zgody Parlamentu Europejskiego (procedura obejścia)	FORMALNE — procedura narusza standardy demokratyczne

Najpoważniejsze ryzyko praktyczne: „Substytucja budżetowa” — mechanizm, który należy rozumieć dosłownie: rząd pobiera pieniądze z SAFE UE, ale równocześnie obcina własne krajowe wydatki obronne o podobną kwotę. Efekt netto dla armii: zero. Dług rośnie, a realny poziom zbrojeń pozostaje ten sam. Jest to jedno z głównych ryzyk identyfikowanych przez analityków UE. Polska jest wyróżniana jako kraj narażony na to ryzyko, bo prowadzi procedurę nadmiernego deficytu — jest pod presją ograniczania wydatków.⁸

⁸IEP@Bocconi University, "Safeguarding the Effectiveness of SAFE through Soft Law", 2025. Ryzyko substytucji budżetowej. Źródło: iep.unibocconi.eu

6. Ryzyko walutowe — pożyczka SAFE UE w EUR a PLN

Tak — fakt, że Polska nie należy do strefy euro, jest jednym z kluczowych czynników ryzyka przy zaciąganiu długu w EUR.

Mechanizm ryzyka walutowego

- Pożyczka SAFE denominowana jest w EUR. Polska spłaca ją w EUR.
- Dochody budżetu Polski denominowane są w PLN.
- Jeśli PLN umacnia się vs. EUR — koszt spłaty w PLN spada (korzystne).
- Jeśli PLN osłabia się vs. EUR — koszt spłaty w PLN rośnie (niekorzystne).
- Przy horyzoncie 45 lat wahania kursu EUR/PLN mogą być bardzo duże.

Kontekst historyczny

W ciągu ostatnich 20 lat kurs EUR/PLN wahał się od 3,20 PLN/EUR (2008, przed kryzysem) do ponad 4,80 PLN/EUR (2022, po inwazji). Przedział jest szeroki — ryzyko walutowe na 45-letnim długu nie jest marginalne.

⚡ Porównanie

Przy 185 mld zł pożyczki (ok. 43 mld EUR po kursie 4,30), osłabienie PLN o 10% zwiększa realny koszt spłaty o ~18,5 mld zł. Natomiast przy mechanizmie złotowym cała operacja odbywa się w PLN — brak ryzyka walutowego.

Z drugiej strony: Polska dąży do wejścia do strefy euro (choć bez konkretnego terminu). Gdyby przyjęto euro przed zakończeniem spłat SAFE, ryzyko walutowe zniknęłoby samo.

Warto dodać dwa czynniki, które w debacie publicznej są pomijane.

Po pierwsze: Polska jest jednym z większych eksporterów do UE — nadwyżka handlowa z państwami strefy euro oznacza, że euro naturalnie i systematycznie wpływa do polskiej gospodarki. Spłata długu denominowanego w euro nie jest zatem operacją wymagającą pozyskiwania obcej waluty na rynku — ta waluta w znacznej mierze już jest w systemie.

Po drugie: siła złotego w długim terminie zależy w dużej mierze od jakości polityki gospodarczej. Państwo, które zadłuża się na wydatki konsumpcyjne i zaniedbuje inwestycje prorozwojowe, osłabia swoją walutę — i tym samym powiększa realny ciężar spłaty każdego długu w euro. Państwo prowadzące zrównoważoną politykę fiskalną i inwestujące produktywnie — ryzyko to redukuje. Ryzyko walutowe nie jest zatem czymś danym nam z zewnątrz przez los. Zależy w dużej mierze od nas — od jakości polskiej polityki gospodarczej i fiskalnej.

7. SAFE UE to realne euro; "Polski SAFE 0%" to emisja PLN — różnica inflacyjna

SAFE UE — realne euro	"Polski SAFE 0%" — kreacja PLN
Polska otrzymuje realne EUR z rynków zewnętrznych	NBP kreuje zysk rachunkowy i przekazuje go do budżetu
Pieniądze te istniały wcześniej poza polskim systemem finansowym	Rząd wydaje środki w PLN — nowy pieniądz w systemie
Wejście EUR do Polski → wymiana na PLN → popyt wewnętrzny	Wzrost podaży pieniądza (agregatów M1/M2) bez wzrostu produktywności
Efekt inflacyjny: pośredni, zależy od kursu NBP	Efekt inflacyjny: BEZPOŚREDNI — wzrost podaży pieniądza bez towaru lub usługi
KE i rynki finansowe weryfikują wiarygodność wydatków	Brak zewnętrznej weryfikacji wydatków
Polska pożycza dług w walucie obcej — widoczne w statystykach długu publicznego	Formalnie nie zwiększa długu publicznego w ujęciu krajowym

Kluczowa różnica monetarna: SAFE UE to "import kapitału" — przeniesienie istniejącej siły nabywczej z rynków zewnętrznych do Polski. "Polski SAFE 0%" to kreacja nowej siły nabywczej wewnątrz polskiego systemu — tym samym to czynnik inflacyjny, podobny — choć inaczej ustrukturyzowany — do luzowania ilościowego (QE, ang. quantitative easing): polega ono na tym, że bank centralny wprowadza do systemu finansowego pieniądze nieoparte nową produkcją towarów lub usług.

Przy założeniu, że ~185 mld zł trafi do systemu w ciągu 1–2 lat, a polska podaż pieniądza M2 wynosi ok. 2,3–2,5 bln zł, wzrost ten sięgnąłby ok. 7–8% M2 — to istotny impuls inflacyjny w normalnych warunkach. Jedynym łagodzącym czynnikiem jest to, że część środków zostanie szybko „pochłonięta” przez zakupy sprzętu wojskowego za granicą — złotówki zamienione na euro lub dolary opuszczą polski system finansowy i nie będą napędzać inflacji w kraju.

8. Analiza makrofiskalna — jaki % PKB stanowi ta kwota

Parametry wyjściowe

PKB Polski w 2025 r.: ok. 3,5–3,6 bln PLN (wzrost 3,6% r/r wg GUS). Prognoza wzrostu na 2026 r.: 3,7%.⁹

Kwota do sfinansowania: ~185 mld PLN (43,7 mld EUR przy kursie 4,23 PLN/EUR, pełna pula SAFE dla Polski).

Rok	PKB bazowy @3,5% (bln PLN)	% PKB pesym. (2,5%)	% PKB bazowy (3,5%)	% PKB optym. (5,5%)	Uwagi
2026 (dziś)	~3,63	~5,1%	~5,1%	~5,1%	Punkt wyjścia
2036 (10 lat)	~5,2	~4,4%	~3,6%	~3,0%	Koniec karencji — start spłat
2051 (25 lat)	~8,6	~3,5%	~2,2%	~1,3%	Środek okresu spłat
2071 (45 lat)	~17,1	~2,6%	~1,1%	~0,5%	Zakończenie spłat SAFE

* Trzy scenariusze wzrostu nominalnego PKB: pesymistyczny (2,5% r/r), bazowy (3,5% r/r) i optymistyczny (5,5% r/r). Dla porównania: historyczna średnia nominalnego wzrostu PKB Polski w latach 2000–2024 wynosiła 6,7% r/r. Założenie 3,5% jest zatem konserwatywne. Scenariusz 1,5% odpowiadałby trwałej stagnacji lub recesji — jest możliwy, ale skrajnie pesymistyczny i nieuzasadniony jako założenie bazowe.

Wniosek: Dziś 185 mld zł to ok. 5% PKB — znaczące, lecz nie ekstremalnie. Po 45 latach to zaledwie 1,5% PKB. SAFE UE jest zatem instrumentem korzystnym z perspektywy długofalowej — spłata kapitału przypadnie na okres, gdy polska gospodarka będzie znacząco większa.

⁹GUS, wstępny szacunek PKB za 2025 r., 30 stycznia 2026; ING Serwis Ekonomiczny, prognoza 2026. Źródło: gus.gov.pl, ekonomiczny.ing.pl

9. Zagadnienie dodatkowe: niezależność NBP i ryzyko polityczne

Art. 227 ust. 1 Konstytucji RP stanowi, że NBP przysługuje wyłączne prawo emisji pieniądza oraz że odpowiada on za wartość polskiego pieniądza. Art. 2 ustawy o NBP zakazuje prezesowi NBP przynależności do partii politycznych i prowadzenia działalności publicznej niedającej się pogodzić z godnością urzędu.

Wspólna konferencja prezydenta Nawrockiego i prezesa Glapińskiego (4 marca 2026 r.) oraz ogłoszenie "Polskiego SAFE 0%" jako alternatywy politycznej dla SAFE UE naruszają ten paradygmat niezależności. Analitycy i komentatorzy Rzeczypospolitej wprost stawiają pytanie: "Kim pan jest, prof. Glapiński – prezesem NBP czy politykiem PiS?"

Poniższe skutki są naszymi przewidywaniami co do konsekwencji postrzegania NBP jako instytucji upolitycznionej – nie są to fakty, ale wysoce prawdopodobne scenariusze oparte na zachowaniu rynków i instytucji w analogicznych sytuacjach w innych krajach.

- Rynek obligacji: jeśli inwestorzy uznają, że NBP jest narzędziem politycznym, żądają wyższych odsetek za pożyczanie Polsce pieniędzy – tzw. premii za ryzyko. Premia za ryzyko to dodatkowy koszt, który inwestorzy dołączają do każdej pożyczki, gdy oceniają, że instytucje danego kraju są mniej wiarygodne lub mniej stabilne. Im wyższa premia, tym więcej Polska płaci za obsługę całego swojego długu publicznego – nie tylko tego związanego z SAFE.
- EBC: może wszcząć procedurę naruszenia prawa UE lub wydać negatywną opinię utrudniającą zmianę ustawy o NBP.
- Agencje ratingowe: S&P, Moody's i Fitch monitorują niezależność instytucji – jakiegokolwiek formalne upolitycznienie NBP grozi obniżką ratingu.

Ryzyko systemowe

Potencjalny wzrost rentowności polskich obligacji o 50–100 punktów bazowych (każde 100 punktów bazowych = 1 punkt procentowy, czyli np. wzrost z 5,5% do 6,5%) spowodowany utratą wiarygodności NBP wygenerowałby dodatkowy koszt obsługi całego długu publicznego rządu 10–20 mld zł rocznie – więcej niż ewentualna oszczędność z tańszego finansowania SAFE 0% vs. SAFE UE.

10. Zagadnienie dodatkowe: SAFE UE — ograniczenia zakupowe a polska strategia obronna

Mechanizm SAFE UE wymaga, by zakupiony sprzęt był produkowany głównie przez firmy z UE, EOG, EFTA lub Ukrainy. Polska dotychczas zaciągnęła wielkie kontrakty zbrojeniowe z Koreą Południową i USA (czołgi K2, śmigłowce AH-64, systemy Abrams, F-35). Tych kontraktów zasadniczo nie można finansować z SAFE.

Wyjątek: jeśli kontrakt zawarto przed 29 maja 2025 r. lub jeśli udowodniono brak możliwości realizacji bez partnera spoza UE (15–35% wartości), zakup może kwalifikować się — ale wymaga to indywidualnej oceny.

- Polski rząd wynegocjował elastyczną klauzulę (wbrew Francji, Belgii, Luksemburgowi), pozwalającą na podwykonawców spoza UE do 35% wartości kontraktu.
- Mimo to SAFE faworyzuje europejski przemysł obronny (Rheinmetall, KNDS, Leonardo) kosztem US/azjatyckich dostawców.
- Strategia Polski: rząd deklaruje, że SAFE posłuży do finansowania zamówień zgodnych z wymaganiami — czyli de facto do kontraktów europejskich lub tych z dużym wkładem lokalnym.

Praktyczne znaczenie klauzuli 35%: wynegocjowanie tej klauzuli przez polski rząd to realny sukces negocjacyjny — wbrew sprzeciwowi Francji, Belgii i Luksemburga, które chciały zamknąć rynek zamówień obronnych wyłącznie dla przemysłu europejskiego. W praktyce oznacza to, że Polska może finansować z SAFE UE również część kontraktów z Koreą Południową lub USA — pod warunkiem, że wartość komponentów wyprodukowanych poza Europą nie przekroczy 35% wartości kontraktu. Dla kontraktów z dużym udziałem offsetu lub produkcji licencyjnej w Polsce (np. części do K2 produkowane w HSW) warunek ten może być spełniony. Klauzula nie usuwa ograniczeń całkowicie, ale znacząco poszerza przestrzeń manewru.

Pozorne ograniczenia, które ograniczeniami nie są

Część warunków SAFE UE, które w debacie publicznej przedstawiane są jako uciążliwe ograniczenia, w rzeczywistości nimi nie jest — a nawet stanowią wartość dodaną. Kontrola wydatkowania środków przez organy UE oraz wymogi dotyczące listy zakupowej to elementy standardowe dla każdego instrumentu finansowania międzynarodowego.

Co ważniejsze, są one czymś pożądanym: stanowią zewnętrzny mechanizm nadzoru, który ogranicza ryzyko korupcji i marnotrawstwa. Polska historia zamówień obronnych dostarcza argumentów za tym, że taki nadzór nie jest luksusem, lecz potrzebą. Zewnętrzna weryfikacja celów wydatkowania przez instytucje UE może być również odpowiedzią na zarzut „substytucji budżetowej” (str.10) — trudniej jest przeznaczać środki na inne cele, gdy podlegają one międzynarodowej weryfikacji.

11. Synteza: SAFE UE vs. "Polski SAFE 0%" — tabela decyzyjna

Kryterium	SAFE UE	"Polski SAFE 0%"
Dostępność środków	Natychmiastowa (transze po akceptacji planu)	Wymaga ustawy + operacji — min. 6–12 miesięcy
Koszt nominalny	~3% rocznie przez 45 lat	0% (nominalnie)
Koszt realny	Niski; oszczędność vs. rynek ~2–3 punkty procentowe	Inflacja + ryzyko wiarygodności NBP
Ryzyko walutowe	TAK — dług w EUR	NIE — operacja w PLN
Wpływ na dług publiczny	Wzrost o ~5% PKB	Formalnie mniejszy / brak
Wpływ inflacyjny	Pośredni (import kapitału)	Bezpośredni (kreacja PLN)
Bariery prawne	Brak (instrument ratyfikowany)	Zmiana ustawy + opinia EBC + ryzyko TK
Jednorazowość	NIE — wieloletni instrument	TAK — zysk do zrealizowania tylko raz
Warunkowość polityczna UE	TAK (rule of law, wspólne zamówienia)	NIE
Ograniczenia zakupowe	Głównie UE/EOG/EFTA/UA	Brak ograniczeń
Ryzyko niezależności NBP	NIE	TAK — duże
Wiarygodność zewnętrzna	Wysoka (instrument UE)	Ryzyko obniżki ratingu

Ocena końcowa

Żaden z instrumentów nie jest idealny. SAFE UE jest lepszym rozwiązaniem z perspektywy instytucjonalnej, prawnej i długofalowej stabilności monetarnej.

„Polski SAFE 0%” jest w chwili obecnej rozwiązaniem wyłącznie teoretycznym — wymaga zmian ustawowych i konsultacji z EBC, których wynik, biorąc pod uwagę dotychczasowe stanowiska EBC w analogicznych sprawach, może nie być korzystny dla pomysłodawców.

SAFE UE jest natomiast instrumentem dostępnym teraz, bez żadnych dodatkowych warunków po stronie polskiej. Jeśli Safe 0% miałyby kiedyś powstać, może być rozważany wyłącznie jako ewentualne uzupełnienie — nigdy jako zastępstwo.

Źródła

Wszystkie źródła podane w przypisach dolnych. Poniżej skróty kluczowych.

- Federal Reserve Board (2025): "Official Reserve Revaluations: The International Experience" — [federalreserve.gov](https://www.federalreserve.gov)
- Gainesville Coins (2025): "How Central Banks Can Use Gold Revaluation Accounts" — gainesvillecoins.com
- Goldbroker.com / FastBull: "Gold Reserve Revaluations: The International Experience" — oparty na analizie ekonomisty Fed
- Consilium.europa.eu: Rozporządzenie SAFE (Regulation 2025/1106), maj 2025
- Centre for European Reform (CER): "One step forward for Europe's defence" — cer.eu
- OSW Centre for Eastern Studies: "Imperfect balance: the EU's defence loan mechanism (SAFE)" — osw.waw.pl
- IEP@Bocconi University: "Safeguarding the Effectiveness of SAFE through Soft Law" — iep.unibocconi.eu
- Bankier.pl / PAP (5.03.2026): komentarze P. Kuczyńskiego (DI Xelion) — bankier.pl
- Money.pl (6.03.2026): wywiad z L. Skibą, doradcą prezydenta — money.pl
- Rzeczpospolita (5.03.2026): "Kim pan jest, prof. Glapiński..." — rp.pl
- GUS: wstępny szacunek PKB za 2025 r. (30.01.2026) — gus.gov.pl
- ING Serwis Ekonomiczny: prognoza PKB 2026 — ekonomiczny.ing.pl
- Obligacjeskarbowe.pl: aktualne oprocentowanie obligacji skarbowych (marzec 2026)

12. Konkluzja

Po przeprowadzeniu tej analizy mam pewność, której wcześniej nie miałem.

Propozycja „Polskiego SAFE 0%” nie jest alternatywą dla pożyczki unijnej. Jest instrumentem politycznym skonstruowanym tak, żeby wyglądać jak alternatywa.

Mówię to chłodno, nie emocjonalnie. Prezes NBP przez siedem lat budował rezerwy złota jako — jego własne słowa — „fundament bezpieczeństwa monetarnego Polski”. Planował dojść do 700 ton. Publicznie i wielokrotnie mówił, że złoto „nie służy generowaniu zysku”. Dziś proponuje jednorazowe skonsumowanie całego bufora bezpieczeństwa bilansu NBP — pozbawienie swojej instytucji narzędzia pokrywania przyszłych strat, wystawienie jej na ryzyko ujemnego kapitału przy ewentualnym spadku cen złota. Żaden prezes banku centralnego, który myśli kategoriami interesu swojej instytucji, nie zaproponowałby tego dobrowolnie. Glapiński zaproponował coś, na co sam nigdy by się nie zgodził, gdyby ktoś inny mu to zasugerował.

Dlaczego zatem zaproponował? Bo propozycja wymaga zmiany ustawy o NBP — a tę musi uchwalić Sejm, gdzie rządzi koalicja, która może jej nie przeprowadzić. Można więc spokojnie składać tę deklarację, wiedząc, że jej cena nigdy nie zostanie zapłacona, a winę za „zmarnowaną szansę” zrzuci się na rząd. To jest mechanizm polityczny, nie finansowy.

Efekt jest konkretny: finansowanie polskich zbrojeń zostaje zablokowane lub opóźnione. Dzieje się to w momencie, gdy Rosja prowadzi wojnę na wschodniej granicy Polski, gdy jej przywódca wielokrotnie wypowiada się o Polsce w sposób zdecydowanie wrogi, gdy otoczenie strategiczne jest najpoważniejsze od dziesięcioleci. Blokowanie dostępu do instrumentu, który jest dostępny teraz, przez wysuwanie propozycji z założenia nierealizowalnej — jest działaniem cynicznym. Nie jest to spór o ekonomię. Jest to rozgrywka polityczna prowadzona kosztem bezpieczeństwa państwa.

Jako prawnik kwalifikuję to precyzyjnie: naruszenie elementarnego obowiązku wobec współobywateli. Jako obywatel — dodaję, że mam tego dość.

Może jesteśmy w mniejszości — ci, którzy nie chcą się zgodzić na dryfowanie, którzy upierają się przy oddzielaniu argumentu od chwytu, faktu od dekoracji. Ale mniejszość myśląca i nazywająca rzeczy po imieniu nie jest bezsilna. Jest dokładnie tym, czego populizm najbardziej się boi: siłą, która może stawić czoło demagogii i populizmowi.

Podkowa Leśna, marzec 2026

Zbigniew Jasiński

Adwokat

