



SEJM
RZECZYPOSPOLITEJ POLSKIEJ
VII kadencja
Prezes Rady Ministrów
DKRM.ZK.140-21(6)/2016.MN

Warszawa, 26 kwietnia 2016 r.

Pan
Marek Kuchciński
Marszałek Sejmu
Rzeczypospolitej Polskiej

Szanowny Panie Marszałku

Przekazuję przyjęte przez Radę Ministrów stanowisko wobec poselskiego projektu ustawy

- o zmianie ustawy o finansach publicznych (druk nr 231).

Jednocześnie informuję, że Rada Ministrów upoważniła Ministra Finansów do reprezentowania Rządu w tej sprawie w toku prac parlamentarnych.

Z poważaniem

(-)Beata Szydło

STANOWISKO RZĄDU
wobec poselskiego projektu ustawy o zmianie ustawy o finansach publicznych
(druk nr 231)

Głównym celem projektu ustawy o zmianie ustawy o finansach publicznych jest rozwiązanie problemu deficytu strukturalnego w polskich finansach publicznych i zatrzymania narastającego długu publicznego. Cel ten miałby zostać osiągnięty przez wprowadzenie reguły zerowego wyniku (inaczej mówiąc salda) strukturalnego.

Omawiany projekt zawiera propozycje, które mogą wydawać się optymalne z teoretycznego punktu widzenia. Jednak kwestie praktyczne (operacyjne) sprawiają, że proponowana reguła przedstawia się mniej korzystnie na tle obecnie obowiązującej, stabilizującej reguły wydatkowej. **Biorąc pod uwagę poniżej przedstawione argumenty Rząd negatywnie ocenia przedłożony projekt ustawy.**

1. Obecny stan prawny

Stabilizująca reguła wydatkowa (SRW) weszła w życie 28 grudnia 2013 r. i po raz pierwszy została zastosowana w sposób wiążący w procesie budżetowym na 2015 r. Stanowi ona częściową implementację dyrektywy Rady UE w zakresie ram fiskalnych, która wymaga, by państwa członkowskie UE używały numerycznych reguł fiskalnych. Celem SRW jest ustabilizowanie finansów publicznych w Polsce oraz korekta ewentualnej nadmiernej nierównowagi (w szczególności sumy różnic pomiędzy wynikiem sektora instytucji rządowych i samorządowych a średniookresowym celem budżetowym). Jednocześnie, SRW nie powinna wywoływać nadmiernego zacieśnienia polityki fiskalnej, zwłaszcza w okresie silnego spowolnienia gospodarczego i nie wywoływać nadmiernego poluzowania w okresie ożywienia.

Wynikająca z SRW *kwota wydatków* obejmuje wydatki jednostek sektora finansów publicznych i funduszy w Banku Gospodarstwa Krajowego, które zostały zaklasyfikowane do sektora instytucji rządowych i samorządowych, zgodnie z metodyką UE, z następującymi wyjątkami. Po pierwsze, *kwota wydatków* nie obejmuje wydatków w pełni finansowanych z funduszy unijnych. Po drugie, koszty jednostek, które nie mogą generować wysokich deficytów, także zostały wyłączone.

Z tak określonej *kwoty wydatków*, odejmowany jest prognozowany poziom skonsolidowanych wydatków: jednostek samorządu terytorialnego i ich związków; jednostek określonych w art. 139 ustawy o finansach publicznych; Bankowego Funduszu Gwarancyjnego i Narodowego Funduszu Zdrowia. Reszta *kwoty wydatków*, powiększona o sumę dochodów wynikających z działań jednorazowych i tymczasowych, stanowi *limit* dzielony pomiędzy pozostałe jednostki objęte regułą. *Limit* jest prawnie wiążący i ma charakter zagregowany.

Zgodnie z formułą, *kwota wydatków* rośnie, co do zasady, w tempie iloczynu średniookresowego realnego tempa wzrostu PKB oraz celu inflacyjnego Rady Polityki Pieniężnej. Ponadto, dodawane są prognozowane dochody z działań dyskrejonalnych w zakresie podatków i składek. Generalnie, wzrost wydatków powinien być zgodny z powyższą formułą, a ewentualne wyjątki (korekty) są stosowane tylko w ściśle określonych okolicznościach. W przypadku wyjątkowo wysokiego poziomu zadłużenia (obliczonego na

podstawie średniorocznego kursu walutowego i po odjęciu kwoty płynnych środków przeznaczonych na finansowanie potrzeb pożyczkowych na przyszły rok) lub deficytu w relacji do PKB (odpowiednio 48% i 3%), uruchamiana jest silniejsza korekta (2 p.p. odejmowane od średniookresowego realnego tempa wzrostu PKB) niezależnie od prognozowanej sytuacji gospodarczej. W przeciwnym razie, jeżeli dług, obliczany zgodnie z wcześniej opisaną metodą, przekracza 43% PKB, to zastosowanie ma zwykła korekta (1,5 p.p. odejmowane od średniookresowego realnego tempa wzrostu PKB), chyba że prognozowane jest silne spowolnienie gospodarcze (prognozowany realny wzrost PKB niższy o ponad 2 p.p. od średniookresowego – tzw. *złe czasy*).

W przeciwnym wypadku, ewentualna korekta zależy od skumulowanych różnic pomiędzy wynikiem nominalnym sektora instytucji rządowych i samorządowych a średniookresowym celem budżetowym, tzw. *sumy różnic*. Celem tego mechanizmu ograniczającego zadłużenie jest tymczasowe obniżenie (podwyższenie) wzrostu *kwoty wydatków* poniżej (powyżej) średniookresowego realnego tempa wzrostu PKB, dopóki nadmierne odchylenia od celu nie zostaną zrekompensowane. Ten mechanizm korygujący jest automatyczny – jeżeli *suma różnic* przekroczy -6 (+6)% PKB, to zwykła ujemna (dodatnia) korekta jest stosowana. Ujemna korekta może być jednak zawieszona w *złych czasach*, a dodatnia – w *dobrych* (prognozowany realny wzrost PKB wyższy o ponad 2 p.p. od średniookresowego).

Klauzula wyjścia, czyli możliwość określania *kwoty wydatków* na poziomie różnym od wynikającego z formuły została przewidziana w sytuacji stanu wojennego albo wyjątkowego lub klęski żywiołowej na terenie całego kraju. Monitorowanie przestrzegania reguły jest zadaniem Najwyższej Izby Kontroli.

2. Zmiany proponowane w poselskim projekcie ustawy

Głównym celem projektu ustawy o zmianie ustawy o finansach publicznych jest rozwiązanie problemu deficytu strukturalnego w polskich finansach publicznych i zatrzymania narastającego długu publicznego. Cel ten miałby zostać osiągnięty przez wprowadzenie reguły zerowego wyniku (salda) strukturalnego, tzn. wymogu osiągania przez saldo strukturalne sektora finansów publicznych, obliczone zgodnie z przepisami Traktatu o stabilności, koordynacji i zarządzaniu w Unii Gospodarczej i Walutowej, poziomu co najmniej 0% PKB. Proponowana reguła miałaby w procesie budżetowym na 2017 r. zastąpić stabilizującą regułę wydatkową. Klauzule wyjścia pozostałyby bez zmian. Wartość salda strukturalnego mogłaby być niższa w przypadku klęsk żywiołowych o znacznym rozmiarze; znacznego obniżenia koniunktury gospodarczej o charakterze międzynarodowym; poniesienia wydatków budżetowych w związku z pozyskaniem dodatkowych środków unijnych lub w przypadku niższego od planowanego o 2 p.p. wzrostu PKB w ciągu czterech ostatnich kwartałów. Dodatkowo Rada Ministrów, po ustaniu przyczyn obniżenia wartości salda oraz w przypadku, gdy saldo strukturalne jest niższe od 0% PKB, zobowiązana byłaby do przedstawienia programu gwarantującego podwyższenie salda w kolejnych latach do wartości nie mniejszej niż 0% PKB, o nie mniej niż 0,5% PKB w kolejnych latach, w tym w odniesieniu do jednostek samorządu terytorialnego.

3. Opinia o projekcie ustawy

a. Charakterystyka reguły wyniku strukturalnego

Od strony teoretycznej reguła wyniku strukturalnego jest użytecznym narzędziem ograniczającym dowolność w prowadzonej polityce fiskalnej. Oparcie reguły o wynik strukturalny wymaga wyodrębnienia z wyniku nominalnego wielkości stanowiącej hipotetyczną wysokość salda przy założeniu braku czynników cyklicznych i jednorazowych. Ponieważ uznaje się, że czynniki cykliczne są niezależne od rządu, a czynniki jednorazowe zgodnie ze swoją naturą nie wpływają na kształt polityki fiskalnej w długim okresie, to saldo strukturalne stanowi tę część salda nominalnego, która znajduje się pod kontrolą rządu. Przyjmuje się, że saldo strukturalne odzwierciedla prowadzoną politykę fiskalną i zmiany w tej kategorii powinny, co do zasady, wynikać z dyskrecjonalnych działań rządu.

Kolejną zaletą wykorzystania salda strukturalnego jest fakt, że motywuje do przyjęcia średniookresowej perspektywy podczas planowania polityki fiskalnej. Takie podejście sprzyja z kolei większej antycykliczności polityki poprzez działanie automatycznych stabilizatorów, bowiem reguła salda strukturalnego w dobrych czasach (kiedy tzw. luka produktowa jest dodatnia, ang. output gap) automatycznie wymusza prowadzenie bardziej restrykcyjnej polityki, a w złych czasach pozwala na politykę bardziej ekspansywną, niż miałyby to miejsce w przypadku reguły opartej o wynik nominalny.

Można jednak mieć wątpliwości, czy cel zerowego deficytu nie byłby postawiony zbyt ambitnie dla Polski, której gospodarka dopiero dąży do przeciętnego poziomu UE. Dopóki tego poziomu nie osiągnie, można spodziewać się, że tempo wzrostu PKB będzie wyższe niż europejska średnia. Jednocześnie można pokazać, iż w długim okresie, dług publiczny w relacji do PKB w przybliżeniu zbiega do ilorazu deficytu nominalnego wyrażonego w % PKB oraz nominalnego tempa wzrostu PKB. Przykładowo, przy utrzymywanym deficycie 1% PKB i przy nominalnym tempie wzrostu PKB w wysokości 3% – dług zbiegnie do 34,3% PKB, a przy nominalnym tempie wzrostu PKB w wysokości 4% – dług zbiegnie do 26% PKB. (Zakłada się tutaj stałość relacji deficytu do PKB i nominalnego tempa wzrostu PKB.) Oznacza to, że kraj, którego PKB rośnie szybciej, może osiągać odpowiednio wyższe deficyty i mimo to utrzymywać zadłużenie w relacji do PKB na tym samym poziomie, co kraj o niższym wzroście PKB. Warto przy tym zauważyć, że zgodnie z metodyką Komisji Europejskiej, uwzględniającą m.in.: zadłużenie, historyczny cykl koniunkturalny i prognozowane koszty starzenia się społeczeństwa, średniookresowy cel budżetowy (MTO) dla Polski może wynosić minimum -2% PKB (zgodnie z Vademecum Komisji Europejskiej z maja 2013 r. nt. Paktu Stabilności i Wzrostu, minimum benchmark dla Polski wynosi -1,9% PKB, co w zaokrągleniu przekłada się na minimalne MTO w wysokości -2% PKB).

Warto zaznaczyć, że reguły wydatkowe również mogą przyczyniać się do ograniczania wyniku strukturalnego poniżej określonego limitu. Przykładowo, wymieniona w projekcie, reguła szwajcarska, choć nazywana wydatkową, ma cechy reguły zerowego wyniku strukturalnego. Jej koncepcja polega bowiem na tym, że wydatki są ustalane na takim poziomie, aby przy założeniu prognozowanego poziomu dochodów, nie przekroczyć zerowego wyniku oczyszczonego z wahań cyklicznych. W tym celu, zgodnie z formułą maksymalna kwota wydatków równa się prognozowanym dochodom pomnożonym przez poziom trendu PKB i podzielonym przez prognozowany poziom nominalnego PKB. Dzięki temu, gdy trend PKB jest wyższy (niższy) faktyczny PKB, to wydatki są antycyklicznie większe (mniejsze) w relacji do PKB.

Celem polskiej stabilizującej reguły wydatkowej (SRW), wzorowanej częściowo na szwajcarskiej, jest ukształtowanie się wyniku nominalnego na poziomie MTO w średnim okresie, czemu służy automatyczny mechanizm korygujący. Zakładając symetryczne

kształtowanie się cyklu koniunkturalnego, przeciętny wynik nominalny na danym poziomie implikuje osiągnięcie przeciętnego wyniku strukturalnego na tym samym poziomie. Reguła proponowana w omawianym projekcie ustawy różni się zatem od SRW tym, że wynik strukturalny miałby nie przekraczać określonego limitu corocznie, a nie w średnim okresie. W praktyce trudno jednak uzyskać ów założony cel co roku.

Z praktycznego punktu widzenia bowiem, zasadniczą wadą reguł opartych na wyniku (saldzie) strukturalnym, w porównaniu z regułami wydatkowymi, to fakt, że saldo strukturalne jest kategorią „nieobserwowalną”, nie jest możliwe jego proste wyliczenie np. przez urząd statystyczny. Aby wyliczyć saldo strukturalne konieczne jest zastosowanie skomplikowanych metod i procedur statystyczno-ekonometrycznych do wyliczenia luki produktowej, aby następnie na tej podstawie wyliczyć saldo strukturalne. Istotnym mankamentem jest również to, że mimo stosowania zawansowanych metod, szacunki „nieobserwowalnej” luki są bardzo zmienne i często rewidowane. Istnieje wiele procedur obliczania luki produktowej. Komisja Europejska wielkości luki produktowej oblicza za pomocą funkcji produkcji i filtru Kalmana, który jest metodą skomplikowaną i wrażliwą na poczynione założenia.

Przykładowo, Komisja Europejska (KE) między 2010 a 2012 r. szacowała, że luka produktowa w 2009 r. w zależności od edycji prognoz wynosiła od -0,7 do -0,5% PKB. Ujemne luki były wówczas szacowane także na lata 2010 i 2011. Generalnie okres 2009-2011, który nastąpił po upadku Lehman Brothers, był postrzegany wówczas jako apogeum kryzysu finansowego w Europie oraz znaczące spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce, szczególnie w porównaniu z latami bardzo dobrej koniunktury 2007-2008. Przy założeniu obowiązywania proponowanej reguły zerowego deficytu strukturalnego, szacowana ujemna luka produktowa pozwoliłaby w latach 2009-2011 zaplanować i realizować deficyt nominalny, co byłoby interpretowane jako polityka antycykliczna. Jednak obecnie, w jesiennych prognozach z 2015 r., KE szacuje, że w latach 2009-2011 luka wynosiła od +1,6 do +2,3% PKB. Przekłada się to na konieczność osiągnięcia nadwyżki nominalnej w wysokości ok. 0,8-1,2% PKB. Nie wiadomo zatem, jak weryfikować wypełnianie reguły – czy liczy się plan czy wykonanie, a jeśli wykonanie, to jak należałoby postępować w obliczu rewizji danych.

b. Niejednoznaczność zapisów

Projekt zawiera szereg nieprecyzyjnych sformułowań, które dodatkowo ograniczają możliwość zastosowania analizowanej reguły w praktyce budżetowej.

W projekcie ustawy i uzasadnieniu wielokrotnie występują odwołania do sektora finansów publicznych (sfp) w kontekście zmiennych obliczanych zgodnie z metodyką unijną. Tymczasem Komisja Europejska posługuje się pojęciem sektora instytucji rządowych i samorządowych, który różni się od sfp.

Nie jest jasne, co oznacza pojęcie: *znaczne obniżenie koniunktury gospodarczej o charakterze międzynarodowej*, zawarte w projektowanym art. 112aa ust. 3 pkt 2. Przepis ten może być dowolnie interpretowany w celu umożliwienia realizacji deficytu.

Powyższy przykład może budzić zdziwienie zwłaszcza w zestawieniu z następującą obserwacją Autorów projektu: *Norma ta [stara reguła fiskalna w Niemczech] jednak nie funkcjonowała w sposób oczekiwany – bardzo niejasno zdefiniowano tam wydatki inwestycyjne. Równie nieprecyzyjnie zdefiniowana była tzw. klauzula wyłączająca pozwalająca łamać ten limit w razie tzw. „poważnych zaburzeń równowagi makroekonomicznej”.*

W projektowanym art. 112aa ust. 3 nie jest jasne, czy deficyt (strukturalny) w wymienionych wyjątkowych sytuacjach może zostać zaplanowany lub wykonany na dowolnym poziomie. Jest to o tyle ważne, że zgodnie z projektowanym art. 112aa ust. 4 dostosowanie ma wynosić min. 0,5% PKB. Jeśli zatem deficyt wyjątkowo ukształtuje się na poziomie -5% PKB, to następnie, zgodnie z proponowaną regułą, powrót do zerowego deficytu może potrwać nawet 10 lat. W SRW kwota wydatków jest natomiast ustalana co roku, nawet w sytuacji recesji (kwota wzrosłaby zgodnie z średniookresowym PKB), więc nie mamy do czynienia z ww. dowolnością.

Nie jest jasne, jak należy rozumieć sformułowanie zastosowane w projektowanym art. 112aa ust. 3 pkt 3 pojęcie: *dodatkowe środki unijne*. Czy jeśli jakiegokolwiek wydatki budżetowe są związane z pozyskaniem dodatkowych środków unijnych, to można planować dowolnie wysoki deficyt?

Nie jest jasny projektowany art. 112aa ust. 3 pkt 4. Mowa w nim o różnicy między wzrostem PKB w czterech ostatnich kwartałach poprzedzających rok budżetowy a planowanym wzrostem PKB. Skoro wyróżnia się kwartały, to nie wiadomo, czy zakłada się możliwość niepokrywania się roku kalendarzowego z budżetowym, czy też wymaga się porównywania wzrostu w pojedynczym kwartale r/r względem prognoz. Jeśli to drugie, to nie jest jasne względem których prognoz – MF nie sporządza kwartalnych prognoz tempa wzrostu PKB. Nie wiadomo także, czy aby warunek został spełniony, wzrost PKB musi być niższy w każdym kwartale, przeciętnie, czy wystarczy, że tylko w jednym. Ewentualna konieczność opracowywania prognoz kwartalnych rodziłaby przy tym pokusę ich zawyżania w celu uzyskania możliwości odstępstwa od reguły zerowego wyniku strukturalnego.

Warto przy tym zwrócić uwagę na zastosowane w SRW rozwiązanie w zakresie zapewnienia antycykliczności reguły. Po pierwsze, wydatki rosną, co do zasady, w tempie średniookresowego tempa wzrostu PKB. Oznacza to, że w dobrych czasach wydatki rosną wolniej od PKB, a w złych – szybciej. Po drugie, ujemna korekta (-2 lub -1,5 pkt. proc.) jest zawieszana, jeżeli prognozowana dynamika realnego tempa wzrostu PKB jest niższa od średniookresowej o więcej niż 2 pkt. proc. Analogicznie, dodatnia korekta (+1,5 pkt. proc.) jest zawieszana, jeżeli prognozowana dynamika realnego tempa wzrostu PKB jest wyższa od średniookresowej o więcej niż 2 pkt. proc. Takie rozwiązanie jest dogodne z punktu widzenia procesu budżetowego, gdyż wartości potrzebnych zmiennych są znane odpowiednio wcześniej.

c. Uwagi szczegółowe

„Operacje o charakterze jednorazowym”, czyli z ang. „one-off (and temporary) measures” przyjęło się określać w polskiej terminologii mianem „działania jednorazowe (i tymczasowe)”.

W Polsce nie istnieje „średniookresowy cel inflacyjny”. „Od 1998 r. NBP stosuje strategię bezpośredniego celu inflacyjnego. Od początku 2004 r. ciągły cel inflacyjny wynosi 2,5 proc. z możliwością odchylenia do 1 punktu procentowego w górę lub w dół. Oznacza to, że **roczny wskaźnik CPI powinien w każdym miesiącu znajdować się jak najbliżej 2,5 proc.**”

W ostatnich latach, wraz ze wzrostem polskiego długu publicznego, koszty jego obsługi w liczbach bezwzględnych wzrastają, natomiast w relacji do PKB utrzymują się w okolicy 2,5% PKB. W kolejnych latach należy spodziewać się wzrostu tej wielkości.

Powyższe stwierdzenia są błędne. W 2014 r. miał miejsce spadek kosztów obsługi długu Skarbu Państwa zarówno w ujęciu nominalnym (do 32,5 mld zł z 42,5 mld zł na koniec 2013 r.), jak i w relacji do PKB (do 2,0% z 2,6% na koniec 2013 r.). Zapisane w ustawie budżetowej na 2015 r. i projekcie ustawy 2016 r. limity wydatków z tytułu obsługi długu Skarbu Państwa wykazywały trend spadkowy i zostały ustalone na poziomie odpowiednio 32,3 mld zł oraz 31,3 mld zł (1,8% oraz 1,7% w relacji do PKB). Zawarte w ustawie budżetowej kwoty wydatków z tytułu obsługi długu Skarbu Państwa stanowią nieprzekraczalne limity co oznacza, że rzeczywiste wydatki w danym roku muszą być niższe. W 2015 r. koszty obsługi długu były niższe niż 30 mld zł, co oznacza, że 2015 r. był kolejnym rokiem spadku kosztów obsługi długu Skarbu Państwa tak w ujęciu nominalnym, jak i w relacji do PKB).

Po drugie z dużym prawdopodobieństwem można zakładać, że inwestorzy będą żądali wyższego oprocentowania za kolejne pożyczki. Obniżka oceny Polski w międzynarodowych ratingach sugeruje wyższe ryzyko niewypłacalności, a więc i oczekiwaną przez pożyczkodawców wyższą premię za ryzyko.

Ocena poziomu wiarygodności kredytowej Skarbu Państwa (rating) jest jednym z czynników wpływających na sytuację na rynkach finansowych, w tym na poziom rentowności długu oraz kursów walutowych. Nie jest możliwe jednoznaczne ilościowe wyodrębnienie wpływu jednego z tych elementów, gdyż wpływ wielu czynników ma miejsce w tym samym czasie.

Rentowności obligacji na rynku krajowym, jak i kurs złotego po przejściowym wzroście spowodowanym obniżką ratingu przez agencję Standard&Poor's w styczniu 2016 r., obecnie znajdują się na poziomach niższych od notowanych przed obniżką ratingu.

Od 2009 r. Ministerstwo Finansów przygotowuje corocznie czteroletnie strategie zarządzania długiem sektora finansów publicznych i podejmuje działania mające na celu zmniejszenie kosztów obsługi długu. Polegają one m.in. na zwiększaniu udziału zadłużenia o krótszych terminach zapadalności (4-4,5 lat) w portfelu długu oraz zmniejszaniu udziału zadłużenia zagranicznego.

Celem strategii zarządzania długiem jest minimalizacja kosztów obsługi długu w długim horyzoncie przy ograniczeniach dotyczących poziomu ryzyka. Dla realizacji tego celu w „Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2016-2019” przyjęto, że średnia zapadalność długu krajowego Skarbu Państwa zostanie utrzymana na poziomie nie niższym niż 4 lata do czasu zmniejszenia potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, a docelowo będzie dążyła do 4,5 roku, natomiast zapadalność całego długu Skarbu Państwa utrzymana zostanie na poziomie zbliżonym do 5 lat. Nie jest zatem prawdą, że strategia zarządzania długiem zakłada zwiększenie udziału zadłużenia o krótszych terminach zapadalności.

Nieprecyzyjny jest również zwrot, że *zmniejszenie kosztów obsługi długu* ma odbywać się poprzez *zmniejszenie udziału zadłużenia zagranicznego*. Co do zasady koszt obsługi długu zagranicznego jest niższy od kosztu obsługi długu krajowego. Z długiem zagranicznym związane jest natomiast ryzyko kursowe, które dotyczy również ryzyka wzrostu kosztów obsługi długu w przypadku znaczącego osłabienia kursu złotego, ale przede wszystkim związane jest ze wzrostem długu publicznego wyrażonego w złotych. Z tych względów w Strategii zarządzania długiem założono, że udział długu nominowanego w walutach obcych będzie obniżany w tempie uzależnionym od warunków rynkowych i budżetowych, docelowo poniżej poziomu 30%, jako jednego z ograniczeń dla realizacji celu zarządzania długiem.

Oprocentowanie wszystkich rodzajów polskich papierów wartościowych (pomarańczowy), niezależnie od zapadalności, jest ponad dwukrotnie wyższe niż w krajach UE o zdrowszych finansach publicznych, takich jak np. Czechy czy kraje bałtyckie. Wykres Koszty obsługi długu – obligacje 10-letnie.

Nie można utożsamiać poziomu rentowności obligacji 10-letnich z kosztami obsługi długu. Nieprawidłowe jest również wnioskowanie o wiarygodności kredytowej poszczególnych państw na podstawie rentowności obligacji emitowanych w różnych walutach. Poziom rentowności na danym rynku zależy m.in. od polityki banku centralnego, zatem nawet państwa o wysokiej wiarygodności kredytowej mogą mieć wysokie rentowności ze względu na wysoki poziom stóp procentowych banku centralnego.