

Urszula Mrzyglód

Uniwersytet Gdański

MIĘDZYNARODOWE OCENY KREDYTOWE WYBRANYCH PAŃSTW EUROPY ŚRODKOWO-WSCHODNIEJ W OKRESIE KRYZYSU NA RYNKACH FINANSOWYCH¹

Streszczenie: W okresie zwiększonej niepewności na rynkach finansowych podmioty poszukują bardziej bezpiecznych instrumentów finansowych, w tym obligacji państw o wysokiej ocenie zdolności kredytowej. Celem artykułu jest przedstawienie rodzajów ocen ryzyka kraju oraz analiza zmian w ocenie ryzyka politycznego i kredytowego Polski, Czech oraz Węgier w wybranym okresie 2004–2010. Przedstawione państwa doświadczyły spadku międzynarodowej oceny ryzyka związanego z inwestowaniem w tych krajach, szczególnie wyraźnie proces ten dotyczył Węgier. Oceny ryzyka kraju na koniec analizowanego okresu (lipiec 2010) były nadal na poziomach niższych niż w roku 2004. Słabsze oceny ryzyka przyczyniły się do wzrostu dochodowości instrumentów skarbowych emitowanych przez te państwa.

Słowa kluczowe: ryzyko polityczne, ryzyko ekonomiczne, spready, rynek obligacji, rynki finansowe, kryzys.

W okresie zwiększonej niepewności na rynkach finansowych podmioty poszukują bardziej bezpiecznych instrumentów finansowych, w tym obligacji państw o wysokiej ocenie zdolności kredytowej. W takim momencie instrumenty finansowe wyemitowane przez podmioty o wyższej ocenie ryzyka doświadczają okresowego spadku cen. W ostatnich latach na międzynarodowych rynkach finansowych mieliśmy do czynienia ze szczególną sytuacją, w której wzrost niepewności poszczególnych grup podmiotów doprowadził do znaczących wahań cen instrumentów finansowych, w tym kursów walutowych oraz stóp dochodowości obligacji skarbowych. Podmioty poszukują zatem możliwości bezpiecznego ulokowania środków zwłaszcza w obligacjach wyrażonych w jednej z walut światowych. Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie rodzajów ocen ryzyka kraju oraz analiza zmian w ocenie

¹ Praca naukowa współfinansowana ze środków Europejskiego Funduszu Społecznego, w ramach Programu Operacyjnego Kapitał Ludzki, Priorytetu IV, projekt pt. „Program wdrożenia nowoczesnych elementów kształcenia w Uniwersytecie Gdańskim”. Zadanie „Stypendia naukowe dla doktorantów szansą na rozwój gospodarki”. Publikacja odzwierciedla jedynie stanowisko autora i projektodawca nie ponosi odpowiedzialności za umieszczoną w niej zawartość merytoryczną.

ryzyka politycznego i kredytowego Polski, Czech oraz Węgier w wybranym okresie 2004–2010.

W literaturze przedmiotu stosowane jest wiele podejść w definiowaniu oceny kredytowej – *credit rating* i ryzyka kraju. Dodatkowo sytuację komplikuje fakt, że w literaturze występuje jeszcze pojęcie ryzyka politycznego, które jest mocno związane z ryzykiem kraju, co powoduje, że część autorów stosuje te pojęcia zamiennie zarówno w polskiej, jak i obcej literaturze².

Ocena kredytowa – *credit rating*, które to pojęcie przyjęło się również w polskiej literaturze, oznacza system oceny i klasyfikacji ryzyka inwestycyjnego. Jest to szeroka ocena wiarygodności finansowej danego emitenta papierów wartościowych bądź też ocena danej emisji instrumentów finansowych. Zgodnie z podejściem D. Dziawgo *credit rating* należy rozumieć jako rzetelną oceną emitenta przy uwzględnieniu sposobu wywiązywania się ze swoich zobowiązań w przeszłości oraz prognozy jego zdolności kredytowej w przyszłości³.

Należy pamiętać, że *credit rating* jest relatywną oceną ryzyka, tzn. dany papier wartościowy bądź emitent uzyskują ocenę na przyjętej przez daną agencję ratingową skali. Oznacza to także, że częstokroć rating nie odzwierciedla nieznacznych różnic pomiędzy ocenami kredytowymi. Ponadto rating jest ze swej istoty ograniczony do konkretnych czynników i grup ryzyka, a nie do całości ryzyka finansowego związanego z danym instrumentem finansowym bądź emitentem. Ocena ratingowa jako taka nie stanowi rekomendacji maklerskiej typu: kupuj, sprzedaj czy też trzymaj instrument finansowy. Nie jest to także informacja ewaluacyjna o wycenie papieru wartościowego na rynku i generalnie odnosi się do oceny ryzyka kredytowego związanego z emitentem papieru wartościowego⁴. Ryzyko kraju (*country risk*) jest w literaturze utożsamiane zarówno z oceną kredytową – *credit rating*, jak i z ryzykiem politycznym. Wynika to tego, że często stosowane definicje utożsamiają ryzyko kraju jako szeroko pojęte prawdopodobieństwo, że dany kraj lub też emitent z tego kraju przestanie wywiązywać się ze swoich zobowiązań finansowych. Tym samym w takim rozumieniu ryzyko kraju nie różni się od *credit ratingu*. Niemniej jednak, kiedy bardziej szczegółowej analizie poddane zostaną czynniki brane pod uwagę w ocenie ryzyka kraju, to częstokroć się okazuje, że ryzyko kraju będzie pojęciem szerszym niż ocena kredytowa. Na przykład w podejściu stosowanym przez Euro money wyróżnia się następujące elementy ryzyka kraju: ryzyko polityczne, sytuację gospodarczą (*economic performance*), analizę strukturalną, wskaźniki zadłużenia, *credit rating*, dostępność do źródła finansowania z sektora bankowego i dostępność źródeł finansowania pochodzących z rynku kapitałowego. Wynika z tego, że nie jest

² Zobacz: D. Dziawgo, *Credit-rating. Ryzyko i obligacje na międzynarodowym rynku finansowym*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.

³ Tamże, s. 113.

⁴ *Fitch Ratings. Definitions of Ratings and Other Scales*, Fitch IBCA, March 2009, www.fitch.com, 1.01.2010.

to ocena dotycząca tylko i wyłącznie *credit ratingu*, który w metodologii Euromoney jest tylko jedną z kategorii branych pod uwagę⁵.

Natomiast najbardziej ogólnie zdefiniowane ryzyko polityczne odnosi się do analizy prawdopodobieństwa, że pewne czynniki – wywołane lub na które wpłynęli uczestnicy systemu politycznego kraju goszczącego (poprzez swoje działanie lub reakcję na działanie czynników zewnętrznych) – spowodują, że inwestorzy nie zrealizują oczekiwanej stopy zwrotu z inwestycji, która została założona przez nich w momencie jej rozpoczęcia⁶. Pomimo bliskości znaczeniowej pojęć ryzyka politycznego oraz ryzyka kraju podkreślaną przez Ch. Brink istotną kwestią jest to, że w przypadku ryzyka kraju główny nacisk kładziony jest na sytuację makroekonomiczną i możliwość niewywiązania się ze zobowiązań finansowych. Ryzyko polityczne natomiast jest związane z brakiem chęci wywiązania się danego kraju ze swoich zobowiązań finansowych⁷. Niemniej jednak nie w każdym przypadku to rozróżnienie jest w literaturze konsekwentnie stosowane, a także możliwe do zidentyfikowania, ponieważ obserwując z zewnątrz postępowanie poszczególnych krajów, nie zawsze można wyciągnąć wnioski na temat chęci realizacji zobowiązań.

Także I.A. Moosa zwraca uwagę, że ryzyko kraju należy odróżniać od pojęć ryzyka politycznego oraz ryzyka kredytowego (*sovereign*). Autor ten podkreśla, że ryzyko kraju jest pojęciem szerszym od dwóch pozostałych i odnosi się przede wszystkim do ekspozycji na ryzyko utraty wartości transakcji przeprowadzanych z danym krajem. Ryzyko to jest związane z wydarzeniami lub też czynnikami, które do pewnego stopnia są w zakresie kontroli rządu danego kraju, a jednocześnie nie pozostają w zakresie kontroli podmiotów prywatnych pochodzących z tego kraju. Przykładowo autor ten podaje, że upadłość zagranicznej filii przedsiębiorstwa międzynarodowego jest związana z ryzykiem kraju, jeśli upadłość wynika ze złej polityki makroekonomicznej, fiskalnej itp. będącej w gestii rządu tego kraju. Jednakże jeśli upadłość wynika ze złego zarządzania zagraniczną filią przez jej menedżerów, to nie można tego rozpatrywać w charakterze wzrostu ryzyka kraju przyjmującego tę inwestycję. I.A. Moosa podkreśla także, że ryzyko polityczne należy do jednej z grup czynników ryzyka kraju, i faktycznie można znaleźć potwierdzenie tego podejścia w rzeczywistej metodologii stosowanej przez poszczególne instytucje⁸.

Na świecie działa wiele instytucji oceniających ryzyko związane z inwestowaniem w poszczególnych krajach oraz z inwestowaniem w instrumenty finansowe wyemitowane przez podmioty prywatne i publiczne pochodzące z ocenianych krajów. Wśród najbardziej znanych podmiotów znajdują się międzynarodowe agencje ratingowe, takie jak Standard & Poor's, Moody's Investors Service, Fitch IBCA.

⁵ Informacje pochodzą ze strony Euromoney, www.euromoneycountryrisk.com, 30.03.2011.

⁶ Ch. Brink, *Measuring Political Risk to Foreign Investment*, Ashgate Publishing, Aldershot 2004, s. 1.

⁷ Tamże, s. 18–25.

⁸ I.A. Moosa, *Foreign Direct Investment. Theory and Practice*, Palgrave Macmillan, New York 2002, s. 131–134.

W dalszej kolejności są to instytucje zajmujące się oceną gospodarczą krajów, które również dokonują okresowej oceny ryzyka inwestowania w danym kraju. Do takich podmiotów należą: Euromoney, który publikuje Institutional Investor, Economist Intelligence Units oraz International Country Risk Guide. Zestawienie najważniejszych cech charakterystycznych ocen dokonywanych przez wymienione podmioty znajduje się w tab. 1 oraz 2.

Na podstawie informacji zawartych w tab. 1 i 2 można stwierdzić, że najbardziej znane międzynarodowe instytucje ratingowe oraz nadające oceny kredytowe działa-

Tabela 1. Międzynarodowe oceny ryzyka kraju i ryzyka kredytowego – podstawowa charakterystyka na podstawie wybranych instytucji

Instytucja	Rok startu klasyfikacji	Liczba krajów objętych analizą	Częstotliwość oceny
Moody's Investors Service	1914	109	roczna
Standard & Poor's	1941	93	roczna
Fitch IBCA	2000	81	n.a.
Economic Intelligence Unit	1946	100	kwartalna
BERI	1966	50	3-krotnie w danym roku
Euromoney	1983	185	2-krotnie w danym roku
International Country Risk Guide	1984	140	miesięcznie

Źródło: opracowanie własne na podstawie: S. Hoti, M. McAleer, *Modelling the riskiness in country risk ratings*, "Contributions to Economic Analysis" 2005, no. 273, s. 98–99.

Tabela 2. Liczba grup i czynników ryzyka stosowanych w międzynarodowych ocenach ryzyka kraju i ryzyka kredytowego – na podstawie wybranych instytucji

Instytucja	Czynniki ekonomiczne	Czynniki finansowe	Czynniki polityczne	Razem
Moody's Investors Service	7	0	6	13
Standard & Poor's	3	1	6	10
Fitch IBCA	53	46	29	128
Economic Intelligence Unit	55	10	11	76
BERI	8	11	20	39
Euromoney	2	10	11	26*
International Country Risk Guide	5	5	12	22

*W przypadku Euromoney stosowane są jeszcze 3 inne czynniki, które nie znajdują się w wyróżnionych kategoriach.

Źródło: S. Hoti, M. McAleer, wyd. cyt., s. 102.

ją na rynku od wielu lat⁹. Oferowane przez nie oceny kredytowe i ryzyka kraju różnią się znacząco między sobą pod względem liczby krajów objętych analizą, częstotliwości oraz liczby komponentów ryzyka branych pod uwagę w ocenie. Warto też podkreślić, że w przypadku najważniejszych instytucji ratingowych część dokonywanych ocen jest publicznie i nieodpłatnie dostępna, m.in. dlatego że dane te są przekazywane do najważniejszych światowych serwisów informacyjnych. W pozostałych przypadkach dane o ryzyku związanym z inwestowaniem w poszczególnych krajach są relatywnie drogie.

Czynniki ryzyka stosowane przez międzynarodowe podmioty ratingowe w ocenie ryzyka kraju są podzielone na trzy główne grupy: czynniki ekonomiczne, czynniki finansowe oraz czynniki polityczne. W ramach czynników ekonomicznych (ryzyka ekonomicznego) generalnie ocenia się bieżącą sytuację makroekonomiczną danego kraju, w tym przede wszystkim: PKB *per capita*, wielkość PKB i wzrost gospodarczy, stopę inflacji, sytuację budżetową oraz stan bilansu płatniczego. Czynniki finansowe (ryzyko finansowe) odnoszą się do szeroko pojętego otoczenia finansowego, w tym wyróżnia się np.: zadłużenie zagraniczne, także w ujęciu relatywnym do wielkości PKB, bieżącą obsługę zadłużenia w relacji do wielkości eksportu, płynność finansową kraju oraz stabilność kursu walutowego. Natomiast czynniki polityczne koncentrują się na takich elementach, jak: stabilność rządów, warunki bytowe, konflikty wewnętrzne i zewnętrzne, korupcja, udział wojska w tworzeniu rządu oraz siłach politycznych, napięcia na tle religijnym bądź etnicznym, biurokracja oraz przejrzystość i stabilność demokracji¹⁰.

Oceny kredytowe przeprowadzane dla poszczególnych państw mają szczególne znaczenie dla wyceny ich instrumentów finansowych. Międzynarodowe agencje ratingowe dokonują odrębnej oceny dla krajowych i zagranicznych papierów wartościowych, oceny są także dostępne w podziale na instrumenty krótkoterminowe oraz długoterminowe. Ponieważ dokładne przedstawienie wszystkich dostępnych danych znacząco przekracza ramy niniejszego opracowania, zdecydowano się na przedstawienie ratingu Czech, Węgier oraz Polski dla długoterminowych instrumentów finansowych denominowanych w walucie obcej (tab. 3). W przypadku Polski dane pochodzą z trzech najważniejszych agencji ratingowych. Zaprezentowane dane pokazują, że oceny kredytowe Polski w analizowanym okresie poprawiły się i ocena ta wzrosła z poziomu BB w roku 1995 do poziomu A– na koniec roku 2010. Czechy charakteryzują się relatywnie stabilną i wysoką oceną kredytową w całym okresie 1995–2010 i obecnie posiadają rating A. Natomiast Węgry są przykładem kraju o dość niestabilnej ocenie ryzyka, która poprawiała się w latach 1995–2005, ale począwszy od roku 2006, oceny te ulegają obniżeniu. Zatem kraj, który startował

⁹ Zobacz także S. Hoti, *Modelling country spillovers effects in country risk ratings*, "Emerging Market Review" 2005, no. 6.

¹⁰ Y. Luo, *Political risk and country risk in international business: concepts and measures*, [w:] *The Oxford Handbook of International Business*, Oxford University Press, Oxford 2009, s. 754–756.

Tabela 3. *Credit rating* Polski, Czech i Węgier w latach 1995–2010 – instrumenty długoterminowe denominowane w walucie obcej

Rok	Fitch IBCA	Moody's	Standard & Poor's		
	Polska	Polska	Polska	Czechy	Węgry
2010	A-	A2	A-	A	BBB-
2009	BBB+	A2	A-	A	BBB-
2008	BBB+	A2	A-	A	BBB
2007	A-	A2	A-	A	BBB+
2006	BBB+	A2	BBB+	A-	BBB+
2005	BBB+	A2	BBB+	A-	A-
2004	BBB+	A2	BBB+	A-	A-
2003	BBB+	A2	BBB+	A-	A-
2002	BBB+	A2	BBB+	A-	A-
2001	BBB+	Baa1	BBB+	A	A-
2000	BBB+	Baa1	BBB+	A	A-
1999	BBB+	Baa1	BBB	A	BBB
1998	BBB+	Baa3	BBB-	A	BBB
1997	BBB	Baa3	BBB-	A	BBB-
1996	BBB	Baa3	BBB-	A	BBB-
1995	BB+	Baa3	BB	A	BB+

Źródło: dane Ministerstwa Finansów, www.mf.gov.pl, 30.03.2011; dane ze oficjalnej strony Standard & Poor's, www.standardandpoors.com, 30.03.2011.

w roku 1995 z relatywnie lepszej pozycji niż Polska, jest obecnie oceniany znacznie słabiej pod względem oceny kredytowej.

Przedstawione w tab. 3 dane pokazują jednak, że trudno jest zauważyć istotne różnice w ocenach ryzyka kraju i ryzyka kredytowego na podstawie danych pochodzących z agencji ratingowych. Z tego względu w analizach empirycznych dużo częściej spotyka się dane pochodzące z takich instytucji, jak International Country Risk Guide (ICRG) lub Euromoney, które dokonują oceny ryzyka częściej, a przede wszystkim w regularnych odstępach czasu. Ważne jest też, że skala ocen stosowana przez te instytucje jest dużo bardziej rozbudowana i sięga 100 punktów. Pozwala to lepiej uchwycić drobne różnice w ocenie ryzyka poszczególnych państw. Charakterystyka ta ma istotne znaczenie dla prowadzenia badań empirycznych. Z tego też względu na rysunkach 1–4 zaprezentowano ryzyko finansowe oraz ryzyko ekonomiczne, które są składową oceny ryzyka kraju. Dane obejmują okres 2004–2010 i pochodzą z ICRG, który to podmiot publikuje ratingi w okresie comiesięcznym¹¹.

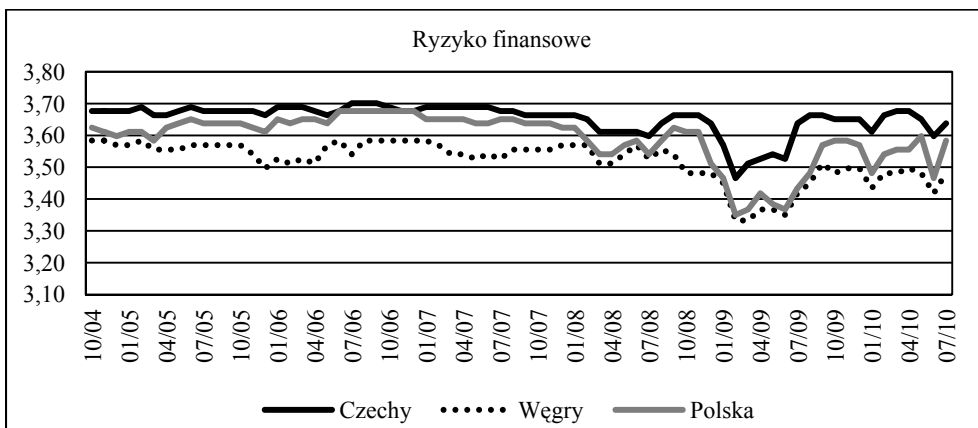
¹¹ Przedstawione na rysunkach dane są w postaci logarytmowej. W przypadku rysunków 2 i 4 podstawą obliczenia dynamiki są również dane zlogarytmowane.

Zdecydowano się nie przedstawiać komponentu ryzyka politycznego, ponieważ zdaniem autorki ryzyko ekonomiczne i finansowe bardziej bezpośrednio odnoszą się do analizowanego problemu. Warto podkreślić, że ICRG ocenia ryzyko kraju według następującej skali: ryzyko bardzo wysokie (0,00–49,99 pkt), ryzyko wysokie (50,00–59,99 pkt), ryzyko średnie (60,00–69,99 pkt), ryzyko niskie (70,00–79,99 pkt), ryzyko bardzo niskie (80,00–100 pkt). Niemniej jednak przedstawione dwa komponenty mogą uzyskać maksymalną ocenę 50 pkt ze względu na sposób dokonywania obliczeń całościowego ryzyka kraju. Zgodnie z metodologią stosowaną przez ICRG ryzyko finansowe oraz ekonomiczne stanowią po 25% całościowej oceny, natomiast ryzyko polityczne 50%. Zebrane punkty są potem przeliczane na ogólną skalę 100 pkt.

Przechodząc do danych zaprezentowanych na rys. 1 oraz 2, należy zauważyć, że ocena ryzyka finansowego Czech jest wyraźnie lepsza w każdym z analizowanych miesięcy od Polski i Węgier. Dane przedstawiają wyraźne osłabienie oceny wszystkich trzech państw w okresie lipiec 2008–lipiec 2009. Największe spadki ocen zaobserwowano pomiędzy październikiem 2008 a lutym 2009. Stopniowa poprawa wskaźników rozpoczęła się od marca 2009, jednak w październiku i grudniu 2009 ponownie oceny uległy gwałtownemu osłabieniu.

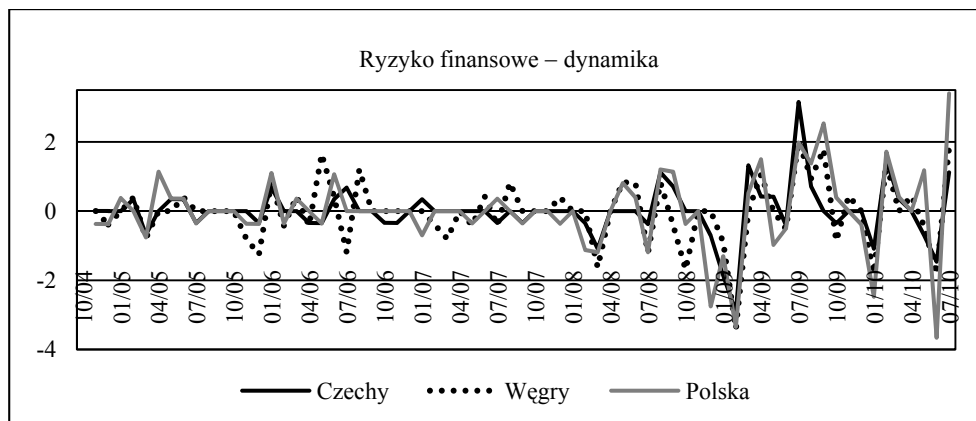
Na koniec analizowanego okresu – lipiec 2010 – ryzyko finansowe w tych trzech krajach było wyceniane na poziomie 38,00 pkt Czechy, 32,50 pkt Węgry oraz 36,00 pkt w przypadku Polski. Oceny te są niższe niż w październiku 2004 roku, kiedy wynosiły odpowiednio 39,5, 36,00, 37,50 pkt, co oznacza, że mimo poprawy warunków na międzynarodowych rynkach finansowych strata w ocenie ryzyka nie została odrobiona.

W przypadku ryzyka ekonomicznego Czechy oraz Polska charakteryzują się bardziej zbliżonymi ocenami. Wyraźnie widać na rys. 3, że Polska uzyskiwała lepsze



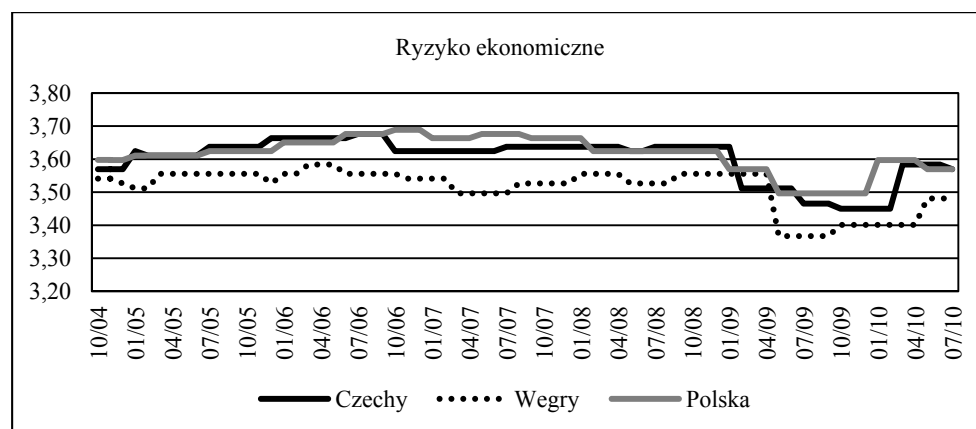
Rys. 1. Ocena ryzyka kraju Czech, Węgier oraz Polski w latach 2004–2010 – czynniki finansowe

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych International Country Risk Guide.



Rys. 2. Dynamika ryzyka kraju Czech, Węgry oraz Polski w latach 2004–2010 – czynniki finansowe

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych International Country Risk Guide.

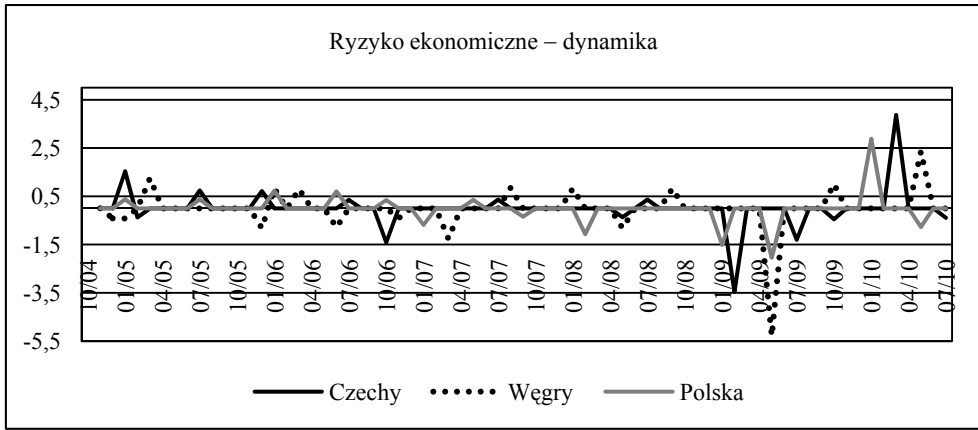


Rys. 3. Ocena ryzyka kraju Czech, Węgry oraz Polski w latach 2004–2010 – czynniki ekonomiczne

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych International Country Risk Guide.

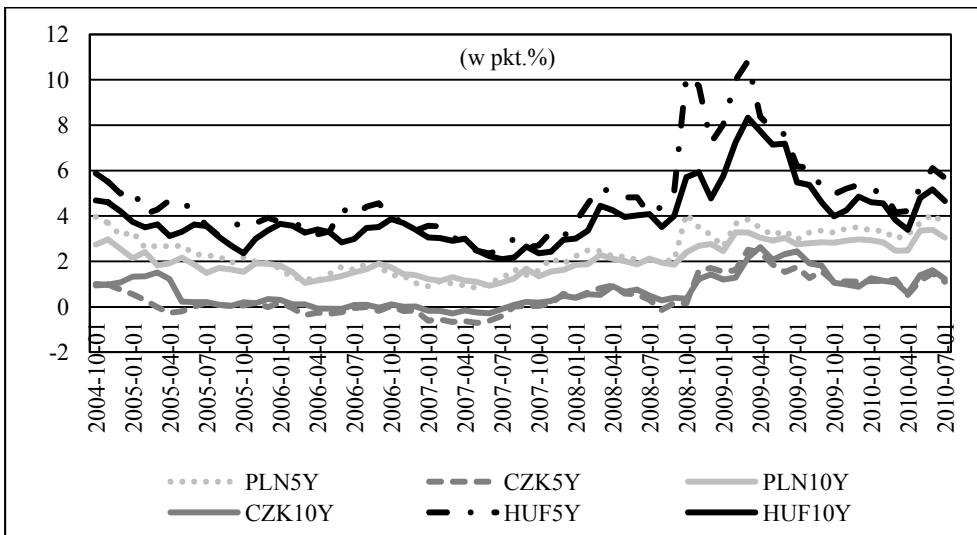
oceny niż Czechy pomiędzy październikiem 2006 a styczniem 2008 roku, a następnie od lutego 2009 do kwietnia 2009. Najgorzej oceny kształtują się w przypadku Węgry.

Natomiast dynamika przedstawiona na rys. 4 również wskazuje, że największe spadki wystąpiły w styczniu oraz maju 2009 roku. Pod względem wartości ocen w lipcu 2010 roku Czechy oraz Polska uzyskały 35,50 pkt, a Węgry 32,50 pkt. I w przypadku Polski jest to ocena gorsza w porównaniu z rokiem 2004 tylko o 1 pkt, Czechy zostały ocenione na tym samym poziomie, a ocena Węgry uległa obniżeniu o 2 pkt.



Rys. 4. Dynamika ryzyka kraju Czech, Węgier oraz Polski w latach 2004–2010 – czynniki ekonomiczne

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych International Country Risk Guide.



Rys. 5. Kształtowanie się spreadów w stopach dochodowości obligacji skarbowych Polski, Czech i Węgier w latach 2004–2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z serwisu Thomson Reuters uzyskanych na podstawie umowy o współpracy pomiędzy Uniwersytetem Gdańskim a Thomson Reuters.

Podsumowując, należy stwierdzić, że przedstawione państwa doświadczyły spadku międzynarodowej oceny ryzyka związanego z inwestowaniem w tych krajach, która również nie jest bez znaczenia dla kształtowania się stóp dochodowości instrumentów finansowych emitowanych przez podmioty z nich pochodzące. Oceny

kredytowe oraz oceny ryzyka kraju są jednymi z najważniejszych zmiennych obserwowanych przez międzynarodowych inwestorów. W szczególności warto zauważyć, zgodnie z danymi zaprezentowanymi na rys. 5, że benchmarkowe instrumenty skarbowe Czech, Węgier i Polski charakteryzują się znaczącym wzrostem w stopach dochodowości w okresie styczeń 2008–lipiec 2009 roku. Krzywe przedstawione na rys. 5 przedstawiają spready w stopach dochodowości w stosunku do benchmarkowej krzywej krajów strefy euro. Największe i dość gwałtowne zmiany dotyczyły przede wszystkim Węgier, jednak również w przypadku Polski oraz Czech spready znajdują się na poziomach wyższych niż przed wystąpieniem kryzysu.

Literatura

- Brink Ch., *Measuring political risk to foreign investment*, Ahgate Publishing Ltd., Aldershot 2004.
- Dziawgo D., *Credit-rating. Ryzyko i obligacje na międzynarodowym rynku finansowym*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.
- Fitch Ratings. Definitions of Ratings and Other Scales*, Fitch IBCA, March 2009, www.fitch.com, 1.01.2010.
- Hoti S., *Modelling country spillovers effects in country risk ratings*, "Emerging Market Review" 2005, no. 6.
- Hoti S., McAleer M., *Modelling the riskiness in country risk ratings*, "Contributions to Economic Analysis" 2005, no. 273.
- Luo Y., *Political risk and country risk in international business: concepts and measures*, [w:] *The Oxford Handbook of International Business*, Oxford University Press, Oxford 2009.
- Moosa I.A., *Foreign Direct Investment. Theory and Practice*, Palgrave Macmillan, New York 2002.

INTERNATIONAL CREDIT RATINGS OF SELECTED COUNTRIES OF CENTRAL AND EASTERN EUROPE DURING THE CRISIS ON THE FINANCIAL MARKETS

Summary: In the period of increased uncertainty on the financial markets, financial institutions and investors seek more secure financial instruments, including bonds of countries with a high credit rating. This article presents the types of country risk ratings and the analysis of changes in the assessment of these kinds of risk for Poland, the Czech Republic and Hungary during the given period 2004–2010. Those countries experienced a decline in the international risk ratings and the highest changes occurred in case of Hungary. Country risk ratings at the end of the period (July 2010) were still at lower levels than in 2004. Weaker risk ratings contributed to the increase in the yield of treasury instruments issued by these countries.

Keywords: political risk, economic risk, spread, bond market, financial markets, crisis.