

**BANKA**  
**SLOVENIJE**

EVROSISTEM

**Pregled  
makroekonomskih  
gibanj**

April 2025

# BANKA SLOVENIJE

EVROSISTEM

Naslov: Pregled makroekonomskih gibanj

Številka: april 2025

Izdajatelj:  
Banka Slovenije  
Slovenska 35, 1505 Ljubljana, Slovenija  
[www.bsi.si](http://www.bsi.si)

Uporaba in objava podatkov ter delov besedila  
sta dovoljeni le z navedbo vira.

Upoštevani so podatki, dostopni do 10. aprila 2025.

Gradivo je bilo obravnavano na seji Sveta Banke Slovenije  
15. aprila 2025.

© Banka Slovenije

ISSN 2820-3011

Besedilo ni lektorirano.

This publication is also available in English.

## Kazalo

<b>Povzetek</b>	<b>4</b>
<b>1 Mednarodno okolje</b>	<b>6</b>
<b>2 Denarna politika in finančni trgi</b>	<b>10</b>
<b>3 Domača gospodarska aktivnost</b>	<b>12</b>
Okvir 3.1: <b>Modelska ocena rasti BDP za prvo četrletje 2025</b>	14
Okvir 3.2: <b>Negotovost v slovenskem gospodarstvu</b>	15
Okvir 3.3: <b>Značilnosti podjetij v obrambnem grozdu Slovenije</b>	17
<b>4 Trg dela</b>	<b>19</b>
<b>5 Tekoči račun plačilne bilance</b>	<b>21</b>
Okvir 5.1: <b>Izpostavljenost Slovenije do ZDA z vidika mednarodne menjave</b>	23
Okvir 5.2: <b>Finančni račun plačilne bilance, tudi do ZDA</b>	27
Okvir 5.3: <b>Stanje mednarodnih naložb in zunanjega dolga Slovenije, tudi do ZDA</b>	29
<b>6 Inflacija</b>	<b>32</b>
<b>7 Fiskalni položaj države</b>	<b>34</b>
<b>8 Izbrani temi</b>	<b>38</b>
8.1 Razlike v aktivnosti med slovenskimi predelovalnimi panogami	38
8.2 Vpliv finančne strukture na transmisijo denarne politike: primerjava evrskega območja in Slovenije	43
<b>9 Statistična priloga</b>	<b>48</b>
<b>10 Seznam kratic</b>	<b>50</b>

# Povzetek

*Uvajanje novih carin ZDA je povečalo gospodarsko negotovost. V Sloveniji industrijska proizvodnja postaja šibkejša, kažejo pa se tudi znaki umirjanja trošenja na domačem trgu. Inflacija ostaja blizu dveh odstotkov.*

**Evrsko območje je v prvem četrletju doseglo šibko rast, ki so jo še naprej pogajale storitve, kažejo najnovejši anketni podatki.** Kljub rahlemu izboljšanju sestavljenega kazalnika PMI v marcu ostajajo gospodarske razmere zahtevne in negotove, še posebej glede trgovinske politike, kar se odraža tudi v nadaljnjem upadanju razpoloženja. Po marčevskih napovedih ECB naj bi se gospodarska rast v napovednem obdobju nekoliko okrepila, pri čemer so navzdol usmerjena tveganja vezana zlasti na geopolitična dogajanja in dodatno zaostrovanje v mednarodni trgovini. Evrska inflacija se je marca še nekoliko umirila. Skupna je znašala 2,2 %, osnovna, merjena brez cen energentov in hrane, pa 2,4 %.

**ECB je marca nadaljevala z rahljanjem restriktivnosti denarne politike, medtem ko je večina ostalih pomembnejših svetovnih centralnih bank po seriji znižanj ključnih obrestnih mer te ohranila nespremenjene.** V Evrosistemu smo marca še stič, odkar se je junija lani začel cikel rahljanja denarne politike, znižali obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita, in sicer za 0,25 odstotne točke na 2,50 %. Pričakovanja tržnih udeležencev glede gibanja ključnih obrestnih mer ECB in Fed so se od začetka marca okrepila v smeri hitrejšega in večjega zniževanja. Iz trenutnih vrednosti obrestnih zamenjav je razvidno, da vlagatelji letos pričakujejo za dodatne 0,75 odstotne točke znižanj ključnih obrestnih mer ECB in Fed.

**Dogajanje na finančnih trgih je od začetka marca zaznamovala izrazita nestanovitnost zaradi stopnjevanja trgovinske vojne in pogostega spreminjanja stališča trgovinske politike ZDA.** Pod vplivom selitve vlagateljev v varnejše naložbe so upadli osrednji ameriški in evropski delniški indeksi, cena zlata pa se je zvišala na rekordno raven. Ob okrepitvi pričakovanj glede hitrejšega in večjega zniževanja ključnih obrestnih mer so zahtevane donosnosti kratkoročnih ameriških in nemških državnih obveznic nekoliko upadle.

**V domačem gospodarstvu so razmere negotove ob precejšnjih razlikah med dejavnostmi.** Gospodarsko razpoloženje se je v prvem četrletju rahlo izboljšalo ob razmeroma ugodnih ocenah podjetij o končnem trošenju in anketni krepitvi gradbene aktivnosti. Januarja je bil razmeroma ugoden tudi medletni podatek o gradbenih delih, saj je nakazoval višjo aktivnost v skoraj vseh segmentih gradnje. Slabšajo pa se razmere v predelovalnih dejavnostih, kjer je bila v prvih dveh mesecih proizvodnja medletno manjša. Ob tem se, glede na anketne kazalnike, izvozna podjetja še naprej soočajo s šibkim tujim povpraševanjem. Umirjanje nakazujejo tudi realni kazalniki potrošnje. Vrednost kartičnih plačil je bila v prvem četrletju medletno višja za okoli 3 %, najmanj v skoraj dveh letih, vrednost davčno potrjenih računov pa nižja za več kot 1 %. Kratkoročni napovedni modeli za prvo četrletje, ob sicer velikem razponu ocen, za zdaj nakazujejo ugodno četrletno rast BDP, nadaljevanje leta pa je zaradi uvedbe carin precej bolj negotovo.

**Trg dela ostaja tesen kljub znakom umirjanja, ki se kažejo predvsem v zasebnem sektorju.** Januarja je bilo število delovno aktivnih oseb medletno nižje za 0,3 %. To je posledica gibanj zaposlenih v zasebnem sektorju, najbolj v predelovalnih dejavnostih in

zaposlitvenih agencijah, medtem ko se je število v javnem sektorju povečalo. Registrirana brezposelnost je marca medletno upadla na 45.851 oseb, stopnja registrirane brezposelnosti pa je po zadnjih podatkih 5,1-odstotna, kar ob pozitivnih pričakovanjih glede prihodnjega zaposlovanja kaže na vztrajanje tesnosti trga dela. Ta skupaj z uveljavitvijo novega plačnega sistema v javnem sektorju ohranja rast povprečne plače blizu 7 %.

**Rast cen se je marca nekoliko povišala zaradi neenergetskih komponent potrošniške košarice.** Skupna inflacija, merjena s HICP, je dosegla 2,2 %, po tem, ko je bila februarja 1,9-odstotna. Rast cen hrane se je še okrepila kot odraz razmer na svetovnih trgih in krepitve cen vzdolž proizvodnih verig. Energenti ostajajo medletno cenejši, kljub tekočim podražitvam električne energije. Osnovna inflacija se je medletno pospešila na 2,5 % (februarja 2,2 %), pri čemer se ohranja povišana predvsem pri storitvah, ob še vedno okrepljeni rasti stroškov dela. Rast cen drugega blaga ostaja nasprotno razmeroma nizka in skladna z dolgoročnim povprečjem.

**Primanjkljaj in dolg države, merjena v deležu BDP, sta lani upadla, negotovosti za javne finance pa ostajajo povečane.** Primanjkljaj države je lani dosegel 0,9 % BDP. K zmanjšanju je precej prispevalo ukinjanje ukrepov za blažitev visokih cen energentov. Dolg je ob koncu leta s 67,0 % BDP le še nekoliko presegal raven iz leta 2019. Po podatkih konsolidirane bilance javnega financiranja se je saldo v prvih dveh mesecih letos poslabšal, tudi zaradi manj ugodnega salda do proračuna EU. Javnofinančna gibanja ostajajo pod vplivom številnih tveganj: zunanjih, ki izhajajo iz geopolitičnih (večanje obrambnih izdatkov) in trgovinskih sprememb (carine) ter domačih, vezanih na pripravo in izvajanje različnih reform (pokojninska, zdravstvena, dolgotrajna oskrba), višjih obrestnih izdatkov ter nadaljnjo obnovo po poplavih. Po ocenah vlade naj bi se letos primanjkljaj države zvišal na 1,9 % BDP.

\*\*\*

V tokratni publikaciji zaradi najave novih carin s strani ameriške administracije podrobneje predstavljamo trgovinske povezave in finančne tokove med Slovenijo in ZDA. Čeprav je neposredna menjava med gospodarstvoma razmeroma majhna, bodo posredni učinki uvedbe carin lahko izrazitejši, saj je Slovenija majhno odprto gospodarstvo. Poleg izpostavljenosti prek naših glavnih trgovinskih partneric bodo višje carine vplivale na domačo gospodarsko aktivnost predvsem prek povečane trgovinske negotovosti, zato prikazujemo tudi dve meri, ki kažeta, da se je nestanovitnost v zadnjem obdobju precej povečala. Že v decembrskih napovedih smo pripravili prve ocene vpliva vzajemnih carin na slovensko gospodarstvo, v okviru junijskih pa jih bomo posodobili z najnovejšimi informacijami. Zaradi novega načrta Evropske komisije o prihodnosti obrambe v EU v publikaciji preučujemo še značilnosti podjetij, vključenih v slovenski obrambni grozd, saj pričakujemo, da bodo v naslednjih letih krepila svojo vlogo v gospodarstvu.

---

***Rast svetovnega gospodarstva je po anketnih podatkih v prvem četrtletju ostala šibka, napovedane carine in povečana negotovost pa predstavljajo osrednje tveganje za naprej.***

V marcu se je svetovni sestavljeni kazalnik PMI rahlo okrepil, na 52,1 indeksne točke, po tem, ko je v februarju upadel na 51,5 indeksne točke (slika 1.1). Kljub temu je povprečna vrednost kazalnika za prvo četrtletje na najnižji ravni od prvega četrtletja 2023. V marcu se je nadaljevala divergenca med rastjo aktivnosti v storitvenih in predelovalnih dejavnostih. Medtem ko se je kazalnik za storitve z 51,7 indeksne točke v februarju marca povzpел na 52,7 indeksne točke, je kazalnik za predelovalne dejavnosti s 50,6 zdrsnil na 50,3 indeksne točke.

V začetku aprila je nova ameriška administracija napovedala uvedbo t. i. recipročnih carin za uvoz blaga v ZDA,<sup>1</sup> ki naj bi ob dokončni uveljavitvi močno povišale trenutne efektivne carinske stopnje.<sup>2</sup> Ob povračilnih ukrepih Kitajske so ZDA povišale carine na uvoz kitajskega blaga na 125 %, kar ob že najavljeni 20-odstotni carinski stopnji znese efektivnih 145 %. Carine Kitajske na uvoz ameriškega blaga sedaj znašajo 84 %. Za druge države je ZDA uvedla 90-dnevno zamrznitev dviga recipročnih carin, zato zanje velja 10-odstotna carinska stopnja na uvoz v ZDA. Ta ne drži za uvoz avtomobilov, aluminija in jekla, za katere bo še naprej veljala v marcu oziroma februarju najavljena 25-odstotna carinska stopnja, neodvisno od izvora uvoza. EU je uvedbo protiukrepov na ameriške carine na uvoz jekla in aluminija prav tako preložila za 90 dni.

Nedavno napovedane carine za uvoz blaga v ZDA in morebitni povračilni ukrepi bi lahko omajali že sedaj šibko rast svetovne aktivnosti v predelovalnih dejavnostih, povečana negotovost, ki spremlja najave carin in povračilnih ukrepov, pa bi lahko ogrozila rast aktivnosti tudi v drugih sektorjih. Na širši učinek carin kaže tudi kazalnik PMI za Kanado, za katero je nova ameriška administracija napovedala dodatne carine še pred objavo novih, t. i. recipročnih carin za preostale trgovinske partnerice. Skupni kazalnik PMI za Kanado je v marcu padel na najnižjo vrednost od junija 2020. Poleg upada kazalnika za predelovalne dejavnosti, ki ga je gнал predvsem upad ožjega kazalnika novih naročil, je upadel tudi kazalnik za storitve, kar nakazuje učinek s carinami povezane negotovosti na potrošnjo.

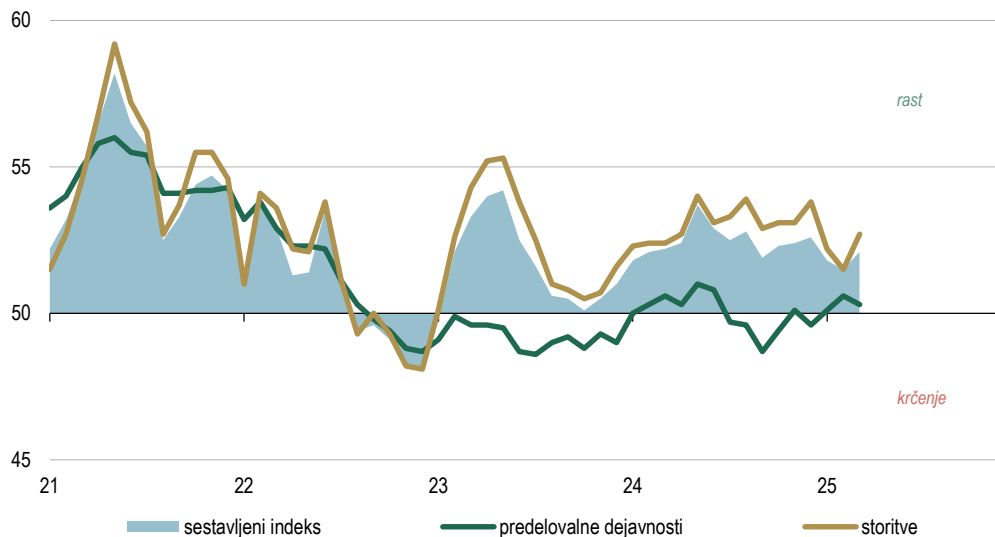
Poudarjenega neposrednega učinka t. i. recipročnih carin pri kazalnikih PMI za druga gospodarstva še ni mogoče zaznati, ker so bile te najavljene po koncu zbiranja podatkov za marčevsko objavo kazalnikov. V marcu je med razvitimi gospodarstvi tako ostal najmočnejši skupni kazalnik PMI za ZDA (53,5 indeksne točke), sledila sta mu kazalnika za Združeno kraljestvo in evrsko območje z 51,5 in 50,9 indeksne točke, na Japonskem pa je ta zdrsnil v območje krčenja (48,9 indeksne točke). Med državami v razvoju je bil najvišji sestavljeni kazalnik PMI v Indiji (blizu 60 indeksnih točk), na Kitajskem in v Braziliji je nakazoval zmerno rast (z 51,8 in 52,6 indeksne točke), v Rusiji pa blago krčenje (49,1 indeksne točke).

---

<sup>1</sup> Novih recipročnih carin za zdaj ni bilo najavljenih za uvoz zdravil in farmacevtskih izdelkov, energentov, lesa in bakra.

<sup>2</sup> Ob objavi je temeljna carinska stopnja na uvoz v ZDA znašala 10 %, skupna carinska stopnja pa bi se nato razlikovala med trgovinskimi partnericami ZDA in bila odvisna od primanjkljaja v blagovni menjavi. Med pomembnejšimi trgovinskimi partnericami ZDA naj bi tako za uvoz blaga iz EU skupna carinska stopnja znašala 20 %, za uvoz blaga iz Japonske 24 %, za uvoz blaga iz Kitajske pa 34 %. Pri zadnji naj bi se ta prištelja že obstoječi 20-odstotni carinski stopnji, napovedani v marcu.

Slika 1.1: Kazalnik nabavnih managerjev (JPMorgan PMI) – svetovno gospodarstvo



Vir: Bloomberg, preračuni Banke Slovenije. Zadnji podatek: marec 2025.

### **Anketni kazalniki za evrsko območje nakazujejo nadaljevanje šibke rasti gospodarske aktivnosti v prvem četrtletju. Obete spremlja precejšna negotovost zaradi geopolitičnih dogajanj in sprememb ekonomskih politik.**

Gospodarska aktivnost evrskega območja se je v lanskem zadnjem četrtletju povečala za 0,2 %, pri čemer je rast temeljila predvsem na domačem povpraševanju. Poleg potrošnje gospodinjstev, ki je prispevala 0,2 odstotne točke, so po 0,1 odstotne točke k rasti BDP prispevale tudi bruto investicije v osnovna sredstva in izdatki države, medtem ko je bil prispevek spremembe zalog negativen pri –0,2 odstotne točke. Gledano po proizvodni strani, so storitve ostale glavni dejavnik rasti, medtem ko je dejavnost v industriji malenkostno upadla, kar je skladno z mesečnimi kazalniki gospodarske aktivnosti ob koncu leta.

Vrednost sestavljenega kazalnika PMI je v povprečju prvega četrtletja znašala 50,4 indeksne točke, kar nakazuje nadaljevanje šibke rasti gospodarske aktivnosti. V marcu je sestavljeni kazalnik PMI dosegel 50,9 indeksne točke (+0,7 točke), ob izboljšanju podkazalnika za storitve in predelovalne dejavnosti (slika 1.2, levo). Medtem ko kazalnik PMI za predelovalne dejavnosti ostaja v območju krčenja pri 48,6 indeksne točke (+1,0 točke), se je podkazalnik obsega proizvodnje povzpел v območje rasti prvič po dveh letih. Okrevanje v predelovalnih dejavnostih je bilo najbolj izrazito v Nemčiji in Franciji, ki pa je morda zgolj prehodno in – ob najmanjšem zmanjšanju novih tujih naročil po aprilu 2022 – vsaj delno posledica predčasnega naročanja proizvodov iz ZDA pred uvedbo carin. Glede na kazalnik PMI za storitvene dejavnosti se je rast aktivnosti v teh po dveh mesecih umirjanja ponovno rahlo okrepila, čeprav so nova naročila nekoliko upadla drugi mesec zapored.

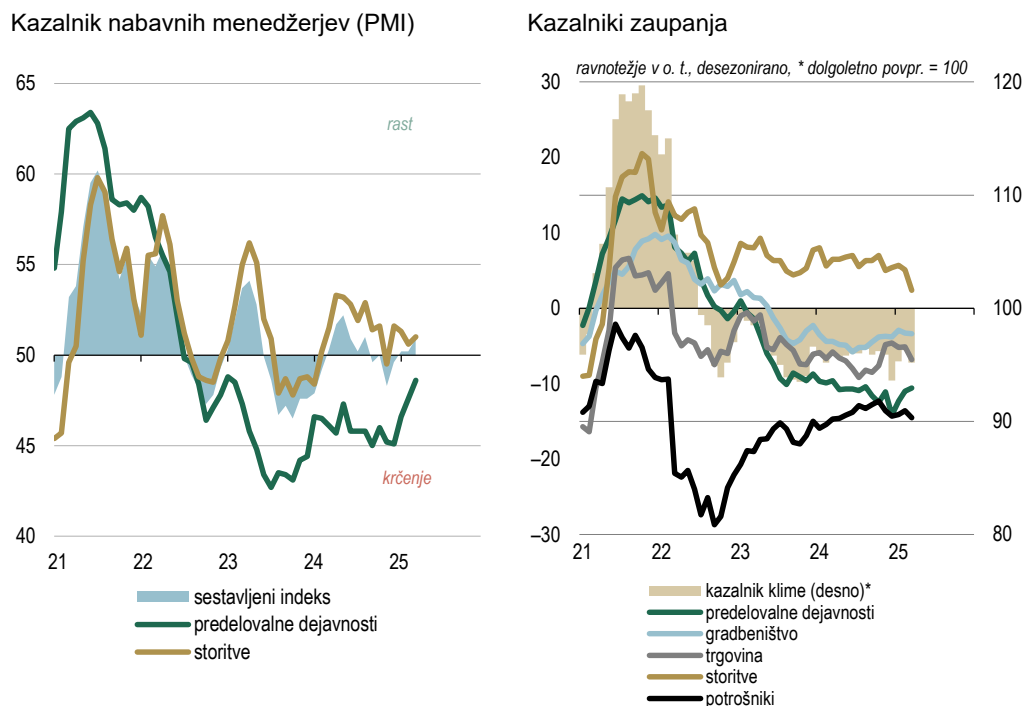
Krepkejše zaposlovanje v storitvenem sektorju je sovpadalo z manjšim obsegom odpuščanj v predelovalnih dejavnostih. To se odraža tudi v nadaljnjem zniževanju stopnje brezposelnosti v evrskem območju, ki je februarja s 6,1 % dosegla najnižjo raven do zdaj. Anketni podatki kažejo, da se bo zaposlovanje v prihodnjih treh mesecih umirilo, saj je bil kazalnik pričakovanega zaposlovanja marca najnižji v zadnjih štirih letih.

Kljub izboljšanju večine kazalnikov PMI ostajajo gospodarske razmere negotove, kar se odraža tudi v znižanju kazalnikov razpoloženja Evropske komisije v vseh sektorjih,

razen v industriji (slika 1.2, desno). Pri zadnjem je rahlo izboljšane obete vsaj delno mogoče pripisati napovedanim obsežnim fiskalnim reformam v Nemčiji, vezano na obrambo in infrastrukturo.

Po marčevskih napovedih ECB bo rast evrskega BDP letos znašala 0,9 %, nato pa se bo v prihodnjih dveh letih okrepila na 1,2 % in 1,3 %. V primerjavi z lanskimi decembrskimi napovedmi Evrosistema so obeti za gospodarsko rast v letošnjem in prihodnjem letu popravljeni navzdol za 0,2 odstotne točke, medtem ko za leto 2027 ostaja napoved nespremenjena. Slabši obeti so predvsem posledica vztrajne negotovosti glede geopolitičnih dogajanj in trgovinskih politik ter izzivov na področju konkurenčnosti.

Slika 1.2: **Kazalniki gospodarskih gibanj v evrskem območju**



Vir: Eurostat, Bloomberg, preračuni Banke Slovenije. Zadnji podatek: marec 2025.

### ***K nadaljnjemu umirjanju inflacije v evrskem območju so ob zmernejših stroškovnih pritiskih prispevale zlasti cene storitev.***

Evrska inflacija, merjena s HICP, se še naprej umirja. Marca se je znižala na 2,2 %, po tem, ko je bila februarja 2,3-odstotna (slika 1.3, levo). To je predvsem posledica gibanja cen storitev in energentov, medtem ko se je prispevek hrane nekoliko okrepil. Letošnja vse hitrejša rast cen hrane, ki se je marca povišala na 2,9 %, <sup>3</sup> izhaja iz cen nepredelane hrane in večinoma odraža učinek osnove zaradi spremenljivosti cen lani, deloma pa tudi razmeroma visoke tekoče podražitve ob neugodnih vremenskih dejavnikih. Pri tem se stroškovni pritiski s surovinskih trgov kažejo v krepitvi cen pri uvozu in pri proizvajalcih (slika 1.3, desno). Rast cen predelane hrane medtem od začetka leta ostaja stabilna, pri 2,6 %, prav tako gledano brez cen tobaka. Energenti so bili medletno cenejši za 0,7 %, tekoče pa za 1,2 %, kar izhaja zlasti iz nižjih cen goriv, podprtih z apreciacijo evra glede na dolar.

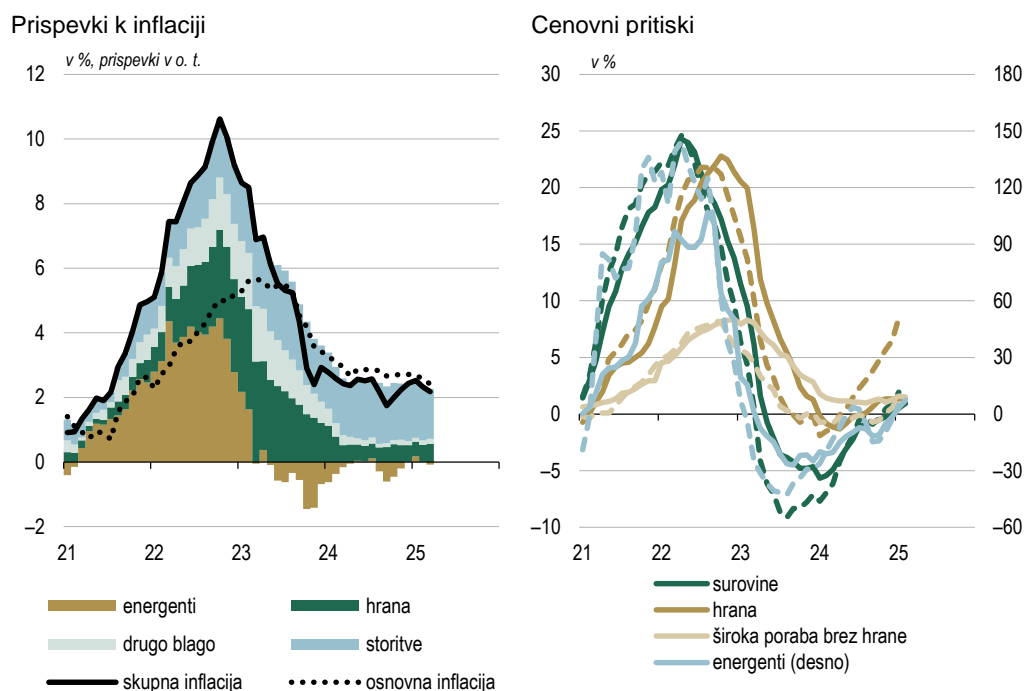
<sup>3</sup> Januarja letos je bila medletna rast cen hrane v evrskem območju 2,3-odstotna, februarja pa se je okrepila na 2,6 %.



Osnovna inflacija, tj. inflacija, merjena brez cen energentov in hrane, se je marca umirila na 2,4 % (februarja 2,6 %), kar je v celoti posledica nižjega prispevka cen storitev. Njihova rast se je upočasnila na 3,4 % (februarja 3,7 %) in odraža nadaljevanje upadanja realne rasti stroškov dela in gibanje dobičkovnih marž, ki še naprej blažijo domače cenovne pritiske. Razmere na trgu dela so se glede na kazalnike ECB<sup>4</sup> v prvem četrtletju umirjale, kljub spodbudni rasti aktivnosti v storitvenem sektorju. Nasprotno so cenovni pritiski v predelovalnih dejavnostih že dlje časa skromni (slika 1.3, desno). Ob šibkejšem povpraševanju se odražajo v rasti cen neenergetskega industrijskega (v nadaljevanju drugega blaga), ki pri 0,6 % glede na februar ostaja nespremenjena in skladna z ravnmi pred pandemijo.

Domača skupna in osnovna inflacija sta bili marca skoraj povsem poravnani z evrsko. Pri tem razkorak med članicami evrskega območja od začetka lanskega leta ostaja razmeroma majhen in stabilen.<sup>5</sup> Marca je bila najnižja zabeležena inflacija v Franciji, pri 0,9 %, najvišja pa s 4,3 % v Estoniji, na Slovaškem in Hrvaškem, predvsem zaradi izstopajoče visoke storitvene inflacije.<sup>6</sup>

Slika 1.3: Inflacija v evrskem območju in cenovni pritiski



Vir: Eurostat, preračuni Banke Slovenije. Zadnji podatek levo: marec 2025, desno: uvozne cene – januar 2025, cene pri proizvajalcih – februar 2025.

Opomba: Na sliki desno črtkane črte predstavljajo medletno rast uvoznih cen, polne pa cen pri proizvajalcih za prodajo na domačem trgu.

<sup>4</sup> Gre za podatke o plačnih gibanjih, zbranih na podlagi kolektivnih pogodb, v okviru zbiranja podatkov [ECB wage tracker](#).

<sup>5</sup> Med januarjem 2024 in marcem 2025 se je inflacija v posameznih državah od evrske razlikovala v povprečju za 1,2 odstotne točke. Za primerjavo: v letih 2022 in 2023 je bila razlika v povprečju 3,2 odstotne točke.

<sup>6</sup> Marca je bila storitvena inflacija na Slovaškem 8,3-, na Hrvaškem pa 7,6-odstotna. Podatek za Estonijo je na voljo le za februar (8,6 %).

---

***V Evrosistemu smo marca znižali obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita za 0,25 odstotne točke na 2,50 %, Fed pa je ključno obrestno mero ohranil nespremenjeno.***

V Evrosistemu smo marca šestič, odkar se je junija lani začel cikel rahljanja denarne politike, znižali vse tri ključne obrestne mere, in sicer za 0,25 odstotne točke. Obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita smo znižali na 2,50 %, za operacije glavnega refinanciranja na 2,65 %, za odprto ponudbo mejnega posojila pa na 2,90 %. Odločitev o znižanju je temeljila na posodobljeni oceni inflacijskih obetov, gibanju osnovne inflacije in intenzivnosti transmisije denarne politike. Proces umirjanja inflacije se namreč nadaljuje v skladu s pričakovanji, večina kazalnikov za zdaj tudi nakazuje, da se bo inflacija vzdržno ustalila na ravni okrog 2-odstotnega srednjeročnega cilja Sveta ECB.

Ob povišanih inflacijskih tveganjih je Fed na marčevskem zasedanju ohranil ključno obrestno mero nespremenjeno na koridorju med 4,25 % in 4,50 %. Negotovost glede gospodarskih posledic trgovinske politike v ZDA ostaja velika, zato bi za odločitev o morebitnem znižanju obrestne mere Fed potreboval dodatne podatke. Po ocenah Fed naj bi bil vpliv carinskega zaostrovanja na inflacijo prehodni, hkrati pa se možnosti recesije v ZDA povečujejo, vendar ostajajo razmeroma majhne. Prav tako so ohranile ključno obrestno mero nespremenjeno centralne banke Združenega kraljestva (4,50 %), Švedske (2,25 %) in Japonske (0,50 %), medtem ko sta svoji ključni obrestni meri za 0,25 odstotne točke znižali centralni banki Švice (na 0,25 %) in Kanade (na 2,75 %).

Pričakovanja tržnih udeležencev glede gibanja ključnih obrestnih mer ECB in Fed so se od začetka marca nekoliko okrepila v smeri hitrejšega in večjega zniževanja. K temu so prispevala povečana tveganja, da bo imela trgovinska politika ZDA trajnejše posledice za ameriško kot tudi evropsko gospodarstvo. Iz trenutnih vrednosti obrestnih zamenjav (OIS) je razvidno, da trgi za leto pričakujejo tri dodatna znižanja ključnih obrestnih mer ECB (po 0,25 odstotne točke), s čimer bi obrestna mera mejnega depozita dosegla 1,75 % (slika 2.1, levo). Za Fed tržni udeleženci v letu 2025 pričakujejo tri znižanja, s čimer bi ključna obrestna mera dosegla koridor med 3,50 % in 3,75 %.

---

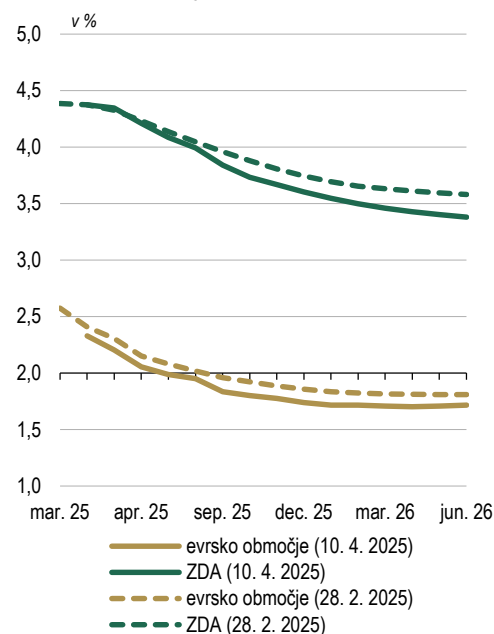
***Osrednji svetovni delniški indeksi so ob večji naklonjenosti varnim naložbam od začetka marca upadli, cena zlata pa je zrasla na rekordne ravni. Zahtevane donosnosti ameriških in nemških državnih obveznic so se gibale raznoliko.***

Pod vplivom nekolikšne okrepitve pričakovanj vlagateljev, da bi lahko Fed in ECB letos ključno obrestno mero znižala hitreje in v večji meri, so od začetka marca zahtevane donosnosti kratkoročnih ameriških državnih obveznic upadle za 0,10, zahtevane donosnosti kratkoročnih nemških državnih obveznic pa za 0,12 odstotne točke. K temu je prispeval predvsem porast skrbi vlagateljev glede posledic trgovinske vojne na ameriško in evropsko gospodarsko rast ter glede posledičnega zniževanja ključnih obrestnih mer s strani centralnih bank. Po drugi strani so zahtevane donosnosti dolgoročnih ameriških državnih obveznic od začetka marca zrasle za 0,12 odstotne točke zaradi selitve

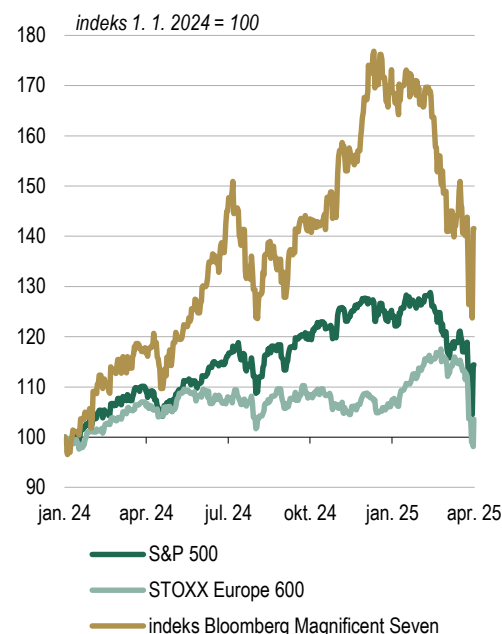
vlagatelj iz teh obveznic ob nestanovitnosti trgovinske politike ZDA. K temu je prispevala napoved obsežnih ameriških carin v začetku aprila njihovim trgovinskim partnericam in naknadna 90-dnevna odložitev uvedbe carin (razen za Kitajsko), višjih od minimalne stopnje 10 %. Zahtevane donosnosti dolgoročnih nemških državnih obveznic so se od začetka marca zvišale za 0,28 odstotne točke predvsem zaradi napovedi povečanja izdatkov za obrambo in infrastrukturo Nemčije. Razlike med zahtevanimi donosnostmi evrskih kreditno bolj tveganih obveznic in nemških državnih obveznic so se v tem obdobju zaradi okrepljene naklonjenosti varnim naložbam zvišale.

**Slika 2.1: Terminalske krivulje obrestnih zamenjav in gibanje delniških indeksov**

**Terminalske krivulje obrestnih zamenjav (OIS) za evrsko območje in ZDA**



**Gibanje delniških indeksov**



Vir: Bloomberg, preračuni Banke Slovenije. Zadnji podatek desno: 10. 4. 2025.

Opomba: Na sliki desno Magnificent Seven sestavljajo družbe Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia in Tesla.

Ob porastu tveganj, povezanih s carinsko politiko ZDA, so v zadnjem obdobju upadli tudi osrednji ameriški in evropski delniški indeksi. Največji padec so dosegli v začetku aprila, po napovedi carin s strani administracije ZDA. Osrednji evropski indeks (STOXX Europe 600) je v začetku marca dosegel rekordno vrednost po napovedi povečanja nemških izdatkov za obrambo in infrastrukturo, a je ob stopnjevanju trgovinske vojne od takrat upadel za 11,4 %. Podobno sta upadli vrednosti osrednjega ameriškega indeksa (S&P 500), ki je 8,4 % nižje od začetka marca ter indeksa največjih sedmih ameriških tehnoloških družb (t. i. Magnificent Seven; slika 2.1, desno), ki je 9,6 % nižje. Osrednji hongkonški delniški indeks Hang Seng je v drugi polovici marca dosegel rekordno raven zaradi optimizma vlagateljev glede tehnološkega napredka kitajskih podjetij, a je trenutno 16,1 % nižje od te vrednosti.

Vrednost evra proti ameriškemu dolarju je v začetku marca občutno zrasla po napovedi Nemčije o povečanju obrambnih in infrastrukturnih izdatkov, dodatno pa tudi zaradi okrepljenih tveganj za ameriško gospodarstvo ob stopnjevanju trgovinske vojne. Euro je proti dolarju od začetka marca pridobil 6,0 % vrednosti. Dolar je medtem proti košarici najpomembnejših svetovnih valut izgubil 4,5 % vrednosti. Cena nafte Brent je 11,5 % nižje kot na začetku marca zaradi tveganj, da bo stopnjevanje trgovinske vojne znižalo povpraševanje po nafti. Cena zlata je v tem obdobju zrasla za 9,1 % zaradi selitve vlagateljev v varnejše naložbe in je trenutno nekoliko nižje od zgodovinskega vrha, doseženega v začetku aprila (3.167 USD za unčo).

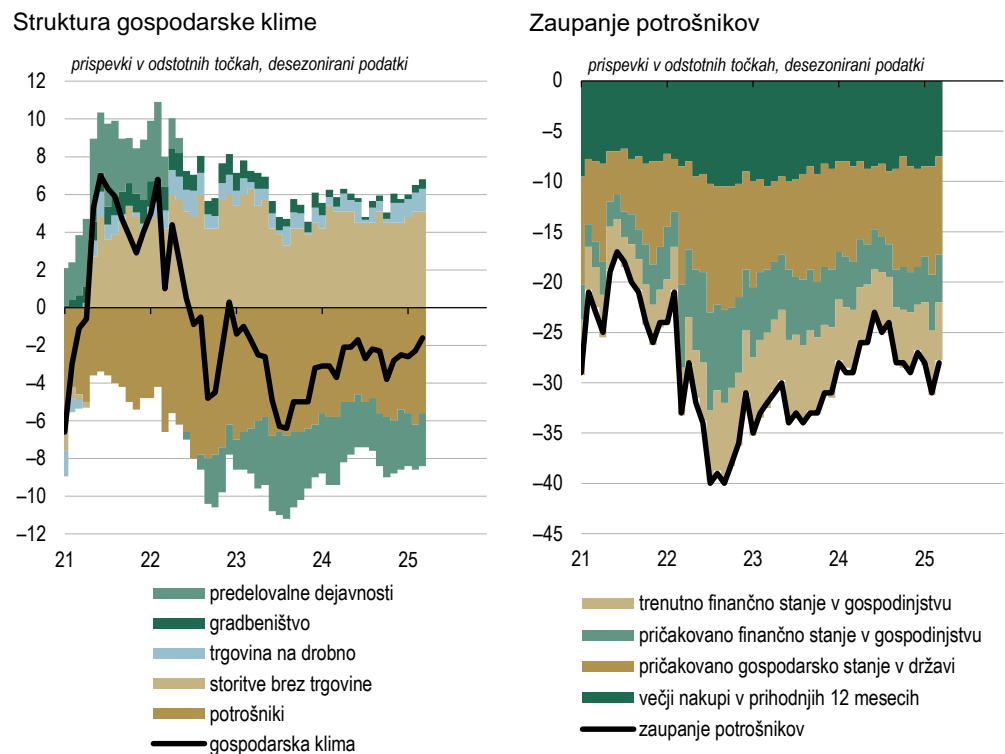
**Gospodarska klima se je v prvem četrletju malenkost izboljšala zaradi večjega zaupanja v zasebnih storitvah in gradbeništvu.**

Marca je vrednost kazalnika gospodarske klime dosegla  $-1,6$  odstotne točke, kar je za  $1,0$  odstotne točke več kot januarja (slika 3.1, levo). Izboljšanje zaupanja v prvem četrletju je bilo značilno v trgovini na drobno, kjer so bile marca ocene podjetij o trenutnem in pričakovanem povpraševanju ugodne. Opazno je bilo tudi izboljšanje v gradbeništvu s povišanjem vrednosti kazalnikov naročil in aktivnosti. Anketne ocene o solidnih razmerah na domačem trgu v prvem četrletju potrjuje vrednost kazalnika zaupanja v drugih zasebnih storitvah, ki je za zdaj ostala razmeroma visoka in stabilna.

V nasprotju s podjetji v trgovini in drugih zasebnih storitvah ostajajo potrošniki precej pesimistični. Vrednost kazalnika njihovega zaupanja ob mesečnih nihanjih vztraja pri nizkih ravneh (slika 3.1, desno). V zadnjih mesecih so okrepili pričakovanja o ponovnem višanju inflacije, zaskrbljeni pa so tudi glede prihodnjega gospodarskega stanja in povečevanja brezposelnosti. Po drugi strani svoje trenutno finančno stanje ocenjujejo pozitivno, marca za  $5,0$  odstotne točke bolje kot v povprečju obdobja 2010–2024.

Zaupanje podjetij v predelovalnih dejavnostih ostaja nizko in brez vidnejših sprememb med meseci. Anketne ocene trenutne proizvodnje nihajo blizu stagnacije, vrednost kazalnika pričakovane proizvodnje je bila v prvem četrletju nižja kot v lanskem zadnjem, ocene trenutnega povpraševanja pa le neznatno višje. Marca so se v manjši meri dvignile ocene pričakovanega izvoza, a le nazaj na raven iz decembra.

Slika 3.1: Kazalniki zaupanja



---

**Razpoložljivi kazalniki aktivnosti za prvo četrletje nakazujejo umiritev trošenja na domačem trgu, šibkejšo proizvodnjo predelovalnih dejavnosti, a tudi nadaljnje okrevanje gradbeništva.**

Razpoložljivi kazalniki potrošnje na domačem trgu za prvo četrletje so manj ugodni od rezultatov anket. Skupna medletna rast obsega prodaje (realnih prihodkov) v zasebnih storitvah je bila januarja le 0,3-odstotna, povečanje pa je bilo v veliki meri posledica razmeroma močne prodaje v trgovini (slika 3.2, levo). V drugih zasebnih storitvah so bili skupni prihodki manjši za 1,6 %, od tega v dejavnosti poslovanja z nepremičninami za 16,2 %, kar potrjuje krč na stanovanjskem trgu.

Če sklepamo po realnih medletnih spremembah skupne vrednosti kartičnih plačil in dvigov na bankomatih ter skupne vrednosti davčno potrjenih računov, se je trošenje v prvem četrletju precej umirilo. Medletna rast prvih je bila s približno 3 % najnižja po drugem četrletju 2023, pri drugih pa je bila nižja za več kot odstotek, kar je prvi padec po lanskem drugem četrletju (slika 3.2, desno).<sup>7</sup>

Na zahtevne razmere v predelovalnih dejavnostih poleg anketnih podatkov kažejo tudi indeksi proizvodnje. Februarja je bila proizvodnja v primerjavi z decembrom lani manjša za 1,6 %, v prvih dveh mesecih pa medletno za 0,7 % (slika 3.2, levo). Po tehnološki zahtevnosti je bila letos do februarja medletno večja le visoko tehnološko intenzivna proizvodnja, in sicer za 5,0 %. Ker se je proizvodnja računalniških, elektronskih in optičnih izdelkov močno zmanjšala, v še večji meri pa pri drugih vozilih in plovilih, je rast v tej skupini predvidoma temeljila le na farmacevtski industriji.<sup>8</sup>

Razlike med predelovalnimi panogami tudi sicer ostajajo velike. V prvih dveh mesecih je bila proizvodnja medletno manjša v devetih panogah in večja v dvanajstih, razpon v rasteh pa je segal od -38,9 % do 5,4 %. Raznolika gibanja znotraj predelovalnih dejavnosti podrobneje analiziramo v izbrani temi 8.1.

Gradbena aktivnost je bila januarja ob sicer šibki mesečni dinamiki medletno višja prvič po lanskem februarju, njena struktura pa nakazuje splošno izboljšanje razmer v dejavnosti. Skupna vrednost opravljenih del je bila medletno višja za 3,8 % (slika 3.2, levo) z močnimi povišanji v skoraj vseh segmentih, tudi v stanovanjski gradnji. Zaostajala je le gradnja inženirskih objektov, kjer pa prvi letošnji podatki o državnih gradbenih investicijah morda že nakazujejo obrat. V manjši meri se je januarja in februarja okrepilo tudi potencialno povpraševanje po gradnji stavb, saj sta bila število izdanih gradbenih dovoljenj in pripadajoča površina stavb nekoliko višja kot pred letom.

Na stanovanjskem trgu se nadaljujejo zaostrene razmere, zlasti na strani ponudbe. Medletna rast cen v lanskem zadnjem četrletju je bila z 8,5 % najvišja po prvem četrletju 2023, število transakcij pa se je spet zmanjšalo. Še naprej so naraščali tudi stroški stanovanjske gradnje, a s 3,9 % precej počasneje od cen.

---

**Visokofrekvenčni kazalniki kažejo precejšnje povečanje negotovosti po uvedbi carin s strani nove ameriške administracije tudi v domačem gospodarstvu.**

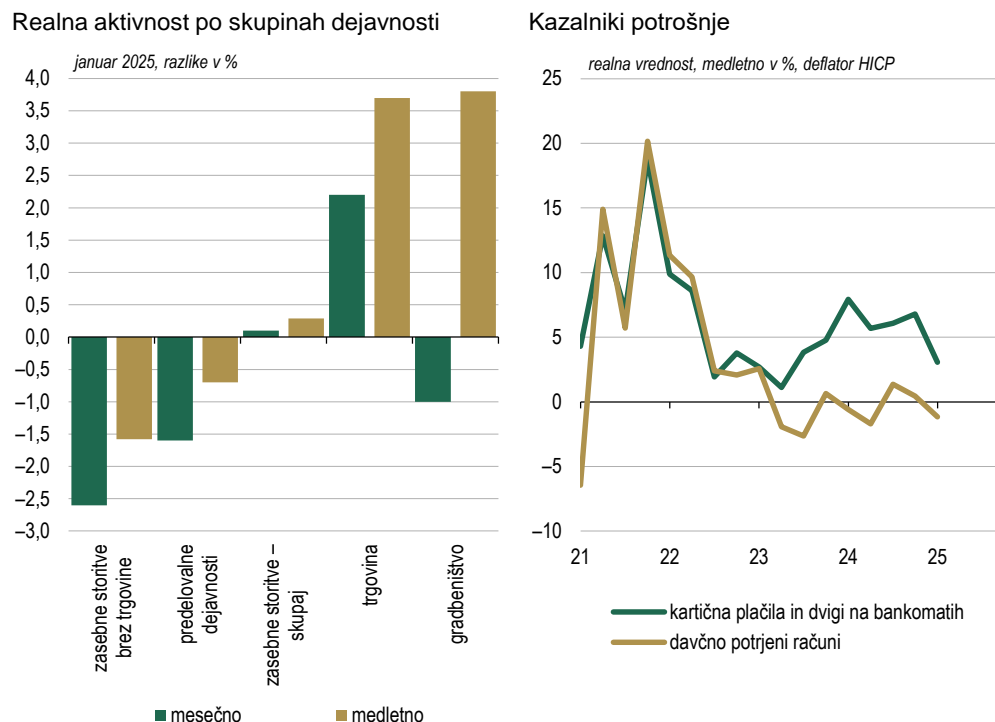
Konvencionalnih podatkov, s katerimi bi lahko merili učinek sprejetja nove trgovinske politike ZDA, trenutno še ni na voljo. Nestandardni podatki pa nakazujejo povečanje

<sup>7</sup> Deflator HICP.

<sup>8</sup> SURS zaradi zaupnosti podatkov ne objavlja mesečnega indeksa proizvodnje farmacevtskih surovin in preparatov.

negotovosti tudi v Sloveniji, kar podrobneje predstavljamo v okvirju 3.2. Prvi podatki o zaupanju v gospodarstvu po dodatnem zaostrovanju v mednarodni trgovini bodo na voljo konec aprila, takrat jih bodo zajele tudi modelske ocene gospodarske aktivnosti.

Slika 3.2: **Kazalniki gospodarske aktivnosti**



Vir: SURS, Bankart, FURS, preračuni Banke Slovenije. Zadnji podatek desno: prvo četrletje 2025.

Opomba: Na sliki levo je mesečna sprememba v predelovalnih dejavnostih prikazana kot razlika v proizvodnji med februarjem 2025 in decembrom 2024, medletna sprememba pa kumulativno za januar in februar 2025. Mesečne spremembe so izračunane iz desezoniranih in delovnim dnevom prilagojenih podatkov, medletne pa iz neprilagojenih podatkov.

Okvir 3.1: **Modelska ocena rasti BDP za prvo četrletje 2025**

**Povprečna ocena nabora kratkoročnih napovednih modelov trenutno nakazuje 0,9-odstotno četrletno rast BDP v prvem četrletju.**

Trenutna povprečna vrednost kratkoročnih ocen četrletne rasti BDP za prvo četrletje znaša 0,9 % (slika 3.1.1, levo). Ocena odraža ugodnejša tekoča gibanja anketnih kazalnikov v februarju in marcu, medtem ko so bili podatki za januar manj spodbudni. Gospodarsko razpoloženje je bilo ob koncu prvega četrletja v primerjavi z začetkom tega višje za 1,0 odstotne točke. To je posledica izboljšanja zaupanja v storitvenih dejavnostih (za 0,3 odstotne točke) in v trgovini na drobno ter gradbeništvu (povsod za 0,2 odstotne točke). Razpoloženje v predelovalnih dejavnostih in med potrošniki je ostalo nespremenjeno.

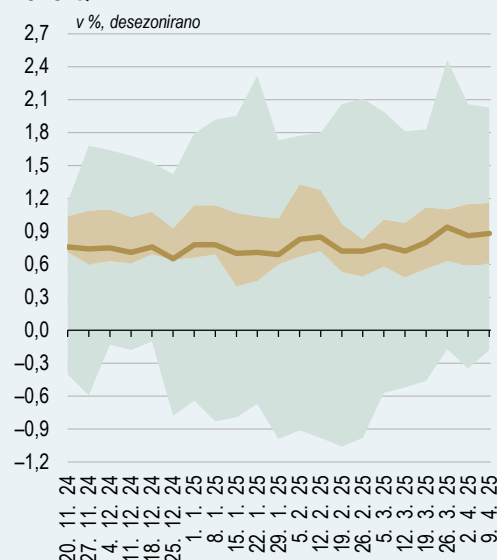
Glavni kazalniki gospodarske aktivnosti so trenutno na voljo le za januar. Industrijska proizvodnja se je na mesečni ravni okreplila za 1,6 %, zlasti zaradi zvišanja aktivnosti v oskrbi z električno energijo, plinom in paro ter v predelovalnih dejavnostih. Obseg prodaje v storitvenih dejavnostih in trgovini se je povečal za 0,1 %, pri tem se je aktivnost v trgovini okreplila za 2,2 %. Nasprotno je bilo 1,0-odstotno mesečno znižanje vrednosti

opravljenih gradbenih del posledica nižje aktivnosti pri gradnji inženirskih objektov in specializiranih gradbenih delih.

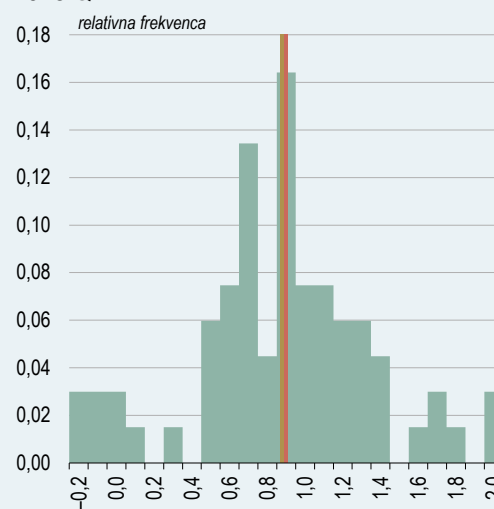
Trenuten nabor visokofrekvenčnih kazalnikov se odraža tudi v histogramu porazdelitve napovedi (slika 3.1.1, desno). Razpon kratkoročnih ocen, izračunan na podlagi 25. in 75. percentila porazdelitve, znaša med 0,6 % in 1,2 %.

Slika 3.1.1: **Modelska ocena kratkoročne gospodarske rasti**

Modelske ocene četrtnete rasti BDP – 2025 Q1



Histogram ocen četrtnete rasti BDP – 2025 Q1



Vir: Preračuni Banke Slovenije.

Opomba: Na sliki levo so prikazane modelske ocene četrtnete rasti BDP. Zlati interval predstavlja vrednosti med 25. in 75. percentilom vseh ocen, zeleni pa interval med najnižjo in najvišjo oceno. Črta predstavlja povprečno modelsko oceno četrtnete rasti BDP za prvo četrletje 2025. Na sliki desno je prikazana porazdelitev modelskih ocen četrtnete rasti BDP v prvem četrletju 2025. Navpična zlata črta prikazuje mediano, rdeča pa povprečje vseh ocen. Relativna frekvenca predstavlja delež modelov, ki ocenjujejo določeno rast v celotnem naboru modelov. Datum ocene: 9. 4. 2025.

### Okvir 3.2: **Negotovost v slovenskem gospodarstvu**

**Razmere v svetovni trgovini, pandemija ter vojni v Ukrajini in na Bližnjem vzhodu so le nekateri dejavniki, ki zadnja leta močno povečujejo gospodarsko negotovost. Obe najbolj uveljavljeni meri negotovosti, indeksa EPU in Jurado, prvič izračunana za Slovenijo, to potrjujeta tudi za domače gospodarstvo.**

Negotovost ima pomembno vlogo pri odločitvah podjetij in gospodinjstev, saj vpliva med drugim na investicije, zaposlovanje in potrošnjo oziroma varčevanje. Čeprav so učinki negotovosti na posamezne ekonomske odločitve teoretično dobro podprti v modelih delnega ravnotežja,<sup>9</sup> pa njihov vpliv na celotno gospodarsko aktivnost ostaja manj jasen. Kljub temu večina empiričnih študij ugotavlja, da večja negotovost negativno vpliva na gospodarsko aktivnost.<sup>10</sup> Ker negotovost ni neposredno merljiva, se pri analizah uporablja njena ocena, pri čemer sta med najbolj uveljavljenimi merami indeks

<sup>9</sup> Glej npr. Bernanke B. (1983) "Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment", The Quarterly Journal of Economics 98 (1) 85–106.

<sup>10</sup> Bloom, N. (2014) "Fluctuations in Uncertainty", Journal of Economic Perspectives 28 (2): 153–76.

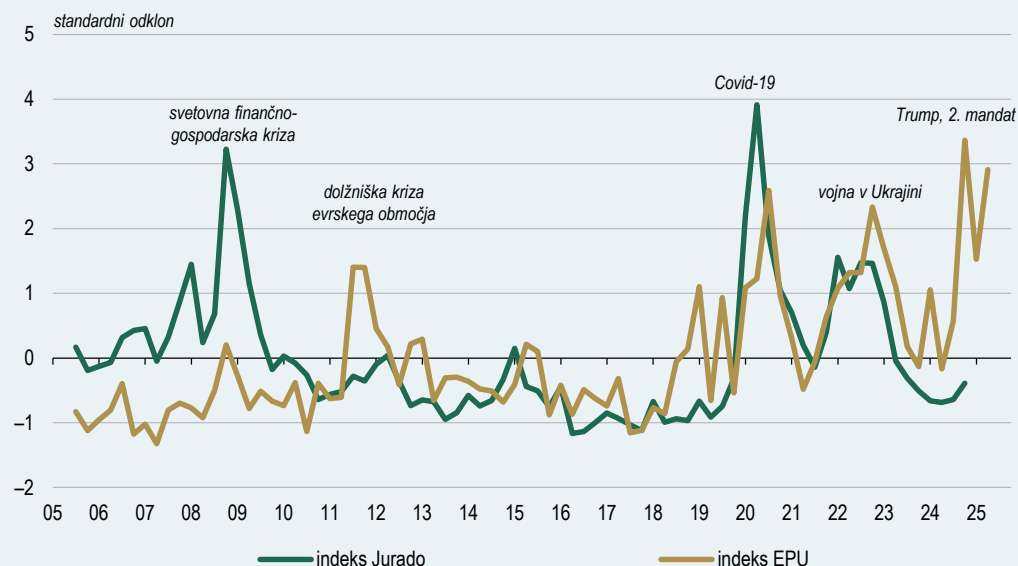


ekonomske politične negotovosti (EPU – Economic Policy Uncertainty) in makroekonomski indeks negotovosti (Jurado). Indeks EPU temelji na analizi medijskih objav (pogostost vključenosti besed, povezanih z negotovostjo), medtem ko indeks Jurado meri negotovost kot povprečno volatilitnost napovednih napak širokega nabora ekonomskih časovnih vrst.<sup>11</sup>

Ob povečani svetovni gospodarski negotovosti, povezani z geopolitičnimi napetostmi in spremembami ekonomskih politik, je pomembno vprašanje, kakšna je raven negotovosti v Sloveniji. Slovenija je namreč kot majhno odprto gospodarstvo izrazito izpostavljena svetovnim gospodarskim in geopolitičnim dejavnikom. Za ta namen smo pripravili obe omenjeni meri negotovosti za domače gospodarstvo, pri čemer smo metodologijo indeksa EPU nekoliko prilagodili, da ta meri splošno gospodarsko negotovost in ne prav negotovosti ekonomskih politik.<sup>12</sup> Njuna dinamika potrjuje, da negotovost pri nas močno sovпада s svetovnimi gospodarskimi in geopolitičnimi dogodki.

Indeks Jurado za slovensko gospodarstvo kaže najvišje ravni negotovosti med svetovno finančno krizo (2008–2009), pandemijo (2020) in ob izbruhu vojne v Ukrajini (2022, slika 3.2.1). Indeks EPU zaznava višje ravni negotovosti med dolžniško krizo evrskega območja (2011), pandemijo (2020) in začetkom vojne v Ukrajini (2022). Ob koncu lanskega in začetku letošnjega leta se je indeks EPU spet znatno povešal, kar sovпада z najavljenimi trgovinskimi politikami nove ameriške administracije. Negotovosti, povezane z ukrepi ameriške administracije, indeks Jurado še ne zaznava. Ta razlika je deloma posledica različne metodologije obeh indeksov: indeks EPU je bolj volatilen in občutljiv na dojevanje dogodkov, medtem ko je indeks Jurado precej bolj persistenten in redkeje zaniha. Ob tem so za zadnjega na voljo razpoložljivi podatki le do novembra lani, zato ne zajema zadnjih dogodkov.

Slika 3.2.1: Mere negotovosti za Slovenijo



Vir: ECB, Eurostat, preračuni in ocene Banke Slovenije. Zadnji podatek: indeks Jurado – november 2024, indeks EPU – drugo četrtletje 2025.

Opomba: Indeks Jurado temelji na naboru 72 časovnih vrst, specifičnih za Slovenijo. Indeks EPU temelji na novicah spletnega medija 24ur.com, natančneje na pojavnosti besede "negotov" v rubriki gospodarstvo.

Opazno povečanje negotovosti v zadnjih letih potrjujejo tudi podatki SURS o omejitvenih dejavnikih poslovanja podjetij, kjer je gospodarska negotovost ena ključnih omejitev

<sup>11</sup> Jurado, K., Ludvigson, S., and Ng, S. (2015) "Measuring Uncertainty", American Economic Review 105 (3): 1177–1216.

<sup>12</sup> Podrobnejši opis indeksov in analiza sledita kmalu v [rubriki avtorskih publikacij Banke Slovenije](#).



v predelovalnih dejavnostih.<sup>13</sup> Glede na empirične ugotovitve o negativnem vplivu negotovosti na gospodarsko aktivnost lahko sklepamo, da je tudi ta zavirala gospodarsko rast v Sloveniji v zadnjem obdobju. Natančnejša analiza vpliva negotovosti na gospodarsko aktivnost, tudi v povezavi s carinami in trgovinsko vojno, bo predstavljena v prihodnji, junijski izdaji publikacije.

### Okvir 3.3: Značilnosti podjetij v obrambnem grozdu Slovenije

***Podjetja, vključena v slovenski obrambni grozd, prihajajo iz različnih dejavnosti, največ iz predelovalnih. V povprečju so produktivnejša, izrazito izvozno usmerjena in nekatera tudi z višjo stopnjo investiranja, vendar pa ustvarijo le 1 % skupne dodane vrednosti, zato je njihov multiplikativni učinek na gospodarstvo omejen.***

Evropska komisija je marca predstavila načrt o prihodnosti obrambe v članicah EU (t. i. "Readiness 2030").<sup>14</sup> Med prioritetami je izpostavila tudi povečanje izdatkov za obrambo in vzpostavila nov finančni instrument, v okviru katerega bodo državam članicam na voljo posojila za obrambne namene. V kontekstu potencialnih učinkov za gospodarstvo<sup>15</sup> v tem okvirju preučujemo značilnosti podjetij, vključenih v slovensko obrambno industrijo, saj pričakujemo, da bodo v naslednjih letih pomembno izpostavljena omejenim finančnim spodbudam in dodatnemu povpraševanju, povezanemu z uresničevanjem ciljev obrambne politike. Analiza temelji na podjetjih, vključenih v slovenski obrambni grozd,<sup>16</sup> za katerega ocenjujemo, da predstavlja reprezentativen vzorec podjetij v obrambni industriji. Značilnosti teh podjetij analiziramo na podatkih AJ PES za obdobje 2019–2023.

Od trenutno vključenih 76 podjetij v grozdu je največ malih (47 %) in srednje velikih podjetij (28 %). Podjetja prihajajo iz različnih dejavnosti, največ, 43 %, iz predelovalne industrije, znotraj teh pa največ iz proizvodnje kovinskih izdelkov (slika 3.3.1, levo). Vsa podjetja obrambnega grozda skupaj so v letu 2023 zaposlovala nekaj manj kot 1 % vseh zaposlenih v gospodarskih družbah ter prispevala le nekaj več kot 1 % k celotni dodani vrednosti. Gledano po posameznih dejavnostih prihaja največji prispevek od podjetij iz informacijskih in komunikacijskih (IKT) ter predelovalnih dejavnosti (slika 3.3.1, levo). Kljub majhnosti grozda je bila dodana vrednost na zaposlenega v zadnjih petih letih v teh podjetjih za 26 % višja od povprečja vseh podjetij. Podjetja grozda so preseгла povprečje vseh podjetij v skoraj vseh dejavnostih.

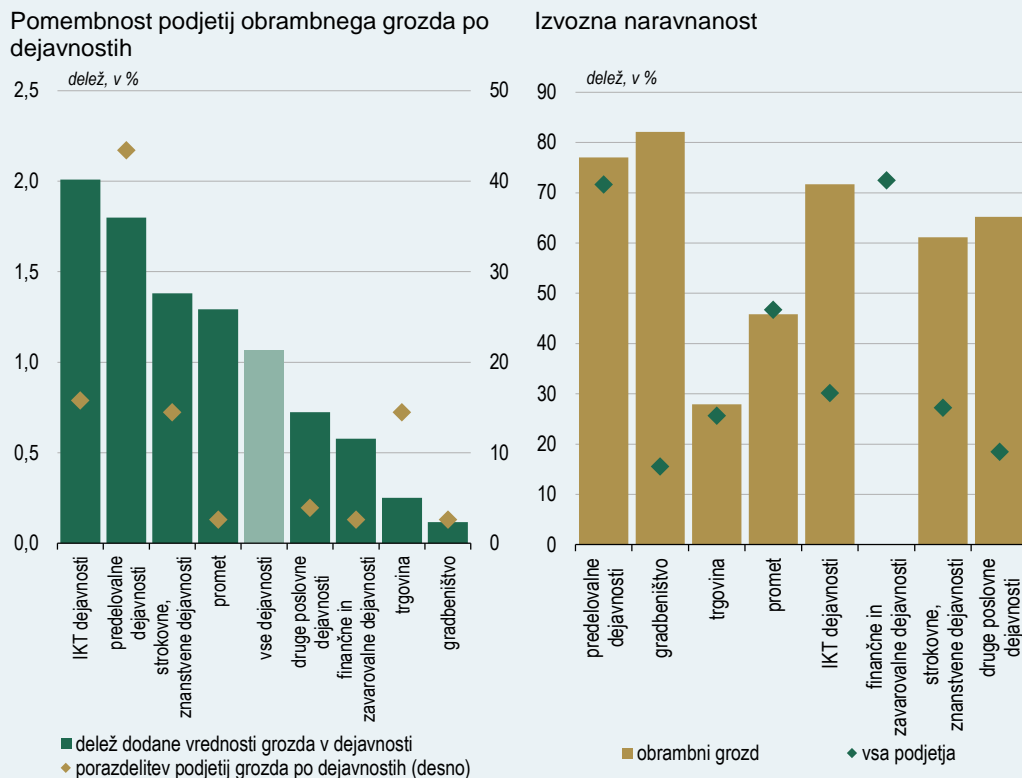
<sup>13</sup> Poslovne tendence v predelovalnih dejavnostih.

<sup>14</sup> [White Paper for European Defence and the ReArm Europe plan.](#)

<sup>15</sup> Multiplikatorji v obrambni industriji so običajno nižji od 1, kot sledi iz poročila [Defence financing and spending under the Economic Governance framework](#). Podrobnejša analiza učinkov za slovensko gospodarstvo bo del naših junijskih napovedi.

<sup>16</sup> Grozd obrambne industrije Slovenije je samostojno in neodvisno gospodarsko interesno združenje članov, ponudnikov proizvodov in storitev na področju obrambe, zaščite in varnosti.

Slika 3.3.1: Dodana vrednost in izvozna naravnost podjetij obrambnega grozda



Vir: AJPES, preračuni Banke Slovenije.

Opomba: Izvozna naravnost je opredeljena kot razmerje med izvozom in celotnimi prihodki podjetja.

Opazovana podjetja so izrazito izvozno usmerjena, saj je med njimi kar 70 % izvoznikov. Delež izvoza v celotnih prihodkih teh podjetij znaša 71 %, kar je precej več od povprečja za vsa podjetja (43 %, slika 3.3.1, desno). Tudi empirična analiza potrjuje, da imajo podjetja grozda za 23 odstotnih točk večjo verjetnost, da so izvozniki v primerjavi s podjetji zunaj grozda.<sup>17</sup> Analiza pokaže tudi, da je v podjetjih, vključenih v obrambni grozd, odzivnost dodane vrednosti na povečanje izvoza dvakrat večja kot v preostalih podjetjih.<sup>18</sup> Ob pričakovanih večjih izdatkih za obrambo podjetja v slovenski obrambni industriji tako kažejo visoko odzivnost na večje zunanje povpraševanje in kapaciteto za nadaljnji razvoj.

***V obrambnem grozdu izstopajo podjetja s področij IKT ter finančnih in zavarovalniških dejavnosti, ki imajo višje marže od povprečja. Pri tem so prva tudi manj zadolžena, druga pa investirajo več od povprečja v svoji dejavnosti.***

Podjetja v obrambnem grozdu imajo v povprečju podoben delež investicij v opredmetena osnovna sredstva glede na čiste prihodke od prodaje kot ostala podjetja, čeprav med posameznimi dejavnostmi obstajajo velike razlike. Pri tem z večjim deležem investicij izstopa predvsem področje finančnih in zavarovalniških dejavnosti.

<sup>17</sup> Uporabljen je logit model z odvisno binarno spremenljivko za izvoz in neodvisno binarno spremenljivko, ki zajema vključenost v grozdu ali ne, ter kontrolnima spremenljivkama – dodano vrednostjo na zaposlenega in številom zaposlenih, izražena v logaritmih.

<sup>18</sup> Ocenjena je povezava s fiksnimi učinki med dodano vrednostjo in izvozom, ob upoštevanju števila zaposlenih in letnih učinkov – v prvem primeru s predpostavko, da so podjetja vključena v grozd in v drugem, da niso. Vse spremenljivke so v logaritmih. Rezultati kažejo, da 1-odstotna rast izvoza poveča dodano vrednost podjetjem v grozdu za 0,24 %, medtem ko je ta učinek pri ostalih podjetjih 0,11 %.

Opazovana podjetja grozda so bila v zadnjih petih letih v povprečju nekoliko bolj zadolžena,<sup>19</sup> pri čemer izstopajo podjetja IKT dejavnosti, ki so imela občutno nižjo zadolženost od povprečja vseh podjetij. Kazalnik ROE<sup>20</sup> v skupini grozda presega povprečje vseh podjetij za 2,3 odstotne točke, kar pomeni, da so ta podjetja učinkovitejša pri ustvarjanju dobička iz kapitala.

Marže iz poslovanja, opredeljene kot razmerje med neto dobičkom iz poslovanja in čistimi prihodki od prodaje, so bile v grozdu v zadnjih petih letih v povprečju primerljive s povprečjem vseh podjetij. Pri tem sta izstopali predvsem IKT ter finančna in zavarovalniška dejavnost, kjer sta bili marži pri podjetjih obrambnega grozda znatno višji od povprečja v dejavnosti.

V kontekstu načrta o prihodnosti obrambe v članicah EU, ki nakazuje dvig obrambnih izdatkov tudi v Sloveniji, lahko predstavlja slovenska obrambna industrija vse pomembnejši dejavnik gospodarske rasti v prihodnje. Glede na prilagodljivost domačih podjetij v preteklosti je zelo verjetno, da bodo s prilagajanjem potrebam obrambne industrije izkoristila nove poslovne razmere in s tem okrepila svojo vlogo v gospodarstvu.

## 4

## Trg dela

### ***Število delovno aktivnih oseb je bilo januarja medletno manjše drugi mesec zapored.***

Po izrazitem decembrskem zmanjšanju<sup>21</sup> je bilo januarja delovno aktivnih 936.483 oseb, kar je 0,3 % manj kot pred letom. Manjše je bilo število delovno aktivnih v zasebnem sektorju (-0,9 %), medtem ko je bilo v dejavnostih javnega sektorja za 1,9 % večje (slika 4.1, levo).<sup>22</sup> Glede na število oseb je bil medletni padec največji v predelovalnih dejavnostih in drugih raznovrstnih poslovnih dejavnostih. V zadnjih je bil izrazit padec predvsem v zaposlovalnih dejavnostih, kamor spadajo agencije za zaposlovanje. Prvič po decembru 2020 je bilo medletno manj tudi delovno aktivnih oseb v gradbeništvu.

Anketni podatki pričakovanega zaposlovanja so se marca izboljšali. Po tem, ko so bili sezonsko prilagojeni podatki pričakovanega zaposlovanja za predelovalne dejavnosti tri mesece zapored negativni, so bila marca tam pričakovanja ponovno pozitivna (slika 4.1, desno). Izboljšala so se še v storitvah in gradbeništvu, kjer ostajajo nad dolgoletnim povprečjem. Nad dolgoletnim povprečjem ostaja tudi pomanjkanje delavcev kljub umirjanju zaposlovanja, kar podjetja še naprej rešujejo z zaposlovanjem tujih državljanov. Njihov prispevek k medletni spremembi števila delovno aktivnih oseb je tako januarja ostal pozitiven. Med delovno aktivnimi tujimi državljani jih več kot tri četrtine prihaja iz držav Zahodnega Balkana, največ iz Bosne in Hercegovine, zadnje leto pa se je najbolj povečalo število oseb iz Nepala, Filipinov in Bangladeša (slika 4.2, levo). Delodajalci še naprej povprašujejo zlasti po delovnih mestih z nižjo zahtevano ravniyo znanj.

<sup>19</sup> Zadolženost je izražena kot delež celotnega dolga v virih sredstev.

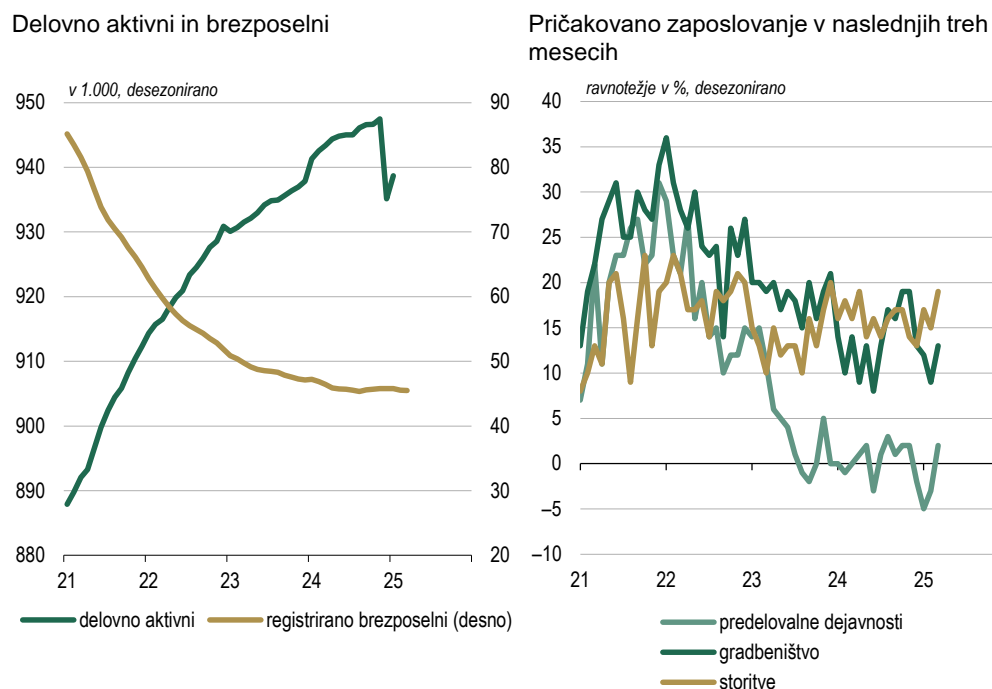
<sup>20</sup> Izračunan kot razmerje med čistim dobičkom/izgubo in povprečno vrednostjo kapitala.

<sup>21</sup> Zmanjšanje je bilo po naših ocenah predvsem posledica upokojevanja in izteka pogodb za določen čas. Več o tem v publikaciji [Pregled makroekonomskih gibanj, marec 2025](#).

<sup>22</sup> Med dejavnostmi javnega sektorja je bila medletna rast največja v zdravstvu in socialnem varstvu (3,0 %), v izobraževanju je bila 1,6-odstotna, v dejavnosti javne uprave, obrambe in obvezne socialne varnosti pa 0,7-odstotna.

Medletno krčenje števila registriranih brezposelnih oseb se nadaljuje. Marca je bilo brezposelnih 45.851 oseb, kar je 2,2 % manj kot lani (slika 4.1, levo). V prvih treh mesecih letos je bilo medletno manj tako prilivov v brezposelnost kot odlivov iz nje. Med prvimi je bilo manj predvsem iztekov zaposlitev za določen čas, med drugimi pa vključitev v zaposlitev. Stopnja registrirane brezposelnosti je bila januarja 5,1-odstotna, oziroma 0,1 odstotne točke nižja kot pred letom.

Slika 4.1: Izbrani kazalniki trga dela



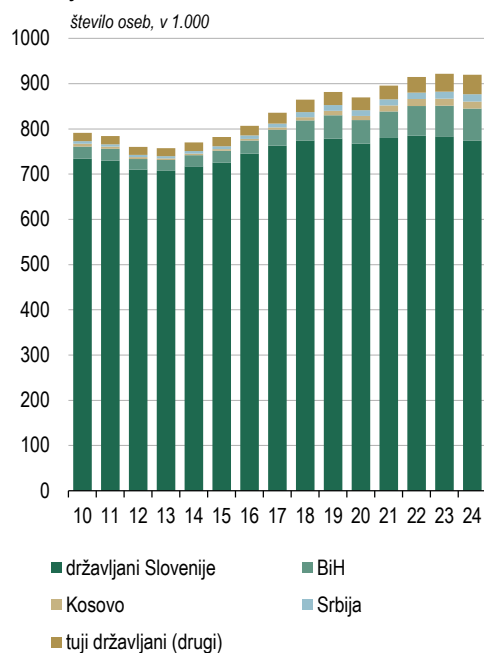
Vir: SURS, ZRSZ, preračuni Banke Slovenije. Zadnji podatek levo: registrirano brezposelni – marec 2025, delovno aktivni – januar 2025, zadnji podatek desno: marec 2025.

**Medletna rast povprečne plače je bila januarja v javnem sektorju zaradi uveljavitve novega plačnega sistema dvakrat višja kot v zasebnem.**

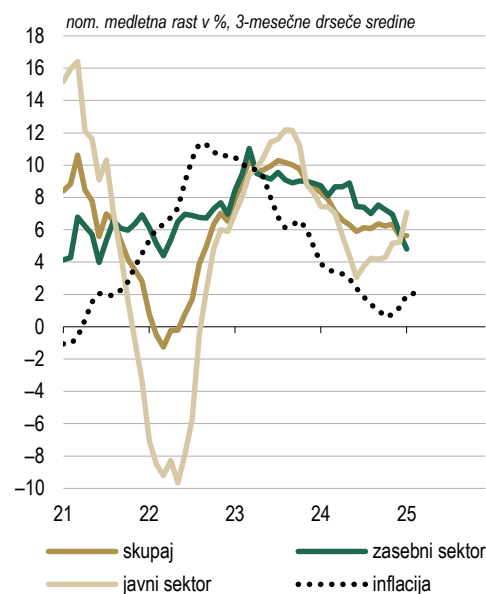
Povprečna bruto plača na zaposlenega je bila januarja medletno višja za 6,9 %, kar je 0,6 odstotne točke več od lanskega povprečja. Na rast plač je bistveno vplivala uveljavitve novega plačnega sistema v javnem sektorju, saj je bila medletna rast povprečne bruto plače v javnem sektorju 10,2-odstotna, kar je 5,6 odstotne točke nad lanskim povprečjem (slika 4.2, desno). Nasprotno je bila medletna rast v zasebnem sektorju pri 5,0 % precej nižja in je zaostala tudi za lanskim povprečjem (za 2,1 odstotne točke). Januarja se je minimalna plača uskladila z lanskoletno inflacijo in znašala 1.277,72 EUR, kar je 1,9 % več kot lani. Realna medletna rast povprečne bruto plače je bila januarja s 4,4 % primerljiva lanskemu povprečju.

Slika 4.2: Delovno aktivni po državljanstvu in povprečna plača

Delovno aktivne osebe glede na državljanstvo



Povprečna bruto plača na zaposlenega



Vir: SURS, preračuni Banke Slovenije. Zadnji podatek desno: januar 2025, inflacija – marec 2025.

Opomba: Na sliki levo so podatki za delovno aktivne osebe brez samozaposlenih kmetov. Stanje je na zadnji dan v letu.

## 5

## Tekoči račun plačilne bilance

***Kljub negotovostim v zunanjem okolju se je v prvih dveh mesecih nadaljevala zmerna medletna rast mednarodne menjave.***

Po plačilnobilančnih podatkih je v prvih dveh mesecih letos, podobno kot ob koncu lanskega leta, izvoz blaga in storitev dosegel približno 2-odstotno medletno rast. Rast uvoza blaga in storitev se je okrepila z 2,6 % na 3,2 % (slika 5.1, levo).

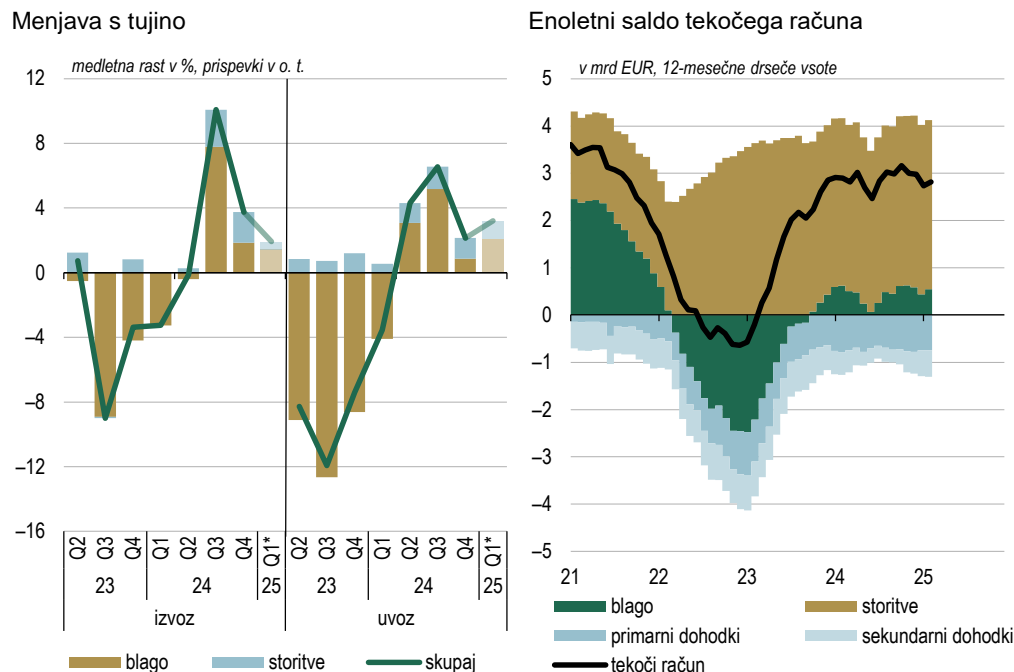
Nominalni blagovni izvoz je bil v prvih dveh mesecih medletno večji za 1,8 %. Rast je spodbujal še vedno visok izvoz energentov, ki je bil večji za 13,5 %. Nasprotno se je izvoz strojev in naprav krčil četrti mesec zapored (–8,2 %). Pri tem se je izvoz cestnih vozil zmanjšal za skoraj 12 %, kar je največ od junija 2022. Predvsem zaradi izvoza energentov se je povečal izvoz v Avstrijo (6,5 %), zaradi manjšega izvoza cestnih vozil pa je za skoraj 15 % padel izvoz v Francijo. Manjši je bil tudi izvoz v Italijo (–4,8 %), medtem ko je v Nemčijo medletno stagniral (0,8 %), na Hrvaško pa se je povečal za približno 4 %.

Medletna rast nominalnega blagovnega uvoza se je v prvih dveh mesecih ohranila na ravni zadnjega četrtletja, in sicer pri 2,4 %. Pri tem je bil manjši uvoz iz skoraj vseh skupin blaga, še najbolj kemičnih proizvodov (–5,7 %) <sup>23</sup> ter strojev in naprav (–3,3 %). Zaradi manjšega uvoza cestnih vozil in energentov ter visoke osnove iz lanskega leta se je zmanjšal uvoz iz Francije (–15,3 %), nekoliko je upadel tudi uvoz iz Italije (–1,7 %).

<sup>23</sup> Brez uvoza medicinskih in farmacevtskih proizvodov iz Švice ter organskih kemičnih proizvodov iz Švice, Kitajske in Indije.

Nasprotno se je, predvsem zaradi uvoza energentov, za nekaj več kot 20 % povečal uvoz iz Hrvaške in Avstrije (7 %), zaradi uvoza cestnih vozil pa za desetino tudi iz Nemčije.

Slika 5.1:  
**Zunanjetrgovinska  
menjava in tekoči račun  
plačilne bilance**



Vir: Banka Slovenije. Zadnji podatek: februar 2025.  
Opomba: \* Na sliki levo podatki za prvo četrtletje 2025 predstavljajo povprečje za januar in februar.

Ugodna gibanja v storitveni menjavi iz lanske druge polovice leta so se v prvih dveh mesecih letos upočasnila. Nominalni izvoz storitev je bil medletno večji za 2,5 %, k temu pa je največ prispeval transport z 9,6-odstotno rastjo, medtem ko ostaja izvoz gradbenih storitev že od marca lani v območju krčenja (v prvih dveh mesecih za 23,1 %). Izvoz storitev v Francijo je bil letos medletno večji za 20 %, predvsem zaradi večjega izvoza transporta, medtem ko je bil izvoz storitev v druge štiri glavne trgovinske partnerice (Nemčijo, Avstrijo, Italijo in Hrvaško) manjši.

Medletna rast uvoza storitev se je v začetku leta pospešila na 8,0 %. K temu je največ prispeval uvoz transportnih storitev, ki je bil medletno večji za 16,6 %. Nasprotno se je po začasnem izboljšanju ob koncu lanskega leta spet močno zmanjšal medletni uvoz gradbenih storitev (-22,9 %). Za 7,5 % je bil večji uvoz storitev iz Italije (predvsem potovanja), uvoz iz Hrvaške, Avstrije in Francije je ostal skoraj enak kot v istem obdobju lani, medtem ko je bil za 6,5 % manjši uvoz storitev iz Nemčije (predvsem gradbenih in ostalih poslovnih storitev).

Enoletni presežek na tekočem računu plačilne bilance se je nekoliko zmanjšal, na 2,8 mrd EUR, kar je približno 350 mio EUR manj od enoletnega vrha oktobra lani (slika 5.1, desno). Pri tem je storitveni presežek ohranil visoko vrednost 3,6 mrd EUR, blagovni presežek pa se je nekoliko zmanjšal, na 550 mio EUR. K zmanjšanju presežka na tekočem računu je prispeval tudi povečan primanjkljaj v dohodkih. To je predvsem posledica za 240 mio EUR večjega primanjkljaja v sekundarnih dohodkih zaradi raznih tekočih transferov države, medtem ko se primanjkljaj v primarnih dohodkih ohranja dokaj nespremenjen.

***Vpliv uvedbe novih carin ZDA bo vplival na svetovne trgovinske tokove, tudi na slovensko gospodarstvo, zlasti zaradi odprtosti in močne vpetosti v svetovne vrednostne verige.***

Marca in aprila 2025 so ZDA uvedle več novih carin. Med tistimi, ki so začele veljati marca, so za države EU najbolj obremenjujoče carine na uvoz jekla in aluminija, aprila pa so bile uvedene še carine na avtomobile in njihove dele. Sledile so uvedbe recipročnih carin, katerih dvigi pa so zaenkrat zamrznjeni za 90 dni. Trenutno za večino držav, poleg carin na jeklo, aluminij in avtomobile, velja 10-odstotna carinska stopnja. Čeprav je neposredna mednarodna menjava med Slovenijo in ZDA razmeroma majhna, bodo posredni učinki uvedbe ameriških carin prek evropskih trgov in svetovnih vrednostnih verig lahko precej večji. Slovenija je namreč majhno in izrazito odprto gospodarstvo, zato imajo lahko povečane protekcionistične težnje nanjo bistven vpliv.<sup>24</sup> V okvirju zato analiziramo izpostavljenost Slovenije do ZDA z vidika mednarodne menjave, pri čemer upoštevamo tudi posredne tokove.

***Neposredni vpliv ameriških carin na slovensko gospodarstvo bo z vidika mednarodne menjave majhen.***

Po podatkih plačilne bilance je delež ZDA v celotnem slovenskem izvozu februarja letos znašal 2,4 %, pri čemer je bil delež za blago 2,2-odstoten, za storitve pa 3,2-odstoten, izračunano z 12-mesečnimi drsečimi sredinami (slika 5.1.1, levo). V zadnjem letu se je vrednost izvoza blaga in storitev v ZDA medletno povečala za 6,2 %, v zadnjih petih letih pa za okoli 65 %.<sup>25</sup> Po podatkih SURS in Kombinirani nomenklaturi je bilo leta 2024 glede na vrednost blaga v izvozu v ZDA največ jedrskih reaktorjev, kotlov, strojev in mehanskih naprav (190 mio EUR), električnih strojev in opreme, aparatov za snemanje ali reprodukcijo slike in zvoka (100 mio EUR), optičnih, fotografskih, kinematografskih, merilnih, kontrolnih, preciznih medicinskih ali kirurških instrumentov in aparatov (80 mio EUR) ter železa in jekla (80 mio EUR).<sup>26</sup>

Med skupinami proizvodov, ki bodo po naših ocenah najbolj podvržene carinam na uvoz jekla in aluminija ter na avtomobile in njihove dele, je imela glede na Kombinirano nomenklaturu leta 2024 največji delež skupina železo in jeklo (delež njenega izvoza v ZDA v celotnem izvozu Slovenije te skupine je znašal 5,9 %).<sup>27</sup> Sledili sta skupini aluminij in aluminijasti izdelki (1,9 %) ter vozila, razen železniških ali tramvajskih tirnih vozil ter njihovi deli in pribor (1,2 %).

<sup>24</sup> Kazalnik odprtosti gospodarstva, izračunan kot seštevek izvoza in uvoza v deležu BDP, v Sloveniji že več kot dve desetletji presega 100 %. V lanskem zadnjem četrtletju je znašal 165,0 %, za evrsko območje pa 95,7 %.

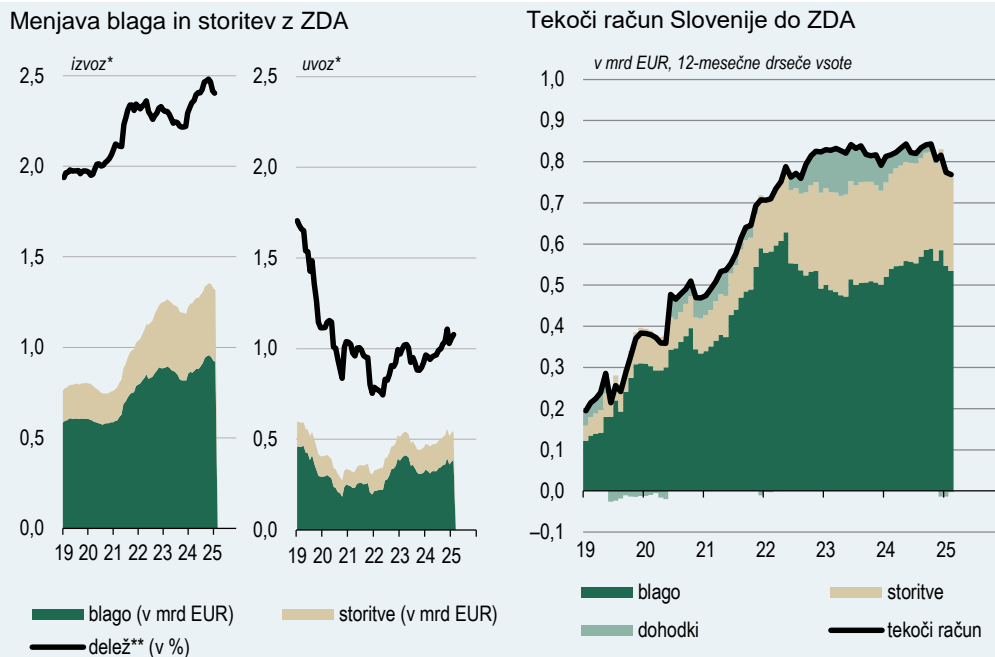
<sup>25</sup> Za primerjavo: celotni slovenski izvoz blaga in storitev je bil v zadnjih 12 mesecih do februarja medletno večji za 2,7 %, v zadnjih petih letih pa za približno 34 %.

<sup>26</sup> Največje deleže izvoza v ZDA v celotnem izvozu Slovenije teh izdelkov so predstavljali umetniški predmeti, zbirke in starine (33,8 %), zrakoplovi, vesoljska vozila in njihovi deli (23,8 %) ter igrače, rekviziti za družabne igre in šport, njihovi deli in pribor (17,2 %).

<sup>27</sup> Po naših ocenah bodo carine glede na Kombinirano nomenklaturu najbolj vplivale na mednarodno menjavo naslednjih proizvodov: železo in jeklo (72), izdelki iz železa in jekla (73), aluminij in aluminijasti izdelki (76) ter vozila, razen železniških ali tramvajskih tirnih vozil, ter njihovi deli in pribor (87).



Slika 5.1.1: Mednarodna menjava z ZDA



Vir: Banka Slovenije. Zadnji podatek: februar 2025.

Opombe: Na sliki levo: \* 12-mesečne drseče sredine, \*\* delež ZDA v slovenskem izvozu in uvozu blaga in storitev.

Po drugi strani je po podatkih plačilne bilance delež ZDA v celotnem slovenskem uvozu februarja znašal 1,1 %, pri čemer je bil za blago 0,9-odstoten, za storitve pa 1,8-odstoten, izračunano z 12-mesečnimi drsečimi sredinami. Vrednost uvoza blaga in storitev iz ZDA se je v zadnjem letu povečala za 16,1 %, v zadnjih petih letih pa za približno 34 %.<sup>28</sup> Po podatkih SURS glede na Kombinirano nomenklaturo je bilo lani glede na vrednost blaga v uvozu iz ZDA krepko največ organskih kemijskih proizvodov (860 mio EUR).<sup>29</sup>

Dvanajstmesečni saldo tekočega računa Slovenije z ZDA je v stalnem presežku in je bil novembra lani z 843 mio EUR eden največjih do zdaj (slika 5.1.1, desno).

### **Ob upoštevanju posrednih tokov mednarodne menjave se izpostavljenost Slovenije do ZDA skoraj podvoji, vendar ostane razmeroma majhna.**

Izvoz v ZDA je po zadnjih razpoložljivih podatkih OECD leta 2020 predstavljal 3,7 % celotnega izvoza Slovenije, ob upoštevanju posrednih tokov<sup>30</sup> prek drugih držav pa se je naša izpostavljenost povečala za 2,8 odstotne točke na 6,5 % (slika 5.1.2, levo). Med panogami je bil delež izvoza Slovenije v ZDA z upoštevanjem posrednih tokov največji v proizvodnji farmacevtskih surovin in preparatov (20,2 % celotnega ustvarjenega izvoza v tej panogi).

Med panogami, ki bodo po naših ocenah najbolj izpostavljene uvedbi ameriških carin na uvoz jekla in aluminija ter na avtomobile in njihove dele, so bili deleži izvoza Slovenije v ZDA z upoštevanjem posrednih tokov največji v proizvodnji drugih vozil in plovil

<sup>28</sup> Slovenski skupni uvoz blaga in storitev se je v istem obdobju povečal za 3,0 %, v zadnjih petih letih pa za 39,0 %.

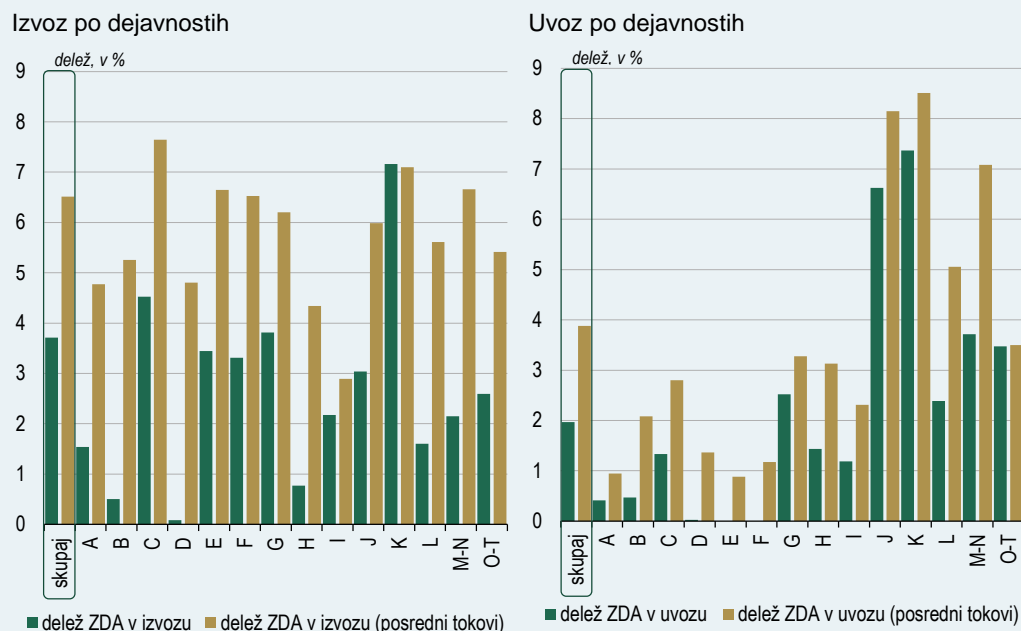
<sup>29</sup> Največje deleže uvoza iz ZDA v celotnem uvozu Slovenije teh izdelkov so sicer predstavljali umetniški predmeti, zbirke in starine (18,9 %), zrakoplovi, vesoljska vozila in njihovi deli (11,1 %) ter razstreliva, pirotehnični proizvodi, vžigalice, piroforne zlitine in vnetljivi preparati (9,1 %).

<sup>30</sup> Pri oceni posrednih posledic uvedbe ameriških carin na slovensko mednarodno menjavo upoštevamo podatke OECD (baza TiVA), kjer zaradi drugačne metodologije lahko prihaja do razlik glede na statistiko nacionalnih računov ali plačilne bilance. V analizi uporabljamo podatke za zadnje razpoložljivo leto, tj. 2020, v katerem je bil delež ZDA v celotnem izvozu Slovenije nekoliko nad 10-letnim povprečjem, delež v celotnem uvozu pa pod njim.



(7,7 % celotnega ustvarjenega izvoza v tej panogi), proizvodnji kovin (7,4 %), proizvodnji kovinskih izdelkov, razen strojev in naprav (5,8 %) ter proizvodnji motornih vozil, prikolic in polprikolic (3,5 %).<sup>31</sup>

Slika 5.1.2: Menjava Slovenije z ZDA z vključenimi posrednimi tokovi



Vir: OECD, preračuni Banke Slovenije.

Opomba: Podatki se nanašajo na leto 2020. Kratice za dejavnosti so pojasnjene v seznamu kratice na koncu publikacije. Na sliki levo delež ZDA v izvozu (posredni tokovi) zajema dodano vrednost, ki je izvožena neposredno prek izvoza končnega blaga ali storitev in posredno prek izvoza vmesnih proizvodov, ki prek drugih držav dosežejo tuje končne potrošnike. Kazalnik ponazarja celoten vpliv končnega povpraševanja tujih trgov na domačo proizvodnjo in se lahko razlaga kot izvoz dodane vrednosti. Na sliki desno delež ZDA v uvozu (posredni tokovi) zajema količino tuje dodane vrednosti, ki je prisotna v končnem blagu ali storitvah, ki jih kupujejo domači potrošniki. Kazalnik ponazarja tujo dodano vrednost, ki je vsebovana v domačem končnem povpraševanju.

Uvoz iz ZDA je leta 2020 po podatkih OECD znašal 2,0 % celotnega uvoza Slovenije, ob upoštevanju posrednih tokov prek drugih držav pa se je naša izpostavljenost povečala za 1,9 odstotne točke na 3,9 % (slika 5.1.2, desno). Med panogami je bil delež uvoza Slovenije iz ZDA z upoštevanjem posrednih tokov največji v proizvodnji drugih vozil in plovil (17,7 % celotnega ustvarjenega uvoza v tej panogi).

Če bi multiplikativni učinek večje izpostavljenosti z vidika posrednih tokov, kot sledi iz podatkov OECD za leto 2020, preslikali na izhodišče podatkov plačilne bilance iz februarja letos, bi se izpostavljenost Slovenije do ZDA z vidika izvoza povečala za 1,8 odstotne točke na 4,2 %, z vidika uvoza pa za 1,1 odstotne točke na 2,2 %.

### Z zunanjo menjavo ZDA je povezanih približno 15 tisoč delovnih mest v Sloveniji.

Na podlagi analize neposrednih in posrednih trgovinskih tokov med Slovenijo in ZDA bi lahko zaključili, da je izpostavljenost slovenskega gospodarstva zaradi uvedbe novih carin ZDA relativno majhna, vendar bi tak sklep zanemaril širšo perspektivo. Vpetost v mednarodno menjavo z ZDA je po dejavnostih namreč precej razpršena in v nekaterih

<sup>31</sup> Med panogami bodo po naših ocenah carine najbolj vplivale na predelovalne dejavnosti, znotraj njih predvsem na proizvodnjo: kovin (C24), kovinskih izdelkov, razen strojev in naprav (C25), motornih vozil, prikolic in polprikolic (C29) ter drugih vozil in plovil (C30).

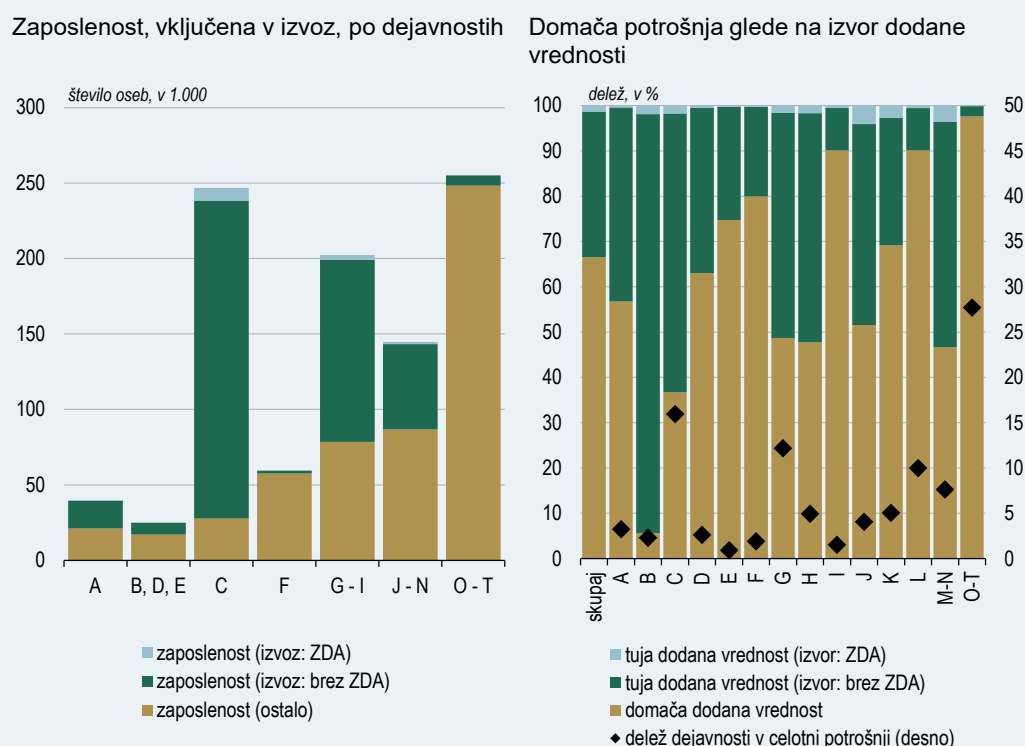
podkategorijah kaže visoko vpetost določenega dela gospodarstva. Poleg tega je analiza potrdila pomembnost celotne mednarodne menjave za slovensko gospodarstvo, zlasti z vidika kazalnika odprtosti gospodarstva.

Podatki OECD vsebujejo tudi oceno zaposlenosti, ki je vključena v izvoz posamezne države in s tem možnost analize, v kolikšni meri je delovna sila v državi odvisna od njene vključenosti v mednarodno menjavo. V Sloveniji je delež zaposlenosti, ki je bil vključen v celoten izvoz, leta 2020 znašal 43,4 %, pri čemer je delež zaposlenosti z vidika izvoza v ZDA znašal 1,4 %, kar je približno 15 tisoč oseb (slika 5.1.3, levo). Za primerjavo: v evrskem območju je bil delež zaposlenosti, vključen v celoten izvoz, leta 2020 25,9-odstoten, kar je 17,5 odstotne točke manj kot pri nas.

### Delež ameriške dodane vrednosti v domači potrošnji je največji v proizvodnji drugih vozil in plovil.

Visok je tudi delež tuje dodane vrednosti v slovenski potrošnji. Ta je po podatkih OECD leta 2020 znašal 33,4 % (slika 5.1.3, desno), kar je 20 odstotnih točk več kot v povprečju evrskega območja, kjer je bil 13,4-odstoten.<sup>32</sup> Delež potrošnje, ki je v Sloveniji izviral iz dodane vrednosti ZDA, je sicer predstavljal majhen delež v skupni potrošnji (1,3 %), pri čemer je bil delež po panogah največji v proizvodnji drugih vozil in plovil, kjer je znašal 11,3 % dodane vrednosti v potrošnji. Zaradi odprtosti in majhnosti slovenskega gospodarstva je zato poleg neposrednega negativnega vpliva carin na izvoz v ZDA – slovenski izvozniki bi bili na trgu ZDA manj konkurenčni zaradi višjih cen – treba pri zaključkih upoštevati tudi posredne učinke.

Slika 5.1.3: Odvisnost zaposlenosti in domače potrošnje od mednarodne menjave



Vir: OECD, preračuni Banke Slovenije.

Opomba: Podatki se nanašajo na leto 2020. Kratice za dejavnosti so pojasnjene v seznamu kratic na koncu publikacije. Na sliki levo se zaposlenost (izvoz: ZDA) nanaša na zaposlenost, ki je vključena v izvoz ZDA, zaposlenost (izvoz: brez ZDA) se nanaša na zaposlenost, ki je vključena v izvoz v druge države, zaposlenost (ostalo) se nanaša na zaposlenost, ki ni vključena v izvoz.

<sup>32</sup> Domača potrošnja zajema potrošnjo gospodinjstev in potrošnjo nepridobitnih institucij, ki opravljajo storitve za gospodinjstva (NPISG) ter državno potrošnjo. Izvor dodane vrednosti domače potrošnje je razdeljen na državo in dejavnost izvora.

***Slovensko gospodarstvo je močno vpeto v svetovne vrednostne verige, zato bodo višje carine ob verjetnih povračilnih ukrepih vplivale na manjše povpraševanje po slovenskih izdelkih.***

V okviru decembrskih napovedi smo pripravili alternativni scenarij, ki je predvideval vzajemno uveljavitev carin na blagovno menjavo med ZDA in EU v višini 10 %. Scenarij potrjuje, da bodo višje carine kljub majhni neposredni izpostavljenosti, na gospodarsko aktivnost v Sloveniji pomembno negativno vplivale zlasti prek povečane trgovinske negotovosti v svetovnem okolju in nižje izvozne aktivnosti naših glavnih trgovinskih partneric v EU.<sup>33</sup> Nasprotno je predviden vpliv na inflacijo manj enoznačen, saj bodo po pričakovanjih višje uvozne cene deloma blažili deflacijski učinki nižjega povpraševanja doma in v tujini ter morebitna dodatna ponudba blaga zaradi preusmerjanja proizvajalcev tretjih držav od ZDA k EU.<sup>34</sup> V okviru junijskih napovedi bomo oceno učinkov na slovensko gospodarstvo posodobili na podlagi najnovjših podatkov o carinah. Pri tem bodo višjim carinam verjetno sledili povračilni ukrepi še drugih držav, kar bo povečalo protekcionistične težnje in zmanjšalo obseg mednarodne menjave.

## Okvir 5.2: Finančni račun plačilne bilance, tudi do ZDA

***Z lani ustvarjenim presežkom na finančnem računu plačilne bilance so slovenski rezidenti, zlasti finančne družbe, večali neto naložbe v tuje vrednostne papirje.***

Slovenija je tudi lani dosegla presežek finančnega računa plačilne bilance, podobno kot zadnjih 12 let, z izjemo leta 2022. Presežek kaže neto tok kapitala iz domačega gospodarstva v tujino, ki je lani znašal 2,5 mrd EUR oziroma 3,7 % BDP.<sup>35</sup> S tem je bil v deležu BDP za 0,6 odstotne točke nižji od povprečja v obdobju 2012–2023,<sup>36</sup> v absolutnem znesku pa je presegel raven iz predhodnega leta in bil najvišji po letu 2020.

Pregled finančnih transakcij s tujino po glavnih štirih instrumentih kaže, da je bil na ravni celotnega gospodarstva neto odliv kapitala lani opravljen le prek naložb domačih rezidentov v tuje vrednostne papirje (3,5 mrd EUR, slika 5.2.1, levo), pretežno dolžniške narave. Neto priliv kapitala v Slovenijo prek drugih instrumentov, tj. predvsem neposrednih naložb tujcev in njihovih vlaganj v ostale naložbe, je bil nasprotno bistveno manjši. Skupaj je znašal blizu 1,4 mrd EUR. Pri nekaterih postavkah ostalih naložb je prišlo tudi do neto odliva kapitala v tujino, najopazneje pri posojilih. S tega naslova so slovenski rezidenti lani odplačali za 1,3 mrd EUR neto obveznosti do tujine (predvsem finančne družbe, v manjši meri pa tudi podjetja in država).

<sup>33</sup> Podrobnejša analiza je dostopna poglavju 3.3 v publikaciji [Pregled makroekonomskih gibanj z napovedmi, december 2024](#).

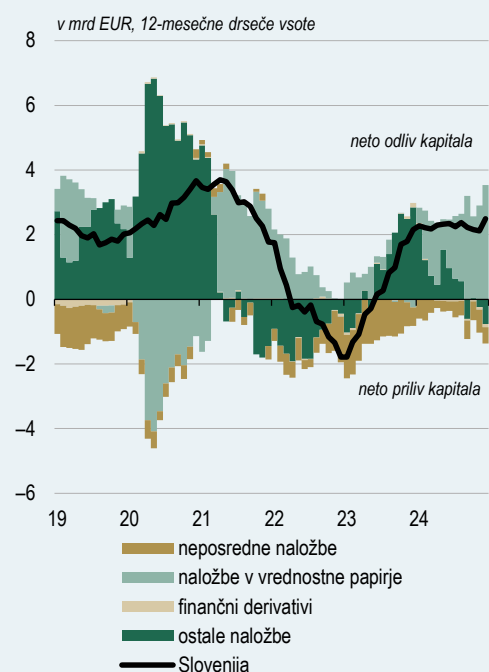
<sup>34</sup> Uvedba višjih carin ZDA naj bi na gospodarsko rast njenih trgovinskih partneric vplivala negativno, medtem ko bi bili lahko učinki na gibanje cen tako inflacijski kot deflacijski. Več o tem v publikaciji [Unpredictable Tariffs by the US: Implications for the euro area and its monetary policy](#).

<sup>35</sup> Presežek na finančnem računu plačilne bilance odslkava gibanja na tekočem in kapitalnem računu. Prvi je bil lani v presežku 3,0 mrd EUR, drugi v primanjkljaju 94 mio EUR, medtem ko je bila statistična napaka 388-milijonska.

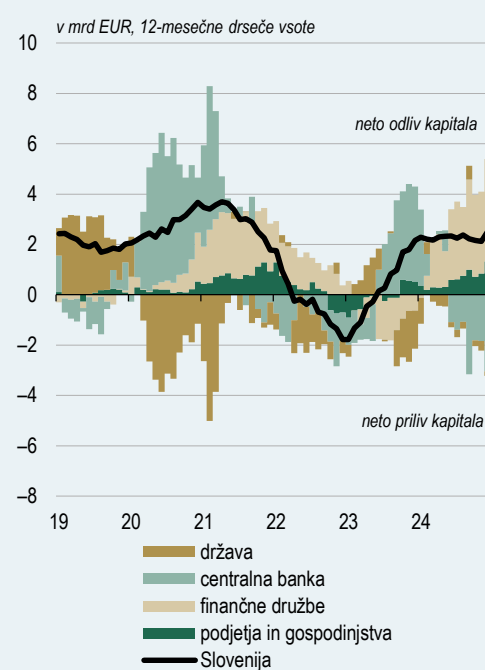
<sup>36</sup> Z izjemo leta 2022, ko je slovensko gospodarstvo doseglo primanjkljaj finančnega računa plačilne bilance oziroma neto priliv kapitala iz tujine.

Slika 5.2.1: Finančni račun plačilne bilance

Finančne transakcije s tujino po instrumentih



Finančne transakcije s tujino po sektorjih



Vir: Banka Slovenije.

Sektorsko gledano so lanski neto tok kapitala v tujino s preko 4 mrd EUR zaznamovale zlasti finančne transakcije finančnih družb (slika 5.2.1, desno), predvsem z vrednostnimi papirji. Pri tem so še posebej izstopale banke z 2,3-milijardnimi neto naložbami, pretežno v tuje obveznice. Tudi podjetja (nefinančne družbe) so dosegla neto odliv kapitala v tujino, blizu 600 mio EUR. To so storila predvsem s povečanjem neto naložb v gotovino in vloge na računih v tujini, odplačilom tujih posojil in novo danimi komercialnimi krediti nerezidentom, v skupni višini blizu 1,1 mrd EUR. S tem so več kot nadomestila 530-milijonski neto finančni priliv v obliki neposrednih tujih naložb.

Gospodinjstva so od svojih prihrankov lani v tujino neto prelila približno 270 mio EUR v nakup vrednostnih papirjev nerezidentov, dobrih 130 mio EUR pa v neposredne naložbe, po naših ocenah nakupe nepremičnin, večinoma na Hrvaškem. Največja neto odlivna postavka pri gospodinjstvih po razrezu instrumentov so sicer gotovina in vloge (okoli 330 mio EUR), ki pa zajemajo tudi uvoz evrske gotovine.

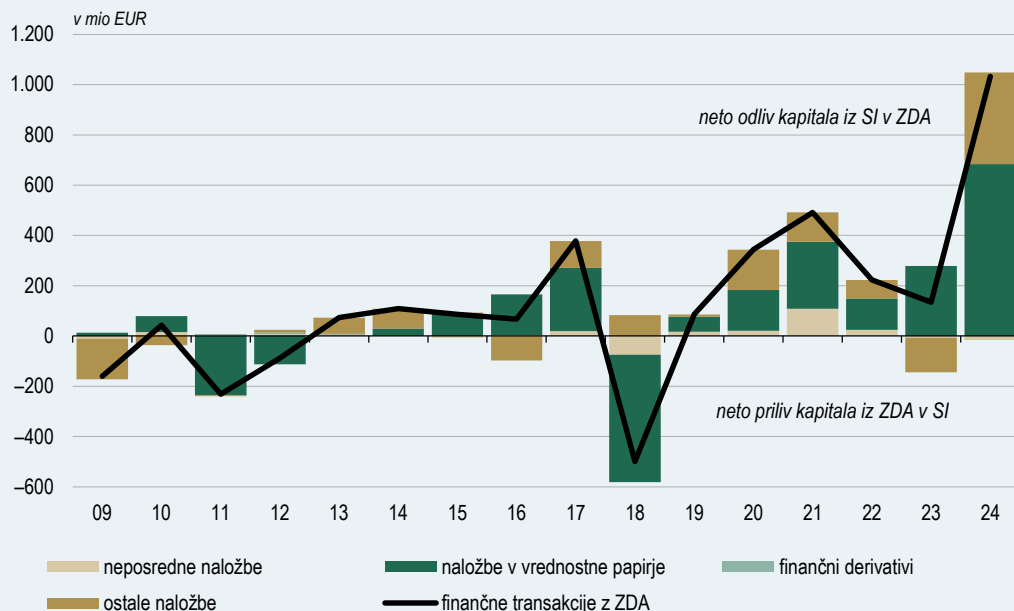
Centralna banka je nasprotno lani dosegla neto priliv kapitala (3,0 mrd EUR), predvsem prek gotovine in vlog v sklopu TARGET poslovanja Evrosistema. V manjši meri je neto priliv kapitala zabeležil tudi sektor država, pri čemer so njegove neto izdaje obveznic nerezidentom s 680 mio EUR nekoliko presegle neto naložbe v gotovino in vloge na računih v tujini (460 mio EUR), med drugim pa je subjektom v tujini neto odplačal tudi za okoli 200 mio EUR obveznosti z naslova posojil.

**Podatki finančnega računa plačilne bilance kažejo, da se med Slovenijo in ZDA kapital zadnjih šest let seli od domačih rezidentov k ameriškim. Lani je bil neto odliv največji do zdaj.**

Od leta 2019, pa tudi sicer glavnino obdobja zadnjih 16 let, odkar so na voljo podatki o finančnih tokovih Slovenije s posameznimi državami, se kapital neto preliha iz Slovenije v ZDA (slika 5.2.2). Neto tokovi med gospodarstvom so sicer skromni, saj so 1 % BDP

presegli le dvakrat, nazadnje lani. Glavnina kapitala se običajno seli od domačih rezidentov k ameriškim prek neto naložb v njihove vrednostne papirje, v precej manjšem obsegu pa še prek ostalih naložb,<sup>37</sup> kamor sodijo gotovina in vloge na računih v ZDA, posojila, komercialni krediti in zavarovanja, ter v določenih letih tudi prek neposrednih naložb.

Slika 5.2.2: Finančne transakcije Slovenije z ZDA



Vir: Banka Slovenije.

Opomba: Ostale naložbe vključujejo tudi rezervna imetja.

### Okvir 5.3: Stanje mednarodnih naložb in zunanjega dolga Slovenije, tudi do ZDA

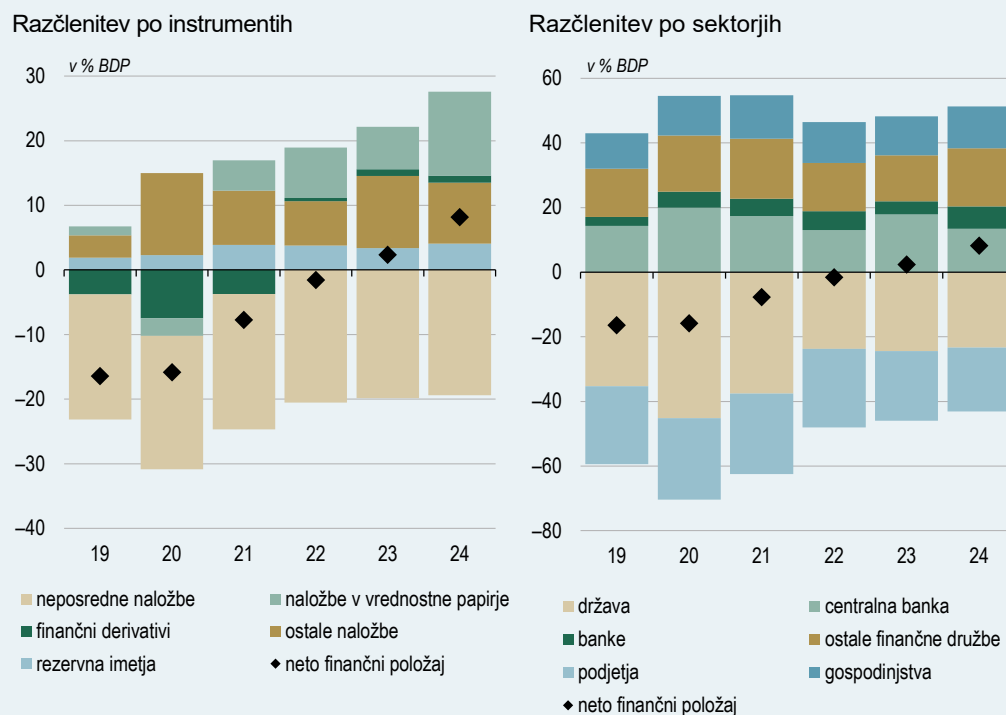
**Slovenija je bila lani glede na stanje mednarodnih naložb drugo leto zapored neto upnica do tujine, in sicer v višini 5,5 mrd EUR oziroma 8,2 % BDP.**

Neto finančni položaj Slovenije do tujine se je lani še okrepil v pozitivnem območju (za 4,0 mrd EUR), že pred tem pa se je zadnje desetletje – s presežkom domačega varčevanja nad investicijami – postopoma zmanjševalo naše neto negativno stanje mednarodnih naložb (slika 5.3.1, levo). Lani so se znova bolj povečale finančne investicije slovenskih rezidentov v tujini (za 7,5 mrd EUR) kot naložbe nerezidentov pri nas, ki predstavljajo naše obveznosti do tujine (za 3,5 mrd EUR). Pri tem je bil medletno boljši neto zunanji položaj Slovenije pretežno posledica sklenjenih finančnih poslov, deloma pa tudi cenovnih in tečajnih sprememb. V evrskem območju je skupaj z nami lani neto upniški finančni položaj do tujine izkazovala polovica članic.

<sup>37</sup> Prikazi po državah med ostale naložbe vključujejo tudi rezervna imetja.

Prerez po instrumentih kaže, da se je neto stanje mednarodnih naložb lani najbolj povečalo v skupini vrednostnih papirjev, za 4,5 mrd EUR, zlasti na postavkah obveznic. Pri ostalih instrumentih so bile spremembe neto stanja bistveno manjše. Na ravni celotnega gospodarstva ostaja do tujine negativen le neto finančni položaj neposrednih naložb, ki se je s 13,0 mrd EUR ohranil blizu predlanske ravni. Vsi drugi instrumenti zadnja tri leta izkazujejo neto upniški položaj, najbolj vrednostni papirji in ostale naložbe.

Slika 5.3.1: **Neto stanje mednarodnih naložb do tujine**



Vir: Banka Slovenije.

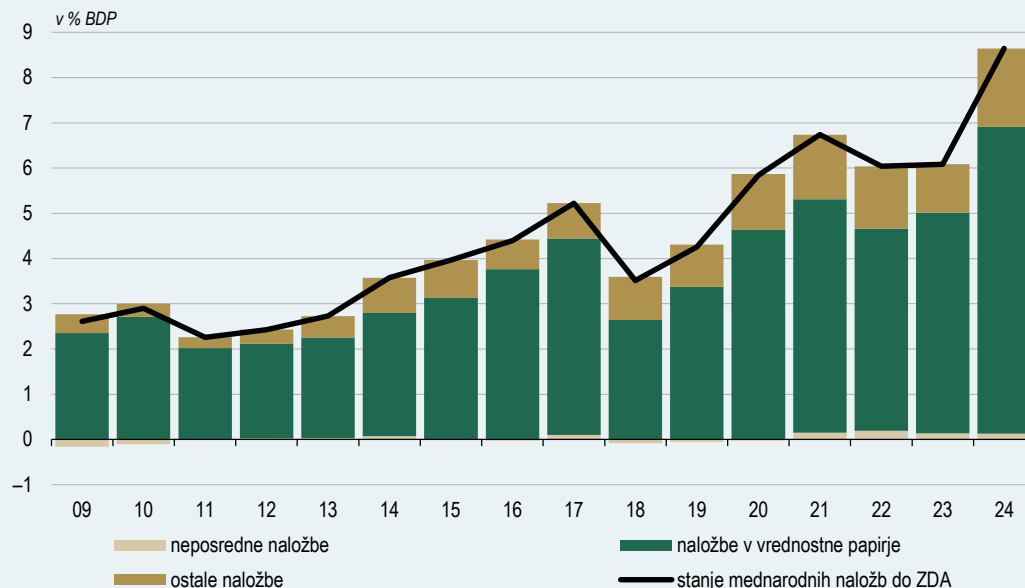
Neto stanje mednarodnih naložb je ostalo negativno le pri podjetjih in državi (slika 5.3.1, desno). Zadnja je lani svoje neto finančne obveznosti do tujih rezidentov s 15,6 mrd EUR ohranila blizu predlanske ravni, podjetja pa so svoj neto dolžniški položaj rahlo ublažila. Skupne neto finančne terjatve zasebnega sektorja do tujine so se kljub negativnemu stanju pri podjetjih zadnje leto podvojile – s povečanjem neto naložb finančnih družb in gospodinjstev – in ob koncu leta presegle 12 mrd EUR.

**Neto stanje mednarodnih naložb do ZDA je vsa leta pozitivno, kar pomeni, da je Slovenija neto upnica do ameriškega gospodarstva.**

Neto zunanji položaj Slovenije do ZDA postopoma narašča od leta 2009, odkar imamo na voljo podatke. Konec lanskega leta je stanje neto naložb rezidentov Slovenije v ZDA doseglo 5,8 mrd EUR oziroma 8,6 % BDP (slika 5.3.2). Ves čas se krepi predvsem stanje pri vrednostnih papirjih, ki predstavljajo blizu 80 % celotnega portfelja neto naložb domačih rezidentov v ZDA. Preostanek sestoji iz ostalih naložb,<sup>38</sup> kamor sodijo gotovina in vloge na ameriških računih, posojila, komercialni krediti in zavarovanja, ter v manjši meri tudi iz neposrednih naložb v ameriška podjetja in nepremičnine.

<sup>38</sup> Prikazi po državah med ostale naložbe vključujejo tudi rezervna imetja.

Slika 5.3.2: **Neto stanje mednarodnih naložb do ZDA**



Vir: Banka Slovenije.

Opomba: Ostale naložbe vključujejo tudi rezervna imetja.

### **Zunanje zadolževanje Slovenije narašča, vendar smo bili kljub temu lani četrto leto zapored neto upniki do tujine.**

Bruto zunanji dolg Slovenije se je v zadnjih šestih letih, tj. od leta 2018, ko je začel znova naraščati, povečal za dobrih 40 %, v deležu BDP pa se je – z izjemo pandemičnega obdobja 2020–2021 – ves čas postopoma zmanjševal. Ob koncu lanskega leta je znašal 88,5 % BDP oziroma 59,3 mrd EUR. V zadnjem letu se je povečal za 1,5 mrd EUR, ob razmeroma solidni gospodarski rasti pa se je njegov delež v BDP zmanjšal (slika 5.3.3, levo).

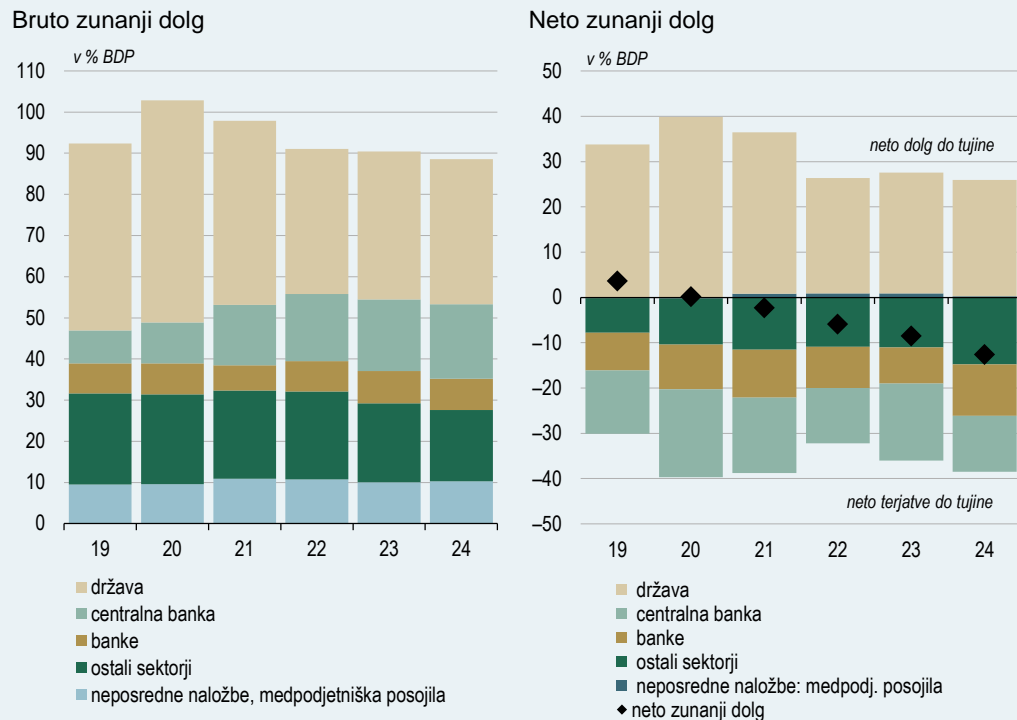
Bruto zunanji dolg so lani v absolutnem znesku povečali predvsem država in centralna banka, malenkostno tudi banke. V deležu BDP se je dolg države zmanjšal na 35,2 %, tj. najnižjo vrednost v zadnjih 12 letih (slika 5.3.3, levo). Nadalje se je v deležu BDP zmanjšal tudi skupni dolg gospodinjstev, podjetij in raznih finančnih institucij. Dolg centralne banke se je nasprotno rahlo povečal, na 18,1 % BDP, dolg bank pa ostal blizu predlanske ravni.

Kljub nadaljnjemu zadolževanju Slovenije v tujini smo bili lani četrto leto zapored neto upniki. To je posledica hitrejšega naraščanja zunanjih dolžniških terjatev kot obveznosti. Bruto terjatve slovenskih rezidentov do tujine iz naslova dolžniških instrumentov so se lani povečale na 67,7 mrd EUR ali 101,1 % BDP. Neto terjatve do tujine z naslova dolžniških instrumentov so s tem narasle na 8,4 mrd EUR oziroma 12,6 % BDP (slika 5.3.3, desno). Neto dolg do tujine je ohranil le sektor država, ki pa ga je v deležu BDP zmanjšal za eno odstotno točko, na 25,7 % BDP. Zasebni sektor je nasprotno svoj neto upniški položaj do tujine precej okreplil (25,9 % BDP).

Slovenija je po višini bruto zunanjskega dolga (v deležu BDP) ena najmanj zadolženih članic evrskega območja, brez neto zunanjskega dolga pa je skupaj z nami devet držav.



Slika 5.3.3: Zunanji dolg



Vir: Banka Slovenije.

Opomba: Ostali sektorji so gospodinjstva, podjetja in razne finančne institucije. Na sliki desno je neto zunanji dolg (preseganje dolžniških obveznosti rezidentov nad terjatvami do tujine – pri sektorju država) izražen s pozitivnimi vrednostmi, medtem ko je preseganje terjatev nad obveznostmi do tujine, tj. neto upniški položaj (vseh drugih sektorjev) prikazan z negativnimi vrednostmi.

## 6

## Inflacija

### **Hitrejša rast cen v marcu izhaja zlasti iz neenergetskih komponent potrošniške košarice.**

Medletna rast cen življenjskih potrebščin, merjena s HICP, se je marca okrepila na 2,2 %, po tem, ko je bila februarja 1,9-odstotna (slika 6.1, levo). K dvigu so v približno enaki meri prispevale višje cene hrane, neenergetskega industrijskega (v nadaljevanju drugega) blaga in storitev. Rast cen hrane<sup>39</sup> se je medletno pospešila na 3,3 % (februarja 2,8 %), pri čemer se je rast cen prehrabnih surovin na svetovnih trgih ob številnih dejavnih, povezanih zlasti z neugodnimi vremenskimi vplivi in geopolitično negotovostjo, januarja letos okrepila na 34,7 %. To je le nekoliko manj kot pri preteklem vrhu marca 2022.<sup>40</sup> Izstopata predvsem rasti cen kakava in kave, pritiski na svetovnih trgih pa se vzdolž proizvodnih verig za zdaj le blago prenašajo do potrošniških cen (slika 6.1, desno). Od januarja letos dodatne 0,4 odstotne točke k medletni rasti hrane prispeva še povišanje davka na sladke pijače, učinek pa bo s prihodnjim januarjem izzvenel.

Energenti so bili marca medletno cenejši za 1,6 % (februarja za 1,7 %), majhna sprememba v medletni rasti pa prikriva sicer precejšnje razlike v mesečnih rasteh posameznih kategorij. Višje cene elektrike, za 16,5 %, so – ob izteku vladnih regulacij cen pri

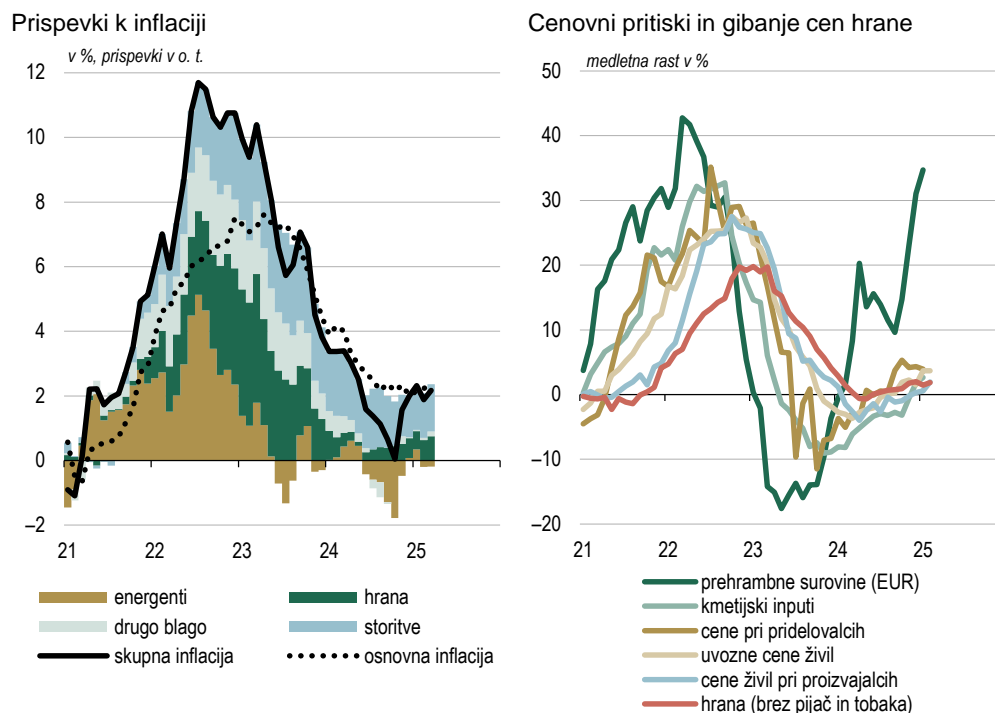
<sup>39</sup> Skupina hrana zajema skupini 01 in 02 glede na ECOICOP klasifikacijo, tj. hrano, pijače in tobak.

<sup>40</sup> Januarja 2025 so bile cene prehrabnih surovin na svetovnih trgih dvakrat višje kot leta 2019.



dobaviteljnih in višine omrežnine za prvi časovni blok – skoraj v celoti nadomestila cenejša pogonska goriva. Ta so se ob napovedanem povečanju proizvodnje držav OPEC+ in porastu tveganj manjšega povpraševanja po uvedbi novih carin v ZDA na mesečni ravni pocenila za 1,5 %.

Slika 6.1: Gibanje cen v Sloveniji in dejavniki cen hrane



Vir: SURS, Eurostat, ECB. Zadnji podatek levo: marec 2025, desno: prehrabne surovine, kmetijski inputi in cene pri pridelovalcih – januar 2025, uvozne cene živil in cene živil pri proizvajalcih – februar 2025, hrana – marec 2025.

### **Ob ohranjanju razkoraka med rastjo cen storitev in drugega blaga se osnovna inflacija letos giblje razmeroma skladno s skupno rastjo cen.**

Osnovna inflacija, tj. inflacija, merjena brez cen energentov in hrane, se je marca zvišala na 2,5 %, po tem, ko je bila februarja 2,2-odstotna. Storitve so bile medletno dražje za 4,2 % (februarja 3,9 %), k pospešku pa so ob 5,2-odstotni tekoči podražitvi prispevale predvsem višje cene storitev povezanih z zdravstvom<sup>41</sup> (slika 6.2, levo). Visoko rast cen storitev vzdržujejo gostinske storitve,<sup>42</sup> ki so bile medletno dražje za 5,4 %.

Stroškovni dejavniki so ostali povečani z več kot triodstotno realno rastjo sredstev na zaposlenega tudi ob koncu lanskega leta, pri čemer se je padanje rasti cen storitev pri proizvajalcih umirilo, pričakovanja podjetij glede nadaljnje rasti povpraševanja in cen pa so za zdaj stabilna. S tem trenutno še ne odražajo šibkejšega trošenja na domačem trgu, ki ga nakazujejo razpoložljivi kazalniki prihodkov na domačem trgu, niti zmerne upadanja izkoriščenosti proizvodnih zmogljivosti v prvem četrtletju letos.

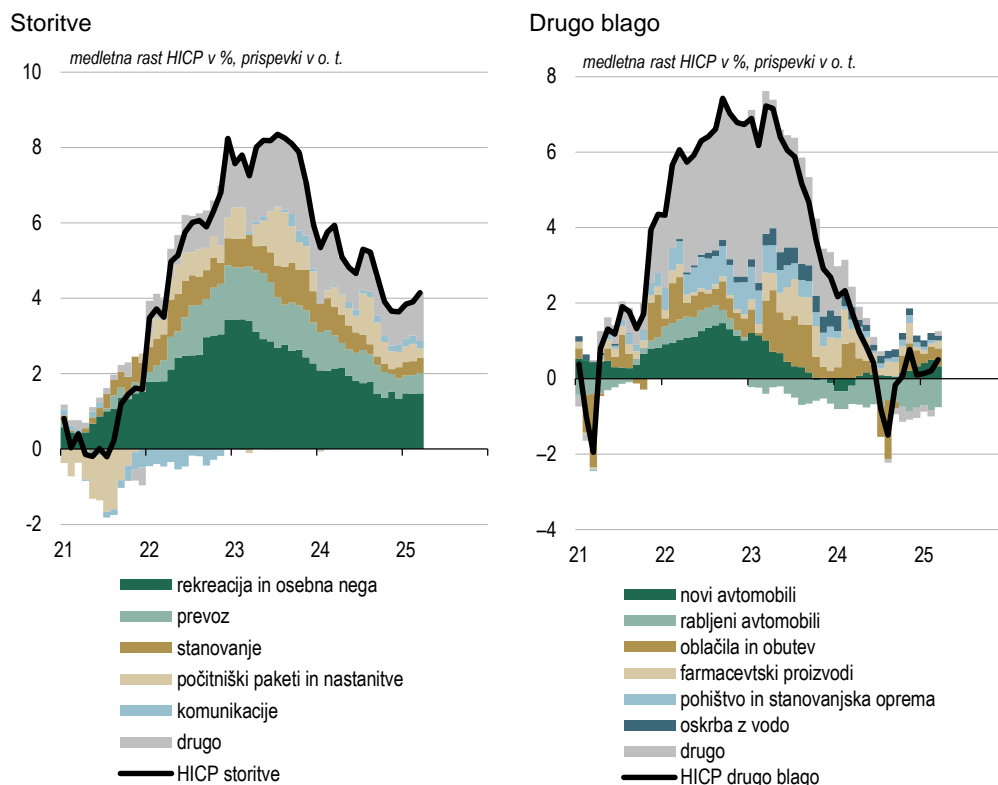
To pa se morda že kaže v rasti cen drugega blaga, ki ostaja razmeroma skromna, čeprav se je marca pospešila na 0,5 % (z 0,2 % februarja). K temu so ob prehodu na pomladno-poletno kolekcijo prispevale zlasti tekoče podražitve oblačil in obutve, ki so

<sup>41</sup> Zdravstvene storitve, tj. zunajbolnišnične in bolnišnične storitve, predstavljajo 35 % kategorije "drugo" in 8 % vseh storitev. Na medletni ravni se je njihova rast cen pospešila na 8,0 %.

<sup>42</sup> Gostinske storitve predstavljajo 71 % kategorije "rekreacija in osebna nega" in 22 % vseh storitev.

bile za razliko od lani bolj skladne z dolgoročnim povprečjem.<sup>43</sup> Med drugimi večjimi podskupinami nizko rast cen drugega blaga vzdržuje predvsem gibanje cen rabljenih avtomobilov, medtem ko jo cene drugih večjih podskupin, kot na primer novi avtomobili in pohištvo, še naprej blago krepijo (slika 6.2, desno).

Slika 6.2: **Razčlenitev gibanja cen osnovne inflacije**



Vir: SURS, Eurostat, ECB, preračuni Banke Slovenije. Zadnji podatek: marec 2025.

## 7 Fiskalni položaj države

**Država je lani ob zmanjšanju izrednih ukrepov dosegla primarni presežek, dolg v deležu BDP pa se je zmanjšal predvsem zaradi rasti BDP.**

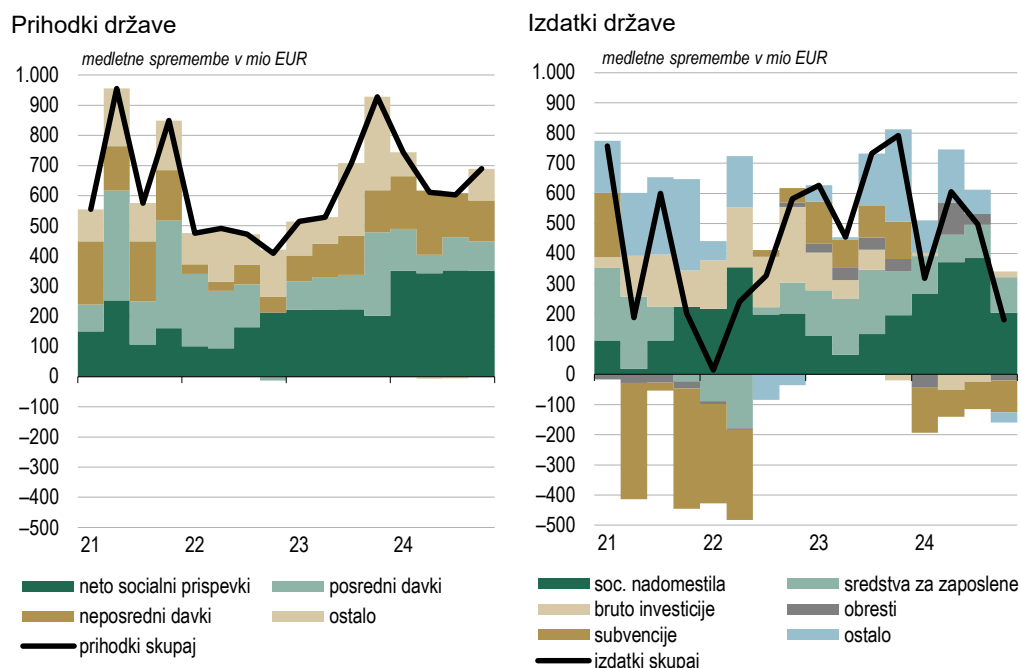
Primanjkljaj države se je lani zmanjšal za 1,0 mrd EUR in dosegel 0,9 % BDP. Glede na predhodno leto je bil manjši za 1,7 odstotne točke BDP, občutno nižji pa je bil tudi od oktobrskih vladnih napovedi (-2,9 %). Ugodnejši je bil zlasti saldo na ravni centralne države. Skladi socialnega zavarovanja so bili v presežku za 0,2 % BDP, na lokalni ravni pa je primanjkljaj znašal 0,4 % BDP.<sup>44</sup> Ob višjih izdatkih za obresti, ki so dosegli 1,3 % BDP, je bil prvič po letu 2019 dosežen primarni presežek v višini 0,4 % BDP. Za letos vlada načrtuje zvišanje primanjkljaja države na 1,9 % BDP.

<sup>43</sup> Med letoma 2009 in 2022 je bila povprečna marčevska rast cen oblačil in obutve 9,9 %, marca lani 7,9 %, marca letos pa 8,7 %. Učinek osnove pri tej skupini pojasni približno tretjino pospeška v medletni rasti cen drugega blaga.

<sup>44</sup> Skladno s Standardno klasifikacijo institucionalnih sektorjev so enote sektorja država razvrščene na raven centralne države (npr. državni proračun, javni skladi in zavodi), regionalno raven (v Sloveniji ni enot, ki bi bile razvrščene v to skupino), lokalno raven (npr. občine) in sklade socialne varnosti (npr. ZPIZ, ZZS).

Prihodki države so se zvečali za 9,4 %, kar je dvakratnik rasti nominalnega BDP. Izstopala je visoka, 13,7-odstotna, rast prispevkov za socialno varnost kot posledica za javne finance ugodnih razmer na trgu dela in preoblikovanja prostovoljnega zdravstvenega zavarovanja v zdravstveni prispevek, ki pojasnjuje skoraj polovico zvečanja prispevkov za socialno varnosti. Razmere na trgu dela so bile skupaj z nespremenjeno lestvico za odmero dohodnine tudi razlog visokega, približno 10-odstotnega, zvišanja dohodnine. Posredni davki, ki vključujejo DDV in trošarine, so porasli bolj zmerno, a vseeno več kot potrošnja gospodinjstev. To pripisujemo višji ravni trošarin na pogonska goriva in tobak, višji obremenitvi z okoljsko dajatvijo za onesnaževanje zraka z emisijo ogljikovega dioksida ter baznim učinkom v povezavi z začasno obdavčitvijo energentov po nižji stopnji med septembrom 2022 in majem 2023. Davkov od dohodkov podjetij je bilo tudi zaradi začasnega dviga davčne stopnje za tri odstotne točke za obdobje petih let po oceni SURS za približno petino več kot v predhodnem letu. Zvišanje obrestnih mer se je odrazilo na rasti obrestnih prihodkov (slika 7.1, levo).

Slika 7.1: Prihodki in izdatki države po metodologiji ESA



Vir: SURS, preračuni Banke Slovenije. Zadnji podatek: četrto četrtletje 2024.

Izdatki države so porasli manj kot prihodki, in sicer za 5,4 %. K nominalni rasti so največ prispevala socialna nadomestila, predvsem pokojnine zaradi 8,8-odstotne uskladitve pokojnin in rasti števila upokojencev, ter plače. Ukinjanje ukrepov za blaženje energetske krize se je odrazilo v zmanjšanju subvencij za več kot tretjino. Po zaključku predhodne finančne perspektive EU je bilo manj tudi investicij države. Plačila obresti so se tudi lani zvišala zaradi večjega dolga in višjih stroškov zadolževanja (slika 7.1, desno).

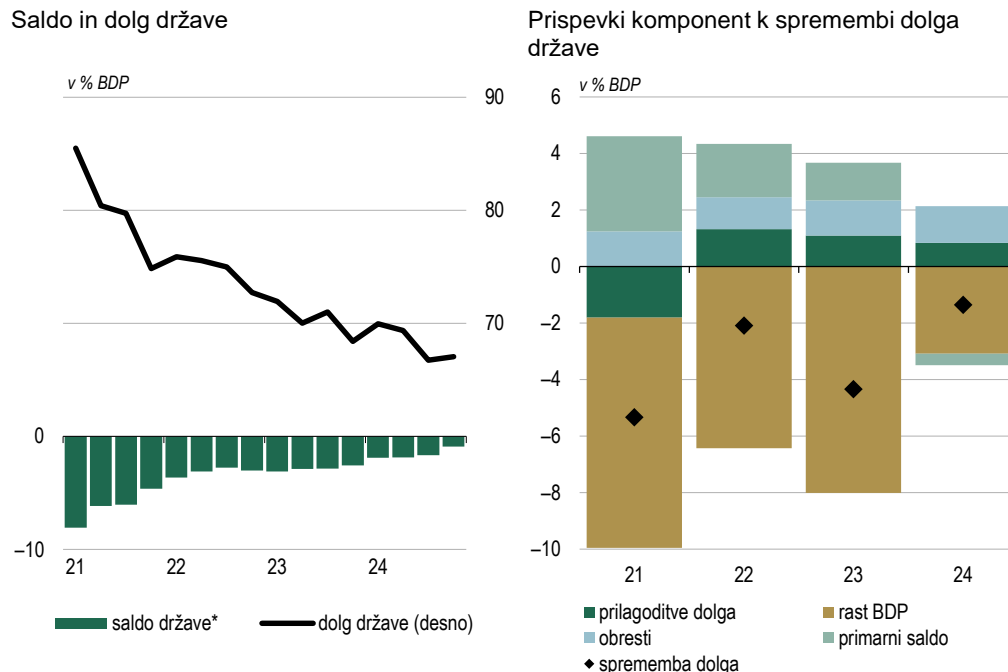
Dolg države se je lani v absolutnem znesku povečal za 1,2 mrd EUR in ob koncu leta dosegel 44,9 mrd EUR oziroma 67,0 % BDP (slika 7.2, levo). Njegovo nadaljnje zmanjšanje v deležu BDP je predvsem posledica zvišanja BDP in v manjši meri tudi primarnega presežka (slika 7.2, desno). Implicitna obrestna mera dolga se je lani povečala na 2,0 % (leto prej je znašala 1,9 %).<sup>45</sup>

V prvem četrtletju letos so bile tehtane kuponske obrestne mere zadolževanja države z obveznicami (3,25 %) nekoliko višje kot lani (3,01 %), medtem ko se je zahtevana

<sup>45</sup> Implicitna obrestna mera je izračunana kot razmerje med izdatki za obresti in povprečnim dolgom ob koncu tekočega in predhodnega leta.

donosnost zadolževanja z zakladnimi menicami znižala. Največ se je država zadolžila z izdajo tridesetletne obveznice, marca pa je bila izdana tudi druga ljudska obveznica v višini 250 mio EUR, tj. v podobnem obsegu kot lani februarja ob prvi izdaji.

Slika 7.2: Sprememba dolga ter saldo in dolg države po metodologiji ESA



Vir: SURS, preračuni Banke Slovenije. Zadnji podatek desno: četrto četrtletje 2024.  
Opomba: \* Drseče vsote štirih četrtletij.

### Poslabšanje salda konsolidirane bilance javnega financiranja v prvih dveh mesecih letos med drugim izhaja iz manj ugodnih tokov s proračunom EU.

Primanjkljaj konsolidirane bilance javnega financiranja je v prvih dveh mesecih letos znašal 17 mio EUR, medtem ko je bilo lani v istem obdobju presežka za 220 mio EUR. Skoraj polovico poslabšanja lahko pripišemo manj ugodnemu saldu v odnosu do proračuna EU, predvsem zaradi manjših prihodkov. Podatki državnega proračuna za marec kažejo medletno manjši primanjkljaj, kljub precejšnjemu zvišanju plačil obresti. Lani so namreč javni uslužbenci izjemoma prejeli regres za letni dopust že marca, po razpoložljivih podatkih pa so bile letos marca nižje tudi subvencije in investicijski odhodki.

Negotovosti na fiskalnem področju ostajajo velike. Še vedno je v teku obnova po poplavih, zaključujejo se ukrepi za blaženje energetske draginje. Zaradi spremenjenih geopolitičnih razmer bodo potrebna večja vlaganja v obrambo.<sup>46,47</sup> Slovenija je med državami, ki za obrambo namenjajo najmanj sredstev. Cilj po doseganju 2 % BDP v okviru pakta NATO naj bi po veljavnih načrtih dosegli leta 2030, pričakuje pa se, da bo NATO cilj zvišal. Marca je bil sprejet Zakon o fiskalnem pravilu, s katerim so se domača

<sup>46</sup> Evropska unija predlaga v prihodnjih letih precejšnje povečanje izdatkov za obrambo, pri čemer bi z različnimi ukrepi po njenih ocenah lahko aktivirali do 800 mrd EUR v štirih letih. Večje obrambne izdatke naj bi omogočila uvedba začasne (4-letne) nacionalne odstopne klavzule od fiskalnih pravil, ki bi po priporočilih EU lahko znašala največ 1,5 % BDP letno in uporaba novega instrumenta EU za financiranje obrambe z ugodnimi posojili v višini 150 mrd EUR. Vir: [Defence financing and spending under the Economic Governance framework](#)

<sup>47</sup> Opredelitev obrambnih izdatkov ni enotna. V okviru pakta NATO se spremljajo predvsem plačila za vojaške izdatke, med-tem ko se v okviru spremljanja izdatkov države uporablja obračunski princip in se izdatki beležijo ob dobavi orožja. Po klasifikaciji izdatkov države po namenih (COFOG) je Slovenija v letu 2023 za obrambo namenila 1,2 % BDP, od tega je bila približno polovica namenjena za plače zaposlenih, četrtnina pa za investicije. Delež, namenjen investicijam, je bil v predhodnih letih precej nižji, okoli 10-odstoten.

fiskalna pravila prilagodila spremembam na ravni EU. S tem sta se v nacionalni zakonodajni okvir prenesli zgornji dovoljeni meji za primanjkljaj (3 % BDP) in dolg države (60 % BDP), ki jih na srednji rok ni dovoljeno presegati. Spremenjeni so tudi postopki, ki jih mora država izvesti v primeru odstopanja od pravil. Predlog zakona za izvedbo pokojninske reforme so socialni partnerji potrdili v začetku aprila, državni zbor pa je sprejel novelo zakona o zdravstveni dejavnosti.

### 8.1 Razlike v aktivnosti med slovenskimi predelovalnimi panogami

Skupni položaj slovenskih predelovalnih dejavnosti je v primerjavi s povprečjem evrskega območja in glede na zahtevne razmere v zadnjih letih precej ugoden. Ob tem podroben pregled aktivnosti po panogah pokaže, da se številne že daljše obdobje soočajo z usihanjem proizvodnje, medtem ko druge dosegajo visoke stopnje rasti. Povečevanje aktivnosti je opaziti predvsem v visoko tehnološko intenzivnih panogah, med katerimi prevladuje farmacevtska industrija.<sup>48</sup> Dodana vrednost visoko tehnoloških panog je bila leta 2023 v primerjavi z letom 2008 večja za več kot 130 %, v drugih panogah skupaj pa le za 14,5 %. Ta prevlada se je nadaljevala tudi lani. Hitro rastejo še druge raznovrstne predelovalne dejavnosti ter popravila in montaža strojev. V daljšem obdobju je opaziti usihanje nizko tehnološko intenzivne proizvodnje, med njimi usnja in izdelkov iz usnja, oblačil, papirja in izdelkov iz papirja, tekstilij ter obdelave in predelave lesa. Proizvodnja še naprej pada tudi v proizvodnji motornih vozil.

---

#### ***V zahtevnih razmerah skupni rezultat slovenskih predelovalnih dejavnosti vidno presega povprečje evrskega območja in EU.***

Lani se je dodana vrednost slovenskih predelovalnih dejavnosti po desezoniranih in delovnim dnevom prilagojenih podatkih povečala za 2,8 %, medtem ko se je v evrskem območju zmanjšala za 1,7 %, v EU pa za 1,1 %. V primerjavi z letom 2019, tj. pred pandemijo, je bila dodana vrednost v slovenskih predelovalnih dejavnostih večja za 7,2 %, kar je za 4,5 oziroma 3,5 odstotne točke več kot v evrskem območju in EU.

Tudi dolgoročno je Slovenija v prednosti, saj je bila leta 2024 v primerjavi z letom 2008, tj. pred svetovno gospodarsko recesijo, dodana vrednost večja za 32,2 %, kar je za 17,3 oziroma 13,7 odstotne točke več kot v evrskem območju in EU (slika 8.1.1). Vendar se razmere med domačimi panogami močno razlikujejo, očitne pa so tudi strukturne spremembe v predelovalnih dejavnostih.

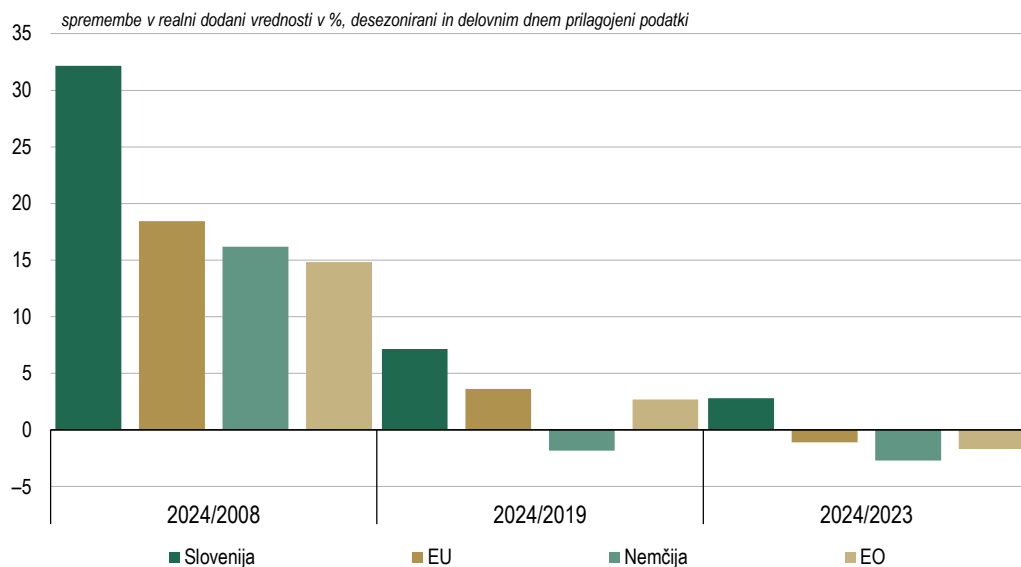
<sup>48</sup> Med visoko tehnološko intenzivne panoge sodijo proizvodnja farmacevtskih surovin in preparatov, proizvodnja računalnikov, elektronskih in optičnih izdelkov ter del proizvodnje drugih vozil in plovil.

Med srednje visoko tehnološko intenzivne panoge sodijo proizvodnja kemikalij in kemičnih izdelkov, del proizvodnje kovinskih izdelkov razen strojev in naprav, proizvodnja električnih naprav, proizvodnja drugih strojev in naprav, proizvodnja motornih vozil, prikolic in polprikolic, del proizvodnje drugih vozil in plovil ter del drugih raznovrstnih predelovalnih dejavnosti.

Med srednje nizko tehnološko intenzivne panoge sodijo del tiskarstva in razmnoževanja posnetih nosilcev zapisa, proizvodnja koks in naftnih derivatov, proizvodnja izdelkov iz gume in plastičnih mas, proizvodnja nekovinskih mineralnih izdelkov, proizvodnja kovin, del proizvodnje kovinskih izdelkov razen strojev in naprav, del proizvodnje drugih vozil in plovil ter popravila in montaža strojev in naprav.

Med nizko tehnološko intenzivne panoge sodijo proizvodnja živil, proizvodnja pijač, proizvodnja tekstilij, proizvodnja oblačil, proizvodnja usnja, usnjenih in sorodnih izdelkov, obdelava in predelava lesa, proizvodnja papirja in papirnatih izdelkov, del tiskarstva in razmnoževanja posnetih nosilcev zapisa, proizvodnja pohištva in del drugih raznovrstnih predelovalnih dejavnosti.

**Slika 8.1.1: Mednarodna primerjava aktivnosti predelovalnih dejavnosti**



Vir: SURS, Eurostat, preračuni Banke Slovenije.

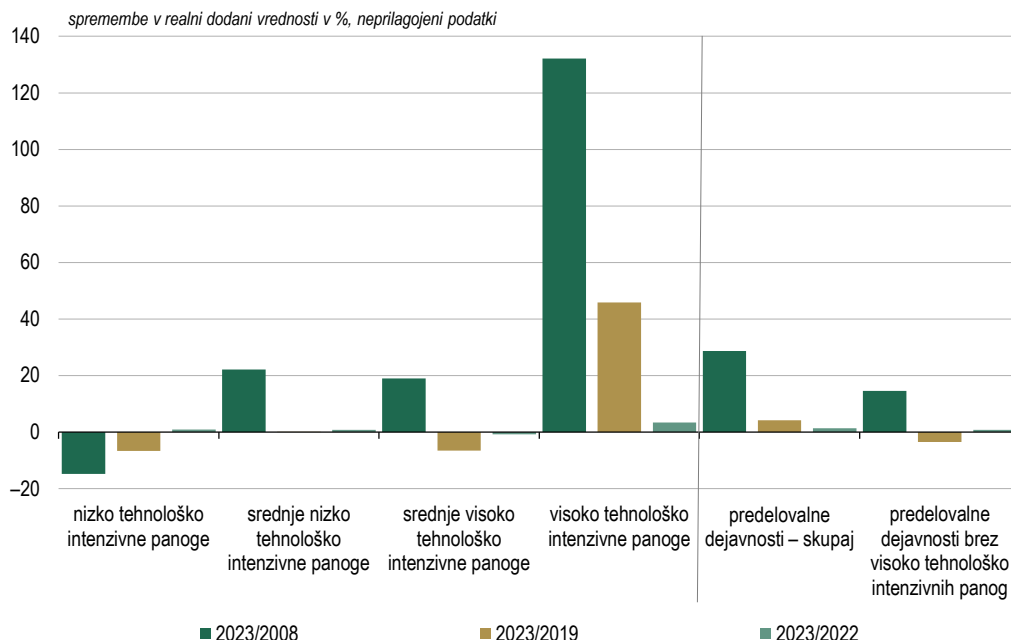
### ***Dodana vrednost se koncentrira v visoko tehnološko intenzivnih panogah.***

V letu 2023, ko so na voljo zadnji podatki o dodani vrednosti po panogah, se je skupna dodana vrednost predelovalnih dejavnosti povečala za 1,3 %. To leto je bilo zaznamovano z energetske krizo in zelo negotovimi razmerami v mednarodni trgovini. Po grobi oceni je bila rast dodane vrednosti v visoko tehnološko intenzivnih panogah 3,4-odstotna, v preostalem delu predelovalnih dejavnosti pa skupaj le 0,8-odstotna (slika 8.1.2). Glede na mesečne indekse so se podobna razmerja rasti ohranila tudi lani, saj se je skupni obseg proizvodnje predelovalnih dejavnosti povečal za 1,2 %, v visoko tehnološko intenzivnih panogah pa za 2,4 %.

Visoko tehnološko intenzivne panoge so bile ključni dejavnik rasti dodane vrednosti predelovalnih dejavnosti v primerjavi z letom 2019. Skupna dodana vrednost dejavnosti je bila leta 2023 glede na izbrano leto večja za 4,2 %. Visoko tehnološke panoge so jo povečale za 45,8 %, v preostanku predelovalnih dejavnosti pa se je ta zmanjšala za 3,5 %. Med drugimi tehnološkimi skupinami je dodana vrednost ostala nespremenjena v srednje nizko tehnološko intenzivnih panogah, v srednje visoko in nizko tehnološko intenzivnih pa je padec presegel 6,5 % (slika 8.1.2).

Proces krepitve visoko tehnološko intenzivnih panog poteka že dolgo in je glavni razlog za preseganje povprečne rasti dodane vrednosti evrskega območja in EU. Skupna dodana vrednost predelovalnih dejavnosti je bila leta 2023 v primerjavi z letom 2008 večja za 28,7 %. Visoko tehnološko intenzivne panoge so jo povečale za 132,1 %, srednje visoko intenzivne za 19,0 %, srednje nizko intenzivne za 22,1 %, v nizko tehnoloških pa se je zmanjšala za 14,8 % (slika 8.1.2). Brez upoštevanja visoko tehnoloških panog bi bilo povečanje dodane vrednosti predelovalnih dejavnosti 14,5-odstotno, kar bi bilo približno v okvirih povprečne rasti evrskega območja.

**Slika 8.1.2: Dodana vrednost po tehnološki intenzivnosti proizvodnje**



Vir: SURS, preračuni Banke Slovenije.

Opomba: Za razvrstitev panog po tehnološki zahtevnosti glej opombo 48.

### ***Delež visoko tehnološko intenzivnih panog v skupni realni dodani vrednosti predelovalnih dejavnosti se hitro povečuje.***

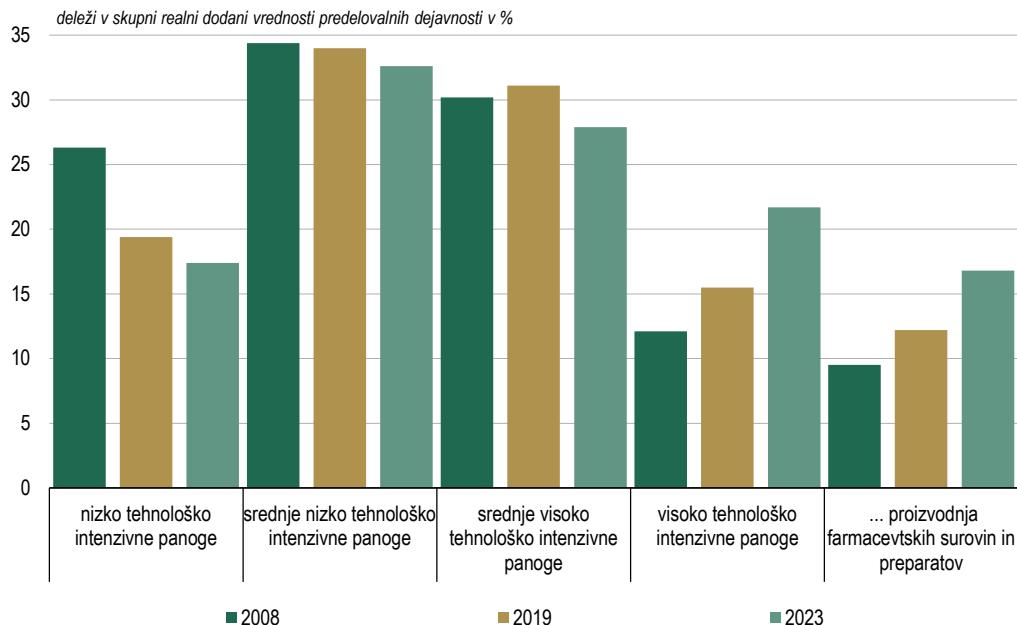
Delež visoko tehnoloških panog v skupni realni dodani vrednosti predelovalnih dejavnosti je leta 2023 po grobi oceni znašal 21,7 %, kar je za 6,2 odstotne točke več kot leta 2019 in 9,6 odstotne točke več kot leta 2008. Med temi panogami po zadnjih podatkih močno prevladuje proizvodnja farmacevtskih surovin in preparatov s 16,8-odstotnim deležem, okrepil pa se tudi pomen proizvodnje računalnikov, elektronskih in optičnih izdelkov s 4,8-odstotnim deležem. Po drugi strani je bil padec v deležu najbolj izrazit med nizko tehnološkimi panogami (slika 8.1.3).<sup>49</sup>

<sup>49</sup> Zaradi velikih razlik med deflatorji, še posebej v zadnjem obdobju visoke inflacije, je struktura dodane vrednosti izračunana iz realne dodane vrednosti po tehnološki zahtevnosti proizvodnje oziroma po panogah, saj bolje odraža dejanske spremembe v strukturi predelovalnih dejavnosti. Hkrati je skladnejša s prispevki posameznih skupin oziroma panog k realni rasti BDP. Seštevnost v tem primeru ni povsem natančna.

Nominalna struktura dodane vrednosti po tehnološki intenzivnosti je precej drugačna od realne. Leta 2023 je delež visoko tehnološko intenzivnih panog v skupni dodani vrednosti predelovalnih dejavnosti znašal 16,4 %, srednje visoko tehnološko intenzivnih 30,8 %, srednje nizko tehnološko intenzivnih 34,1 % in nizko tehnološko intenzivnih 18,7 %. Nominalne strukturne spremembe v tehnološki intenzivnosti so bile v obdobju 2008–2023 relativno majhne.



Slika 8.1.3: Tehnološka struktura dodane vrednosti



Vir: SURS, preračuni Banke Slovenije.

Opomba: Za razvrstitev panog po tehnološki zahtevnosti glej opombo 48. Zaradi velikih razlik med deflatorji, še posebej v zadnjem obdobju visoke inflacije, je prikazana struktura dodane vrednosti izračunana iz realne dodane vrednosti po tehnološki zahtevnosti proizvodnje oziroma po panogah, saj bolje odraža dejanske spremembe v strukturi predelovalnih dejavnosti. Hkrati je skladnejša s prispevki posameznih skupin oziroma panog k realni rasti BDP. Seštevnost pa v tem primeru ni povsem natančna.

**Razmere med panogami se močno razlikujejo; razlike v rasti dodane vrednosti so med njimi velike, po rasti proizvodnje pa so se ohranile tudi lani.**

Če primerjamo dodano vrednost panog predelovalnih dejavnosti v letu 2023 s tisto v letu 2008, ugotovimo, da je v tem obdobju enajst panog povečalo dodano vrednost, pri enajstih pa se je ta zmanjšala.<sup>50</sup> Še večje razlike med panogami nam pokaže razpon v odstotnih spremembah, saj ta znaša med –70,4 % in 148,8 % (slika 8.1.4). V dolgoročni primerjavi lahko zato panoge predelovalnih dejavnosti arbitrarno razdelimo v tri skupine: z visoko rastjo, s približno stagnacijo in z velikim padcem. Tudi znotraj njih obstajajo velike razlike.

V skupini panog z visoko rastjo je razpon v povečanju dodane vrednosti med 17,8 % in 148,8 %. Med panoge z več kot 100-odstotnim povečanjem se uvrščajo druge raznovrstne predelovalne dejavnosti, proizvodnja farmacevtskih surovin in preparatov, popravila in montaža strojev ter proizvodnja računalnikov, elektronskih in optičnih izdelkov. Njihov delež v skupni realni dodani vrednosti predelovalnih dejavnosti se je v obravnavanem obdobju povečal za 12,9 odstotne točke na 28,9 %. Skupaj so dodano vrednost povečale za 132,3 %, brez njihovega prispevka pa bi bila rast dodane vrednosti predelovalnih dejavnosti z 8,9 % nižja za 19,8 odstotne točke.

V skupini panog, ki jih arbitrarno določimo kot približno stagnantne, je razpon v spremembi dodane vrednosti med letoma 2023 in 2008 med –6,9 % in 4,5 %. Med njimi so proizvodnja pijač, nekovinskih mineralnih izdelkov, pohištva, kemikalij in kemičnih izdelkov, kovin, izdelkov iz gume in plastičnih mas ter tiskarstvo.

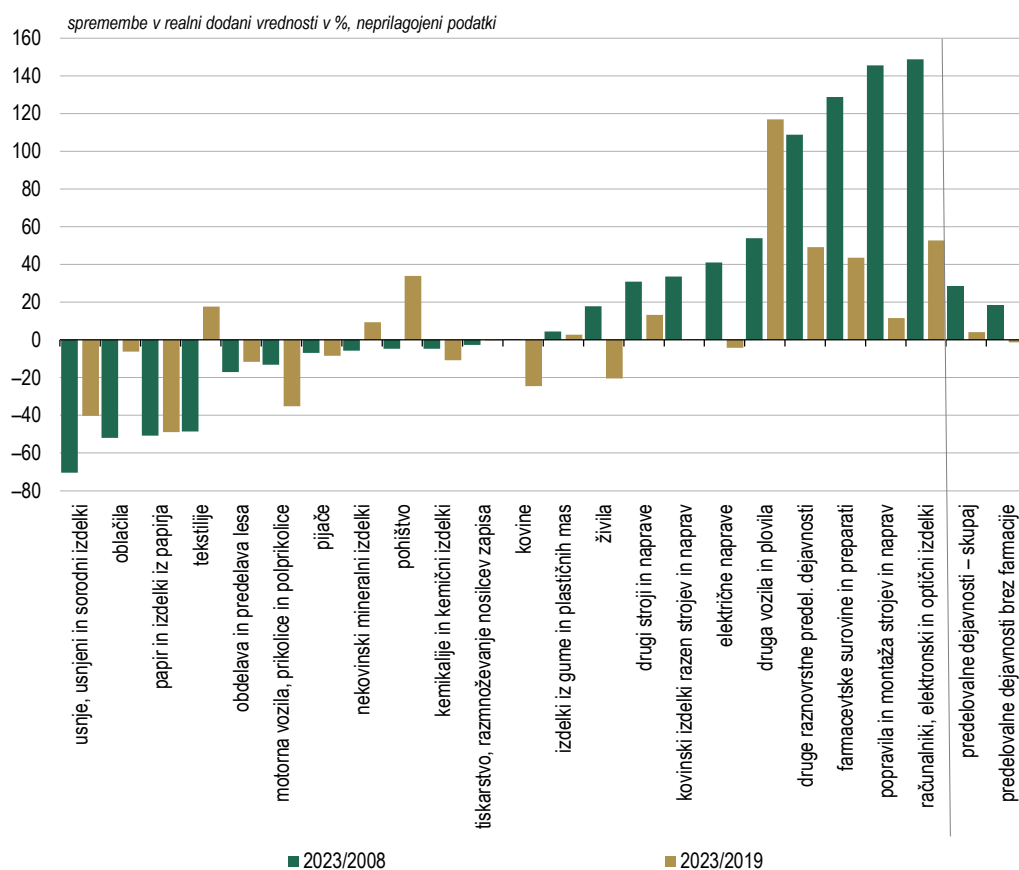
V skupini z velikim padcem je razpon sprememb dodane vrednosti med –70,4 % in –13,1 %. Sem sodijo proizvodnja usnja in izdelkov iz usnja, oblačil, papirja in izdelkov iz papirja, tekstilij, motornih vozil, prikolic in polprikolic ter obdelava in predelava lesa.

<sup>50</sup> Proizvodnje koks in naftnih derivatov zaradi izrazito majhne in nihajoče dodane vrednosti ne upoštevamo.

Njihov delež v skupni realni dodani vrednosti predelovalnih dejavnosti se je v obravnavanem obdobju zmanjšal za 10,0 odstotne točke na 10,9 %. Skupaj so dodano vrednost zmanjšale za 28,4 %, brez njihovega prispevka pa bi bila rast dodane vrednosti v predelovalnih dejavnostih z 42,4 % višja za 13,7 odstotne točke. Z izjemo proizvodnje motornih vozil gre za nizko tehnološko intenzivne panoge.

Zadnja leta so zaznamovali pandemija, energetska kriza in močno poslabšani mednarodni odnosi, vendar so bili rezultati med panogami kljub temu zelo različni. Razpon v spremembah dodane vrednosti leta 2023 v primerjavi z letom 2019 znaša med –48,9 % in 116,9 % (slika 8.1.4). Padci so bili največji v proizvodnji papirja in izdelkov iz papirja, usnja in usnjenih izdelkov, motornih vozil, prikolic in polprikolic, kovin, živil, obdelave in predelave lesa ter kemikalij in kemičnih izdelkov. Nasprotno je bilo povečanje dodane vrednosti visoko v proizvodnji tekstilij, pohištva, farmacevtskih surovin in preparatov, v raznovrstnih predelovalnih dejavnostih, proizvodnji računalnikov, elektronskih in optičnih izdelkov ter drugih vozil in plovil.

Slika 8.1.4: Dodana vrednost po predelovalnih panogah



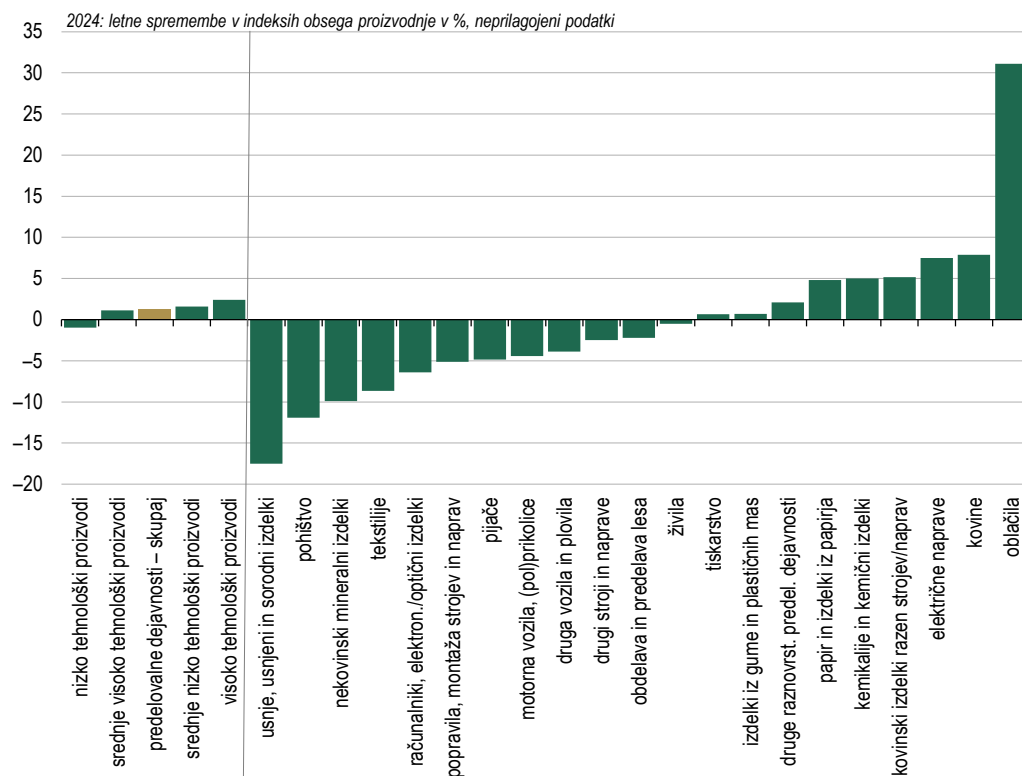
Vir: SURS, preračuni Banke Slovenije.

Mesečni indeksi za lani kažejo, da se je obseg proizvodnje povečal v devetih od 21 panog z razpoložljivimi podatki, razpon v letnih spremembah pa je znašal med –17,5 % in 31,1 % (slika 8.1.5).<sup>51</sup> Enotnega vzorca ni. V primerjavi s spremembami v dodani vrednosti v obdobju 2019–2023 se je nadaljevalo usihanje aktivnosti v proizvodnji živil, obdelavi in predelavi lesa, motornih vozil, prikolic in polprikolic, pijač ter usnja, usnjenih in sorodnih izdelkov. Prekinil se je padec v proizvodnji oblačil, kovin, električnih naprav, kemikalij in kemičnih izdelkov ter papirja in papirnatih izdelkov. Obrat navzdol je bil

<sup>51</sup> SURS zaradi zaupnosti podatkov ne objavlja mesečnega indeksa obsega proizvodnje za farmacevtsko industrijo. Če sklepamo po izvoznih podatkih, je ta lani spet precej povečala proizvodnjo.

prisoten v proizvodnji drugih strojev in naprav, drugih vozil in plovil, pri popravilih in montaži strojev, v proizvodnji računalnikov, elektronskih in optičnih izdelkov, tekstilij, nekovinskih mineralnih izdelkov in pohištva.<sup>52</sup>

Slika 8.1.5: Indeksi proizvodnje po predelovalnih panogah



Vir: SURS, preračuni Banke Slovenije.

## 8.2 Vpliv finančne strukture na transmisijo denarne politike: primerjava evrskega območja in Slovenije

Finančna struktura, ki zajema sestavo financiranja podjetij in gospodinjstev – kot na primer dolg in lastniški kapital – ima lahko pomembno vlogo pri vplivu denarne politike na gospodarsko aktivnost in inflacijo. Razlike v finančni strukturi namreč vplivajo na različno odzivnost gospodarstva na spremembe obrestnih mer in splošno učinkovitost denarne politike. Izbrana tema obravnava vlogo finančne strukture pri transmisiji denarne politike, s poudarkom na razlikah med evrskim območjem in Slovenijo. S primerjavo vzorcev financiranja v evrskem območju in Sloveniji v zadnjih 20 letih analiziramo, kako te strukturne razlike vplivajo na transmisijo denarne politike in njene potencialne ekonomske posledice. Rezultati kažejo, da je imela denarna politika v zadnjem ciklu zategovanja v letih 2022–2023 prek kanalov varčevanja in kreditiranja manjši vpliv na BDP in inflacijo kot v ciklu 2005–2008, pri čemer je bil ta vpliv v Sloveniji še šibkejši zaradi večjega upada kreditnega financiranja.

<sup>52</sup> Po 2,2-odstotnem padcu leta 2022 in 13,7-odstotnem padcu leta 2023 se je skupna proizvodnja energetsko intenzivnih predelovalnih panog lani začela povečevati z nizke osnove. Povečala se je za 1,1 %, kar je primerljivo povprečju predelovalnih dejavnosti. Proizvodnja kovin je bila večja za 7,9 %, kemikalij in kemičnih izdelkov za 5,0 % ter papirja in papirnatih izdelkov za 4,8 %. Zmanjšali sta se obdelava in predelava lesa, za 2,2 %, in proizvodnja nekovinskih mineralnih izdelkov, za 9,9 %. Kljub okrevanju je bila njihova skupna proizvodnja, merjena z 12-mesečnimi drsečimi sredinami, decembra lani za 16,9 % pod popandemičnim vrhom. Najmanjši zaostanek je bil viden v proizvodnji kovin, 6,2 %, v drugih panogah pa je presegal 20 %. Skupna proizvodnja predelovalnih dejavnosti je za popandemičnim vrhom zaostajala za 3,9 %. Glej tudi [Luka Zakelj: Razmere v slovenskih energetsko intenzivnih predelovalnih panogah](#).

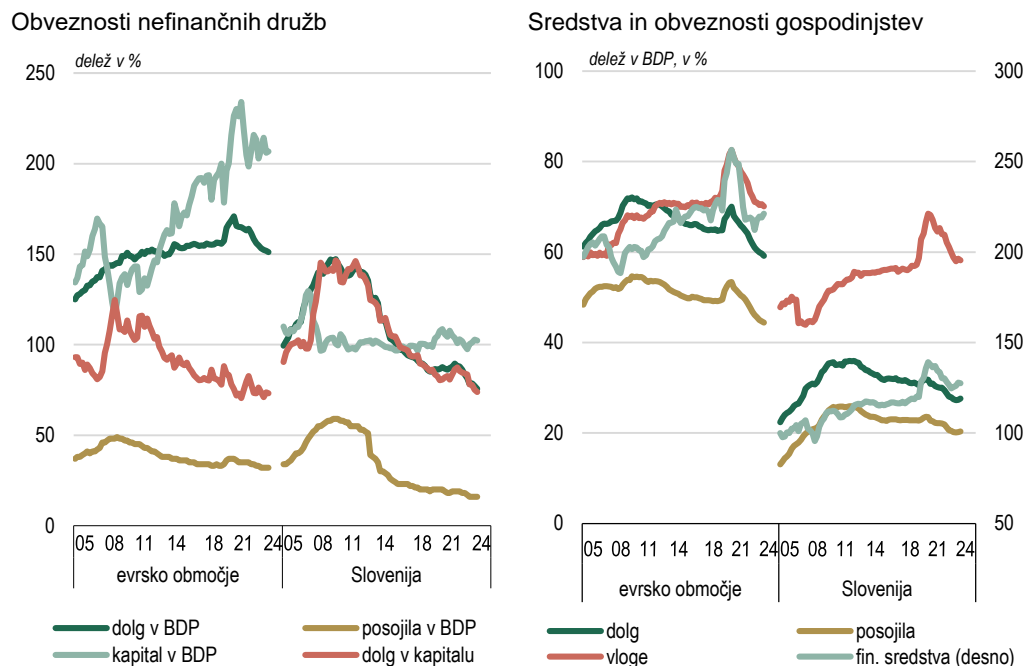
## Podjetja, zlasti slovenska, so vse manj odvisna od bančnega financiranja.

Ena ključnih sprememb v finančni strukturi nefinančnih družb (NFD) v zadnjem desetletju je upadanje odvisnosti od kreditnega financiranja – trend, ki je posebej izrazit v Sloveniji (slika 8.2.1). V evrskem območju je lastniški kapital tradicionalno igral pomembno vlogo pri financiranju podjetij že pred svetovno finančno gospodarsko krizo. Nasprotno pa se je v Sloveniji premik proti lastniškemu financiranju (v primerjavi z dolgom) zgodil predvsem po omenjeni krizi. Ta premik odraža širšo strukturno spremembo v financiranju slovenskih podjetij (NFD), za katero je značilna manjša odvisnost od dolžniškega financiranja, zlasti bančnih posojil. V primerjavi s tem je evrsko območje pokazalo bolj stabilno finančno strukturo, zaznamovano s trendnim povečanjem skupnih finančnih obveznosti, tako dolžniških kot lastniških.<sup>53</sup>

## Gospodinjstva v Sloveniji so v primerjavi z evrskim območjem manj zadolžena, v lasti pa imajo manjši delež finančnih sredstev, vključno z vlogami.

Razlike pri gospodinjstvih odražajo drugačne vzorce varčevanja in investiranja ter bolj konservativen pristop k zadolževanju pri slovenskih gospodinjstvih.<sup>54</sup> Medtem ko se delež posojil gospodinjstvom v BDP v zadnjih letih zmanjšuje tako v Sloveniji kot v evrskem območju, je bil upad manj izrazit v Sloveniji, kjer je zadolževanje gospodinjstev kljub splošnim gospodarskim spremembam ostalo razmeroma stabilno (slika 8.2.1, desno).

Slika 8.2.1: Izbrani kazalniki finančnih sredstev in obveznosti nefinančnih družb in gospodinjstev



Vir: ECB, QSA, finančni računi. Zadnji podatek: tretje četrtletje 2024.

Opomba: Dolg je vsota dolžniških vrednostnih papirjev, posojil, komercialnih kreditov in ostalih dolžniških oblik financiranja.

<sup>53</sup> Močno povečanje lastniških virov financiranja odraža tako nove izdaje lastniških vrednostnih papirjev kot tudi pozitivna prevrednotenja ob pozitivnih trendih na kapitalnih trgih.

<sup>54</sup> Čeprav so vloge gospodinjstev kot delež BDP višje v evrskem območju kot v Sloveniji, je slika obratna, ko gledamo vloge kot delež skupnih finančnih sredstev. To izhaja iz večje razpršenosti portfelja finančnih sredstev gospodinjstev v evrskem območju, ki poleg vlog v večji meri investirajo tudi v druge instrumente, kot so delnice in investicijski skladi. Slovenska gospodinjstva nasprotno večji delež svojega premoženja, poleg vlog, ohranjajo v nefinančnih sredstvih, kot so nepremičnine.

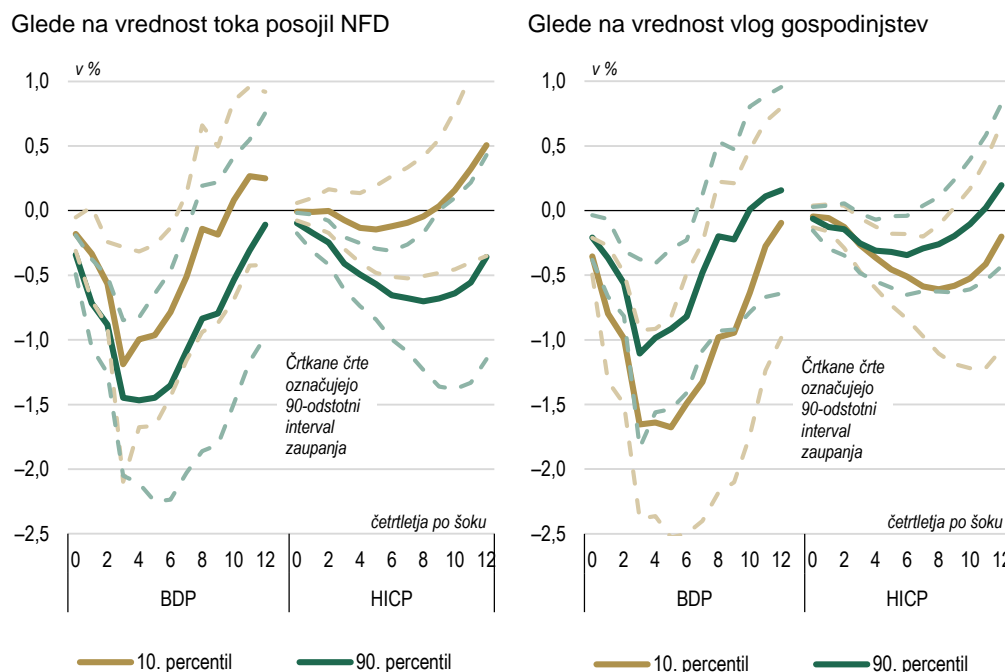
## Vpliv finančne strukture na učinkovitost denarne politike ocenimo z lokalnimi projekcijami.

Po pristopu Jordà (2005)<sup>55</sup> ocenimo impulzne odzive BDP in inflacije (HICP) na denarni šok z naslednjim modelom:

$$y_{i,t+h} - y_{i,t-1} = \alpha_i^h + \sum_{j=0}^3 \beta_{j+1}^h MP_{t-j} + \theta^h MP_t z_{i,t} + \sum_{j=1}^3 \phi_j^h \Delta y_{i,t-j} + \sum_{j=1}^3 \gamma_j^h x_{i,t-j} + u_{t+h}$$

pri čemer leva stran enačbe predstavlja razlike (na  $h$  horizontu) logaritmirane odvisne spremenljivke, ki je bodisi BDP ali indeks HICP (inflacija) za države evrskega območja.  $MP$  predstavlja šok denarne politike, medtem ko je produkt  $MP \cdot z$  interakcijski člen, ki zajema heterogenost transmisije denarne politike glede na vrednost kazalnika finančne strukture ( $z$ ).<sup>56</sup> Mejni učinek denarne politike je podan kot vsota koeficienta  $\beta$  in produkta  $\theta \cdot z$  ter kaže, kako denarni šok vpliva na BDP in inflacijo (HICP) v odvisnosti od vrednosti kazalnika finančne strukture. Vzorec zajema obdobje od četrtega četrletja 2003 do tretjega četrletja 2024 in vključuje vse države evrskega območja, razen Hrvaške in Estonije.<sup>57</sup> V ocenah so bili testirani številni indikatorji finančne strukture, pri predstavitvi rezultatov pa se osredotočamo na dve ključni kategoriji na strani finančnih sredstev in obveznosti: vloge gospodinjstev in posojila nefinančnim družbam.<sup>58</sup>

Slika 8.2.2: Impulzni odzivi na šok denarne politike



Vir: ECB, QSA, finančni računi. Lastne ocene.

Opomba: Slika prikazuje odziv BDP in inflacije (HICP) na kontrakcijski šok denarne politike v višini enega standardnega odklona. Odziv je prikazan za vrednost toka posojil (kot delež v BDP) na 10. in 90. percentilu.

<sup>55</sup> Jordà, Ò. (2005). Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections. *American Economic Review*, 95(1).

<sup>56</sup> Denarni šoki izhajajo iz študije: Jarociński, M., & Karadi, P. (2020). Deconstructing Monetary Policy Surprises —The Role of Information Shocks. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 12(2), 1–43.

<sup>57</sup> Hrvaška in Estonija nista vključeni v analizo zaradi pomanjkanja podatkov. Poleg opisanega, model vključuje še fiksne učinke držav ter slavnato spremenljivko za obdobje pandemije. Kot kontrolne spremenljivke ( $x$ ) vključujemo spremembo stopnje brezposelnosti in donosnost 10-letnih državnih obveznic. Vse kontrolne spremenljivke so vključene s tremi odlogi.

<sup>58</sup> Oba kazalnika sta izražena z deležem v BDP, pri čemer so posojila NFD merjena z letnim tokom posojil. Testirani so bili številni drugi indikatorji finančne strukture. Podobni, čeprav manj izraziti rezultati so bili ugotovljeni tudi za stanja posojil – tako za NFD kot za gospodinjstva – ter pri razmerju med lastniškim kapitalom in BDP.

---

***Šok denarne politike ima močnejši vpliv na BDP in inflacijo, ko je kreditiranje podjetij visoko.***

Restriktivni šok denarne politike, skladno s pričakovanji, vodi v negativen odziv BDP in inflacije, pri čemer je velikost odziva odvisna od ravni finančnih kazalnikov. Kontrakcijski učinek je močnejši, kadar je dotok posojil NFD, izražen kot delež v BDP, večji, kar kaže, da so gospodarstva z večjo kreditno aktivnostjo bolj občutljiva na spremembe obrestnih mer (slika 8.2.2, levo). Nasprotno višji delež vlog gospodinjstev povzroči šibkejši odziv BDP in inflacije na zaostrovanje denarne politike (slika 8.2.2, desno), kar odraža počasnejše in manjše prehajanje sprememb ključne obrestne mere v depozitne obrestne mere bank v primerjavi z ostalimi oblikami financiranja, kot so medbančna posojila in izdani dolžniški vrednostni papirji. Ta kanal prehajanja denarne politike je bil znatno oslavljen v zadnjem ciklu zategovanja, ko so banke – zaradi že visokega obsega vlog in hkrati visoke likvidnosti – imele nizko potrebo po konkuriranju za vloge. Poleg tega je bil vpliv dodatno zabrisan zaradi dolgega obdobja negativnih obrestnih mer, ki predstavlja znaten delež v vzorcu, v katerem banke niso zaračunavale negativnih obresti gospodinjstvom.

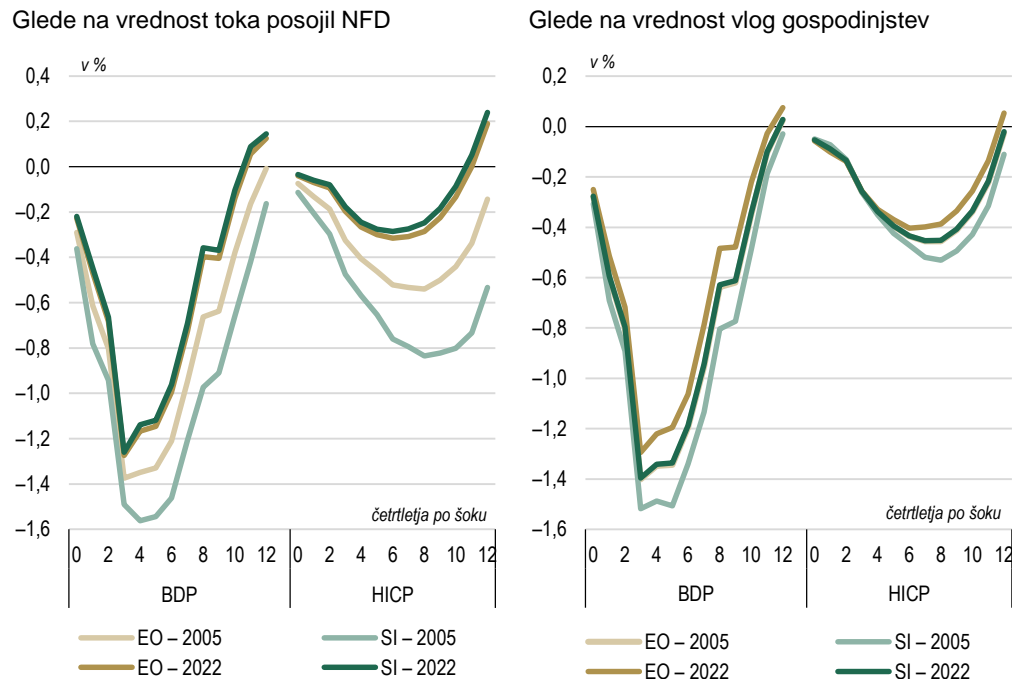
---

***Denarna politika je imela v zadnjem ciklu zategovanja v letih 2022–2023 prek kanalov varčevanja in kreditiranja manjši vpliv na BDP in inflacijo kot v ciklu 2005–2008, pri čemer je bil vpliv v Sloveniji še šibkejši zaradi nižjega obsega kreditiranja.***

Na podlagi ocenjenih impulznih odzivov primerjamo učinkovitost denarne politike v Sloveniji in evrskem območju v zadnjih dveh obdobjih zaostrovanja: med letoma 2005 in 2008 ter v zadnjem ciklu, med letoma 2022 in 2023. Za namen te analize izračunamo povprečni vrednosti dveh strukturnih kazalnikov – toka posojil NFD in vlog gospodinjstev kot deleža BDP – v teh obdobjih za obe območji. S temi vrednostmi ocenimo impulzne odzive, da bi ugotovili, kako se transmisija denarne politike razlikuje med gospodarstvom in čez čas.

Pomembna omejitev opisane primerjave je, da je Slovenija do leta 2007 vodila svojo denarno politiko, zato denarni šoki v evrskem območju morda ne odražajo v celoti naravnosti denarne politike v Sloveniji. Kljub temu je analiza relevantna, saj je Slovenija že pred prevzemom evra prilagajala svojo denarno politiko evrski, osredotočanje na finančno strukturo pa nam omogoča oceniti, kako so kreditna dinamika posojil NFD in vloge gospodinjstev vplivale na transmisijo denarne politike, ne glede na izvor šoka.

**Slika 8.2.3: Primerjava odziva BDP in inflacije v evrskem območju in Sloveniji v zadnjih dveh denarnih ciklih**



Vir: ECB, QSA, finančni računi. Lastne ocene.

Opomba: Slika prikazuje odziv BDP in inflacije (HICP) na kontrakcijski šok denarne politike v višini enega standardnega odklona. Odziv je prikazan za povprečne vrednosti toka posojil NFD (levo) in vrednosti vlog gospodinjstev (desno) v obdobju med letoma 2005–2008 ter od drugega četrletja 2022 dalje.

Kot že omenjeno, BDP in inflacija močneje reagirata na šoke denarne politike, kadar so tokovi posojil višji in vloge gospodinjstev nižje. V obdobju 2005–2008 so bili tokovi posojil bistveno višji kot po letu 2022: v evrskem območju so znašali 4,5 % BDP, v Sloveniji pa 8,5 %. Po letu 2022 so ti tokovi upadli na 1 % BDP v evrskem območju in skoraj na 0 % v Sloveniji. Posledično je imelo zaostrovanje denarne politike močnejši kontrakcijski učinek v obdobju 2005–2008 kot v zadnjem ciklu zategovanja, z bolj izrazitim odzivom BDP in inflacije na šok denarne politike (slika 8.2.3), odziv pa je bil še izrazitejši v Sloveniji.<sup>59</sup> Vloge gospodinjstev – merjene kot delež v BDP – so se med obema cikloma povečale: v evrskem območju s 60 % na 72 %, v Sloveniji pa s 47 % na 61 %, kar kaže na oslABLJENO učinkovitost denarne politike v zadnjem ciklu tudi prek kanala varčevanja. Zaradi navedenih sprememb v finančni strukturi se je transmisija učinkov denarne politike na gospodarske razmere skozi kanala kreditiranja in varčevanja zmanjšala tako v evrskem območju, še nekoliko bolj pa v Sloveniji.

<sup>59</sup> Predstavljena primerjava se nanaša na primerjavo obdobja 2005–2008 ter od drugega četrletja 2022 naprej, kar so lahko zelo specifična okna za izračun tokov posojil. Ne glede na to je rezultat robusten tudi ko vzamemo daljše okno za izračun povprečnih vrednosti (npr. pred in po letu 2010), saj je trend nizke kreditne rasti v Sloveniji prisoten že od svetovne finančno gospodarske krize.



Tabela 9.1: Ključni makroekonomski kazalniki na mesečni ravni, Slovenija

	2023	2024	12 mes. do jan. 25	3 mes. do jan. 24	3 mes. do jan. 25	2024 nov.	2024 dec.	2025 jan.	2025 feb.	2025 mar.	
<b>Gospodarska gibanja</b>	<b>ravnotežje odgovorov v odstotnih točkah</b>										
Kazalnik gospodarske klime	-3,8	-2,7	-2,6	-3,8	-2,6	-2,8	-2,5	-2,6	-2,3	-1,6	
- predelovalne dejavnosti	-8,3	-7,6	-7,5	-7,7	-7,3	-7,0	-8,0	-7,0	-6,0	-7,0	
	<b>medletna rast v %</b>										
Industrijska proizvodnja: - skupaj	-4,9	-1,2	-0,7	-3,8	0,3	-1,9	1,1	2,1	-2,4	...	
- predelovalne dejavnosti	-3,7	1,1	1,2	-1,9	0,7	-0,1	1,6	0,7	-3,8	...	
Gradbeništvo: - skupaj	19,4	-9,4	-8,9	7,0	-1,0	-2,7	-2,3	3,8	...	...	
- stavbe	10,5	-12,6	-10,6	-1,1	-1,8	-11,3	-7,4	19,1	...	...	
Trgovina in druge zasebne storitve - skupaj	0,4	1,9	1,7	3,1	0,9	1,1	0,8	0,7	...	...	
Trgovina z motornimi vozili in popravila	11,5	6,7	5,9	14,8	0,3	0,3	-2,2	3,2	...	...	
Trgovina na drobno brez vozil	-4,6	0,7	1,1	-1,7	0,8	0,4	-1,5	4,1	...	...	
Druge zasebne storitve	2,5	1,5	0,9	5,1	0,1	0,2	1,4	-1,7	...	...	
<b>Trg dela</b>	<b>medletna rast v %</b>										
Povprečna bruto plača	9,7	6,2	6,1	8,3	5,5	6,2	3,9	6,9	...	...	
- zasebni sektor	9,4	7,1	6,7	8,7	4,7	6,1	3,4	5,0	...	...	
- javni sektor	10,3	4,6	4,9	7,4	7,0	6,2	4,8	10,2	...	...	
Povprečna realna neto plača <sup>1</sup>	2,2	1,8	2,0	3,0	2,2	2,3	0,5	4,3	...	...	
Stopnja registrirane brezposelnosti (v %)	5,0	4,6	4,6	5,0	4,8	4,6	4,8	5,1	...	...	
Registrirane brezposelne osebe	-14,0	-5,6	-5,2	-8,7	-2,9	-3,1	-2,7	-2,8	-2,9	-2,2	
Delovno aktivno prebivalstvo	1,3	1,1	1,0	0,9	0,2	1,1	-0,3	-0,3	...	...	
- storitve pretežno zasebnega sektorja	1,4	1,1	0,9	0,9	-0,1	1,0	-0,5	-0,6	...	...	
- storitve pretežno javnega sektorja	0,9	1,2	1,1	1,0	0,8	1,3	0,4	0,8	...	...	
<b>Gibanje cen</b>	<b>medletna rast v %</b>										
HICP	7,2	2,0	1,9	3,9	2,0	1,6	2,0	2,3	1,9	2,2	
- storitve	7,7	4,8	4,7	6,1	3,7	3,7	3,6	3,8	3,9	4,2	
- industrijsko blago brez energentov	5,4	0,6	0,4	2,6	0,3	0,8	0,1	0,1	0,2	0,5	
- hrana	11,8	1,9	1,8	5,4	2,5	2,3	2,7	2,5	2,8	3,3	
- energenti	2,2	-2,3	-2,1	-1,5	-0,1	-3,6	0,7	2,9	-1,7	-1,6	
Kazalnik osnovne inflacije <sup>2</sup>	6,7	2,9	2,7	4,5	2,2	2,3	2,0	2,1	2,2	2,5	
<b>Tekoči račun plačilne bilance</b>	<b>v % BDP</b>										
Saldo tekočega računa	4,5	4,4	4,0	3,5	0,8	1,7	0,6	-0,1	4,0	...	
1. Blago	0,7	0,9	0,6	-0,2	-1,2	-0,7	-2,3	-0,6	1,3	...	
2. Storitve	5,6	5,4	5,3	4,7	4,4	4,1	5,5	3,6	4,3	...	
3. Primarni dohodki	-1,0	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-0,7	-2,6	-0,3	-0,4	...	
4. Sekundarni dohodki	-0,8	-0,7	-0,8	0,1	-1,2	-1,0	-0,1	-2,7	-1,2	...	
	<b>nominalna medletna rast v %</b>										
Izvoz blaga in storitev	-0,4	2,5	2,7	-3,2	2,4	1,7	2,7	3,0	0,8	...	
Uvoz blaga in storitev	-6,1	2,3	3,2	-7,1	4,1	1,7	2,6	8,4	-1,6	...	
<b>Javne finance</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>12 mes. do feb. 25</b>	<b>2024</b>		<b>2025</b>					
Konsolidirana bilanca <sup>3</sup>		<b>mio EUR</b>	<b>% BDP</b>	<b>medl. rast v %</b>	<b>mio EUR</b>	<b>medl. rast v %</b>	<b>mio EUR</b>	<b>medl. rast v %</b>			
Prihodki	25.035	27.916	41,4	10,7	4.203	10,6	4.449	5,8			
Davki	21.977	24.546	36,6	11,0	3.859	12,7	4.180	8,3			
Prejeta sredstva iz EU	1.084	1.040	1,4	-8,9	116	-21,3	34	-70,3			
Ostali	1.974	2.330	3,4	18,3	228	-0,2	234	2,4			
Odhodki	27.308	28.868	43,2	6,3	3.983	8,3	4.466	12,1			
Tekoči odhodki	11.572	12.907	19,3	12,0	1.693	8,1	1.889	11,5			
- plače in drugi izdatki zaposlenim	6.094	6.539	9,8	7,6	1.039	8,3	1.144	10,2			
- izdatki za blago in storitve	3.869	4.368	6,5	11,7	572	17,5	622	8,7			
- obresti	711	793	1,2	15,5	55	-22,2	65	18,4			
Tekoči transferji	12.050	12.794	19,2	6,9	1.958	7,5	2.188	11,7			
- transferji posameznikom in gospodinjstvom	9.731	10.397	15,5	6,3	1.658	9,8	1.765	6,4			
Investicijski odhodki, transferji	3.014	2.532	3,8	-16,6	237	35,5	269	13,8			
Saldo	-2.274	-953	-1,7		220		-17				

Vir: SURS, Banka Slovenije, Ministrstvo za finance, preračuni Banke Slovenije.

Opomba: Pri gospodarskih gibanjih so prikazani podatki z izločenimi vplivi koledarja (z izjemo kazalnikov klime, kjer so podatki desezonirani). Drugi podatki v tabeli so neprilagojeni. Mesečni kazalniki aktivnosti v industriji, gradbeništvu in storitvah so realni. Zaradi spremenjenega vira podatkov so bile serije za povprečne plače pred letom 2023 prilagojene na podlagi stopenj rasti prejšnjih serij. (1) HICP-deflator. (2) Inflacija brez energentov, hrane, alkohola in tobaka. (3) Konsolidirane bilance državnega proračuna, proračuna občin, pokojninsko-invalidskega in obveznega zdravstvenega zavarovanja po načelu plačane realizacije.



Tabela 9.2: Ključni makroekonomski kazalniki na četrtletni ravni za Slovenijo in evrsko območje

	2022	2023	2024	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2022	2023	2024	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4
	Slovenija							evrsko območje						
<b>Gospodarska gibanja</b>								<b>četrtletna rast v %</b>						
BDP				-0,0	0,1	0,4	0,6				0,3	0,2	0,4	0,2
- industrija				0,8	-0,2	1,7	0,6				-1,6	-0,1	0,1	-0,2
- gradbeništvo				-1,1	-1,5	-2,0	5,9				0,1	-1,0	-0,6	0,2
- storitve pretežno javnega sektorja (OPQ)				-3,1	1,1	0,1	3,7				0,3	0,4	0,7	0,6
- storitve pretežno zasebnega sektorja (brez OPQ)				1,6	-0,3	0,6	-0,1				0,1	0,1	0,2	0,1
Domača potrošnja				-0,8	1,2	-2,6	2,4				-0,3	-0,1	1,4	0,3
- država				1,2	7,1	-3,0	0,7				0,3	1,1	0,9	0,4
- gospodinjstva in NPISG <sup>1</sup>				0,6	-1,3	2,1	0,5				0,5	0,0	0,6	0,4
- bruto investicije				-3,5	0,8	-12,8	9,0				-3,0	-1,5	4,0	-0,4
- bruto investicije v osnovna sredstva				-0,9	-1,5	-3,4	0,5				-2,0	-2,5	1,8	0,6
								<b>medletna rast v %</b>						
BDP	2,7	2,1	1,6	2,4	0,9	1,6	1,5	3,5	0,4	0,9	0,2	0,7	1,3	1,2
- industrija	-2,1	5,1	2,6	3,9	-0,1	3,6	3,4	0,5	-1,3	-1,0	-1,8	-1,0	0,2	-1,3
- gradbeništvo	8,3	14,0	-1,4	4,3	-2,3	-7,8	1,3	0,1	1,3	-1,5	-2,7	-1,5	-1,3	-0,9
- storitve pretežno javnega sektorja (OPQ)	1,9	0,4	1,6	1,5	1,4	1,6	1,7	2,9	1,1	1,6	0,9	1,5	1,9	1,9
- storitve pretežno zasebnega sektorja (brez OPQ)	5,0	1,4	1,8	1,5	2,1	1,9	1,8	4,1	0,6	0,7	0,3	0,7	1,1	0,6
Domača potrošnja	4,5	-0,2	2,1	3,5	5,1	-0,0	0,1	3,8	0,1	0,5	-0,3	-0,6	1,4	1,3
- država	-0,7	2,4	8,5	6,5	12,6	9,2	5,7	1,1	1,4	2,8	2,1	3,0	3,2	2,8
- gospodinjstva in NPISG	5,3	0,1	1,6	2,0	1,7	1,7	1,2	5,0	0,5	1,0	1,0	0,5	1,2	1,5
- bruto investicije	7,4	-2,8	-2,4	4,2	6,2	-11,5	-7,6	4,0	-2,1	-3,1	-5,4	-6,2	-0,1	-0,7
- bruto investicije v osnovna sredstva	4,2	3,9	-3,7	0,6	-2,1	-8,1	-5,2	2,0	1,7	-1,9	-1,8	-2,9	-1,0	-1,8
- prispevek zaloga k rasti BDP, v o. t.	0,8	-1,5	0,3	0,8	1,8	-0,9	-0,6	0,5	-0,9	-0,3	-0,9	-0,8	0,2	0,3
<b>Trg dela</b>								<b>četrtletna rast v %</b>						
Zaposlenost				-0,1	-0,1	-0,1	-0,1				0,3	0,1	0,2	0,1
- pretežno zasebni sektor (brez OPQ)				-0,3	-0,1	-0,2	-0,2				0,2	-0,0	0,2	0,1
- pretežno javne storitve (OPQ)				0,4	0,3	0,4	0,2				0,5	0,5	0,4	0,2
								<b>medletna rast v %</b>						
Zaposlenost	2,9	1,6	0,1	0,6	0,3	0,0	-0,3	2,4	1,4	1,0	1,1	0,9	1,0	0,7
- pretežno zasebni sektor (brez OPQ)	3,1	1,7	-0,2	0,3	-0,0	-0,4	-0,7	2,7	1,5	0,7	1,0	0,6	0,7	0,5
- pretežno javne storitve (OPQ)	2,0	1,5	1,6	1,8	1,8	1,7	1,3	1,5	1,3	1,7	1,7	1,8	1,9	1,5
Sredstva za zaposlene na zaposlenega	5,0	9,5	6,2	6,6	6,1	6,6	5,7	4,5	5,4	4,5	4,8	4,8	4,5	4,1
- pretežno zasebni sektor (brez OPQ)	7,8	9,5	6,8	7,0	7,2	7,3	6,0	5,0	5,6	4,4	4,6	4,7	4,3	4,1
- pretežno javne storitve (OPQ)	-3,2	9,5	4,2	5,3	2,7	4,1	4,6	3,5	4,8	4,8	5,3	5,0	4,7	4,1
Stroški dela na enoto proizvoda, nominalno <sup>2</sup>	5,2	9,0	4,7	4,8	5,5	4,9	3,7	3,4	6,4	4,6	5,8	5,1	4,2	3,6
Stroški dela na enoto proizvoda, realno <sup>3</sup>	-1,2	-1,0	1,6	0,2	3,0	1,9	1,2	-1,6	0,4	1,7	2,1	2,1	1,5	1,0
ILO stopnja brezposelnosti, v %	4,0	3,7	3,7	3,4	3,4	4,4	3,5	6,8	6,6	6,4	6,8	6,3	6,2	6,1
<b>Menjava s tujino</b>								<b>četrtletna rast v %</b>						
Realni izvoz blaga in storitev				2,9	-0,7	3,1	-2,0				1,1	1,5	-1,4	-0,1
Realni uvoz blaga in storitev				2,5	0,7	-1,6	-0,2				-0,2	1,0	0,5	-0,1
								<b>medletna rast v %</b>						
Realni izvoz blaga in storitev	6,8	-2,0	3,2	-0,4	0,1	9,5	3,9	7,3	-0,8	1,0	-1,4	2,2	2,0	1,2
Realni uvoz blaga in storitev	9,2	-4,5	3,9	0,8	4,8	8,0	2,3	8,3	-1,4	0,2	-2,6	-0,2	2,2	1,3
Tekoči račun plačilne bilance v % BDP <sup>4</sup>	-1,1	4,5	4,4	4,3	3,8	4,5	4,4	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Prispevek neto izvoza k rasti BDP, v o. t.	-1,5	2,3	-0,4	-1,0	-3,6	1,8	1,3	-0,2	0,3	0,4	0,5	1,2	-0,1	-0,0
<b>Financiranje</b>								<b>v % BDP</b>						
Bilančna v sota bank	91,0	85,0	...	83,4	...	...	...	273,2	256,3	...	257,8	...	...	...
Posojila podjetjem	20,1	17,6	16,4	16,8	16,8	16,6	16,4	36,4	34,1	33,1	33,7	33,6	33,3	33,1
Posojila gospodinjstvom	21,5	19,9	20,2	19,8	19,9	20,0	20,2	48,1	45,4	43,9	44,8	44,4	44,1	43,9
<b>Inflacija</b>								<b>v %</b>						
HICP	9,3	7,2	2,0	3,4	2,4	1,1	1,2	8,4	5,4	2,4	2,6	2,5	2,2	2,2
Osnovna (brez energentov, hrane, alkohola in tobaka)	5,9	6,7	2,9	4,0	3,0	2,3	2,2	4,0	5,0	2,8	3,1	2,8	2,8	2,7
<b>Javne finance</b>								<b>v % BDP</b>						
Dolg države	72,7	68,4	67,0	70,0	69,4	66,7	67,0	89,5	87,4	...	87,8	88,1	88,1	...
Saldo države <sup>4</sup>	-3,0	-2,6	-0,9	-1,9	-1,8	-1,7	-0,9	-3,5	-3,6	...	-3,6	-3,5	-3,2	...
- plačilo obresti <sup>4</sup>	1,1	1,2	1,3	1,2	1,3	1,3	1,3	1,7	1,7	...	1,8	1,8	1,9	...
- primarni saldo <sup>4</sup>	-1,9	-1,3	0,4	-0,7	-0,5	-0,3	0,4	-1,8	-1,8	...	-1,8	-1,6	-1,4	...

Vir: SURS, Eurostat, Banka Slovenije, ECB, Ministrstvo za finance RS, preračuni Banke Slovenije.

Opomba: Za izračun medletnih stopenj rasti so uporabljeni neprilagojeni podatki, za izračun tekočih stopenj rasti pa desezonirani. SURS četrtletnih podatkov nacionalnih računov še ni uskladil s prvo letno oceno. (1) Podatki za Slovenijo so izračunani kot razlika desezoniranih podatkov za končno potrošnjo skupaj in končno potrošnjo države.

(2) Nominalni stroški dela na enoto proizvoda so količnik med nominalnimi sredstvi za zaposlene na zaposlenega in realno produktivnostjo dela. (3) Realni stroški dela na enoto proizvoda so količnik med nominalnimi sredstvi za zaposlene na zaposlenega in nominalno produktivnostjo dela. (4) 4-črtletne drseče vsote.

## Kratice

AJPES	Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve
BDP	bruto domači proizvod
BS	Banka Slovenije
COFOG	izdatki sektorja država po namenih (angl. Classification of the Functions of Government)
DDV	davek na dodano vrednost
ECB	Evropska centralna banka
ECOICOP	evropska klasifikacija individualne potrošnje po namenu
EO	evrsko območje
EPU	ekonomsko politična negotovost (angl. Economic Policy Uncertainty)
ESA	Evropski sistem računov (angl. European System of Accounts)
EU	Evropska unija
EUR	evro
Fed	Ameriška centralna banka (angl. Federal Reserve System)
FOMC	Odbor za odprti trg (angl. Federal Open Market Committee)
FURS	Finančna uprava Republike Slovenije
HICP	harmoniziran indeks cen življenjskih potrebščin
IKT	informacijske in komunikacijske dejavnosti
NATO	Organizacija severnoatlantske pogodbe (angl. North Atlantic Treaty Organization)
NFD	nefinančne družbe
OECD	Organizacija za ekonomsko sodelovanje in razvoj
OIS	obrestna zamenjava (angl. Overnight Index Swap)
OPEC+	Organizacija držav izvoznic nafte
PMI	kazalnik nabavnih menedžerjev
ROE	donosnost lastniškega kapitala (angl. Return on Equity)
SDH	Slovenski državni holding
SURS	Statistični Urad Republike Slovenije
S&P 500	Standard and Poor's 500
STOXX	
Europe 600	osrednji evropski delniški indeks
TARGET	Transevropski sistem bruto poravnave v realnem času
ULC	stroški dela na enoto proizvoda (angl. Unit Labour Costs)
USD	ameriški dolar (angl. United States Dollar)
ZEW	Center za evropske ekonomske raziskave (nem. Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung)
ZDA	Združene države Amerike
ZPIZ	Zavod za pokojninsko in invalidsko zavarovanje Slovenije
ZRSZ	Zavod Republike Slovenije za zaposlovanje
ZZSZ	Zavod za zdravstveno zavarovanje Slovenije

## Kratice Standardne klasifikacije dejavnosti (SKD 2008)

**A** – Kmetijstvo in lov, gozdarstvo, ribištvo, **01** – Kmetijska proizvodnja in lov ter z njima povezane storitve, **02** – Gozdarstvo, **03** – Ribištvo in gojenje vodnih organizmov  
**B** – Rudarstvo, **05** – Pridobivanje premoga, **06** – Pridobivanje surove nafte in zemeljskega plina, **07** – Pridobivanje rud, **08** – Pridobivanje rudnin in kamnin, **09** – Storitve za rudarstvo  
**C** – Predelovalne dejavnosti, **10** – Proizvodnja živil, **11** – Proizvodnja pijač, **12** – Proizvodnja tobaknih izdelkov, **13** – Proizvodnja tekstilij, **14** – Proizvodnja oblačil, **15** – Proizvodnja usnja, usnjenih in sorodnih izdelkov, **16** – Obdelava in predelava lesa; proizvodnja izdelkov iz lesa, plute, slame in protja, razen pohištva, **17** – Proizvodnja papirja in izdelkov iz papirja, **18** – Tiskarstvo in razmnoževanje posnetih nosilcev zapisa, **19** – Proizvodnja kokska in naftnih derivatov, **20** – Proizvodnja kemikalij, kemičnih izdelkov, **21** – Proizvodnja farmacevtskih surovin in preparatov, **22** – Proizvodnja izdelkov iz gume in plastičnih mas, **23** – Proizvodnja nekovinskih mineralnih izdelkov, **24** – Proizvodnja kovin, **25** – Proizvodnja kovinskih izdelkov, razen strojev in naprav, **26** – Proizvodnja računalnikov, elektronskih in optičnih izdelkov, **27** – Proizvodnja električnih naprav, **28** – Proizvodnja drugih strojev in naprav, **29** – Proizvodnja motornih vozil, prikolic in polprikolic, **30** – Proizvodnja drugih vozil in plovil, **31** – Proizvodnja pohištva, **32** – Druge raznovrstne predelovalne dejavnosti, **33** – Popravila in montaža strojev in naprav **D** – Oskrba z električno energijo, plinom in paro, **35** – Oskrba z električno energijo, plinom in paro **E** – Oskrba z vodo; ravnanje z odplakami in odpadki; saniranje okolja, **36** – Zbiranje, čiščenje in distribucija vode, **37** – Ravnanje z odplakami, **38** – Zbiranje in odvoz odpadkov ter ravnanje z njimi; pridobivanje sekundarnih surovin **F** – Gradbeništvo, **41** – Gradnja stavb, **42** – Gradnja inženirskih objektov, **43** – Specializirana gradbena dela **G** – Trgovina; vzdrževanje in popravila motornih vozil, **45** – Trgovina z motornimi vozili in popravila motornih vozil, **46** – Posredništvo in trgovina na debelo, razen z motornimi vozili, **47** – Trgovina na drobno, razen z motornimi vozili **H** – Promet in skladiščenje, **49** – Kopenski promet; cevovodni transport, **50** – Vodni promet, **51** – Zračni promet, **52** – Skladiščenje in spremljajoče prometne dejavnosti **I** – Gostinstvo, **55** – Gostinske nastanitvene dejavnosti, **56** – Dejavnosti strežbe jedi in pijač **J** – Informacijske in komunikacijske dejavnosti, **58** – Založništvo, **59** – Dejavnosti v zvezi s filmi, video in zvočnimi zapisi, **60** – Radijska in televizijska dejavnost, **61** – Telekomunikacijske dejavnosti, **62** – Računalniško programiranje, svetovanje in druge s tem povezane dejavnosti, **63** – Druge

informacijske dejavnosti **K** – Finančne in zavarovalniške dejavnosti, **64** – Dejavnosti finančnih storitev, razen zavarovalništva in dejavnosti pokojninskih skladov, **65** – Dejavnost zavarovanja, pozavarovanja in pokojninskih skladov, razen obvezne socialne varnosti, **66** – Pomožne dejavnosti za finančne in zavarovalniške storitve **L** – Poslovanje z nepremičninami, **68** – Poslovanje z nepremičninami **M** – Strokovne, znanstvene in tehnične dejavnosti, **69** – Pravne in računovodske dejavnosti, **70** – Dejavnost uprav podjetij; podjetniško in poslovno svetovanje, **71** – Arhitekturno in tehnično projektiranje; tehnično preizkušanje in analiziranje, **72** – Znanstvena raziskovalna in razvojna dejavnost, **73** – Oglaševanje in raziskovanje trga, **74** – Druge strokovne in tehnične dejavnosti **N** – Druge raznovrstne poslovne dejavnosti, **77** – Dajanje v najem in zakup, **78** – Zaposlovalne dejavnosti, **79** – Dejavnost potovalnih agencij, organizatorjev potovanj in s potovanji povezanih dejavnosti, **80** – Varovanje in proizvodvalne dejavnosti, **81** – Dejavnost oskrbe stavb in okolice, **82** – Pisarniške in spremljajoče poslovne storitvene dejavnosti **O** – Dejavnost javne uprave in obrambe; dejavnost obvezne socialne varnosti, **84** – Dejavnost javne uprave in obrambe; dejavnost obvezne socialne varnosti **P** – Izobraževanje, **85** – Izobraževanje **Q** – Zdravstveno in socialno varstvo, **86** – Zdravstvo, **87** – Socialno varstvo z nastanitvijo, **88** – Socialno varstvo brez nastanitve **R** – Kulturne, razvedrilne in rekreacijske dejavnosti, **90** – Kulturne in razvedrilne dejavnosti, **91** – Dejavnost knjižnic, arhivov, muzejev in druge kulturne dejavnosti, **92** – Prirejanje iger na srečo, **93** – Športne in druge dejavnosti za prosti čas **S** – Druge dejavnosti, **94** – Dejavnost članskih organizacij, **95** – Popravila računalnikov in izdelkov za široko rabo, **96** – Druge storitvene dejavnosti **T** – Dejavnost gospodinjstev z zaposlenim hišnim osebjem: proizvodnja za lastno rabo, **97** – Dejavnost gospodinjstev z zaposlenim hišnim osebjem, **98** – Raznovrstna proizvodnja gospodinjstev za lastno rabo **U** – Dejavnosti eksteritorialnih organizacij in teles, **99** – Dejavnost eksteritorialnih organizacij in teles

#### Kratice držav

**AT** – Avstrija, **BE** – Belgija, **BG** – Bolgarija, **CY** – Ciper, **CZ** – Češka, **ME** – Črna gora, **DK** – Danska, **EE** – Estonija, **FI** – Finska, **FR** – Francija, **EL** – Grčija, **HR** – Hrvaška, **IE** – Irska, **IS** – Islandija, **IT** – Italija, **LV** – Latvija, **LT** – Litva, **LU** – Luksemburg, **HU** – Madžarska, **MT** – Malta, **DE** – Nemčija, **NL** – Nizozemska, **UK** – Združeno kraljestvo, **US** – Združene države, **PL** – Poljska, **PT** – Portugalska, **RO** – Romunija, **MK** – Severna Makedonija, **SK** – Slovaška, **SI** – Slovenija, **RS** – Srbija, **ES** – Španija, **SE** – Švedska, **TR** – Turčija