



WPŁYW PRZYJĘCIA PRZEZ POLSKĘ EURO NA STRATEGIĘ ZARZĄDZANIA DŁUGIEM SKARBU PAŃSTWA

**Marek Szcherbak, Jan Misiórski,
Grzegorz Pochopień**

**MINISTERSTWO FINANSÓW
DEPARTAMENT DŁUGU PUBLICZNEGO**

*Seminarium w ramach prac nad raportem NBP
nt. pełnego uczestnictwa RP w UGW
Warszawa, 25 VII 2008 r.*

Cel badania



- ❑ Zarządzanie długiem w znaczeniu portfelowym (dana wysokość potrzeb pożyczkowych do sfinansowania)

CEL – określenie:

- ❑ wpływu przyjęcia euro na otoczenie zarządzania długiem Skarbu Państwa (SP)
- ❑ konsekwencji dla strategii zarządzania długiem
- ❑ aspektów technicznych i prawnych dla długu publicznego

Wpływ euro na zarządzanie długiem



1. Zmiana otoczenia makroekonomicznego
2. Zmiana otoczenia rynkowego
3. Strategia zarządzania długiem SP
4. Aspekty prawne i techniczne



1. Zmiana otoczenia makroekonomicznego

Otoczenie makroekonomiczne



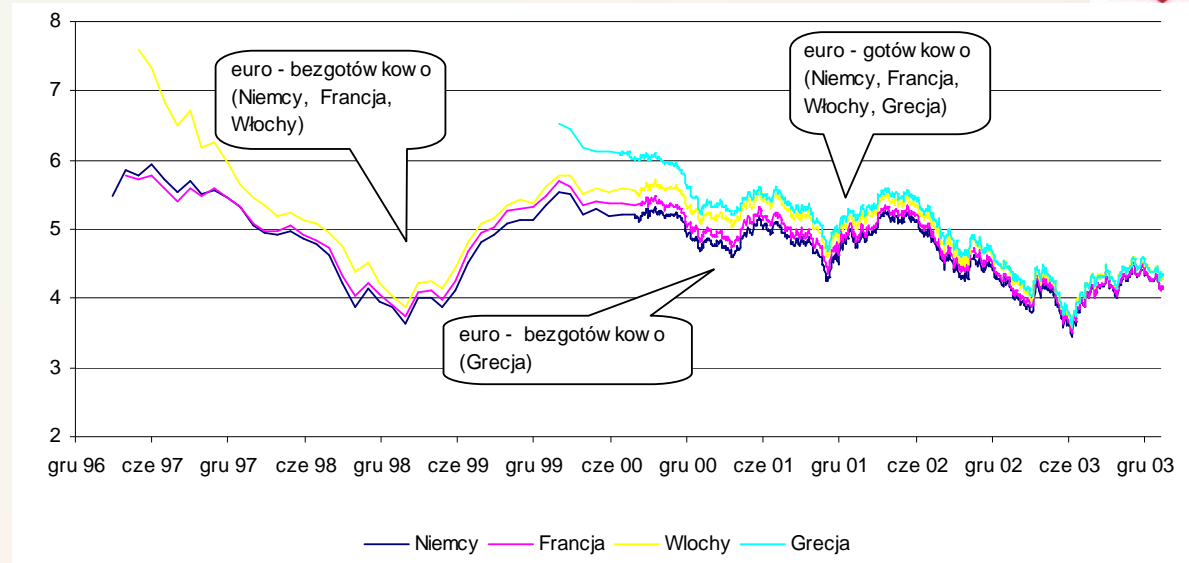
- ❑ Wpływ na krzywą rentowności SPW
 - ❑ Rynkowe stopy procentowe (krzywa swap)
 - ❑ Wiarygodność kredytowa Polski
 - ❑ Płynność rynku SPW
- ❑ Wpływ zarządzania długiem na politykę pieniężną

Rentowność SPW w strefie euro



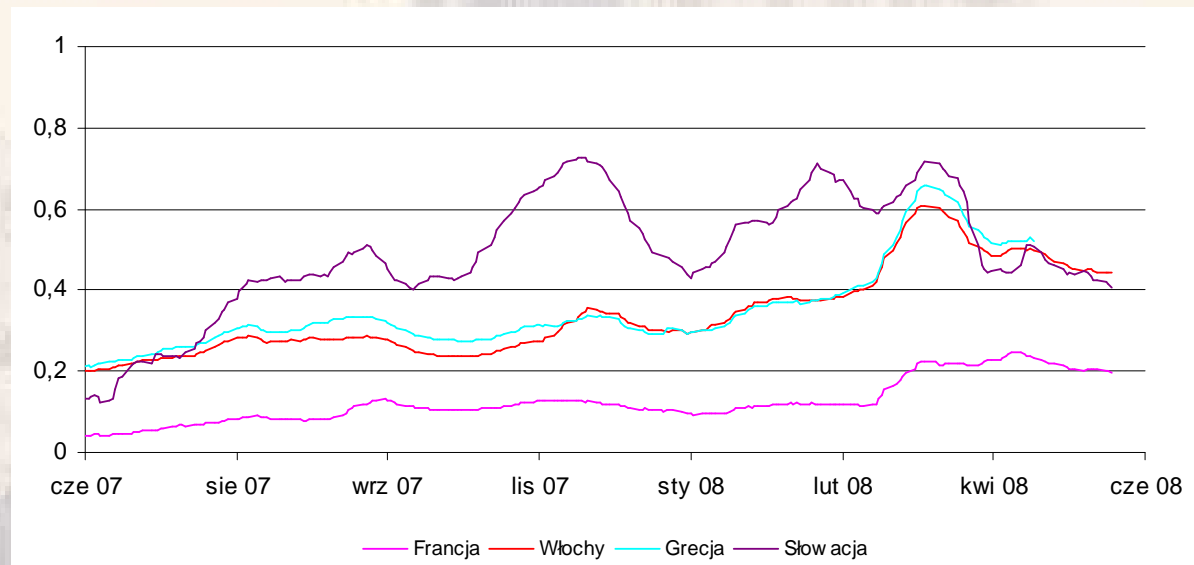
Rentowność obligacji 10-letnich, p. proc.

- Konwergencja rentowności SPW (często przed przyjęciem euro)



Rentowność obligacji 10-letnich, spread do Niemiec, p. proc.

- Od II poł. 2007 r. – częściowa dywergencja (postrzeganie ryzyka)



Rentowność SPW a rating



Rating kredytowy (S&P) a różnica rentowności 10-letnich obligacji do stawek swap

Data	Państwo	Niemcy	Francja	Włochy	Grecja
Czerwiec 2008	Rating	AAA	AAA	A+	A
	Spread	-37,5	-18,1	17,2	24,4
Styczeń 2002	Rating	AAA	AAA	AA	A
	Spread	-23	-15	2	1
Styczeń 2001	Rating	AAA	AAA	AA	A-
	Spread	-62	-47	-21	-1
Styczeń 1999	Rating	AAA	AAA	AA	BBB-
	Spread	-41	-38	-23	
Styczeń 1998	Rating	AAA	AAA	AA	BBB-
	Spread	-30	-21	-13	

- ❑ Ryzyko kredytowe:
 - ❑ Wycena fundamentalna - niewielkie zmiany
 - ❑ Wycena rynkowa - znaczne zmiany, często w przeciwnym kierunku (np. Grecja)

Potencjalne oszczędności w kosztach obsługi długu



Ok. **6,1 mld zł** rocznie

ZAŁOŻENIA

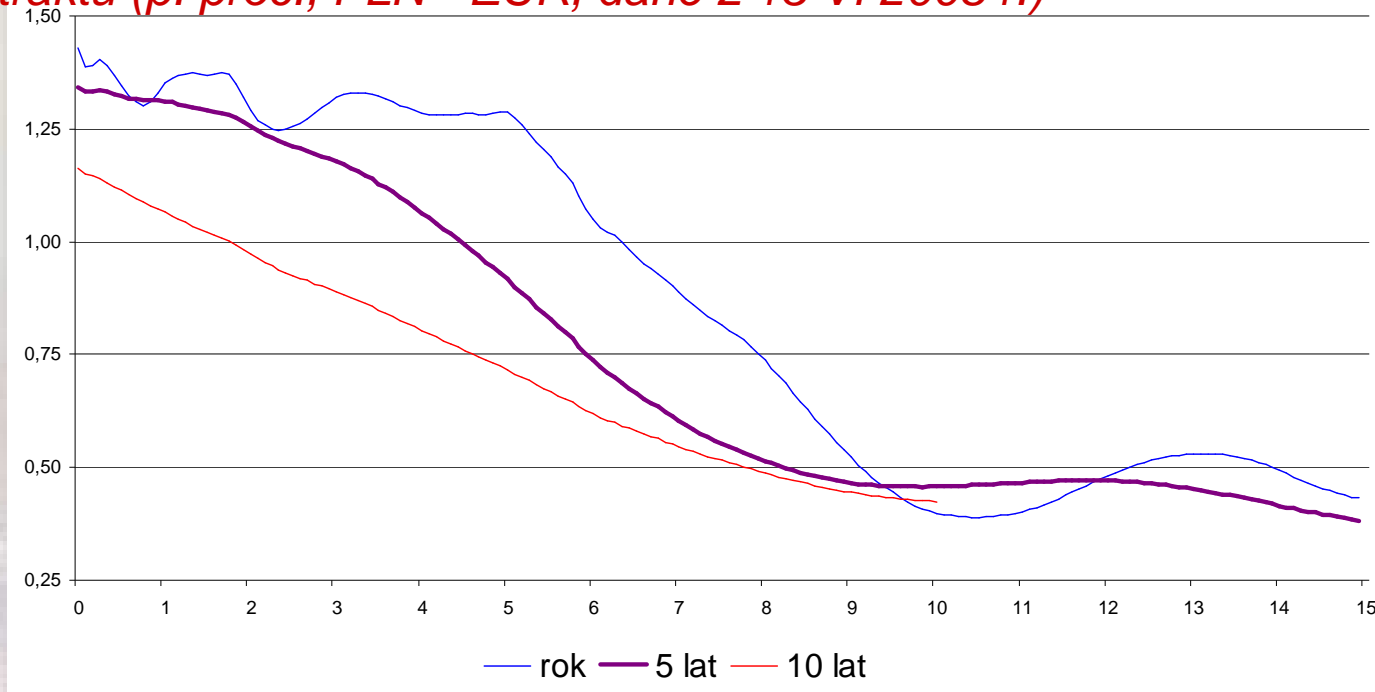
Dług jak w maju 2008 r.

Stopy procentowe jak Grecja

Co rynek sądzi o przyjęciu euro przez Polskę?



Wysokość terminowych stóp procentowych w zależności od roku rozpoczęcia kontraktu (p. proc., PLN - EUR, dane z 13 VI 2008 r.)

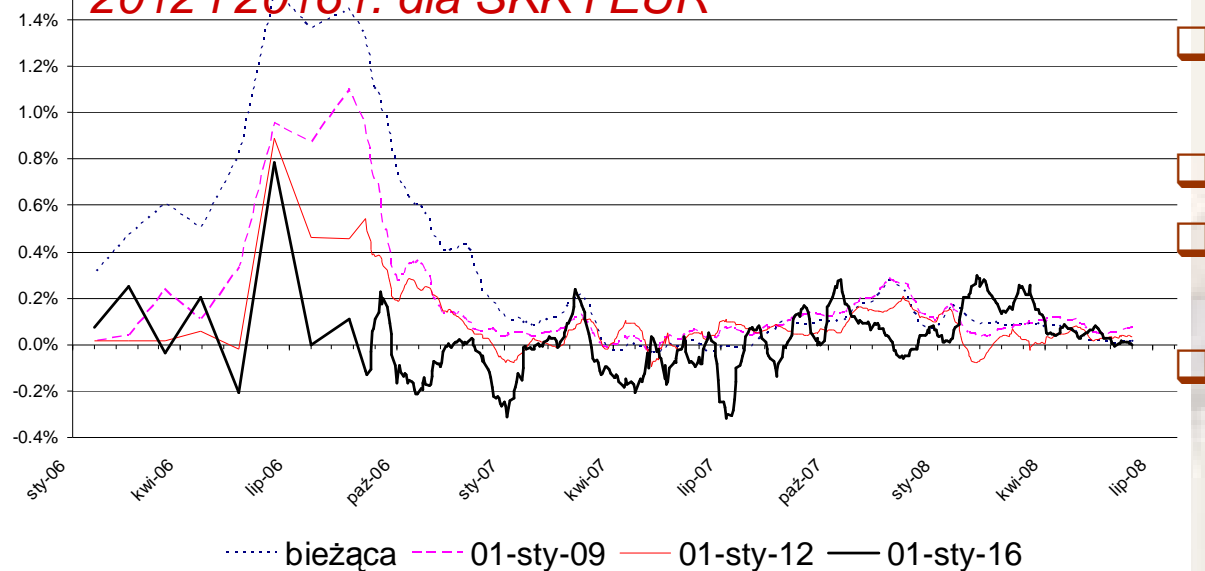


- ❑ Zero oznacza pewność przyjęcia euro (inaczej arbitraż)
- ❑ Za ok. 8 lat (tj. w 2016 r.) różnica w przedziale 40-50 pb (koszt niepewności wejścia do strefy euro)
- ❑ Jeśli Polska przyjmie euro, to najpóźniej za ok. 8 lat

Co rynek sądził o przyjęciu euro przez Słowację?



Różnica między 5-letnimi stopami terminowymi rozpoczynającymi się w 2009, 2012 i 2016 r. dla SKK i EUR



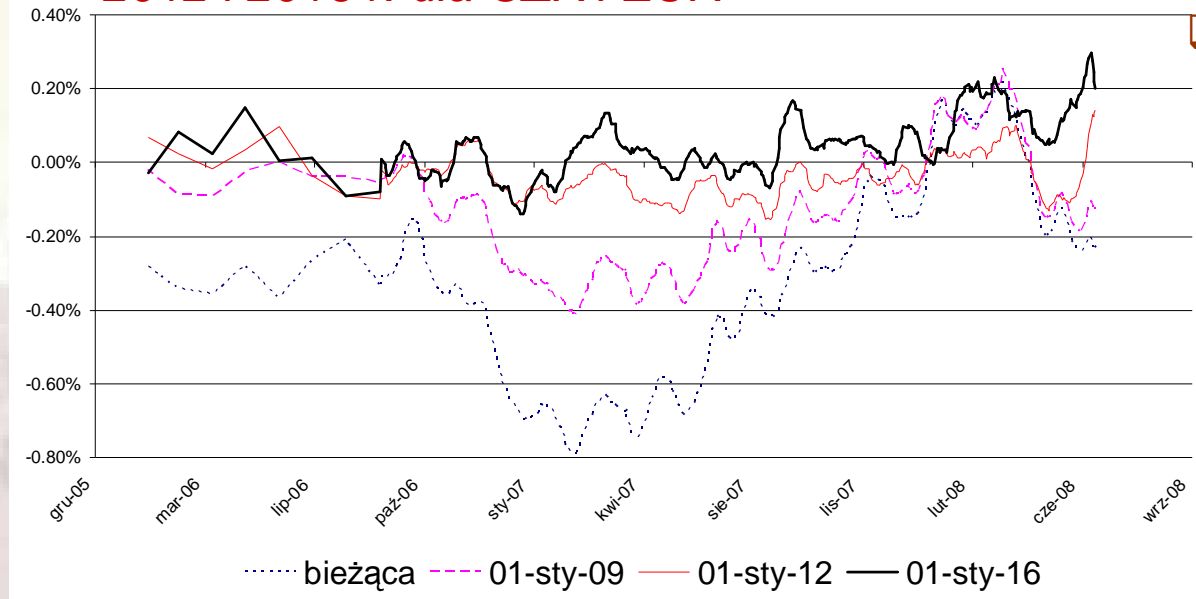
- I 2009 - planowana data przyjęcia euro
- X 2005 - ERM II
- V 2008 - KE ogłosiła spełnienie kryteriów
- VII 2008 - oficjalna decyzja o przyjęciu i kursie wymiany

- I-V 2006 - niewielkie odchylenia stóp terminowych, stopy bieżące w SKK wyższe o 40-60 pb
- VI 2006 - wybory parlamentarne (wygrana Smer) – przejściowy wzrost stóp, szybki powrót kontraktów 2016 r. do niskich poziomów
- Od 2007 r. niewielkie odchylenia stóp bieżących i terminowych w SKK
- Od IV 2008 r. różnica dla wszystkich terminów zbiega do zera, maleje zmienność (rynek traktuje przyjęcie euro w 2009 r. jako pewne)

Co rynek sądził o przyjęciu euro przez Czechy?



Różnica między 5-letnimi stopami terminowymi rozpoczynającymi się w 2009, 2012 i 2016 r. dla CZK i EUR



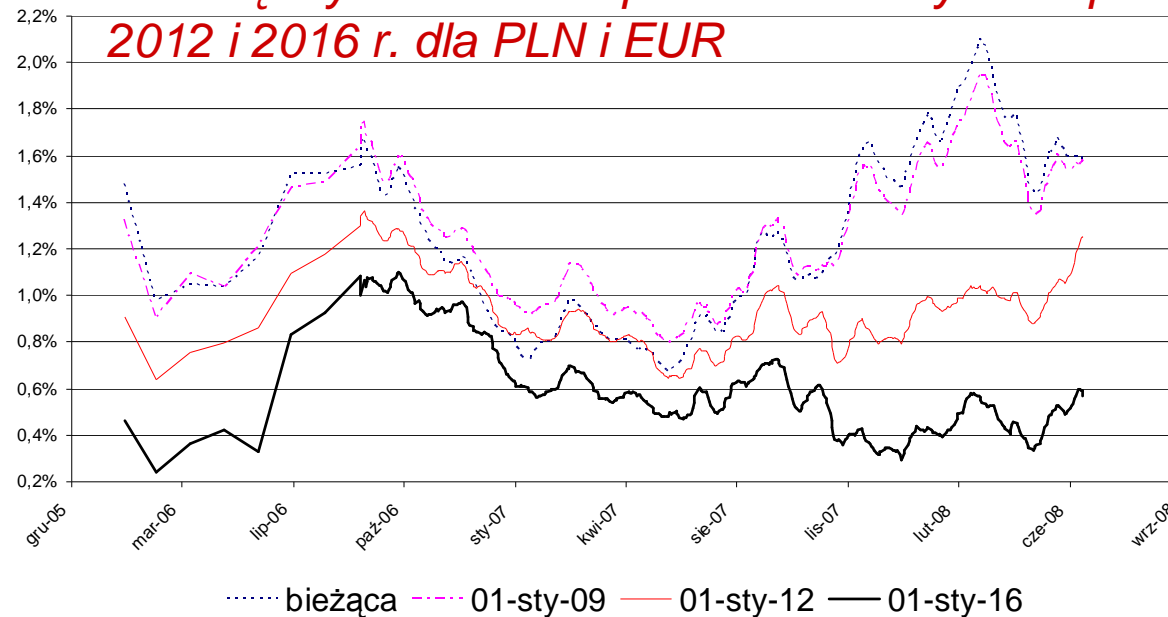
Brak wyznaczonej daty przyjęcia euro

- ❑ Bieżące stopy w Czechach niższe niż w strefie euro (poza 2008 Q1)
- ❑ Różnica w kontraktach terminowych rozpoczynających się w 2016 r. w przedziale [-13, 23] pb (węższym niż dla SKK), średnia 3 pb
- ❑ Od IV 2008 wzrost różnicy (średnio do 14 pb)

Co rynek sądził o przyjęciu euro przez Polskę (1)?



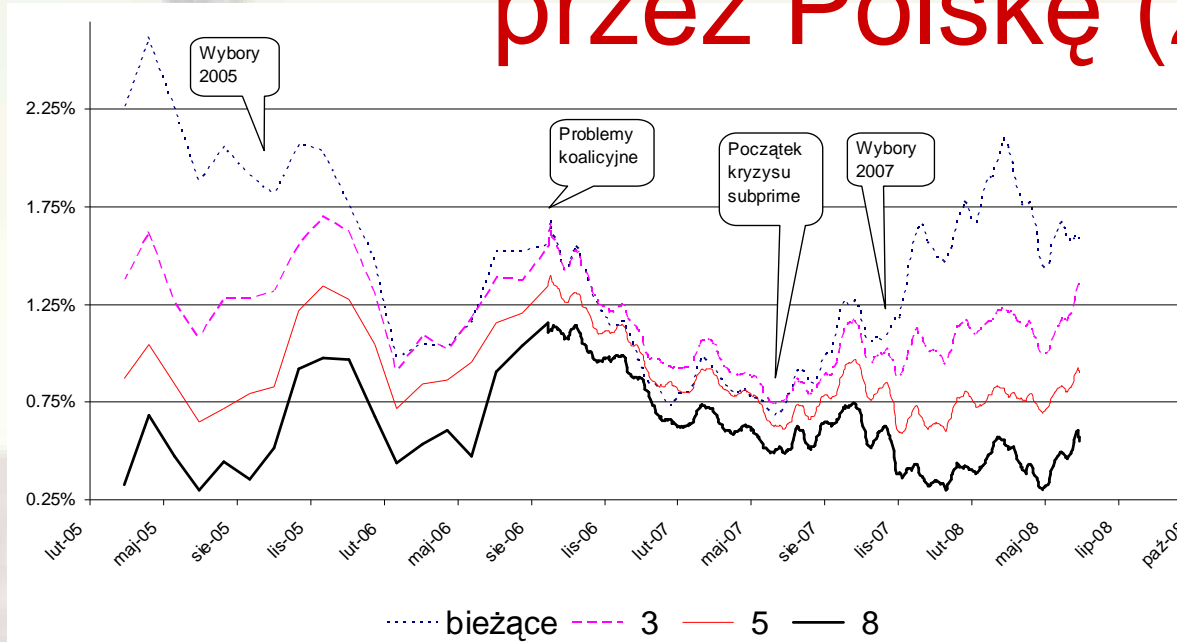
Różnica między 5-letnimi stopami terminowymi rozpoczynającymi się w 2009, 2012 i 2016 r. dla PLN i EUR



❑ Brak wyznaczonej daty przyjęcia euro

- ❑ Stopy terminowe w PLN na znacznie wyższym poziomie niż w SKK i CZK (większy dysparytet stóp bieżących do EUR)
- ❑ Od I 2006 r. średnia różnica 60 pb dla 2016 r. oraz 128 pb dla 2009 r.
- ❑ Różnica między średnią dla 2016 oraz 2012 r. wyniosła 33 pb (Słowacja 7 pb, Czechy 8 pb) - wyższe prawdopodobieństwo późniejszego wejścia do strefy euro

Co rynek sądził o przyjęciu euro przez Polskę (2)?



Różnica między 5-letnimi stopami terminowymi dla PLN i EUR (ustalone okresy)

- ❑ Od III 2005 r. do wyborów (IX 2005 r.) różnica dla 8 lat średnio 43 pb
- ❑ Po wyborach (rząd mniejszościowy) wzrost do 97 pb na koniec 2005 r., następnie spadek do 44 pb w II 2006 r.
- ❑ Ponowny wzrost (do 116 pb pod koniec VIII 2006 r.) - perturbacje w koalicji (IX 2006 rozpad, X 2006 ponowne zawiązanie)
- ❑ Od IX 2006 r. do VI 2007 r. stopniowy spadek do 50 pb.
- ❑ Kryzys subprime (od VII 2007) - wzrost stawek bieżących i terminowych
- ❑ Wybory parlamentarne w X 2007 r. - spadek do 32 pb w XII 2007 r. dla 8 lat, wzrost stawek bieżących oraz dla 3 i 5 lat

Koszt niepewności przyjęcia euro (1)



- Niepewność rynku co do przyjęcia euro (różnica między stopami terminowymi dla PLN i EUR zbiega do 40-50 pb) przekłada się na wyższe stopy bieżące

Potencjalne obniżenie rynkowych stóp procentowych w Polsce wynikające z pewności rynku co do wprowadzenia euro do 2017 r. (stawki swap dla terminów od 1 do 20 lat, pb)

Rok	Terminy stóp procentowych w latach				
	1	2	5	10	20
2008	-	2,8	10,9	23,6	31,3
2009	5,8	8,6	16,7	28,1	33,6
2010	11,5	14,4	22,5	32,0	35,9
2011	17,3	20,1	28,3	35,9	38,2
2012	23,1	25,9	34,1	39,7	40,5
2013	28,9	31,7	39,9	42,6	42,8
2014	34,6	37,4	42,4	44,4	45,1
2015	40,4	43,2	43,8	45,3	47,4
2016	46,2	49,0	45,4	45,4	49,7
2017	51,9	46,0	46,5	44,4	49,7

Koszt niepewności przyjęcia euro (2)



Potencjalne oszczędności w kosztach obsługi długu SP w latach 2008-2010
wynikające z pewności rynku co do wprowadzenia euro w Polsce do 2017 r.

Rok	Oszczędności	
	mln zł	% kosztów
Łącznie (PV)	19.102	4,0
2008	12	0,1
2009	128	0,4
2010	308	0,9
...
2033	1.543	6,0
...

ZAŁOŻENIA

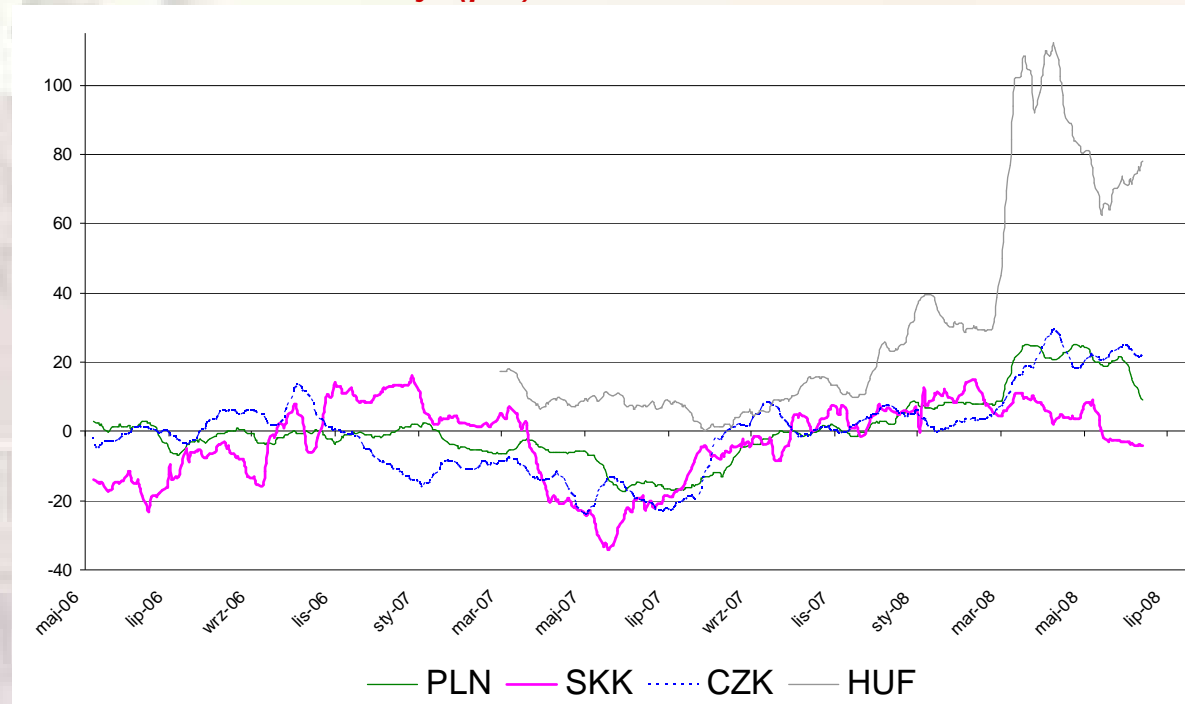
- Koszty memoriałowe
- Wielkość i struktura długu w latach 2008-10 z APK z III 2008 r.
- W kolejnych latach:
 - Zerowe potrzeby pożyczkowe netto
 - Struktura finansowania potrzeb pożyczkowych jak w 2010 r.
- Koszty obsługi długu nie wpływają na deficyt budżetowy

Wiarygodność kredytowa (1)



- ❑ Przyjęcie do strefy euro wymaga spełnienia kryteriów świadczących o stabilności ekonomicznej gospodarki
- ❑ Sam fakt przyjęcia euro może zwiększać stabilność gospodarki

Asset swap spread dla 5-letnich obligacji benchmarkowych Polski, Węgier, Czech i Słowacji (pb)

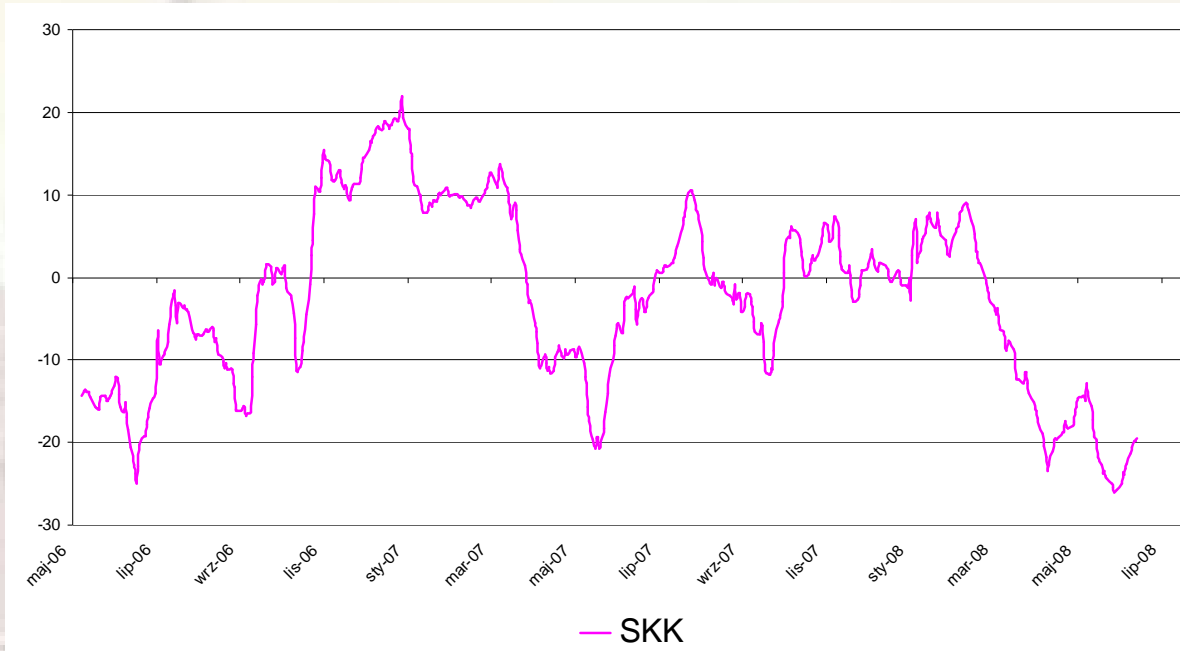


- ❑ Od rozpoczęcia kryzysu subprime surowsza rynkowa wycena ryzyka kredytowego
- ❑ 2008: zawężenie spreadu dla obligacji Słowacji, wzrost dla Polski i Czech

Wiarygodność kredytowa (2)



Różnica między wiarygodnością kredytową Słowacji a Polski i Czech (asset swap spread dla 5-letnich obligacji benchmarkowych, pb)



UWAGI

- ❑ *Wartości ujemne oznaczają wyższą wiarygodność kredytową Słowacji*
- ❑ *Dla Polski i Czech średnia arytmetyczna*

- ❑ Do ogłoszenia o spełnieniu przez Słowację warunków przyjęcia euro (V 2008) średnia różnica 1,6 pb, następnie wzrost do 21,5 pb
- ❑ Od rozpoczęcia kryzysu subprime do III 2008 r. ryzyko kredytowe Polski, Czech i Słowacji wyceniane podobnie, później znaczny wzrost względnej wiarygodności kredytowej Słowacji

Koszt niższej wiarygodności kredytowej



Potencjalne oszczędności w kosztach obsługi długu SP wynikające ze wzrostu wiarygodności kredytowej Polski związanej z pewnością przyjęcia euro

1,0 mld zł rocznie

ZAŁOŻENIA

- Ocena wiarygodności kredytowej jak dla Słowacji (20 pb), dotyczy emisji krajowych i zagranicznych
- Dług jak w maju 2008 r.

Dług publiczny a polityka pieniężna



- ❑ Zmiana uwarunkowań emisji długu SP w walutach obcych
- ❑ Wymiana walut obcych na złote:
 - ❑ na rynku: wpływ na kurs złotego
 - ❑ w NBP: zwiększenie podaży pieniądza lub koszty operacji otwartego rynku
- ❑ **Przyjęcie euro**
 - ❑ Polska częścią dużo większego obszaru walutowego
 - ❑ Wpływ operacji walutowych na podaż pieniądza i kurs euro nieistotny
 - ❑ Potencjalnie mniejsza skala emisji w walutach obcych



2. Zmiana otoczenia rynkowego

Otoczenie rynkowe



- ❑ Czynniki popytowe
 - ❑ Rynek SPW
 - ❑ Inne segmenty rynku finansowego
- ❑ Czynniki podażowe
 - ❑ Wpływ emitenta na ceny
 - ❑ Rola Dealerów SPW (DSPW)
 - ❑ Rynek pierwotny
 - ❑ Rynek wtórny

Wielkość rynku SPW (koniec 2007 r.)



Wartość w obiegu dłużnych papierów wartościowych w strefie euro (mld EUR)

	Ogółem w EUR	Wyemitowane przez rezydentów	
		w EUR	we wszystkich walutach
Ogółem	12.885,5	10.762,9	12.043,3
Długoterminowe	11.629,6	9.659,0	10.756,4

Struktura podmiotowa i rodzajowa (rezydenci strefy euro, mld EUR)

	Ogółem	Instytucje finansowe		Przedsiębiorstwa	Rządowe i samorządowe	
		Monetarne	Pozostałe		Rz. centralny	Pozostałe
Ogółem	12.043	5.043	1.479	687	4.520	315
Krótkoterminowe	1.287	784	18	121	356	7
Długoterminowe	10.756	4.258	1.461	566	4.164	308

Wartość w obiegu dłużnych papierów wartościowych w Polsce (rezydenci, mld EUR)

	Ogółem	Instytucje finansowe		Przedsiębiorstwa	Rządowe i samorządowe	
		NBP	banki		Rz. centralny	Pozostałe
Ogółem	148	4	-	-	132	-
Krótkoterminowe	12	2	b.d	b.d	6	b.d
Długoterminowe	136	2	3	4	126	1

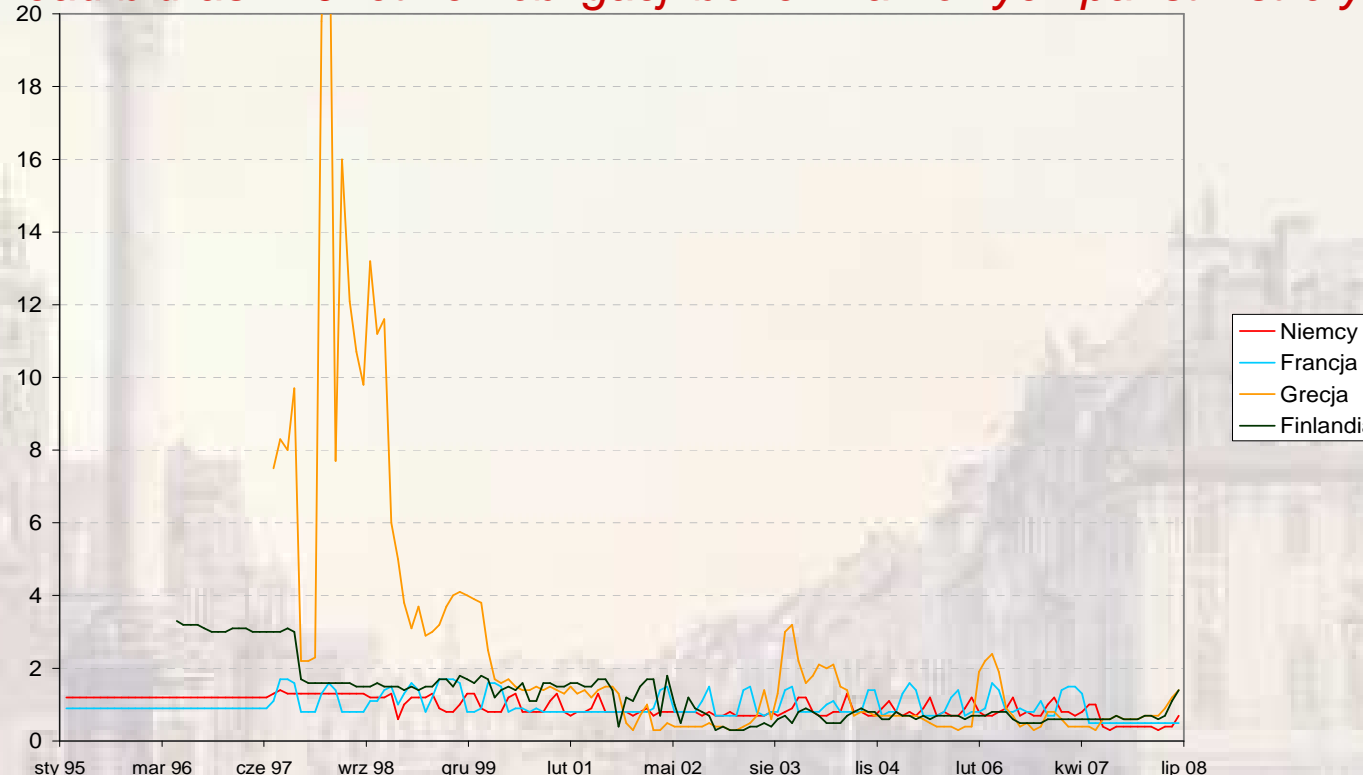
1,2%

2,9%

Płynność rynku SPW



Spread bid-ask 10-letnich obligacji benchmarkowych państw strefy euro (pb)



- ❑ Wielokrotny dla Grecji i ok. 2-krotny dla Finlandii spadek spreadu przed wprowadzeniem euro
- ❑ Dla dużych państw przyjęcie euro nie wpłynęło na zmniejszenie spreadu (relatywnie mniejsze poszerzenie rynku krajowego)
- ❑ Możliwy wpływ innych czynników na płynność (zwiększenie wartości pojedynczych emisji, rozwój systemu PD)

Popyt na SPW

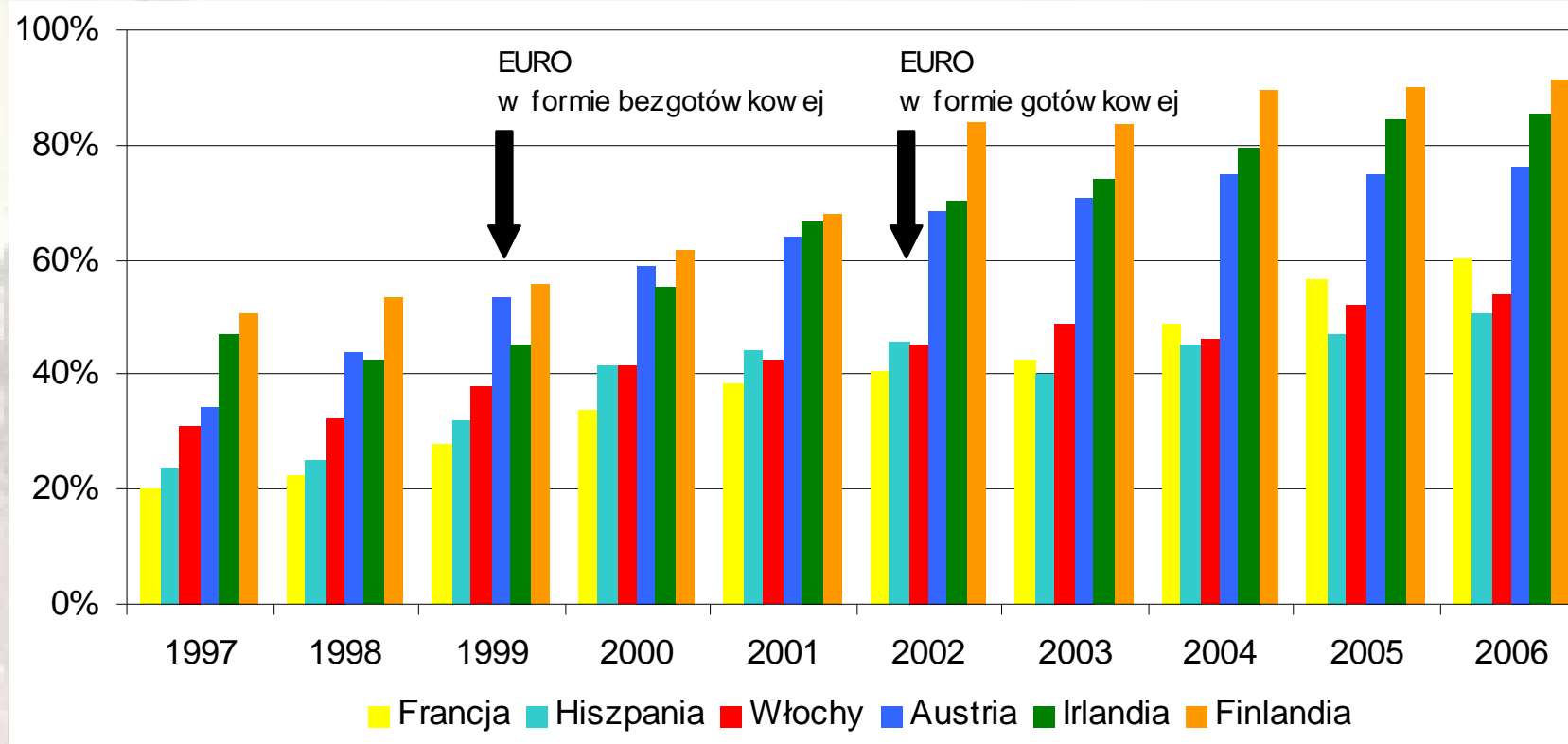


- ❑ Ograniczenie bariery popytu
 - ❑ Nawet duża podaż nieznaczoną częścią potencjalnego popytu
 - ❑ Zjawiska kryzysowe – wzrost rentowności SPW, nie zanik popytu
- ❑ Wyeliminowanie ryzyka kursowego
 - ❑ zwiększa popyt ze strony inwestorów strefy euro (dywersyfikacja popytu)
 - ❑ zmniejsza popyt ze strony inwestorów krajowych (dywersyfikacja podaży)
 - ❑ Łączny wpływ:
 - ❑ na wielkość popytu niejednoznaczny
 - ❑ na ryzyko pozytywny – ograniczenie zmienności popytu
- ❑ Głęboki i płynny rynek finansowy, w tym instrumentów pochodnych i walutowy - większa swoboda w kształtowaniu profilu ryzyka długu

Struktura inwestorów



Udział nierezydentów w zadłużeniu państw strefy euro



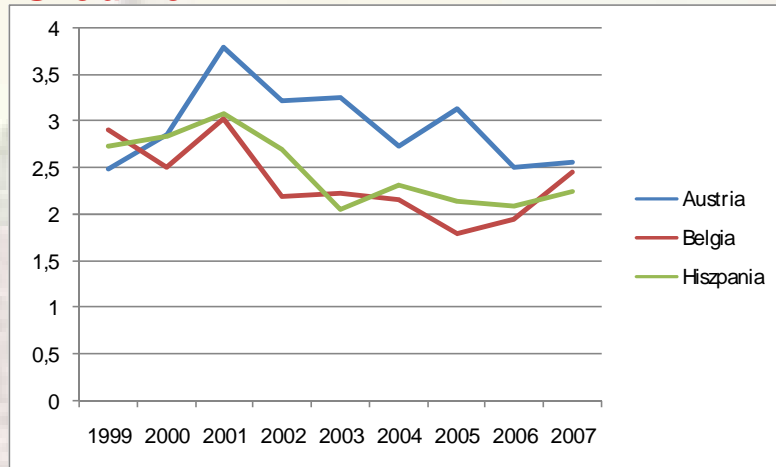
- ❑ Wzrost udziału nierezydentów tym większy, im mniejszy emitent
- ❑ Proces umiędzynarodowienia struktury inwestorów trwa

Ograniczenie bariery popytu



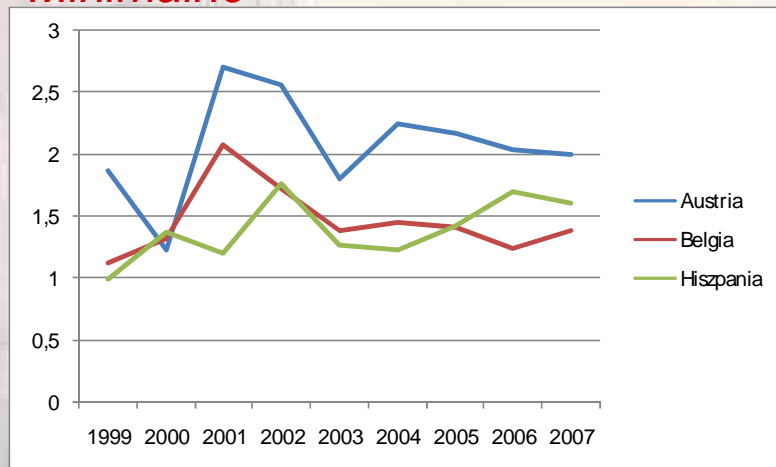
Bid-to-cover ratio na przetargach obligacji

Średnie

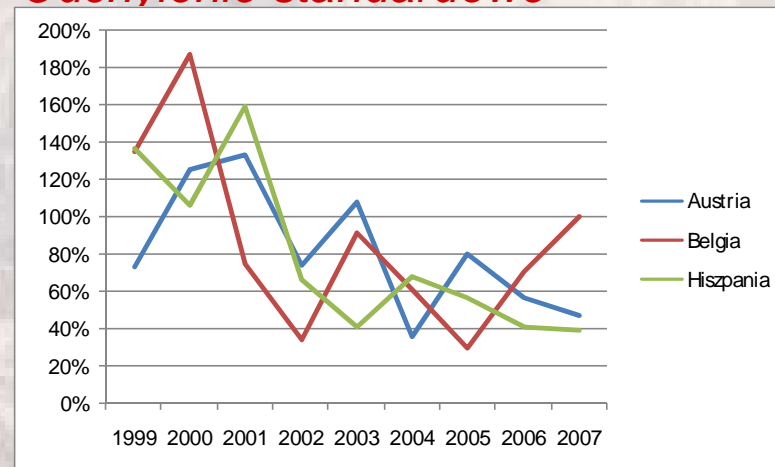


- Przeciętny popyt maleje ale
- Popyt na naj słabszych przetargach w roku rośnie
- Zmienność popytu maleje

Minimalne



Odchylenie standardowe



Rola Primary Dealers



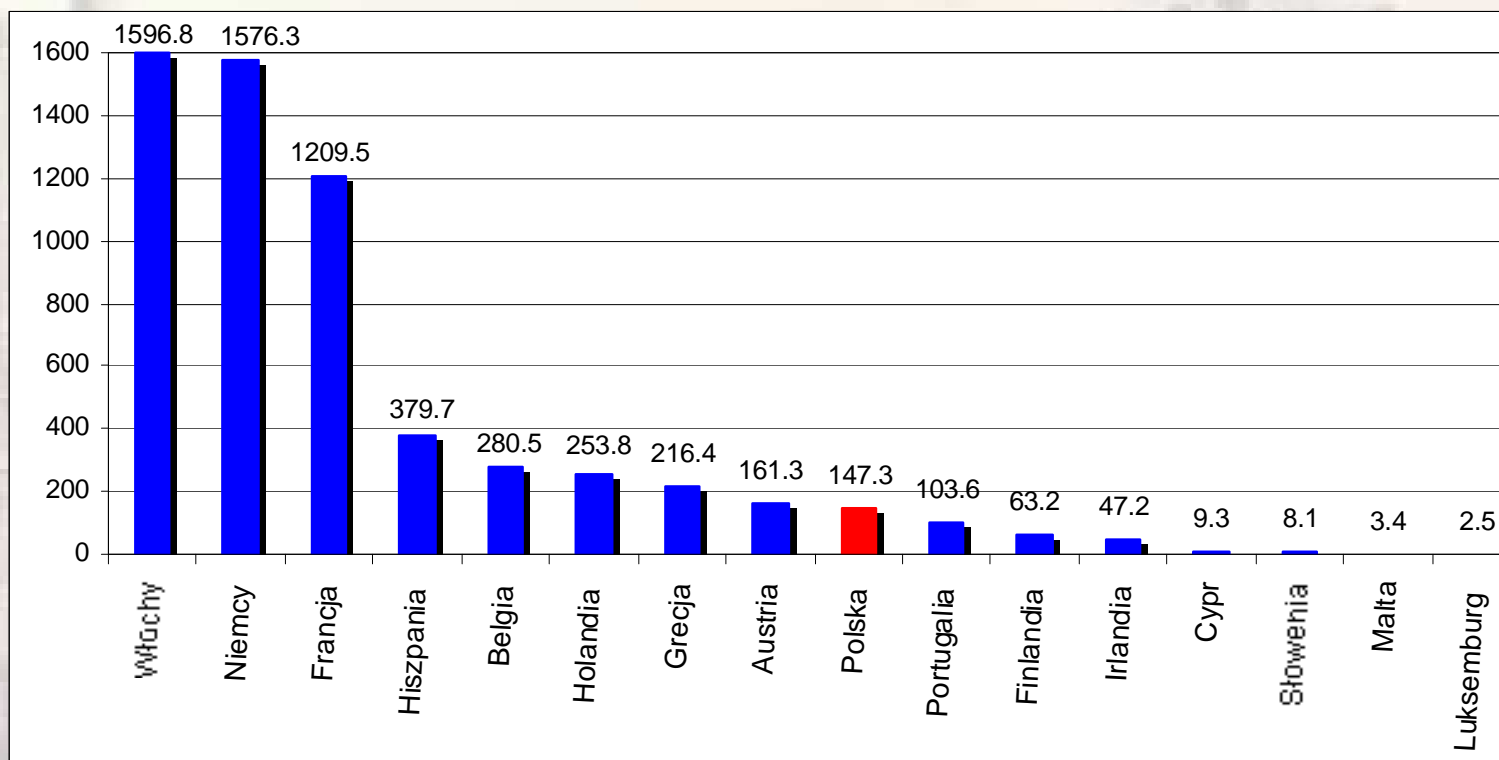
- ❑ Primary Dealers (PD, odpowiednik polskich DSPW) – wyłączny dostęp do rynku pierwotnego SPW w zamian za obowiązek:
 - ❑ aktywnego udziału w aukcjach
 - ❑ transakcyjnych kwotowań kupna i sprzedaży SPW na rynku wtórnym z określonym spreadem
- ❑ W 2007 r. systemy PD w 11 na 13 państwach strefy euro (poza Niemcami i Luksemburgiem)
- ❑ PD częścią przygotowania rynku SPW do wprowadzenia euro:
 - ❑ Stworzenie systemu: Irlandia (1995), Grecja, Portugalia (1998), Holandia (1999)
 - ❑ Przebudowa systemu: Irlandia, Belgia, Hiszpania
- ❑ Wzrost roli nierezydentów (baza inwestorów zagranicznych)
- ❑ Globalne instytucje finansowe ze statusem PD w wielu państwach
- ❑ W Polsce DSPW od 2003 r., w 2006 r. otwarcie na uczestników zagranicznych, obecnie 15 podmiotów (3 zagranicznych)

Rynek pierwotny SPW (1)



- ❑ Zmiana pozycji z dominującego emitenta na rynku krajowym na jednego z mniejszych emitentów na dużym rynku europejskim
- ❑ Bezpośrednia konkurencja z innymi emitentami

Dług publiczny krajów UE należących do strefy euro i Polski w 2007 r. (mld EUR)



Rynek pierwotny SPW (2)



- ❑ Najwięksi emitenci (Niemcy, Włochy i Francja)
 - ❑ stanowią punkt odniesienia dla mniejszych
 - ❑ sprzedaż głównie na przetargach
- ❑ Mniejsi emitenci (pozostali)
 - ❑ biorą pod uwagę działania dużych emitentów
 - ❑ kalendarz emisji
 - ❑ standaryzacja instrumentów
 - ❑ priorytet płynności SPW w polityce emisyjnej
 - ❑ ograniczanie liczby i zwiększanie wartości emisji
 - ❑ ograniczanie liczby i zwiększanie wartości przetargów
 - ❑ forma syndykatu (zwłaszcza zamiast pierwszego przetargu)
- ❑ Polska
 - ❑ od 2003 r. polityka emisji średnio- i długoterminowych benchmarków (równowartość co najmniej 5 mld EUR) – obecnie 11 serii
 - ❑ regularne emisje benchmarkowe na rynku euro – obecnie 3 serie co najmniej 3 mld EUR, w tym jedna powyżej 5 mld EUR

Rynek wtórny – rynki elektroniczne



- ❑ Utworzenie strefy euro katalizatorem rozwoju rynków elektronicznych SPW, wspomaganego przez emitentów (systemy PD)
- ❑ Oczekiwane efekty – przejrzystość i płynność rynku
- ❑ EuroMTS (1999) – platforma dedykowana SPW
 - ❑ Minimalna wartość emisji 5 mld EUR (3 mld EUR dla obligacji indeksowanych)
 - ❑ Początkowo SPW Niemiec, Francji oraz Włoch, od poł. 1999 r. także Austrii, Belgii, Hiszpanii, Holandii i Portugalii
 - ❑ Lokalne rynki elektroniczne oparte na MTS w Holandii, Belgii, Francji, Hiszpanii i Grecji
- ❑ Mimo wysiłków emitentów marginalna rola platform elektronicznych
 - ❑ obroty na EuroMTS i lokalnych MTS ok. 5% zadłużenia
 - ❑ Francja i Niemcy tylko po 1,2% zadłużenia
 - ❑ USA 139% zadłużenia
- ❑ Stanowisko KE z 2006 r. - ograniczenia nałożone na PD wskazujące konkretną platformę sprzeczne z zasadą konkurencji

Rynek elektroniczny w Polsce



- ❑ MTS Poland (2004) - obligacje i bony skarbowe w PLN
- ❑ Rynek NewEuroMTS - polskie obligacje skarbowe w EUR
- ❑ Regulamin DSPW wymaga stałych dwustronnych kwotowań emisji bazowych z określonym maksymalnym spreadem na MTS Poland
- ❑ Aktywność na MTS Poland oraz NewEuroMTS uwzględniana w ocenie kandydatów na DSPW
- ❑ Stanowisko KE oznacza konieczność opracowania ogólnych warunków, które powinna spełniać platforma elektroniczna



3. Strategia zarządzania długiem SP

Strategia zarządzania długiem SP



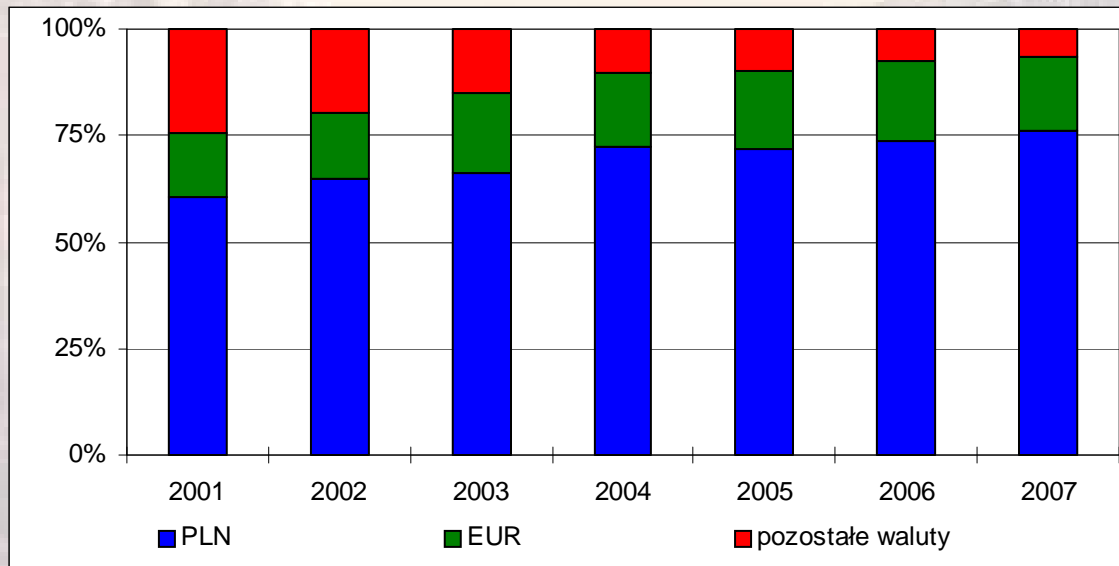
- ❑ Ryzyko kursowe
- ❑ Instrumenty zarządzania długiem
- ❑ Model instytucjonalny

Ryzyko kursowe długu SP



- ❑ Strategie zarządzania długiem
 - ❑ Rynek krajowy głównym źródłem finansowania
 - ❑ Szczególna rola euro jako przyszłej waluty krajowej
- ❑ Strategia 2008-2010
 - ❑ Dług zagraniczny 20-25%
 - ❑ Euro co najmniej 70% długu zagranicznego
- ❑ Dług w euro 73% długu zagranicznego (przyjęcie euro oznaczałoby spadek udziału długu w walutach obcych z 22% do 6%)

Struktura walutowa długu SP



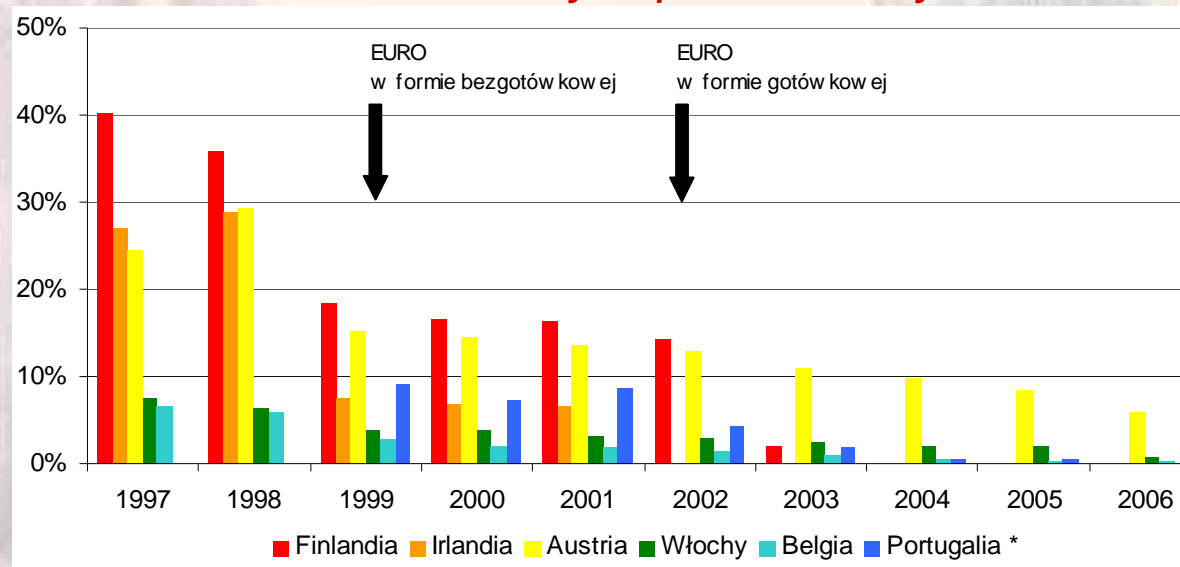
Ryzyko kursowe w strefie euro



- ❑ Skokowy spadek długu w walutach obcych po przyjęciu euro
- ❑ W strefie euro rola długu w walutach obcych maleje
- ❑ Emisje w walutach obcych:

ZA	PRZECIW
Niskie oprocentowanie	Ryzyko kursowe
Baza inwestorów	Ryzyko prawne
	Względna przewaga kosztowa na rynku krajowym

Zadłużenie w walutach obcych państw strefy euro



Instrumenty zarządzania długiem



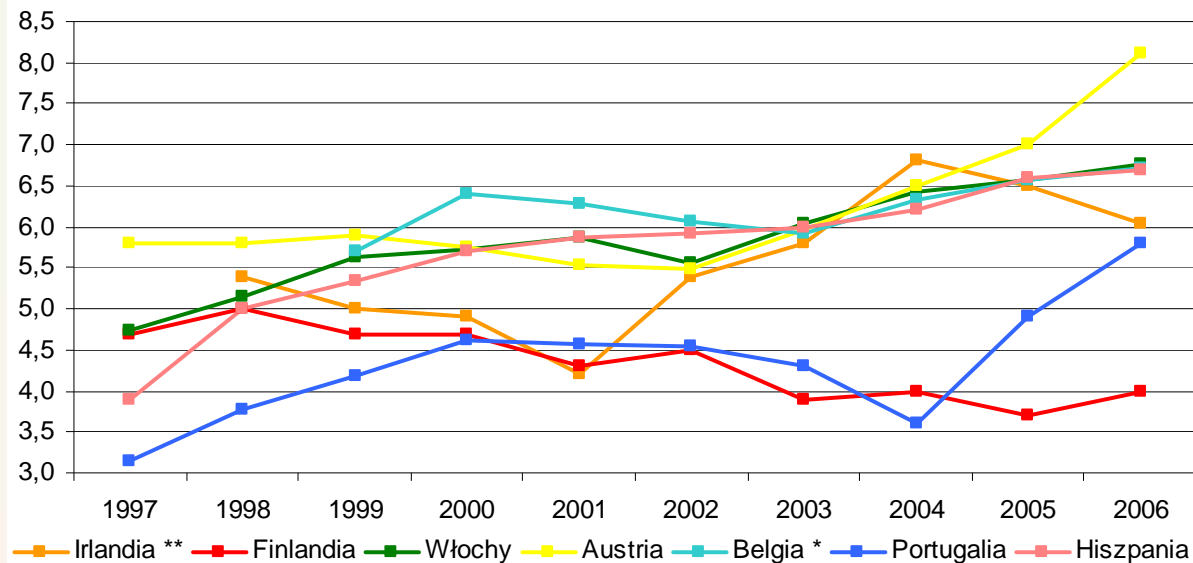
- ❑ Dobór instrumentów
 - ❑ Bariera popytu
 - ❑ Profil ryzyka
 - ❑ Płynność
- ❑ Ryzyko refinansowania (średnia zapadalność) a ryzyko stopy procentowej (duration)
- ❑ Długi termin
- ❑ Obligacje inflacyjne
- ❑ Instrumenty pochodne
 - ❑ Profil ryzyka
 - ❑ Eliminacja ryzyka kursowego
- ❑ Przedterminowy odkup i zamiana obligacji
- ❑ STRIPS

Zapadalność a duration



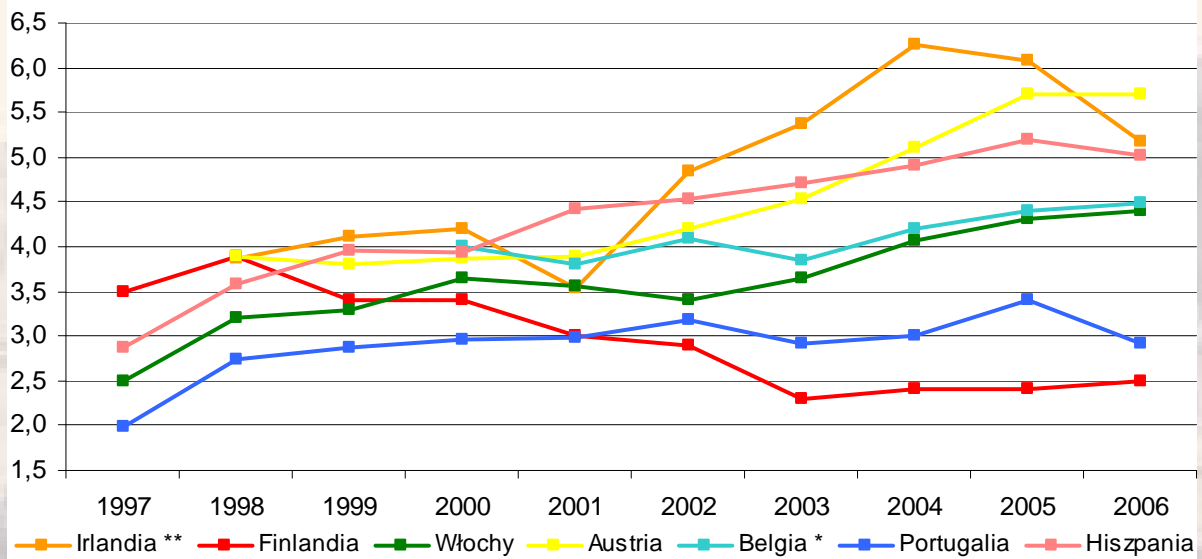
*Średnia zapadalność
długu w państwach
strefy euro*

Polska (maj 2008)
4,4 – dług krajowy
5,2 – dług SP



*Duration długu w
państwach strefy
euro*

Polska (maj 2008)
2,9 – dług krajowy
3,6 – dług SP



Model instytucjonalny



MODEL	STREFA EURO		POZA STREFAŁ EURO	
	PAŃSTWO	ROK	PAŃSTWO	ROK
AGENCJA	Belgia	1998	Łotwa	1992-1997
	Finlandia	1998	Słowacja	2004
	Francja	2000	Szwecja	1789
	Holandia	1841	Węgry	1997, 2001
	Irlandia	1990	Wielka Brytania	1998
	Malta	b.d.		
	Niemcy	2000		
	Portugalia	1996		
BANK	Cypr		Dania	
MINISTERSTWO	Grecja		Bułgaria	
	Hiszpania		Czechy	
	Luksemburg		Estonia	
	Słowenia		Litwa	
	Włochy		Polska	
			Rumunia	

Dług większy niż 10 mld EUR

Dług mniejszy niż 10 mld EUR



4. Aspekty prawne i techniczne

Aspekty podatkowe



- Opodatkowanie dochodów (przychodów) z tytułu SPW

	Rynek krajowy	Rynek zagraniczny
Rezydenci	19%	19%
Nierezydenci	<u>Odsetki</u> 9% (o. fizyczne) 20% (o. prawne) <u>Dochody ze zbycia</u> 19% (+ umowy o unikaniu podwójnego opodatkowania)	Zaniechanie poboru

- 81 umów o unikaniu podwójnego opodatkowania, w tym ze wszystkimi państwami strefy euro
 - maksymalne stawki od 5% do 10%
 - w kilku przypadkach opodatkowanie u źródła wyłączone, w tym wyłączenie szczególne SPW
 - metoda zaliczenia podatkowego (odliczenie podatków zapłaconych za granicą)
 - dochód ze zbycia SPW opodatkowany w państwie rezydencji
- Zróżnicowane zasady opodatkowania w państwach strefy euro
- Regulacje polskie nie stanowią ograniczenia popytu na SPW

Aspekty techniczne



- ❑ Harmonizacja konwencji rynkowych
 - ❑ rok obliczeniowy
 - ❑ bony skarbowe - ACT/360
 - ❑ obligacje - ACT/ACT
 - ❑ termin rozliczenia transakcji
 - ❑ bony skarbowe – dominuje T+2
 - ❑ obligacje skarbowe – dominuje T+3 (T+2)
 - ❑ roczna wypłata odsetek (oprócz Włoch)
 - ❑ dni rozliczeń zgodne z TARGET (Trans European Automated Real Time Gross Settlement Express Transfer) - tylko 5 państw
- ❑ Instytucje rozliczeniowe i depozytowe
 - ❑ systemy informatyczne
 - ❑ zmiany właścicielskie
- ❑ Redenominacja

Podsumowanie



ZA	PRZECIW
<u>Koszty obsługi długu</u> <input type="checkbox"/> Niższe stopy procentowe <input type="checkbox"/> Wyższa wiarygodność	
<u>Brak bariery popytu</u> <input type="checkbox"/> Bezpieczeństwo finansowania <input type="checkbox"/> Pożądany profil ryzyka rynkowego	
<input type="checkbox"/> Dywersyfikacja popytu	<input type="checkbox"/> Dywersyfikacja podaży
<input type="checkbox"/> Mniejsze ryzyko kursowe	



DZIĘKUJĘ ZA UWAGĘ

www.mf.gov.pl

Disclaimer



- ❑ Wyniki pojedynczego projektu badawczego nie determinują wyników całego Raportu na temat pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej. Projekty badawcze mają charakter dokumentów wspierających
- ❑ Przedstawione w Raporcie wyniki będą stanowiły podsumowanie kilkudziesięciu projektów, realizowanych zarówno przez pracowników NBP, jak też ekspertów zewnętrznych, oraz dotychczasowej literatury