

## Okvir 4

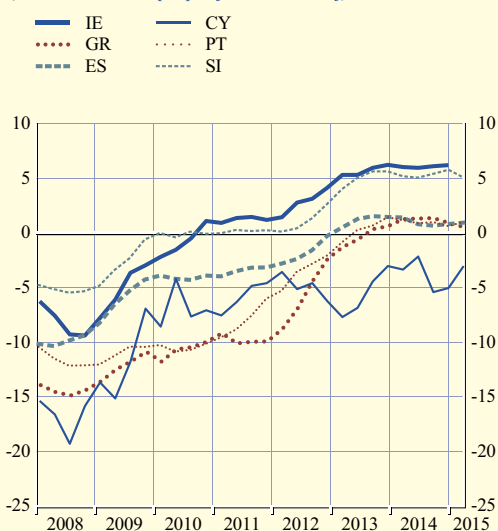
## NOVEJŠA GIBANJA NA TEKOČEM RAČUNU V DRŽAVAH EUROOBMOČJA, KI SO IMELE PRED KRIZO VELIK PRIMANJKLJAJ

V številnih državah euroobmočja poteka proces zunanje uravnoteženja. V letih pred svetovno finančno krizo so imele posebno velik primanjkljaj tekočega računa Irska, Grčija, Španija, Ciper, Portugalska in Slovenija.<sup>1</sup> Med letoma 2008 in 2013 se je saldo tekočega računa teh gospodarstev precej izboljšal in v večini primerov prešel v presežek. Ta okvir podrobneje obravnava novejša gibanja na tekočem računu v tej skupini držav.<sup>2</sup>

V letu 2014 se je izboljševanje salda tekočega računa v gospodarstvih euroobmočja, ki so imela pred krizo velik primanjkljaj, zaustavilo, v nekaterih državah pa se je saldo tekočega računa celo rahlo poslabšal (glej graf A). Na Irskem, v Grčiji in Sloveniji se tekoči račun v letu 2014 v primerjavi s prejšnjim letom večinoma ni spremenil. V Španiji in na Portugalskem se je rahlo poslabšal, in sicer za 0,6 oziroma 0,8 odstotne točke BDP. Izrazitejše poslabšanje (za 2,0 odstotne točke) je bilo zabeleženo na Cipru, čeprav se je saldo v prvem četrtletju 2015 deloma izboljšal. Z izjemo Cipra so vse obravnavane države še naprej beležile presežek tekočega računa. Tako se je večji del izboljšanja tekočega računa, ki so ga med letoma 2008 in 2013 dosegle države z velikim primanjkljajem pred krizo, ohranil.

Graf A Saldo tekočega računa

(kot odstotek BDP; povprečje štirih četrtletij)

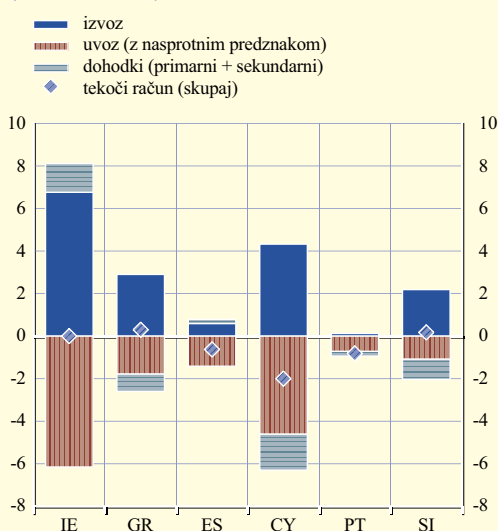


Vira: ECB in Eurostat.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrtletje 2015, razen za Irsko (zadnje četrtletje 2014).

Graf B Razčlenitev sprememb v saldu tekočega računa glede na BDP v obdobju 2013–2014

(v odstotnih točkah)



Vira: ECB in Eurostat.

Opomba: Negativni prispevek uvoza pomeni povečanje uvoza glede na BDP.

1 Ta okvir se osredotoča na države, katerih primanjkljaj tekočega računa je v letu 2008 presegal 4% BDP in so euro uvedle pred letom 2008. Ciper je vključen v to skupino, saj je prejel finančno pomoč EU/MDS.

2 Gibanja v zgodnejšem delu pokriznega obdobja so obravnavana v okvirjih z naslovom »Progress in the current account adjustment in the euro area in 2012«, *Monthly Bulletin*, ECB, julij 2013, in »To what extent has the current account adjustment in the stressed euro area countries been cyclical or structural?«, *Monthly Bulletin*, ECB, januar 2014.

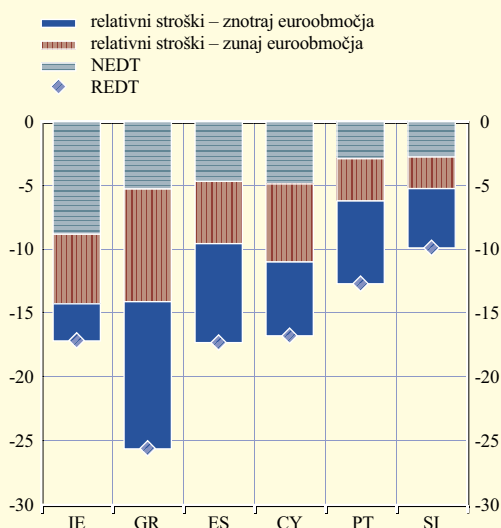
**Na novejša gibanja na tekočem računu je vplivalo predvsem okrevanje uvoza zaradi povpraševanja, s čimer je nastala protiutež nadaljevanju rasti izvoza.** V letu 2014 se je izvoz zaradi krepitve tujega povpraševanja povečal v večini držav, zlasti na Irskem (glej graf B). Obenem je okrevel tudi pred tem vztrajno šibek uvoz, kar je mogoče deloma pojasniti s postopno oživitvijo rasti domačega povpraševanja. Na Cipru, v Grčiji, Sloveniji in v manjši meri na Portugalskem je pomembno vlogo imelo tudi poslabšanje salda skupnega računa primarnih in sekundarnih dohodkov.<sup>3</sup> Na Cipru je na to vplival predvsem nastanek primanjkljaja na računu dohodkov od neposrednih naložb, v Grčiji poslabšanje računa sekundarnih dohodkov in v Sloveniji splošno povečanje primanjkljaja na računu dohodkov od naložb.

**Če pogledamo obdobje 2009–2014, sta vpliv stabilizacije domačega povpraševanja na tekoči račun deloma odtehtala vztrajno izboljševanje relativnih cen in stroškov ter upadanje cen nafte.** V primerjavi z letom 2009 (ko je nominalni efektivni tečaj eura dosegel najvišjo vrednost) se je realni efektivni tečaj držav z velikim primanjkljajem tekočega računa pred krizo, deflacionaliran s stroški dela na enoto proizvoda, znižal za 10% do 30% (glej graf C). V primeru Irske je večino realne depreciacije od leta 2009 mogoče pojasniti z znižanjem nominalnega efektivnega tečaja, medtem ko je bila pri drugih državah depreciacija predvsem posledica prilagoditve stroškov dela na enoto proizvoda glede na druge države euroobmočja in tujino. Z izjemo Slovenije so države, ki so imele pred krizo velik primanjkljaj tekočega računa, do zdaj večinoma nadomestile izgubljeno stroškovno konkurenčnost, merjeno z realnim efektivnim tečajem, deflacionaliranim s stroški dela na enoto proizvoda glede na euroobmočje med letom 1999 in začetkom krize. Prenos stroškov dela na enoto proizvoda na cene pri proizvajalcih in izvozne cene pa je še vedno nepopoln zaradi dejavnikov, kot so nadaljnje ovire konkurenci na trgih proizvodov in zvišanje posrednih davkov.

**V letu 2014 je na saldo tekočega računa držav euroobmočja, ki so imele pred krizo velik primanjkljaj, spodbudno vplival tudi padec cen nafte.** Nižje cene nafte praviloma zmanjšujejo stroške uvoza nafte in tako izboljšujejo strukturni primanjkljaj v trgovini z naftnimi derivati. Med zadnjim četrtletjem 2013 in zadnjim četrtletjem 2014 se je negativni naftni saldo močno zmanjšal v vseh državah razen v Grčiji (glej graf D), pri čemer je cenovne učinke nižjih cen nafte delno odtehtal močnejši realni uvoz naftnih derivatov zaradi okrepljenega domačega povpraševanja.<sup>4</sup> Posledično izboljšanje naftnega salda je bilo še posebno veliko na Cipru in v Sloveniji (okrog

**Graf C Razčlenitev sprememb realnega efektivnega tečaja v obdobju 2009–2014**

(v odstotkih; v odstotnih točkah)



Vir: ECB.

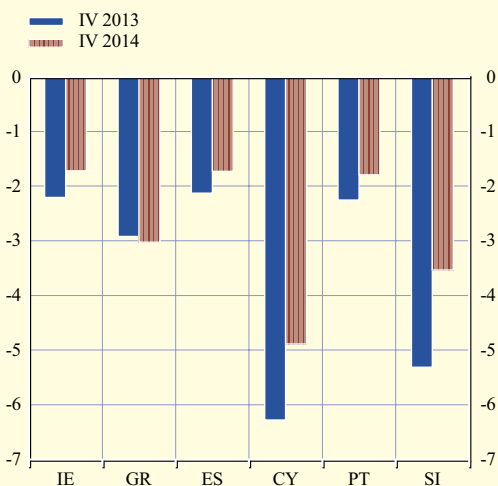
Opomba: Graf prikazuje realni efektivni devizni tečaj (REDT), deflacionaliran s stroški dela na enoto proizvoda, v primerjavi z drugimi državami euroobmočja in skupino valut v EDT-20. Znižanje REDT je enako izboljšanju stroškovne konkurenčnosti. NEDT pomeni nominalni efektivni devizni tečaj.

3 Račun primarnih dohodkov prikazuje predvsem dohodke od kapitala in dohodke od dela. Račun sekundarnih dohodkov pa prikazuje tekoče transferje, kot so na primer prejemki iz proračuna EU.

4 Grčija in v manjši meri Portugalska imata rafinerije nafte, zato hkrati uvažata ter izvažata nafto in naftne derivate, kot so lahki naftni destilati.

Graf D Saldo trgovinske menjave z nafto

(v odstotkih BDP)

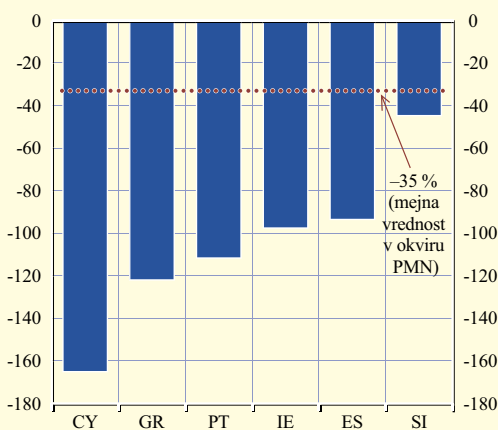


Vir: Eurostat.

Opomba: Podatki se nanašajo na kategorijo SMTK 33, tj. nafta, naftni derivati in sorodni materiali.

Graf E Neto stanje mednarodnih naložb v letu 2014

(v odstotkih BDP)



Vir: Eurostat.

Opomba: Vodoravna črta ustreza okvirni mejni vrednosti -35% BDP, ki se uporablja v postopku v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji (PMN).

1,5–2,0 odstotne točke BDP), opazno pa je bilo tudi na Irskem, v Španiji in na Portugalskem (okrog 0,4–0,5 odstotne točke), kjer je pozitivne učinke zniževanja cen na tekoči račun delno odtehtalo povečanje obsega uvoza nafte in naftnih derivatov zaradi povpraševanja.

**Zaradi velikih in vztrajnih neravnovesij v stanju mednarodnih naložb je potreben vzdržen proces zunanjskega uravnoveženja.** Kljub prilagoditvi tokov v zadnjih letih imajo države, ki so imele pred krizo velik primanjkljaj tekočega računa, še naprej neto obveznosti do tujine, ki precej presegajo 35% BDP. Ta mejna vrednost se uporablja v kontekstu postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji pri opozarjanju na potencialna zunanja neravnovesja v stanju mednarodnih naložb, zaradi katerih se povečuje ranljivost za prihodnje šoke. V večini obravnavanih držav so neto obveznosti do tujine celo višje od ali blizu 100% BDP (glej graf E). Za zmanjšanje neravnovesij v stanju mednarodnih naložb sta v srednjeročnem obdobju potrebna vztrajno izboljševanje tekočega računa in močna nominalna rast BDP.