

Ph.D. Tézisfüzet

A feltörekvő piaci államkötvény-felárak meghatározói

*Csontó Balázs*

Témavezető: Prof. Julius Horvath

DEBRECENI EGYETEM

Közgazdaságtudományi Doktori Iskola

Debrecen, 2014

## Tartalom

1. Bevezetés .....	3
2. A disszertáció szerkezete .....	6
3. Eredmények .....	8
4. Összefoglalás .....	14
Irodalomjegyzék .....	15
Publikációk .....	<b>Error! Bookmark not defined.</b>

## 1. Bevezetés

A feltörekvő piaci államkötvények jelentősége folyamatosan nőtt a befektetők számára az elmúlt két évtizedben, különösen a 2000-es években. A hazai és külföldi devizában denominált államkötvénypiac növekedése számos tényezőnek köszönhető.<sup>1</sup> Egyrészt, Nicholas Brady, amerikai pénzügyminiszter 1989-ben jelentett be egy adósságátstrukturálási tervet, ami a kevésbé fejlett – elsősorban latin amerikai – országok 1982-ben kezdődött adósságválságának a megoldását célozta. A külföldi adósság újratárgyalásával az érintett országok csökkentették fennálló adósságukat és visszaszerezték a külső piacokhoz való hozzáférést. Továbbá, a hosszú távú hitelképességük javítása érdekében számos strukturális reformot hajtottak végre. Másrészt, az 1994-es tequila-válság, az 1997-es ázsiai válság, az 1998-as orosz, az 1999-es ecuadori és a 2001-es argentin csőd után a feltörekvő piacok kormányai olyan gazdaságpolitikát kezdtek folytatni, ami javította a növekedési kilátásokat, alacsonyabb és stabilabb inflációhoz vezetett, valamint javította a külső és a fiskális egyensúlyi pozíciót. A javuló fundamentumokkal összefüggésben emelkedő befektetői érdeklődés lehetővé tette ezen országok számára, hogy meghosszabbítsák az államadósság átlagos lejáratát, csökkentsék a változó kamatozású adósság súlyát és növeljék a hazai devizában denominált adósság jelentőségét.

A feltörekvő piacok külső piaci finanszírozásra való növekvő ráutaltsága és a feltörekvő piaci államadósság befektetői portfóliókban növekvő súlya a gazdaságpolitikai döntéshozók és a befektetők számára is fontossá tette annak megértését, hogy mi magyarázza a felárak alakulását. A döntéshozók számára a növekvő külső finanszírozás diverzifikált finanszírozási struktúrát jelent, ugyanakkor a tőkeáramlások esetleges visszafordulása likviditási kockázattal jár. Továbbá, a döntéshozóknak azt is meg kell értenie, hogy a felárak összhangban vannak-e a fundamentumokkal és a globális tényezőkkel egy adott időszakban. Egyrészt, elképzelhető, hogy amennyiben a felárak

---

<sup>1</sup> *Anderson et al.* [2010] és *Arslanalp and Takahiro* [2014].

alacsonyabb a fundamentumok által indokolt szintnél, növelni szeretnék az államkötvények kibocsátását. Másrészt, különös fontossággal bír annak megértése, hogy az esetleges kedvező finanszírozási feltételek az erős fundamentumoknak vagy a támogató globális környezetnek köszönhetőek-e. Utóbbi esetben az alacsony hozamok ellenére a döntéshozóknak továbbra is törekednie kell a sérülékenységet okozó tényezők csökkentésére, mivel a gyenge fundamentumok, amelyek fölött nyugodt időszakban áttekinthetnek a befektetők, felerősíthetik a kedvezőtlen külső események belföldi gazdasági hatását. Ahogy *El Erian and Spence* [2012] érvelt, fontos, hogy a döntéshozók rendelkezzenek megfelelő ex ante és ex post eszközökkel, amelyek segítségével „megelőzhetik a visszacsatolási mechanizmusokat felerősítő rendszerek felépülését, valamint letörhetik a várakozások, a reálgazdaság és a piacok közötti fertőzést, ezáltal a félbeszakítva a rossz egyensúlyi helyzetek kialakulásához vezető folyamatokat.”

A befektetők számára a legfontosabb kérdések a hozamok félrearázása (azaz a tényleges, valamint a fundamentumok és a globális tényezők által indokolt hozamok közötti különbség), a hozamok globális tényezőkre való érzékenysége és a hozamok országok közötti együttmozgása. Egyrészt, elsősorban akkor szeretnének állampapírokat venni, amikor azok alulértékelték, azaz a hozamok magasabbak a hazai és külső tényezők által indokolt szintnél. Másrészt, a hozamok globális tényezőkre való érzékenysége az adott ország kockázatosságát jelzi. Még amennyiben az adott pillanatban elérhető hozamok vonzóak is tűnnek, azok magas érzékenysége jelentős hozamemelkedéshez vezethet a piaci hangulat romlásával. Végül, bár a historikus együttmozgások alapján a sok ország államkötvényeit tartalmazó portfólió megfelelően diverzifikáltnak tűnhet, a valóságban az országok közötti korreláció időben változik. Magas korrelációval jellemezhető időszakokban a diverzifikációs előnyök eltűnhetnek, ezáltal a globális hangulatnak kitéve a befektetőket.

Az elmúlt két évtizedben számos tanulmány vizsgálta a feltörekvő piaci államkötvény-felárat, valamint az ország-specifikus és a globális tényezők közötti kapcsolatot.<sup>2</sup> Szintén sokan foglalkoztak azzal, hogy az ország-specifikus és globális

---

<sup>2</sup> Például, *Edwards* [1985], *Eichengreen and Mody* [1998], *Luengnaruemitchai and Schadler* [2007], *Hartelius et al.* [2008] vagy *Jaramillo and Tejada* [2011].

tényezők felárakra gyakorolt hatása függ-e a fundamentumoktól és a vizsgált időtávtól.<sup>3</sup> Összességében, a tanulmányok azt találták, hogy (i) a globális likviditás és kockázati étvágy hatással van a fundamentumok felárakra gyakorolt hatásának erejére és irányára; (ii) az erős fundamentumok csökkentik a globális tényezők felárakra gyakorolt hatását; (iii) a fundamentumok hosszú távon, míg a globális tényezők rövid és hosszú távon egyaránt hatnak a felárakra.

A pénzügyi piacok együttmozgásának válság alatti növekedését szintén sokan vizsgálták. A jelenséget legtöbbször a tovagyrúzó hatásoknak és a fertőzésnek tulajdonították a feltörekvő piaci válságok esetében. A leggyakrabban alkalmazott módszer a korrelációk időben történő változása. Ugyanakkor a korreláció növekedése nem feltétlenül a fertőzés jele, hanem más tényezők is felelhetnek érte. *Masson* [1999] három részre dekomponálta az árfolyam változását: (i) „monszun-jellegű” vagy külső sokkok; (ii) a külkereskedelmen és egyéb csatornákon keresztül történő tovagyrúzások; (iii) maradék: fertőzés (az egyensúlyi állapotok közötti ugrás egy másik piacon kialakult válság következtében). A túlzott együttmozgást (*excess comovement*) először *Pindyck and Rotemberg* [1990] használta a fertőzés mérőszámaként, majd többen is követték őket.<sup>4</sup> Az időben változó együttmozgások elemzését több tanulmányban új becslési technikákkal, elsősorban *Engle* [2002] Dynamic Conditional Correlation multivariate Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity (DCC GARCH) modelljével végzik.<sup>5</sup>

A disszertáció a feltörekvő piaci államkötvény-felárak, valamint a belföldi és globális tényezők kapcsolatának, a fundamentumok és piaci kondíciók ezen kapcsolatra gyakorolt hatásának, és a felárak országok közötti együttmozgásának megértését célozza.

---

<sup>3</sup> Például, *Ferrucci* [2003], *González-Rozada and Levy-Yeyati* [2005], *Baldacci et al.* [2008], *Alexopoulou et al.* [2009], *Bellas et al.* [2010], *Levy-Yeyati and Williams* [2010], *Baldacci and Kumar* [2010], *Dumicic and Ridzak* [2011], *Jaramillo and Weber* [2012], *Comelli* [2012] vagy *IMF* [2013].

<sup>4</sup> Például, *Pindyck and Rotemberg* [1993], *Bekaert et al.* [2005] vagy *Bunda et al.* [2010].

<sup>5</sup> Például, *Frank et al.* [2008], *Frank and Hesse* [2009], *Antonakakis* [2012] vagy *Piljak* [2013].

## 2. A disszertáció szerkezete

Az első fejezet lefekteti a téma jelentőségét és bemutatja a disszertáció szerkezetét.

A második fejezetben áttekintjük a feltörekvő piaci kötvények feláraival kapcsolatos irodalmat, valamint három nézőpontból elemezzük a felárak és az ország-specifikus és globális tényezők közötti kapcsolatot. Egyrészt, megpróbáljuk beazonosítani az ország-specifikus és a globális tényezők szerepét a felárak alakulásában. Másrészt, megvizsgáljuk, hogy a fundamentumok erőssége befolyásolja-e a felárak globális tényezőkre való érzékenységet. A következő két módszert alkalmazzuk: (i) a fix hatású panelbecslésben a mintát szétbontjuk gyenge és erős fundamentumokkal rendelkező országokra; (ii) *Pesaran, Shin and Smith* [1999] összevont csoportátlag módszerével megvizsgáltuk, hogy a globális tényezők ország-specifikus rövid távú együttthatója függ-e a fundamentumoktól. Végül, hét időszakban megvizsgáltuk, hogy a felárak változása a fundamentumok vagy a globális tényezők változásának az eredménye, valamint milyen szerepet játszik a modell által nem magyarázott változás. A fundamentumok és a globális tényezők hozzájárulásán túl utóbbit is szétbontjuk a kezdeti félreárazás korrekciójára és a félreárazás kialakulására/növekedésére.

A harmadik fejezetben áttekintjük az azzal kapcsolatos irodalmat, hogy a feltörekvő piaci államkötvény-felárak, valamint az ország-specifikus fundamentumok és a globális tényezők közötti kapcsolat változik-e idővel és a globális környezet függvényében. Két lépésben elemezzük a felárak viselkedésének változását különböző volatilitással rendelkező időszakokban. Az első lépésben *González-Hermosillo and Hesse* [2009] és az *IMF* [2013] módszerét követve megbecsüljük a *Hamilton and Susmel* [1994] által kifejlesztett Markov-switching ARCH modellt a VIX változására, amelynek segítségével beazonosítjuk az alacsony, közepes és magas volatilitással rendelkező időszakokat. A második lépésben két nézőpontból elemezzük a felárak viselkedését. Egyrészt, megvizsgáljuk, hogy a felárak országok közötti együttmozgása változik-e a magas volatilitással rendelkező időszakokban. Másrészt, az egyes rezsimek valószínűségének az ország-specifikus és a globális tényezőkkel való interakcióját magyarázó változóként használva megnézzük, hogy a felárak és a meghatározóik közötti kapcsolat különbözik-e az egyes rezsimekben. A becslési eredményeket felhasználva azt is megmutatjuk, hogy az

ország-specifikus fundamentumok hatnak-e a felárak globális kockázati étvágyra való érzékenységre.

A negyedik fejezetben áttekintjük a pénzpiacok időben változó együttmozgására vonatkozó irodalmat, valamint *Engle* [2002] Dynamic Conditional Correlation (DCC) GARCH modelljének segítségével megvizsgáljuk a magyar és néhány másik feltörekvő piac felárának együttmozgását.

Az ötödik fejezet összefoglalja a fő következtetéseket.

### 3. Eredmények

*1. tézis. Miközben hosszú távon az ország-specifikus és a globális tényezők egyaránt hatnak a feltörekvő piaci államkötvény felárakra, rövid távon elsősorban a globális tényezők mozgatják őket.*

Az összevont csoportátlag módszerrel készült becslésünk azt mutatta meg, hogy miközben hosszú távon az ország-specifikus és a globális tényezők egyaránt hatnak a feltörekvő piaci államkötvény felárakra, rövid távon elsősorban a globális tényezők mozgatják őket. A tézis intuitív, összhangban van az irodalommal és segít megérteni a közelmúlt piaci eseményeit. Egyrészt, az eszközárzási elmélet szerint hosszú távon az eszközáraknak (jelen esetben a kötvény-feláraknak) az összes releváns információt, beleértve az ország-specifikus és a globális tényezőket, tükröznie kell. Másrészt, mivel az ország-specifikus fundamentumok időben lassan változnak – tekintettel arra, hogy a gazdaságpolitikai változások és a strukturális reformok hatása csak késéssel jelentkezik –, rövid távon elsősorban a volatilisabb globális tényezők hatnak a felárak alakulására. Ez magyarázatot adhat arra, hogy miért csökkentek jelentősen 2012 második felében a felárak annak ellenére, hogy a fundamentumokban nem volt jelentős változás. A globális környezet javulása a gyenge és erős fundamentumokkal rendelkező országokon egyaránt segített, előbbieket viszont továbbra is sebezhetőek, így megmaradt a globális hangulat romlásának való kitettségük.

*2. tézis: Az ország-specifikus és a globális tényezők szerepe egyaránt különbözik az alacsony, közepes és magas volatilitással rendelkező országokban. Miközben az ország-specifikus fundamentumok az összes rezsimben fontosak, a globális tényezők jelentősége nő a magas volatilitással jellemezhető időszakokban.*

Az egyes rezsimek Markov-switching ARCH-modellből származó valószínűségének az ország-specifikus és a globális tényezőkkel való interakcióját magyarázó változóként használva megmutattuk, hogy az ország-specifikus fundamentumok és a globális tényezők szerepe egyaránt különbözik az alacsony, közepes és magas volatilitással jellemezhető időszakokban. Azt találtuk, hogy miközben az



ország-specifikus fundamentumok az összes rezsimben hatnak a felárak alakulására, a globális környezet jelentősége növekedik a magas volatilitással rendelkező időszakokban. Ez azt jelenti, hogy a feltörekvő piaci felárak külső környezetnek való kitettsége nő piaci stressz idején.

*3. tézis: Az erős fundamentumokkal rendelkező országok felárainak nagyobb a globális kockázati étvágában történő változásokra való érzékenysége. Másképpen fogalmazva, a megfelelő gazdaságpolitika és az erős fundamentumok csökkenthetik a globális hangulatban lévő kedvezőtlen változásoknak való kitettséget.*

A tézist három különböző becsléssel támasztjuk alá. A fix hatású panelbecslésben összehasonlítottuk a gyenge és az erős fundamentumokkal rendelkező országcsoportok felárának a globális tényezőkre való érzékenységét. Az összevont csoportátlag módszerrel készült becslésben azt néztük meg, hogy a globális kockázati étvág ország-specifikus rövid távú együtthatója függ-e az ország-specifikus fundamentumoktól. A rezsimváltós becslésben pedig azt találtuk, hogy a megfelelő gazdaságpolitika és fundamentumok csökkentik a feláraknak a globális kockázatkerülésben történő változásokra való érzékenységét. Megmutattuk, hogy míg a gyenge fundamentumokkal rendelkező országok felárai jelentősen emelkednek az alacsony volatilitású időszakból a közepes és magas volatilitással rendelkező időszakba történő átmenet eredményeként, az emelkedés jóval kisebb az erős fundamentumokkal rendelkező országokban.

A tézis rávilágít a megfelelő gazdaságpolitika által okozott előnyökre, mivel azt sugallja, hogy a megfelelő fundamentumok valamilyen szintű védelmet nyújtanak a globális hangulatban történő változásokkal szemben.

*4. tézis: A felárak válság előtti csökkenése a fundamentumok és a globális tényezők javulásának egyaránt köszönhető. Ezzel szemben, a felárak válság alatti változását elsősorban a globális kockázatkerülésben történő változások magyarázták.*

A fix hatású panelbecslés és az összevont csoportátlag módszerrel készült becslés eredményei alapján felbontottuk a felárak változását annak megértése érdekében, hogy a

változás a fundamentumok és/vagy a globális tényezők változását, a kezdeti félreárazás megszűnését, és/vagy félreárazás kialakulását/növekedését tükrözi.

A válság előtti időszakban (2001 január és 2007 augusztus között) a felárak csökkenése a javuló fundamentumoknak és globális környezetben egyaránt köszönhető. A hazai és külső tényezők által nem indokolt felárscsökkenés két dolgot tükrözött: (i) az időszak eleji jelentős alulértékelttség megszűnését, amely elsősorban az ezredforduló környéki válságeseményekkel volt összefüggésben; (ii) a feltörekvő piaci államadósság túlértékelttségének kialakulását, ami egészen a válság kezdetéig tartott.

A válság alatt a piacok a felárscsökkenéssel és –emelkedéssel jellemezhető időszakok között ingadoztak, amelyeket jól magyaráznak a modelljeink. Becslési eredményeink jól követik a válság fontosabb eseményeit, amelyek kihatottak a piaci hangulat alakulására: a 2007 közepe és 2008 ősze közötti időszakot, amikor a válság elsősorban a fejlett országok pénzügyi szektoraira koncentrált; a Lehman csődjé utáni időszakot, amikor a fejlett piaci válság egy széleskörű bizalmi és növekedési válsággá alakult, valamint áttért a feltörekvő piacokra is, főleg Európában; a 2009 és 2010 eleje közötti időszakot, amikor némi javulás volt tapasztalható a piaci feltételekben és a fundamentumokban; a 2010 és 2012 közötti időszakot, amikor az Eurózána adósságválságával kapcsolatos fejlemények mozgatták a piacokat; valamint a 2012 közepe és 2013 eleje közötti időszakot, amikor a monetáris politikai döntéshozók csökkentették az Eurózána adósságválsággal kapcsolatos kockázatokat, amelynek köszönhetően jelentősen javult a globális piaci hangulat.

Összességében azt találtuk, hogy a piaci stresszel jellemezhető időszakokban, mint amilyen az Eurózána adósságválsága, elsősorban a globális tényezők hatnak a felárakra, valamint a félreárazás mértéke növekszik. Arra is rámutattunk, hogy a feltörekvő piaci államkötvények 2012 második felében mutatott kiváló teljesítménye elsősorban a globális tényezők javulásának köszönhető. A modell által nem magyarázott felárscsökkenés elsősorban a feltörekvő piaci kötvények időszak eleji alulértékelttségének korrekcióját tükrözte, ugyanakkor néhány ország adóssága felülárzottá vált 2013 elejére. Utóbbi végül a Ciprus helyzetével kapcsolatos piaci hangulatromlásnak köszönhetően eltűnt.

*5. tézis: A válság előtti időszakban a feltörekvő piaci államkötvényeket a piacok alulértékelték. Mivel a válság kezdeti időszakában az a hiedelem uralkodott, hogy a válság elsősorban a fejlett piacokra fog koncentrálni, a feltörekvő piaci adósságot felülértékelték a befektetők. Mivel a válság a Lehman csődje után az egész világra kiterjedt, a piaci hangulat ismét változott, aminek eredményeként a feltörekvő piaci felárak magasabbak voltak, mint amit a fundamentumok és a globális körülmények indokoltak.*

A feltörekvő piaci államkötvények félrearázásának vizsgálata érdekében összehasonlítottuk a tényleges és a becsült felárakat a fix hatású és az összevont csoportátlag becslési eredményei alapján. A félrearázást a tényleges és a becsült felárak különbségeként definiáltuk. A következő három időszakot tudtuk megkülönböztetni:

- a) *A válság előtti időszak (2007 előtt):* eredményeink szerint a tényleges felárak magasabbak a legtöbb feltörekvő piacon, kivéve Bulgáriát, Chilét, Kínát, Lengyelországot, Magyarországot és Ukrajnát, ahol a felárak alacsonyabbak voltak a hazai és globális tényezők által indokolt szintnél. Magyarországot külön érdemes kiemelni tekintettel arra, hogy ebben az időszakban jelentős ikerdeficittel rendelkezett, mégis alacsony költségek mellett tudta finanszírozni magát a piacokról.
- b) *A válság kezdeti időszaka (2007 közepe – 2008 ősz):* a legtöbb feltörekvő piacon a tényleges felárak kisebbek voltak a becsült szintnél. Ez feltehetően annak köszönhető, hogy a válság kezdetén uralkodó nézet szerint a feltörekvő piacok képesek lesznek arra, hogy elszakadjanak a fejlett piacoktól. Emiatt a piacok prémiummal kereskedtek a feltörekvő piaci államkötvényekkel.
- c) *A globális pénzügyi válság (a 2008 őszével kezdődő időszak):* a legtöbb országban a tényleges felárak magasabbak voltak a becsült szintnél, ami a piacok óvatos árazási magatartását tükrözte. 2008 őszén, a Lehman csődje után a válság, amiről korábban azt tartották, hogy csak a fejlett országok pénzügyi szektorait érinti, jelentősen kiszélesedett: a globális növekedés visszaesett és a válság elérte a feltörekvő piacokat, különös tekintettel a feltörekvő európai országokra, amelyek

egyrészt szoros gazdasági és pénzügyi kapcsolatban álltak a nyugat-európai országokkal, másrészt pedig jelentős egyensúlytalanságokat halmoztak fel. Ebben az időszakban is volt néhány ország, mint például Indonézia és Törökország, ahol a tényleges felárak alacsonyabbak voltak a modell szerint indokolt szintnél. Ez konzisztens azzal a nézettel, hogy a piacok értékelték a jól teljesítő feltörekvő piacokat.

*6. tézis: A felárak országok közötti együttmozgása különbözik az alacsony, közepes és magas volatilitással rendelkező időszakok között.*

A tézist két becsléssel támasztottuk alá. Egyrészt, miután azonosítottuk az alacsony, közepes és magas volatilitással rendelkező időszakokat a Markov-switching ARCH modell segítségével, megvizsgáltuk a felárak rezsimspecifikus korrelációját. Az irodalommal összhangban azt találtuk, hogy a felárak együttmozgása magasabb közepes és magas volatilitású időszakokban, mint az alacsony volatilitásúakban. Egy lehetséges magyarázat, hogy piaci stressz esetén a felárakat elsősorban a globális tényezők befolyásolják, így a feltörekvő piacok csak részlegesen tudnak elszakadni társaiktól a globális hangulat romlása esetében.

Másrészt, a DCC GARCH modell segítségével megvizsgáltuk, hogy a magyar és más feltörekvő piaci felárak együttmozgása hogyan változott az elmúlt időszakban. Megmutattuk, hogy a magyar feláraknak a bolgár és a lengyel felárakkal való együttmozgása szorosabb, mint az ázsiai és latin amerikai országokkal. Ez azt sugallja, hogy a befektetők valamilyen szinten másképpen kezelik az egyes régiókat.

Azt is megmutattuk, hogy a magyar és egyéb feltörekvő piacok felárának együttmozgása jelentősen megnőtt a globális pénzügyi válság idején, ami elemzésünk szerint elsősorban a külső tényezőknek köszönhető. Az irodalommal összhangban ezek a tényezők magukban foglalhatják a fejlett piacokon látható monetáris lazítást, a befektetők „hozamvadászatát”, valamint a feltörekvő piacok fejlett piacokhoz képest javuló fundamentumait. Ezzel szemben átmenetileg csökkentek a korrelációk a válság tetőpontján 2008-ban, feltehetően annak köszönhetően, hogy Magyarország azon országok között volt, amelyeket először ért el a Lehman csődje utáni pánik, míg más

feltörekvő piaci országok ebben az időszakban még ellenálltak a romló globális hangulatnak.

## 4. Összefoglalás

Több becslési módszerrel elemeztük a feltörekvő piaci államkötvény-felárak meghatározóit, valamint a felárak együttmozgását négy különböző nézőpontból. Egyrészt, megpróbáltuk beazonosítani az ország-specifikus és a globális tényezők szerepét a felárak alakulásában, valamint rámutattunk, hogy azok jelentősége függ a választott időhorizonttól és a piaci környezettől. Megmutattuk, hogy (i) míg az ország-specifikus és a globális tényezők egyaránt hatnak a felárakra hosszú távon, rövid távon elsősorban utóbbiak mozgatják őket; (ii) miközben az ország-specifikus fundamentumok az összes rezsimben hatnak a felárak alakulására, a globális környezet jelentősége növekedik a magas volatilitással rendelkező időszakokban.

Másrészt, megvizsgáltuk, hogy a fundamentumok erőssége hogyan hat a felárak globális tényezőkre való érzékenységre. Három különböző módszerrel is azt találtuk, hogy az erős fundamentumokkal rendelkező országok felárának kisebb a globális kockázati étvágyra való érzékenysége.

Harmadrészt, a felárak változását felbontottuk a fundamentumok és a globális tényezők hozzájárulására hét időszak során az elmúlt évtizedben. Röviden összefoglalva azt találtuk, hogy a piaci stresszel jellemezhető időszakokban, mint amilyen az Eurózána adósságválsága, elsősorban a globális tényezők hatnak a felárakra, valamint a félrearázás mértéke növekszik.

Végül, két módszerrel elemeztük a felárak országok közötti együttmozgását. Röviden, megmutattuk, hogy a felárak együttmozgásának mértéke különbözik az alacsony és a magas volatilitással rendelkező időszakokban.

## **Irodalomjegyzék**

ALEXOPOULOU, I. – BUNDA, I. –FERRANDO, A. [2009]: Determinants of Government Bond Spreads in New EU Countries, ECB Working Paper No. 1093

ANDERSON, P. R. D. – SILVA, A. C. – VELANDIA-RUBIANO, A. [2010]: Public Debt Management in Emerging Market Economies: Has This Time Been Different?, World Bank Policy Research Working Paper 5399

ANTONAKAKIS, N. [2012]: Dynamic Correlations of Sovereign Bond Yield Spreads in the Euro zone and the Role of Credit Rating Agencies' Downgrades, MPRA Paper No. 43013

ARSLANALP, S. – TAKAHIRO, T. [2014]: Tracking Global Demand for Emerging Market Sovereign Debt, IMF Working Paper WP/14/39

BALDACCI, E. – GUPTA, S. – MATI, A. [2008]: Is it (Still) Mostly Fiscal? Determinants of Sovereign Spreads in Emerging Markets, IMF Working Paper, WP/08/259

BALDACCI, E. – KUMAR, M. S. [2010]: Fiscal Deficits, Public Debt, and Sovereign Bond Yields, IMF Working Paper, WP/10/184

BEKAERT, G. – HARVEY, C. R. – NG, A. [2005]: Market Integration and Contagion, Journal of Business, Vol. 78, No. 1, pp. 1-31

BELLAS, D. – PAPAIOANNOU, M. G. – PETROVA, I. [2010]: Determinants of Emerging Market Sovereign Bond Spreads: Fundamentals vs Financial Stress, IMF Working Paper, WP/10/281

BUNDA, I. – HAMANN, A. J. – LALL, S. [2010]: Correlations in Emerging Market Bonds: The Role of Local and Global Factors, IMF Working Paper, WP/10/6

DUMICIC, M. – RIDZAK, T. [2011]: Determinants of Sovereign Risk Premia for European Emerging Markets, Financial Theory and Practice, Vol. 35, No. 3, pp. 277–299

EDWARDS, S. [1985]: The Pricing of Bonds and Bank Loans in International Markets: An Empirical Analysis of Developing Countries' Foreign Borrowing, NBER Working Paper No. 1689

EICHENGREEN, B. – MODY, A. [1998]: What Explains Changing Spreads on Emerging Market Debt: Fundamentals or Market Sentiment?, NBER Working Paper No. 6408

EL-ERIAN, M.A. – SPENCE, M. [2012]: Systemic Risk, Multiple Equilibriums, and Market Dynamics: What You Need to Know and Why, Financial Analysts Journal, vol. 68, no. 5

ENGLE, R. [2002]: Dynamic Conditional Correlation: A Simple Class of Multivariate Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity Models, Journal of Business & Economic Statistics, Vol. 20, No. 3, pp. 339-350

FERRUCCI, G. [2003]: Empirical Determinants of Emerging Market Economies' Sovereign Bond Spreads, Bank of England Working Paper No. 205

FRANK, N. – GONZÁLEZ-HERMOSILLO, B. – HESSE, H. [2008]: Transmission of Liquidity Shocks: Evidence from the 2007 Subprime Crisis, IMF Working Paper, WP/08/200

FRANK, N. – HESSE, H. [2009]: Financial Spillovers to Emerging Markets During the Global Financial Crisis, IMF Working Paper, WP/09/104

GONZÁLEZ-ROZADA, M. – LEVY-YEYATI, E. [2005]: Global Factors and Emerging Market Spreads, Centro de Investigación en Finanzas, Documento de Trabajo 07/2005

GONZÁLEZ-HERMOSILLO, B. – HESSE, H. [2009]: Global Market Conditions and Systemic Risk, IMF Working Paper, WP/09/230

HAMILTON, J.D. – SUSMEL, R. [1994]: Autoregressive conditional heteroskedasticity and changes in regime, Journal of Econometrics 64, pp. 307-333

HARTELIUS, K. – KASHIWASE, K. – KODRES, L. E. [2008]: Emerging Market Spread Compression: Is it Real or is it Liquidity?, IMF Working Paper, WP/08/10



IMF [2013]: Global Financial Stability Report, Chapter 2: A New Look at the Role of Sovereign Credit Default Swaps, Global Financial Stability Report, April 2013

JARAMILLO, L. – TEJADA, C. M. [2011]: Sovereign Credit Ratings and Spreads in Emerging Markets: Does Investment Grade Matter?, IMF Working Paper, WP/11/44

JARAMILLO, L. – WEBER, A. [2012]: Bond Yields in Emerging Economies: It Matters What State You Are In, IMF Working Paper, WP/12/198

LEVY-YEYATI, E. – WILLIAMS, T. [2010]: US Rates and Emerging Markets Spreads, Universidad Torcuato Di Tella, Business School Working Papers 02/2010

LUENGNARUEMITCHAI, P. – SCHADLER, S. [2007]: Do Economists' and Financial Markets' Perspectives on the New Members of the EU differ?, IMF Working Paper, WP/07/65

MASSON, P. [1999]: Contagion: macroeconomic models with multiple equilibria, Journal of International Money and Finance 18 (1999) pp. 587-602

PESARAN, M. H. – SHIN, Y. – SMITH, R. P. [1999]: Pooled Mean Group Estimation of Dynamic Heterogeneous Panels, Journal of the American Statistical Association, Vol. 94, No. 446, pp. 621–634

PILJAK, V. [2013]: Bond markets co-movement dynamics and macroeconomic factors: Evidence from emerging and frontier markets, Emerging Markets Review 17. pp. 29-43

PINDYCK, R. S. – ROTEMBERG, J. J. [1990]: The Excess Co-Movement of Commodity Prices, The Economic Journal, Vol. 100, No. 403, pp. 1173-1189

PINDYCK, R. S. – ROTEMBERG, J. J. [1993]: The Comovement of Stock Prices, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 108, No. 4, pp. 1073-1104



DEBRECENI EGYETEM  
EGYETEMI ÉS NEMZETI KÖNYVTÁR  
PUBLIKÁCIÓK



Iktatószám: DEENKÉTK/345/2014.  
Tételszám:  
Tárgy: PhD Publikációs Lista

Jelölt: Csontó Balázs  
Neptun kód: EEPSKP  
Doktori Iskola: Közgazdaságtudományi Doktori Iskola  
MTMT azonosító: 10046505

### A PhD értekezés alapjául szolgáló közlemények

#### Folyóiratcikkek, tanulmányok (2)

1. **Csontó, B.:** Emerging market sovereign bond spreads and shifts in global market sentiment.  
*Emerging Markets Rev. 20 (2014), 58-74, 2014. ISSN: 1566-0141.*  
DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.ememar.2014.05.003>  
IF:1 (2013)
2. **Csontó, B., Ivaschenko, I.:** Determinants of Sovereign Bond Spreads in Emerging Markets: Local Fundamentals and Global Factors vs. Ever-Changing Misalignments.  
*IMF Working Paper WP/13/164, 1-42, 2013.*



Cím: 4032 Debrecen, Egyetem tér 1. □ Postacím: 4010 Debrecen, Pf. 45. □ Tel.: (52) 518-600  
E-mail [publikaciok@lib.unideb.hu](mailto:publikaciok@lib.unideb.hu) □ Honlap: [lib.unideb.hu](http://lib.unideb.hu)



### További Közlemények

#### Folyóiratcikkek, tanulmányok (2)

3. **Csontó B.**, Siklós D.: Több hitel, nagyobb kockázat?  
*Competitio. 1*, 185-199, 2007. ISSN: 1588-9645.
4. **Csontó B.**, Siklós D.: Hogyan hat a monetáris politika a befektetői döntésekre?  
*Competitio. 2*, 99-112, 2006. ISSN: 1588-9645.

A közlő folyóiratok összesített impakt faktora: 1

A közlő folyóiratok összesített impakt faktora (az értekezés alapjául szolgáló közleményekre): 1

A DEENK a Jelölt által az iDEa Tudóstérbe feltöltött adatok bibliográfiai és tudományometriai ellenőrzését a tudományos adatbázisok és a Journal Citation Reports Impact Factor lista alapján elvégezte.

Debrecen, 2014.10.29.

