

MONETÁRIS HATÁSSÓSSÁG KÖZÖSSÉGI SZINTEN

A monetáris integráció központi szereplője a Közösség jegybankja. A közös valuta értékállóságának közvetlenül fő meghatározója a jegybank. Mozgásterét azonban több tényező alakítja. E tanulmány az intézményi és stratégiai, a tagállami (decentralizált fiskális) és a pénzüpiaci környezet függvényében vizsgálja az Európai Központi Bank (ECB) lehetőségeit és monetáris politikájának hatásosságát.

1. AZ EURÓPAI KÖZPONTI BANK (ECB) ÉRTÉKELÉSE: DÖNTÉSHOZATAL ÉS MONETÁRIS STRATÉGIA

Az ECB a Központi Bankok Európai Rendszerének (KBER) kiemelt bankja, amely mellett léteznek az eurózónához csatlakozott országok nemzeti bankjai is. A nemzeti bankok az ECB döntéshozói testületeiben jeleníthetik meg döntésüket. Az ECB vezető döntéshozó testülete a *kormányzótanács* (Governing Council), amelyben az ECB elnöke, alelnöke, négy igazgatósági tag – akik így hatan az *igazgatótanács* (Executive Board) – és az eurózóna nemzeti bankjainak kormányzói/elnökei vesznek részt. A kormányzótanács felelősségkörébe a középtávú monetáris célkitűzések és a kamatdöntések tartoznak. Mivel a kormányzótanácsban egy főnek egy szavazata van, ezért az eurózóna bővülésével a hat közösségi vezető súlya egyre inkább eltörpül a nemzeti érdekképviseltek mellett. Sinn [2001] kritizálta is a sokszereplős, decentralizált kamatdöntést, mivel így a kamatdöntések szerinte általában elkésnek és elégtelen mértékűek ahhoz, hogy a maximális kibocsátási szint elérésére ösztönözzenek. Azaz Sinn szerint az ECB-kamatok a kibocsátási rést növelik.

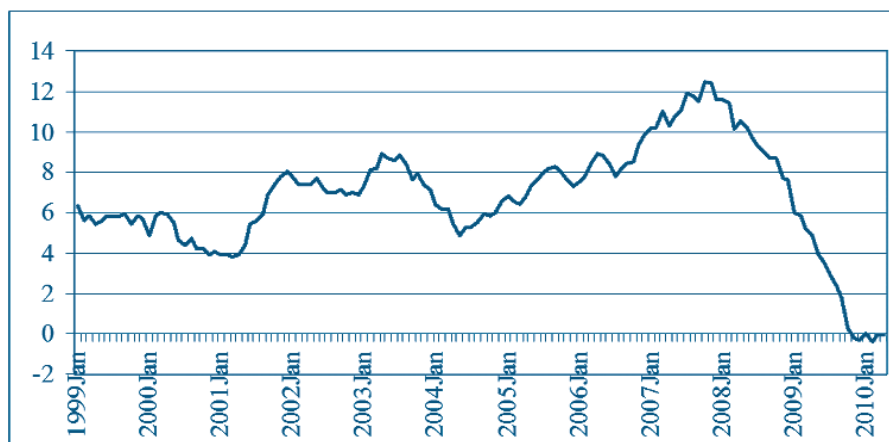
Az említett igazgatótanács alkalmazza a kormányzótanács döntéseit, célkitűzéseit. Az eurózónán kívüli EU-tagoknak is van véleménynyilvánítási és érdekérvényesítési fóruma, az *általános tanács* (General Council), amelyben minden EU-tagország nemzeti bankjának vezetője és az ECB elnöke és alelnöke vesz részt.

A KBER elsődleges célkitűzése az *árstabilitás*. A kormányzótanács 1998-ban definiálta ennek pontos tartalmát, amely szerint a harmonizált fogyasztói árindex (HICP) változása nem haladhatja meg a 2 százalékot egyik évről a másikra. Ezt az értéket az Európai Tanács korábbi *átfogó gazdaságpolitikai iránymutatásainak* (Broad Economic Policy Guideline) megfelelően alakították ki [Issing et al. 2001]. Meg kell ugyanakkor jegyeznünk, hogy az elsődleges célkitűzés nem foglalkozik közvetlenül a termelési tényezők és az ingatlanok árszínvonalával. Látni kell azt is, hogy az éves szinten megkövetelt árstabilitás rugalmasságot is biztosít – azzal együtt, hogy nem tagállami szinten, hanem az egész valutaövezetre írja elő az infláció felső határát –, hiszen nem tilos az éven belüli, vagy hónapok esetében az előző év azonos hónapjá-

hoz viszonyítva 2 százalékos feletti infláció, amelyet különböző váratlan gazdasági események és aszimmetrikus sokkhatások válthatnak ki. Továbbá a megfogalmazás deflációs, vagy 2 százalékos alatti inflációs időszakban a gazdaságélénkítés eszközeit is biztosítja a kamatdöntések és pénzkínálati politika számára, hiszen 2 százalékosig nem tilos erősíteni az árdragulást [Haan et al. 2005].

Nyilván a *harmonizált fogyasztói árindexet* (Harmonised Index of Consumer Prices, HICP) a központi banknak alakítani kell, nem pedig tétlenül várni, hogy teljesüljön a célkitűzés. Hogy az alakítás hatásos legyen, két „pilléren” nyugvó beavatkozási rendszer működik. Egyrészt az ECB figyeli az M3 pénzmennyiség alakulását, amelyet a feltételezett növekedésből és az árstabilitási célból levezetett referencia-pénzmennyiség értékéhez viszonyítanak, és az eltérés irányától és mértékétől függően beavatkoznak. A második pillér az átfogó, széles körű makrogazdasági elemzés és előrejelzés (árindexek, reál-GDP és ágazati indikátorok, bizalmi indexek, munkaerő-piaci bér és foglalkoztatási jelzőszámok, árfolyamok, tőzsdei indexek, pénzügyi hozamok, várakozások). [ECB 2004]

Az árstabilitás alakításához az ECB-nek a klasszikus jegybanki eszközök állnak rendelkezésére: betéti és hitelkamatok, nyílt piaci műveletek, kötelezőtartalék-előírás, kommunikáció. Az ECB kamatdöntéseiről megállapítható, hogy viszonylag kiegyensúlyozott, szűk sávban mozog, legalábbis, összevetve például a FED kamatpolitikájával, amelynek alapján a kamatot a 2002-es 1 százalékról a 2007-es 5,25 százalékosig emelték, majd 2008 végén 0 százalékra csökkentették. Ez utóbbi amerikai zéró kamat a világgazdasági zsugorodás eredménye, ennek következménye, hogy 2008 októberétől az ECB is hét lépésben 1 százalékra csökkentette az alapkamatot (a fix kamatozású refinanszírozási műveletek kamatát) 4,25 százalékról (lásd az 1. táblázatot). Ez a drasztikus kamatcsökkentés már csak azért is indokolt volt, mert az eurózónában (is) deflációs hatások jelentkeztek. Már 2007-től jelentősen estek a nyersanyag-, élelmiszer- és energiaárak (amely tendencia 2009 közepétől persze megfordult), majd a 2009-es visszaesés következtében a feldolgozóipari termékek és a szolgáltatások árai is. Vagyis az árstabilitási célkitűzés nem igényelte a korábbi kamatszintet, sőt, a defláció miatt inkább szükségessé tette a fogyasztás ösztönzését és a pénzkirakulást a nem pénzügyi szereplők irányában.



Forrás: ECB

1. ábra. Az M3 pénzmennyiség változása

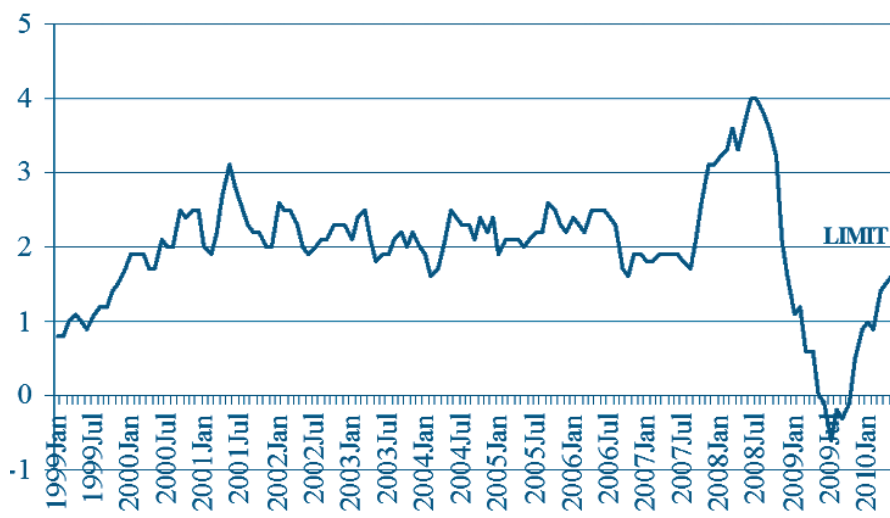
1. táblázat. Az ECB kamatdöntései (éves kamat, százalék, 1999. január–2009. május)

Kamatdöntés ideje		Betéti kamat	Refinanszírozási műveletek		Marginal lending facility
			fix kamatozású művelet kamata	változó kamatozású művelet minimumkamata	
2009.	május 13.	0,25	1,00	-	1,75
	április 8.	0,25	1,25	-	2,25
	március 11.	0,50	1,50	-	2,50
	január 21.	1,00	2,00	-	3,00
2008.	december 10.	2,00	2,50	-	3,00
	november 12.	2,75	3,25	-	3,75
	október 15.	3,25	3,75	-	4,25
	október 9.	3,25	-	-	4,25
	október 8.	2,75	-	-	4,75
	július 9.	3,25	-	4,25	5,25
2007.	június 13.	3,00	-	4,00	5,00
	március 14.	2,75	-	3,75	4,75
2006.	december 13.	2,50	-	3,50	4,50
	október 11.	2,25	-	3,25	4,25
	augusztus 9.	2,00	-	3,00	4,00
	június 15.	1,75	-	2,75	3,75
	március 8.	1,50	-	2,50	3,50
2005.	december 6.	1,25	-	2,25	3,25
2003.	június 6.	1,00	-	2,00	3,00
	március 7.	1,50	-	2,50	3,50
2002.	december 6.	1,75	-	2,75	3,75
2001.	november 9.	2,25	-	3,25	4,25
	szeptember 18.	2,75	-	3,75	4,75
	augusztus 31.	3,25	-	4,25	4,25
	május 11.	3,50	-	4,50	5,50
2000.	október 6.	3,75	-	4,75	5,75
	szeptember 1.	3,50	-	4,50	5,50
	június 28.	3,25	-	4,25	5,25
	június 9.	3,25	4,25	-	5,25
	április 28.	2,75	3,75	-	4,75
	március 17.	2,50	3,50	-	4,50
	február 4.	2,25	3,25	-	4,25
1999.	november 5.	2,00	3,00	-	4,00
	április 9.	1,50	2,50	-	3,50
	január 22.	2,00	3,00	-	4,50
	január 4.	2,75	3,00	-	3,25
	január 1.	2,00	3,00	-	4,50

Forrás: ECB

A havi HICP adatokból (2. ábra) jól kitűnik, hogy rövid távon a 2 százalékos inflációs cél nem korlátozza mereven a ciklikus hatásoktól érintett euró-övezetet. Az M3 pénzmennyiség változását mutató 1. ábrán viszont jól követhető az ECB monetáris fegyelmezettsége. A recessziós, lassuló időszakokban (2000–2001 és 2004) a pénzkínálat növekedése is lassult vagy éppen a 2009-es gazdasági zsugorodás idején csökkent is.

Az ECB számára az árfolyam is eszköz az inflációs cél eléréséhez. A 2000-es években elsősorban a világpiacon dollárban denominált nyersanyag- és energiaárak 2002–2007 közötti jelentős emelkedését kellett tompítani. Mint az a 3. ábrán is kö-



Forrás: ECB

**2. ábra. Harmonizált fogyasztói árindex (HICP),
adott hónap az előző év azonos hónapjához képest**

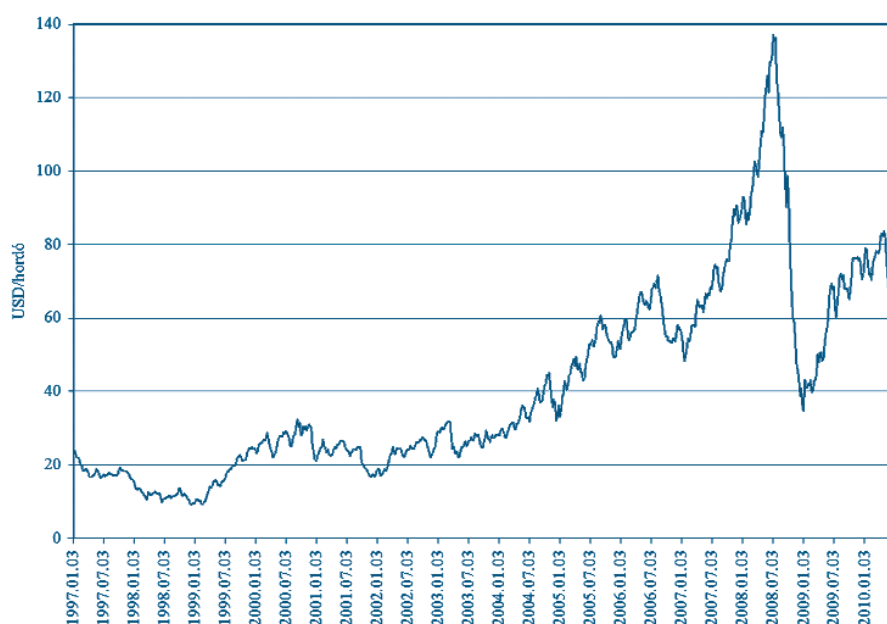
vethető, 2002 februárjáig az euró jellemzően leértékelődött az amerikai dollárhoz képest (abszolút mélypont: 0,8252 – 2000. október 26., amely a 0,8578-as 2002. január 28-i lokális mélypontig kis ingadozással kitartott), majd ingadozással 2004. december 31-i lokális csúcspontig 1,3621-re erősödött. Átmeneti leértékelődés után (lokális mélypont: 1,1679 – 2005. november 15.) további felértékelődés következett be 2008. július 22-ig (csúcspont 1,594 – 2008. április 23.). Ha végigtekintjük a 4. ábrát, akkor feltűnően együtt mozog az euró erősödése az olajár emelkedésével és fordítva. Majd a nemzetközi pénzügyi válsággal meginduló energiaár-eséssel együtt az euró elkezdett gyengülni a dollárhoz képest, később az ezt követő 2009 közepi újabb olajdrágulással az euró is erősödött és így tovább. Természetesen ez nem azt jelenti, hogy a



Forrás: ECB

3. ábra. USD/euró árfolyam, 1999. január 1. és 2010. június 25. között

nyersanyagárak mozgatják az euróárfolyamot, de mellékhatásként megállapíthatjuk, hogy viszonylag hatékonyan volt képes ellentételezni a világpiaci árak változását az euró árfolyama. A 2010 januárjától megugró infláció viszont nem valószínű, hogy csak az – elsősorban költségvetési expanzióval elért – élénküléshez köthető, ugyanis a görög adósságválság és annak további kumulálódása a dél-európai eurózóna-tagoknál (PIGS – Portugália, Itália, Görögország, Spanyolország) megrengette az euró és a PIGS-államkötvények iránti bizalmat. S minthogy az adósságválság a tervektől jelentősen eltérő költségvetési költségekkel keletkezett, az euró értékállóságába vetett bizalom is gyengült. Nem véletlen, hogy az euró a dollárral szemben éppen 2010. január 14-én kezdett el igazán gyorsan leértékelődni újra, aznap jelentette be ugyanis a görög kormány, hogy a tervezett 3,7 százalékos deficit helyett 12,7 százalék



Forrás: U.S. Energy Information Administration www.eia.gov

4. ábra. A nyersolaj világpiaci ára, USD/hordó, 1997–2010

lett a 2009-es deficit, amit azóta már 13,7 százalékra is korrigáltak. Ez az esemény azonban sem a pénzmennyiség, sem a kamat jelentős kiigazítására nem sarkallta az ECB-t, hiszen az éves szintű árstabilitás így sem került veszélybe. Sőt, az euró gyengülése – bár a kommunikációban mind az ECB, mind az EU vezetése kedvezőtlennek tartotta – a gazdasági élénkülés szempontjából kedvezőnek bizonyult, hiszen az eurózóna gazdaságai jelentős mértékben exportorientáltak.

2. AZ EURÓ MINT KÖZÖS JÓSZÁG

A nemzetközi térben, az állami és nem állami jellegű szereplők, mint „egyének” kapcsolatai, interakciói, döntéshozatalai vizsgálhatók a mikroökonómia eszköztárával. Jellemző mikroökonómiai jelenség a *közös jószág* (common pool resource – CPR) *túlhasználatainak problémája* [a nemzetközi kapcsolatokra való alkalmazása-

ról bővebben lásd Keohane 1989, Keohane és Hoffmann 1991]. A nemzetközi kapcsolatokban ez úgy jelentkezik, hogy a kölcsönösen előnyös erőforrásokat, lehetőségeket, szolgáltatásokat egy nemzetközi szereplő túlzott mértékben veszi igénybe, vagy visszaél a lehetőségekkel, amelynek következtében saját magának rövid/közép-távú többletnyereséget, a nemzetközi közösségnek összességében viszont költség-növekedést okoz. A nemzetközi térben a közösjószág-problémára leginkább a Coase-féle tulajdonjogi iskolából kiindulva próbál a gyakorlat megoldást találni. E szerint nemzetközi szervezeteket kell létrehozni, amelyek felügyelik az egyéni nemzetközi aktorok viselkedését [Blahó 2004].

Az euróövezet esetében a „közös jószág” az alacsony kockázatú, stabil értékű közös valuta és az ebből fakadó alacsony elvárt kamatok, továbbá a valutaválság kockázatainak minimalizálása. A közös jószág feletti „tulajdonjogot”, azaz felügyeletet az EU intézményrendszere¹ gyakorolja. Az „euró közös jószág” abból épül fel, hogy az EU tagállamai elkötelezték magukat a monetáris és fiskális konvergencia iránt,² az eurót már használó tagállamok pedig arra is kötelezettséget vállaltak, hogy közvetlenül sem veszélyeztetik az eurózóna árstabilitását a költségvetési hiányból és az államadósság növekedéséből fakadó kockázatokkal. A *potyautas magatartás* ez esetben azt jelenti, hogy egy ország élvezzi az eurózóna stabilitásából származó előnyöket és a volumenéből fakadó nemzetközi alkupozíciót, ugyanakkor fiskális oldalról nem tesz meg mindent annak érdekében, hogy hozzájáruljon ezen előnyök fenntartásához.

Hogyan is keletkezhet közösjószág-probléma a GMU-ban? A kamatok mérsékklődő kockázatiprémium-tartalma egyrészt olcsóbbá teheti az államadósság finanszírozását (lásd 2. ábra), ugyanakkor káros folyamatok elindítója is lehet, amennyiben ösztönzi az eladósodást [Mosley 2004]. Ezzel együtt növekedhet ugyanis az államadósság visszafizetési kockázata (default risk). Természetesen a kamatkonvergencia nem jelenti azt, hogy minden tagállami kötvény ugyanolyan hozamú lenne, csupán az eurókötvények elvárt reálhozamát és az euróövezet kockázatát fedezi az Európai Központi Bank alapkamata. Mindezt kiegészíti az egyes államok adósságának kockázata a nemzeti kormányok által kibocsátott államkötvények hozamában. Viszont az induló referenciakamat, azaz a jegybanki alapkamat – amelyre majd az államkötvények esetében ráakódik az egyes tagállamok visszafizetési kockázatából következő kamatprémium – nem az egyes tagállamok, hanem az eurózóna összesített „országkockázatát” tükrözi. Ez pedig a stabil és nagy kiterjedésű valutaövezetből következően viszonylag alacsony kockázatot, és így alacsonyabb jegybanki alapkamatot jelent egy-egy önálló monetáris politikát folytató államhoz képest.

1 Konkrétan a Központi Bankok Európai Rendszere, az Európai Központi Bank, az Európai Bizottság és az ECOFIN.

2 Monetáris értelemben a pénz abszolút vásárlóerejének megőrzése (árstabilitás) és az országhoz tartozó eredő kamatszintek leszorítása a cél, amihez az államháztartás a fiskális kockázatok minimalizálásával járul hozzá. Ez utóbbi az államadósság visszafizetési kockázata (default risk) és a deficitfinanszírozásból fakadó kiszorítási és hatékonysági kockázatok minimalizálását jelenti. (Ez esetben kiszorítási kockázat, hogy az államkötvények elvonják a tőkét a vállalati szektortól, hatékonysági kockázat, hogy az állam által elvont tőke nem kerül elköltésre jobb hatékonysággal, mint ha ebből vállalati beruházás lenne.)

A stabilabb monetáris unió alacsonyabb jegybanki kamatlába potyautas magatartást válthat ki bizonyos tagállamokból [De Grauwe 1994: 170]. A fenntarthatatlanságig növekvő államadósságnak ugyanis negatív externális hatása lehet a többi tagállamra nézve. Az eladósodó ország növekvő forrásokat von el a tőkepiacról a magasabb tagállami kötvényhozamok miatt, ami viszont a magasabb visszafizetési kockázaton alapul. A tőkepiaci kereslet növekedése miatt pedig a többi uniós ország számára is növekedni fog az államadósság után fizetendő kamat. Így a növekvő kamatköltségek miatt éppen azoknak az országoknak kellene restriktívnek lenniük, amelyek egyensúlyi politikát folytatnak. Ez esetben egy kontra-szelekciós problémával állunk szemben. Az egységes, alacsony jegybanki kamatláb valamilyen mértékben egyfajta átlag a tagországok összteljesítménye alapján. Ezért eleve azon országok számára kedvező ez az állapot, amelyek amúgy a lazább költségvetési politikájuk miatt nagyobb kockázatot rejtene, de kamatköltségük ehhez képest alacsony.

2. táblázat. Eladósodási foglydilemma

	Vizsgált tagállam		
	STRATÉGIÁK	Eladósodik a kritérium feletti mértékben	Nem adósodik el
	Eladósodik a kritérium feletti mértékben	r_{rossz}	r_{rossz}
	Nem adósodik el	r_{rossz}	$r_{\text{jó}}$

r_{rossz} = államadósság után fizetett, kedvezőtlen mértékű kamat, túllépi a tényleges országgkockázat szintjét

$r_{\text{jó}}$ = államadósság után fizetett, kedvező mértékű kamat, nem fedezi teljesen a tényleges országgkockázatot.

Forrás: saját konstrukció

A tagállami adósság törlesztését és kamatait nem fizeti ki senki a tagállami költségvetés helyett. A kérdés az, hogy mikor éri meg a potyázás. A 2. táblázatban látható foglydilemmából úgy tűnik, hogy az a mindenki számára legkedvezőbb állapot, ha egyik tagállam sem adósodik el a fenntartható mértéket túllépve – amely a maastrichti kritériumok alapján jelen esetben a GDP 60 százaléka volna, – mert ebben az állapotban mindnyájuk számára a legkedvezőbb kamatláb alakul ki (jobb alsó négyzet). Különb, ha egy tagállam egyoldalúan elkezdene eladósodni a költségek áthárítása reményében, akkor számolnia kellene azzal, hogy a többiek is ugyanezt a stratégiát választják, amivel a kezdeményező végül a saját helyzetén ront.

Mosley [2004] elemzése szerint az GMU-tagországok esetében bekövetkezett a kamatkonvergencia és érvényesült az egységes valutaövezet stabilitásából fakadó kockázatsökkenés is mindegyik ország esetében. Van azonban egy eset, amikor ez a megnyugtató kimenet nem teljesül. Mégpedig az, amikor a potyázó tagállam kedvezőtlenebb kamatköltségei is finanszírozhatók az ezt meghaladó gazdasági növekedésből, azaz ha $r_{\text{rossz}} \leq \Delta \text{GDP}$.

A potyautas magatartás még egy externáliát okoz, ami tulajdonképpen már benne foglaltatik az elsőben. A jelentősen növekvő államadósság az ECB-re nyomást

gyakorol, hogy a kamatcsatornán keresztül ellensúlyozza mindezt. Kamatemelésre viszont csak akkor lesz szükség, ha a tőkepiac nem tökéletesen informált. A hatékony tőkepiac ugyanis képes elkülöníteni a tényleges kockázati tartalom alapján az egyes résztvevőket, és csak a potyázót bünteti. A Standard and Poor's 2003-as kockázatbesorolása alapján a GMU-12 tagországok négy különböző kockázati csoportba voltak besorolhatók. Görögország, Olaszország és Portugália például nem volt képes 2003-ban a két legjobb kategóriába (AA+, AAA) bekerülni.

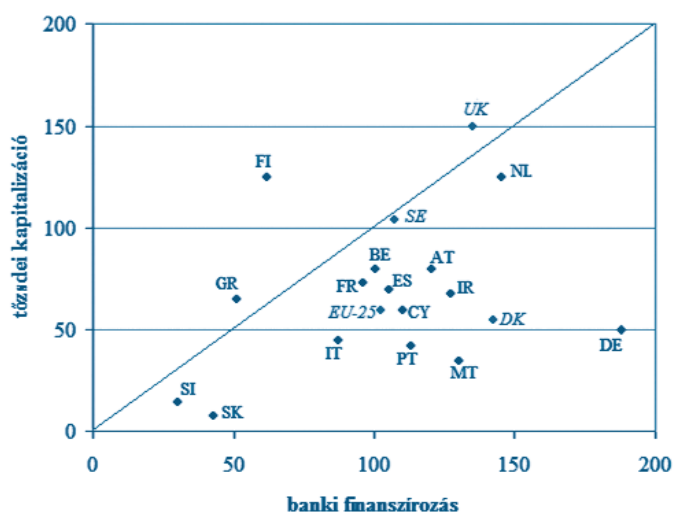
3. MONETÁRIS TRANZMISSZIÓ AZ EURÓZÓNÁBAN

Fontos elemzési szempont, hogy a monetáris politikai döntések elérték-e céljukat. Például a kamatváltoztatás képes-e befolyásolni a pénzpiacokat és ezen keresztül az árstabilitást? Ez az ún. *monetáris transzmisszió*, amelynek mérhetőségére hatékonysági indikátorként Lőrincné [2001: 378–382] és Palánkai [2004: 204–207] a következőket sorolja fel: piaci kamatok, árfolyamok, banki hitelek. Ezeknek alapján a monetáris transzmisszió érvényesülését befolyásolja, hogy

- banki vagy piaci (részvény-) forma dominál-e a vállalati finanszírozásban,
- rövid vagy hosszú távú finanszírozási formák jellemzőek,
- mennyire monopolizált a bankszektor,
- a nem pénzügyi szektor mennyire adósodott el,
- milyen a megtakarítási szerkezet,
- milyen mértékű a gazdaság nyitottsága
- a jövedelemtermelő ágazatok mennyire kamatérzékenyek,
- mennyire rugalmatlanok az árak és a bérek,
- milyen mértékű a jövedelmi szint,
- milyen a vagyoni szerkezet összetétele.

A gazdaságpolitika esetében a piac nagyra értékeli a stabilitást, a kiszámíthatóságot. A kiszámíthatóság következménye azonban, hogy a monetáris döntésekre felkészül a piac, így ellensúlyozza a kamatdöntéseket. Poole és Rasche [2000], valamint Gaspar [et al. 2001] az ECB piaci befolyására vonatkozó vizsgálatai alapján *overnight* kamatok esetében nem mutatható ki jelentős hatás, mert a szerzők felmérései alapján a piac nagyjából 90 százalékos arányban helyes várakozásokkal volt az ECB döntései előtt.

Az eurózóna tagországai igen vegyes képet mutatnak, ami a finanszírozás módját illeti. Finnország és Görögország esetében a tőzsdei kapitalizáció súlya nagyobb, mint a banki hitelből finanszírozotté. Németország esetében a banki hitelfinanszírozás aránya háromszorosa a tőzsdei finanszírozásnak. Jelentősebb még az aránytalanság a banki finanszírozás javára Ausztria, Írország, Málta, Portugália, Ciprus esetében. A szórás azt mutatja, hogy az ECB kamatdöntései nem azonos mértékben képesek hatni a finanszírozási forrásokra, ugyanakkor szinte minden tagállamban a banki finanszírozás túlsúlya biztosítja a jegybanki (refinanszírozási és betéti) kamatok erőteljes érvényesülését. Mivel Németország az eurózóna és az EU húzóereje, ezért önmagában a 80 százalékban banki úton finanszírozott német gazdaságon keresztül is az ECB kamatcsatornája jelentős közvetlen befolyást tud gyakorolni az eurózóna gazdaságaira.



DE–Németo., FR–Franciao., BE–Belgium, ES–Spanyolország, IT–Olaszország, AT–Ausztria, IR–Írország, PT–Portugália, FI–Finnország, GR–Görögország, SI–Szlovénia, SK–Szlovákia, NL–Hollandia, MT–Málta, CY–Ciprus, UK–Egyesült Királyság, SE–Svédország, DK–Dánia
 Forrás: Allen et al. [2006]

5. ábra. Banki és tőzsdei finanszírozás aránya az eurózónában, a GDP százalékában, 1995–2004

Az európai pénzügyi szolgáltatások piacán évtizedes távlatban érvényesül az a globális tendencia, hogy a bankpiac szereplőinek száma koncentrálódik. Ugyanakkor ez nem jelenti automatikusan azt, hogy a piac koncentrálódna. Németország, Olaszország kifejezetten alacsony koncentrátságu bankpiacnak tekinthető (*lásd a 3. táblázatot*). Ez az állapot viszonylag kedvező az ECB döntéseinek piaci érvényesülése szempontjából. Tovább erősíti a transzmissziót a piaci struktúra szempontjából az a jelenség – Haan [2009: 221–225] megállapítása és adatai alapján, – hogy az egységes európai pénzügyi szolgáltatások piacán nem a regionális (európai szintű), hanem a nemzeti piacra koncentráló bankok dominálnak, azaz egyelőre nem érvényesül az a globális tendencia, hogy a globális/nemzetközi nagybankok uralnák a piacot. A biztosítási piacon (*4. táblázat*) ugyancsak háttérbe szorulnak a globális cégek, viszont az európai szintű Allianz és Axa uralja a regionális piacot, nem a nemzeti piacra koncentrálók [Haan et al. 2009: 283].

Az eurózána nyitottsága viszonylag jelentős, hiszen még számos EU-tag nem vezette be a közös valutát, így hiába folyik a tagállamok nemzetközi kereskedelmének négyötöde az egységes piacon, ez nem egyetlen valutában történik. Továbbá az eurózána országai (is) jelentős ipari/bányászati nyersanyag- és energiafüggőségben vannak a fejlődő országokkal és Oroszországgal szemben, ami középtávon nem helyettesíthető. Ezen kívül a feldolgozóipari gép, irodagép, számítástechnikai eszköz-szükségletet is egyre inkább a felemelkedő, Európán kívüli gazdaságok elégítik ki. Így tehát megállapíthatjuk, hogy az árfolyamcsatorna is fajsúlyos eszköze az ECB-nak, hiszen az árfolyamváltozás vagy -változatlanág széles körben érinti a gazdasági szereplőket.

Az árak jellemzően a világpiaci árak megfelelően alakulnak az eurózánaiban, kivéve talán a mezőgazdasági termények és élelmiszerek körét. A bérek éppen az eurózánaiban domináló kontinentális és mediterrán szociális modellek miatt

rugalmatlanok a munkavállalókat védő szabályozás miatt. Az eurózóna jellemezően a magasabb jövedelmű EU-tagokat, az OECD-n belül is a legfejlettebbek közé tartozó országokat integrálja. A fejlettséggel és a magas jövedelemszinttel együtt jár a tudatosabb pénzügyi/befektetői döntéshozatal. A fejlett tagállamok jelentős nyugdíj-megtakarítók is.

3. táblázat. Pénzügyi koncentráció az eurózónában, 2005

Tagország	Bankok száma	CR5 (százalék)*	Herfindahl-index**
Ausztria	880	45	560
Belgium	100	85	2108
Ciprus	391	60	1029
Finnország	363	83	2730
Franciaország	854	54	758
Németország	2089	22	174
Görögország	62	66	1096
Írország	78	46	600
Olaszország	792	27	230
Luxemburg	155	31	312
Málta	18	75	1330
Hollandia	401	85	1796
Portugália	186	69	1154
Szlovákia	23	68	2643
Szlovénia	25	63	1369
Spanyolország	348	42	487

*CR5 az öt legnagyobb bank részesedése a teljes piac eszközállományából, százalék

**Herfindahl-index: az összes bank piaci részesedése négyzetének összege, 0–10.000

Forrás: Allen et al. [2006], Bikker et al. [2006], Haan et al. [2009]

4. táblázat. Biztosítási piac, 2005

Tagország	Biztosítók száma	CR5 (százalék)* életbiztosítás	CR5 (százalék)* nem életbiztosítás
Ausztria	73	59,4	75,2
Belgium	171	78,1	61,6
Ciprus	33	85,5	49,4
Finnország	67	89,1	91,5
Franciaország	486	55,6	51,7
Németország	663	45,3	38,0
Görögország	95	67,8	37,2
Írország	226	71,8	64,0
Olaszország	239	61,8	67,9
Luxemburg	95	–	–
Málta	25	100,0	74,9
Hollandia	300	73,0	52,8
Portugália	69	83,3	67,8
Szlovákia	26	72,8	89,7
Szlovénia	18	82,7	96,1
Spanyolország	362	39,0	40,2

*CR5 az öt legnagyobb biztosító részesedése a teljes piaci díjbevételekből, százalék

Forrás: Haan et al. [2009], CEA [2007], CEIOPS [2006]

IRODALOM

- Allen, F.–Bartiloro, L.–Kowalewski, O. (2006): The Financial System of EU25, in: Liebscher, K.–Christl, J.–Mooslechner P.–Ritzberger-Grünvald R.: *Financial Development, Integration and Stability in Central, Eastern and South-Eastern Europe*, Edward Elgar, pp. 80–104.
- Bikker, J.A.–Spierdijk, L.–Finnie, P. (2006): The Impact of Bank Size on Market Power *DNB Working Paper* 120, De Nederlandsche Bank, Amsterdam
- Blahó A., szerk. (2004): *Világgazdaságtan 2, Globális fejlődés, gazdaságdiplomácia* Aula, Budapest
- CEA (2007): European Insurance in Figures, *CEA Statistics*, No. 321 Comité Européen des assurances, Brüsszel
- CEIOPS (2006): *Financial Conditions and Financial Stability in the European Insurance and Occupational Pension Fund Sector 2005–2006 (Risk Outlook)* Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors, Frankfurt am Main
- De Grauwe, P. (1994): *The economics of monetary integration* New York : Oxford Univ. Press
- ECB (2004): *Monetary Policy of the ECB*, European Central Bank, Frankfurt am Main
- ECB (2009): *Éves jelentés 2009* Európai Központi Bank
- Haan, J. de–Eijffinger, S.C.W.–Waller, S. (2005): *The European Central Bank. Credibility, Transparency, and Centralization* CESifo Book Series, MIT Press, London
- Haan, J. de–Oosterloo, S.–Schoenmaker, D. (2009): *European Financial Markets and Institutions* Cambridge University Press
- Issing, O.–Gaspar, V.–Angeloni, I.–Tristani, O. (2001): *Monetary policy in the Euro Area: Strategy and Decision-Making at the European Central Bank* Cambridge University Press, Cambridge
- Keohane, R. O.–Hoffmann, S. (1991): *The New European Community: decision-making and institutional change* Westview Press
- Keohane, R. O. (1989): *International institutions and state power: essays in international relations theory* Westview Press
- Lőrincné Istvánffy Hajna (2001): *Pénzügyi integráció Európában* KJK-Kerszöv Budapest
- Mosley, L. (2004): Government-Financial Market Relations after EMU. New Currency, New Constraints? *European Union Politics* 5 (2): 181–209
- Paláncsai T. (2004): *Az európai integráció gazdaságtana* Aula, Budapest
- Sinn, H-W. (2001): Chancellor Schroeder's „steady hand” must act now. *Ifo Viewpoint* August 29.