BANKA SLOVENIJE

EVROSISTEM

# Pregled makroekonomskih gibanj

Marec 2026

BANKA SLOVENIJE

EVROSISTEM

Naslov: Pregled makroekonomskih gibanj

Številka: marec 2026

Izdajatelj:
Banka Slovenije
Slovenska 35, 1505 Ljubljana, Slovenija
www.bsi.si

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

Upoštevani so podatki, dostopni do 6. marca 2026.

Gradivo je bilo obravnavano na seji Sveta Banke Slovenije
10. marca 2026.

© Banka Slovenije

ISSN 2820-3011

This publication is also available in English.

**Kazalo**


Povzetek 4

1 Mednarodno okolje 7

Okvir 1.1: **Priporočila IMF Sloveniji glede produktivnosti in načrti EU za poglobitev finančnih trgov** 10

2 Denarna politika in finančni trgi 12

3 Domača gospodarska aktivnost 15

Okvir 3.1: **Modelska ocena rasti za prvo četrtletje** 17

Okvir 3.2: **Investicije slovenskih podjetij v mednarodni primerjavi** 18

Okvir 3.3: **Šoki ponudbe posojil in njihov vpliv na zasebno potrošnjo v Sloveniji** 21

Okvir 3.4: **Dostop podjetij do financiranja in vpliv na investicije** 24

Okvir 3.5: **Vloga dejavnikov posojilnega trga pri investicijski aktivnosti slovenskih podjetij** 26

Okvir 3.6: **Gibanje digitalnih naložb in njihov prispevek k rasti BDP** 28

4 Trg dela 31

5 Tekoči račun plačilne bilance 34

Okvir 5.1: **Tekoči račun kot odraz domačega presežnega varčevanja** 37

6 Inflacija 40

7 Fiskalni položaj države 43

8 Izbrana tema 46

8.1 Vloga finančnega sistema pri naložbeni aktivnosti podjetij in prestrukturiranju gospodarstva 46

9 Statistična priloga 54

10 Seznam kratic 56

# Povzetek

***Po gospodarsko razmeroma ugodnem zaključku lanskega leta se domače povpraševanje v Sloveniji na začetku letošnjega leta umirja, tveganja za rast aktivnosti in inflacijo pa so se z zaostritvijo vojne na Bližnjem vzhodu povečala.***

**Gospodarska rast evrskega območja, ki je ob koncu lanskega leta temeljila na domačem povpraševanju, se v začetku letošnjega leta nadaljuje, vendar se tveganja zaradi dogajanj na Bližnjem vzhodu povečujejo.** Anketni kazalniki kažejo, da rast aktivnosti letos še naprej podpirajo predvsem storitve, medtem ko se razmere krepijo tudi v predelovalnih dejavnostih, kjer se je kazalnik PMI februarja (ki še ne odraža zaostritve vojne na Bližnjem vzhodu) povzpel nad mejo rasti prvič po šestih mesecih. Kljub izboljšanju gospodarskega razpoloženja podjetij so se ob stopnjevanju vojne na Bližnjem vzhodu v začetku marca tveganja za nadaljnjo gospodarsko rast in stabilnost cen povečala. Do zaostritve razmer prihaja potem, ko je po zadnjih razpoložljivih podatkih skupna evrska inflacija z 1,9 % februarja ostala pod ciljno ravnijo denarne politike, osnovna pa je ob vztrajnejših cenovnih pritiskih v storitvenem delu gospodarstva narasla na 2,4 %. Že marca pričakujemo poskok zaradi močne podražitve energentov ob motnjah v svetovni dobavi nafte in plina.

**ECB in Fed sta na zadnjih zasedanjih ohranila ključne obrestne mere nespremenjene.** Svet ECB odločitev utemeljuje z oceno, da se bo inflacija srednjeročno stabilizirala pri ciljnih 2 %, medtem ko so pri Fed k ohranitvi politike prispevali tudi spodbudnejši podatki z ameriškega trga dela. Z izbruhom vojne na Bližnjem vzhodu so se tržna pričakovanja glede nadaljnjega zniževanja ključne obrestne mere Fed nekoliko zmanjšala, medtem ko so se glede ECB okrepila pričakovanja o morebitnem zgodnejšem zvišanju ključnih obrestnih mer za 25 bazičnih točk.

**Dogajanje na mednarodnih finančnih trgih je bilo februarja razmeroma stabilno, v začetku marca pa se je volatilnost povečala z izbruhom vojne na Bližnjem vzhodu.** Zahtevane donosnosti ameriških in nemških državnih obveznic so se v začetku marca zvišale ob okrepitvi pričakovanj, da bodo motnje v dobavi energentov zvišale inflacijo. Nasprotno so se osrednji svetovni delniški indeksi znižali zaradi preusmerjanja vlagateljev v varnejše naložbe, ameriški dolar pa se je okrepil.

**V Sloveniji je bil zaključek lanskega leta razmeroma ugoden, predvsem zaradi krepitve domačega povpraševanja, ki pa se po prvih podatkih v začetku letošnjega leta umirja.** V zadnjem četrtletju lani je medletna rast BDP dosegla 2,0 %, k tej pa sta največ prispevala nadaljevanje investicijskega cikla države ter okrepljeno zasebno trošenje ob uvedbi obvezne božičnice in izplačilu zimskega dodatka za upokojence. Nasprotno je tuje povpraševanje ostalo šibko, z njim pa tudi izvoz in aktivnost predelovalnih dejavnosti. V začetku letošnjega leta so po anketnih podatkih razmere za izvoznike ostale zahtevne, hkrati pa se kažejo nekateri znaki umirjanja potrošnje na domačem trgu. Realna rast vrednosti kartičnih plačil se je namreč upočasnila, davčno potrjenih računov upadla, nekoliko šibkejše pa so bile februarja tudi anketne ocene povpraševanja v gradbeništvu in storitvah. Ob danem naboru kazalnikov napovedni modeli za prvo četrtletje nakazujejo 0,5-odstotno četrtletno gospodarsko rast.

**Ob šibkem tujem povpraševanju in zahtevnih razmerah za izvoznike je saldo blagovne menjave s tujino lani izkazal primanjkljaj.** To se je v zadnjem desetletju zgodilo le še enkrat, v času energetske krize leta 2022. Realni izvoz blaga se je lani ob

vplivu zaostrenih trgovinskih politik na svetovno povpraševanje in nadaljnjem poslabševanju zunanje konkurenčnosti zmanjšal, medtem ko je realni uvoz blaga, spodbujen z robustnim domačim povpraševanjem zlasti v drugi polovici leta, občutno narasel. Tekoči račun je ostal v presežku (3,4 % BDP) izključno zaradi presežka storitvene menjave, ki se je še okrepil glede na leto prej. Prvi podatki za letos nakazujejo nadaljnje krčenje blagovnega izvoza, ugodni pa niso niti obeti, saj podjetja predelovalnih dejavnosti februarja niso zaznala večje rasti izvoznih naročil.

**Na trgu dela se je ob koncu lanskega leta nadaljevalo razhajanje med javnim in zasebnim sektorjem.** Po enoletnem upadanju se je število delovno aktivnih decembra medletno povečalo (za 0,3 %) – predvsem zaradi zaposlovanja v javnem sektorju –, vendar se je v povprečju leta zmanjšalo zaradi krčenja v zasebnem, zlasti predelovalnih dejavnostih. Registrirana brezposelnost je bila v začetku letošnjega leta medletno nižja, vendar nad lanskim povprečjem. Povprečna bruto plača je bila decembra po daljšem obdobju medletno nižja (–0,5 %), zlasti zaradi manj izrednih izplačil ob koncu leta, ki so jih podjetja verjetno deloma nadomestila z izplačilom obvezne božičnice. Pri tem se je razkorak med zasebnim in javnim sektorjem poglobil, saj je plača v prvem upadla, v drugem pa je bila njena rast skoraj 10-odstotna.

**Skupna inflacija, merjena s HICP, se je februarja zvišala na 2,8 %. To je večinoma izhajalo iz cen energentov, zlasti enkratnega učinka osnove pri cenah elektrike, ki so bile februarja lani z vladnimi ukrepi močno znižane.** Rast cen hrane pri 4,3 % ostaja povišana, a se nadalje blago umirja, skladno s stabilizacijo razmer na svetovnih prehranskih trgih in pri pridelovalcih v evrskem območju. Šibko povpraševanje in zmerni zunanji cenovni dejavniki so se odrazili tudi v upadu rasti cen drugega blaga, zaradi česar se je osnovna inflacija znižala na 2,3 %. Rast cen storitev se je nasprotno okrepila, kar sovpada z močno rastjo stroškov dela.

**Primanjkljaj konsolidirane bilance javnih financ se je lani povečal na 2,5 % BDP in bil dobro odstotno točko večji kot leto prej.** Povečanje odraža umirjanje gospodarske rasti in učinke reforme plačnega sistema v javnem sektorju. Proti koncu leta se je pospešila rast investicij, zaposlenim je bila prvič izplačana obvezna božičnica, upokojencem pa zimski dodatek. Januarski presežek je bil nižji kot v istem obdobju lani. K rasti prihodkov so še naprej največ prispevali prispevki za socialno varnost, na strani odhodkov pa izdatki za plače. Letni primanjkljaj naj bi se po načrtih vlade kljub predvideni krepitvi gospodarske rasti letos še povečal, kar krči prostor za proticiklično delovanje fiskalne politike.

***

**V tokratni publikaciji podrobneje analiziramo makrofinančno okolje v Sloveniji in v kolikšni meri to ponuja ustrezno podporo oziroma predstavlja omejitev pri investiranju podjetij.** Ugotavljamo, da so investicije slovenskih podjetij v zadnjem desetletju zaostajale za primerljivimi državami evrskega območja – kljub nižji zadolženosti podjetij in primerljivim pogojem financiranja –, zlasti pri vlaganjih v intelektualno lastnino. Dostop do financiranja se pri tem ni izkazal kot ključna omejitev. Med pomembnejšimi zaviralnimi dejavniki so po ocenah podjetij izstopali negotovost in nepredvidljivost poslovnega okolja, pomanjkanje usposobljene delovne sile ter stroškovna in davčno-administrativna bremena.

**Čeprav financiranje ostaja eden najmanj omejujočih dejavnikov investiranja podjetij, se obenem kaže, da struktura makrofinančnega okolja ostaja pomanjkljiva pri podpori malim in srednjim podjetjem ter pri spodbujanju inovacij in digitalne preobrazbe gospodarstva.** Podjetja podporo bank namreč še naprej vidijo predvsem

pri tradicionalnih naložbenih aktivnostih, kot so oprema in stroji ter nepremičnine. Z vidika pričakovane strukture naložb podjetij v srednjeročnem obdobju to predstavlja tveganje za nadaljevanje procesa zmanjševanja vloge bančnega sistema v financiranju podjetij, ki je v Sloveniji prisotno že od dolžniške krize. Postopno krčenje pomena bančnega financiranja predstavlja izziv tudi za oblikovalce ekonomskih politik, zlasti denarne, saj lahko omejuje njihovo zmožnost zagotavljanja cenovne in finančne stabilnosti prek bančno-posojilnega kanala.

# 1 Mednarodno okolje

***Rast svetovnega gospodarstva se po anketnih podatkih v začetku letošnjega leta nadaljuje. Zaostrovanje napetosti na Bližnjem vzhodu, sprememba trgovinske politike v ZDA in posledično povišana negotovost predstavljajo osrednje tveganje za prihodnja gibanja.***

V zadnjem četrtletju lani se je gospodarska aktivnost v pomembnejših gospodarstvih povečala, vendar neenakomerno. V ZDA se je tekoča gospodarska rast nadaljevala, a upočasnila na 0,4 % (prej 1,1 %), predvsem zaradi zaprtja zvezne vlade in manjšega prispevka neto izvoza. Zasebna potrošnja je ostala glavni dejavnik rasti, vendar se je nekoliko umirila, k rasti pa so pomembno prispevale tudi investicije. Gospodarska aktivnost Združenega kraljestva je ostala skoraj nespremenjena (0,1 %), pri čemer je skromna rast temeljila predvsem na okrevanju predelovalnih dejavnosti ob stagnaciji storitev. Tudi na Japonskem se je gospodarstvo – po padcu v tretjem četrtletju – le rahlo povečalo, in sicer za 0,1 %, vendar domače povpraševanje ostaja šibko. Zadnje velja tudi za Kitajsko, kjer se je rast okrepila predvsem zaradi večjega prispevka neto izvoza (1,2 %; prej 1,1 %).

Rast svetovnega gospodarstva se letos nadaljuje, kar potrjuje sestavljeni kazalnik PMI, ki se je februarja zvišal na 53,3 indeksne točke[1] (slika 1.1, levo). Aktivnost še naprej v večji meri poganjajo storitve, izboljšale pa so se tudi razmere v predelovalnih dejavnostih, kar potrjuje večji poslovni optimizem. K ugodnejšim razmeram je deloma prispevalo tudi zmanjšanje trgovinskih tveganj, kar nakazuje povečanje novih izvoznih naročil po desetih mesecih izrazitejšega upada.

Zaradi zaostrovanja napetosti na Bližnjem vzhodu in širjenja vojaških spopadov na druge države so se v mednarodnem okolju izrazito povečala tveganja za inflacijo in gospodarsko aktivnost. Povečanje geopolitičnega tveganja potrjuje tudi izrazito povišan svetovni kazalnik geopolitičnih tveganj[2] (slika 1.1, desno). Zaostritev konflikta se najbolj neposredno odraža v rasti cen energentov, zlasti nafte in utekočinjenega plina. Ključni dejavnik je zaprtje Hormuške ožine, ene najpomembnejših pomorskih poti za izvoz energentov, saj prek nje poteka približno 25 % svetovnega pomorskega prevoza nafte in 20 % svetovnega prometa z utekočinjenim zemeljskim plinom. K rasti cen dodatno prispevajo tudi napadi na naftno in plinsko infrastrukturo. Cene evropskega utekočinjenega zemeljskega plina so trenutno višje za približno 60 %, cena nafte pa za okoli 20 %.[3]

V mednarodnem okolju se je nekoliko povečala tudi negotovost glede trgovinske politike, potem ko je vrhovno sodišče ZDA razveljavilo uporabo Zakona o mednarodnih izrednih gospodarskih pooblastilih kot pravne podlage za večino lani uvedenih carinskih ukrepov ameriške administracije. Ta se je na odločitev odzvala z uvedbo začasne dodatne carinske stopnje v višini 10 % na podlagi 122. člena Zakona o trgovini, z možnostjo zvišanja na 15 % za obdobje do 150 dni,[4] hkrati pa si prizadeva vzpostaviti trajnejšo pravno podlago za ohranitev prej dogovorjenih carinskih stopenj. Spremembe začasno preoblikujejo relativno carinsko obremenitev med državami. Gospodarstva, ki

[1] Kazalnik PMI za februar še ne odraža stanja po začetku vojne na Bližnjem vzhodu.

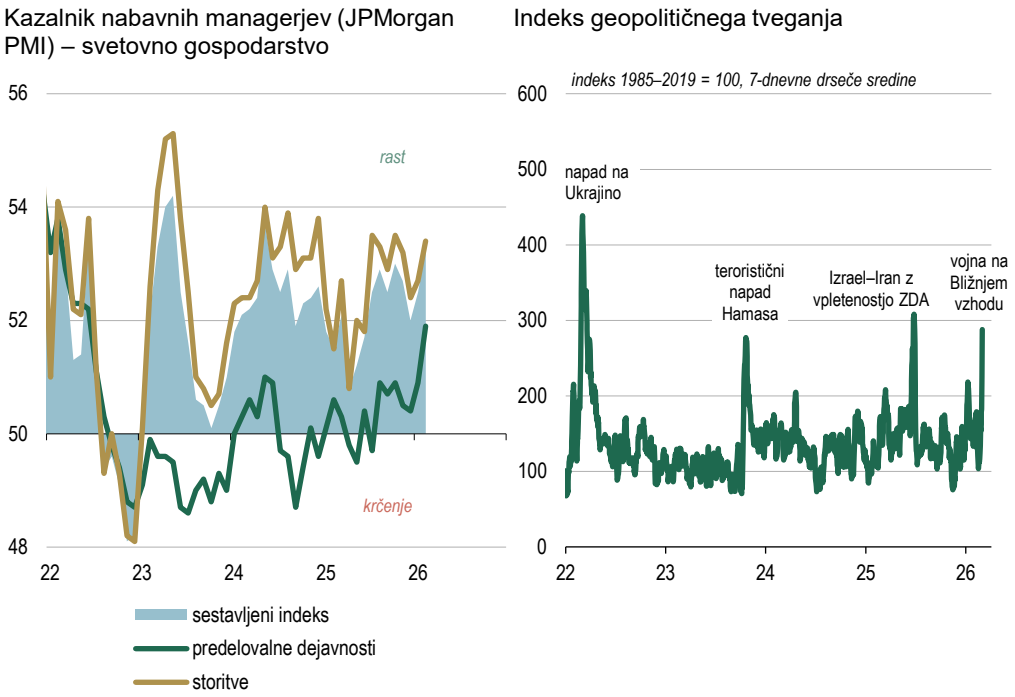
[2] Kazalnik geopolitičnega tveganja je bil posodobljen 2. 3. 2026 in že vključuje začetno fazo zaostritve konflikta.

[3] Na dan 5. 3. 2026.

[4] Dodatne carine, uvedene na podlagi 122. člena, se ne uporabljajo za izdelke, za katere že veljajo ukrepi na podlagi 232. člena (npr. jeklo, aluminij, avtomobili), prav tako ne za blago z brezcarinsko obravnavo v okviru trgovinskih sporazumov ter za nekatere posebej izvzete izdelke.

so bila do zdaj izpostavljena najvišjim carinam, na primer Kitajska in Brazilija, bodo v tem obdobju relativno manj obremenjena, medtem ko se državam z doslej ugodnejšimi dogovori – zlasti Združenemu kraljestvu in EU – zmanjšuje relativna trgovinska prednost.

Slika 1.1: **Kazalnika aktivnosti in geopolitičnih tveganj v svetovnem gospodarstvu**




Vir: Bloomberg. Geopolitical Risk (GPR) Index. Zadnji podatek levo: februar 2026, desno: marec 2026.

***Gospodarska rast evrskega območja, ki je ob koncu lanskega leta temeljila na domačem povpraševanju, se v začetku letošnjega leta nadaljuje ob podpori storitev in ponovni krepitvi predelovalnih dejavnosti.***

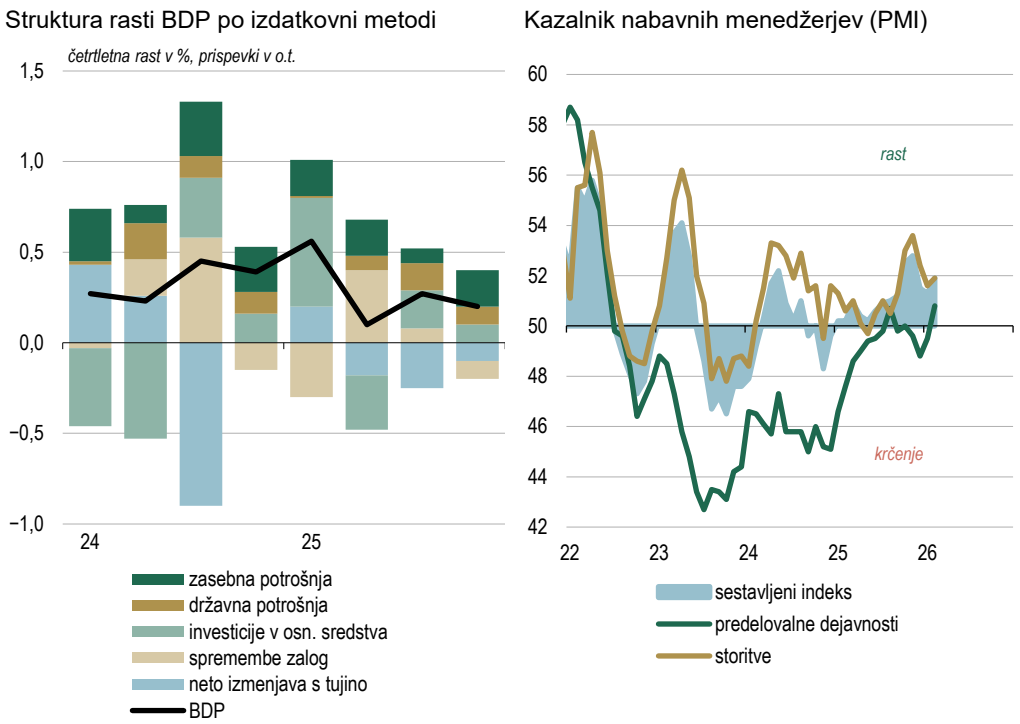
Gospodarstvo evrskega območja se je v zadnjem četrtletju 2025 četrtletno okrepilo za 0,2 % (slika 1.2, levo). Rast je temeljila predvsem na domačem povpraševanju: potrošnja gospodinjstev je k njej prispevala 0,2 odstotne točke, potrošnja države 0,1 odstotne točke, investicije v osnovna sredstva pa dodatne 0,1 odstotne točke. Prispevek neto izvoza je bil negativen (–0,1 odstotne točke). Po dejavnostih je večina rasti izhajala iz storitev. Med večjimi članicami evrskega območja se je BDP najbolj povečal v Španiji (0,8 %), nato na Nizozemskem (0,5 %), v Nemčiji in Italiji za 0,3 %, najmanj pa v Franciji (0,2 %).

Anketni podatki nakazujejo nadaljevanje rasti v začetku letošnjega leta. Sestavljeni kazalnik PMI se je februarja zvišal na 51,9 indeksne točke (slika 1.2, desno), pri čemer so rast še naprej poganjale predvsem storitve. Razmere so se izboljšale tudi v predelovalnih dejavnostih, kjer se je kazalnik prvič po šestih mesecih znova povzpel nad mejo rasti. Izboljšanje potrjuje tudi indeks gospodarskega razpoloženja Evropske komisije, ki je v začetku leta dosegel najvišje vrednosti po prvem četrtletju 2023.

Tveganja za nadaljnjo krepitev aktivnosti in cenovno stabilnost so se ob stopnjevanju konflikta na Bližnjem vzhodu povečala. Negotovost dodatno povečuje tudi trgovinska politika ZDA, zaradi katere je EU začasno preložila ratifikacijo trgovinskega dogovora

z ZDA. Trgovinska negotovost bi lahko dodatno oslabila izvozna naročila, pri čemer so negativni učinki preteklih sprememb trgovinskih politik še vedno prisotni.

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




Vir: Eurostat, Bloomberg, preračuni Banke Slovenije. Zadnji podatek levo: četrto četrtletje 2025, desno: februar 2026.

***Skupna inflacija evrskega območja je februarja ostala pod ciljno ravnijo dveh odstotkov, tveganja pa so se z zaostrovanjem razmer na Bližnjem vzhodu obrnila navzgor.***

Medletna rast cen v evrskem območju, merjena s HICP, se je februarja povišala za 0,2 odstotne točke na 1,9 % (slika 1.3, levo). K povišanju so prispevali energenti in osnovna inflacija, medtem ko je rast cen hrane ostala nespremenjena. Cene energentov so bile medletno nižje za 3,2 % (januarja za 4,0 %), pri čemer sprememba odraža pozitiven učinek osnove in tekoče podražitve. Ob stopnjevanju vojne na Bližnjem vzhodu je prišlo do povečanja cenovnih pritiskov zaradi skoka svetovnih cen nafte in zemeljskega plina. Skladno s tem so se tveganja za medletno rast cen energentov in skupno inflacijo obrnila navzgor.

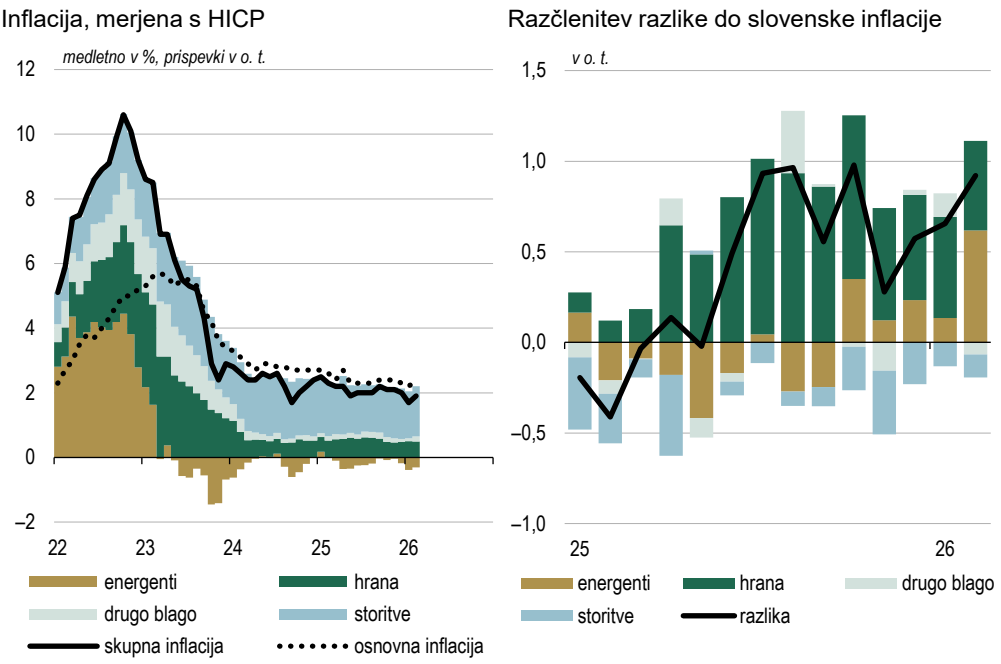
Medletna rast cen hrane je ostala pri 2,6 %, ob nadaljnjem razhajanju med rastjo cen nepredelane in predelane hrane. Cene nepredelane hrane so se pospešile na 4,6 %, deloma zaradi tekočih podražitev in neugodnih vremenskih razmer v začetku leta. Nasprotno je medletna rast cen predelane hrane upadla na 1,8 % in se znižuje že sedmi mesec zapored, kar odraža umirjanje cen prehrambnih surovin na svetovnih trgih.

Osnovna inflacija, tj. inflacija, merjena brez cen energentov in hrane, se je februarja zvišala za 0,2 odstotne točke na 2,4 %. K temu so največ prispevale cene storitev, ki so bile medletno višje za 3,4 % (januarja 3,2 %). Kazalniki ECB kažejo za letos postopno normalizacijo plačnih pritiskov, kar bi ob zmernejših domačih cenovnih pritiskih lahko prispevalo k prihodnjemu umirjanju rasti cen storitev. Medletna rast cen neener-

getskega industrijskega (v nadaljevanju: drugega) blaga se je okrepila na 0,7 % (januarja 0,4 %), vendar ostaja nizka. To je skladno s šibkimi uvoznimi cenovnimi pritiski, ki odražajo apreciacijo evra in uvoz cenejših proizvodov iz Kitajske.

Razlika med skupno inflacijo v Sloveniji in evrskem območju se je februarja povečala na 0,9 odstotne točke zaradi večjega prispevka energentov pri nas (slika 1.3, desno). Osnovni inflaciji sta bili skoraj usklajeni, v Sloveniji je bila nižja za 0,1 odstotne točke. Razmik v skupni inflaciji med članicami evrskega območja se je znižal na 3,0 odstotne točke, kar je najmanj od začetka pandemije. Najvišjo inflacijo je tretjič zapored dosegla Slovaška (4,0 %), najnižjo pa ponovno Ciper (0,9 %).

Slika 1.3: **Gibanje cen v evrskem območju in razčlenitev razlike do slovenske inflacije**




Vir: SURS, Eurostat, ECB, preračuni Banke Slovenije. Zadnji podatek: februar 2026.

Okvir 1.1: **Priporočila IMF Sloveniji glede produktivnosti in načrti EU za poglobitev finančnih trgov**

***Mednarodni denarni sklad med ključnimi priporočili za rast produktivnosti dela v Sloveniji izpostavlja povečanje naložb v neopredmetena sredstva.***

Mednarodni denarni sklad IMF po zaključku svojih rednih posvetovanj po IV. členu Statuta IMF[5] s posamezno državo članico objavi poročilo, v katerem poda oceno njenih zadnjih gospodarskih gibanj, delovanja finančnega sektorja in bančnega sistema ter izpostavi ključne izzive za prihodnost. V tokratnem Poročilu za Slovenijo, objavljenem

[5] IV. člen Statuta IMF določa, da IMF redno – praviloma enkrat letno – vodi posvetovanja s svojimi članicami, ki ob tej priložnosti predstavijo svoje gospodarske politike. Namen posvetovanj je zagotavljanje stabilnosti mednarodnega denarnega sistema s preverjanjem makroekonomskih politik, fiskalnih ukrepov in finančnega sistema posamezne države.

26. januarja 2026, je bila posebna pozornost namenjena vlogi neopredmetenih investicij pri spodbujanju rasti produktivnosti dela.[6]

IMF poudarja, da je rast produktivnosti dela v Sloveniji po letu 2000 zaostajala za povprečjem držav članic EU. Kot enega ključnih razlogov navaja pomanjkanje investicij v neopredmetena sredstva. V Sloveniji so neopredmetene investicije k rasti produktivnosti dela v obdobju 2001–2021 prispevale približno 20 %, opredmetene naložbe pa približno 21 %. Vrzel v investicijah v neopredmetena sredstva se je v primerjavi z vodilnimi inovacijskimi državami EU do leta 2024 povečala na približno 4,5 % BDP. To odraža nižje naložbe v programsko opremo, podatkovne baze, raziskave in razvoj ter organizacijski kapital.[7] Za zmanjšanje vrzeli in povečanje tovrstnih investicij bi bilo treba povečati dostopnost do ustreznih finančnih virov, zmanjšati ovire za naložbe ter okrepiti inovacijsko in podjetniško okolje ter vlaganja v človeški kapital.

IMF ugotavlja, da sta v Sloveniji ključna izziva na tem področju zlasti majhnost trga tveganega kapitala ter razdrobljenost podjetniškega in inovacijskega okolja. Investicije v neopredmetena sredstva so po ocenah IMF pogosto financirane ali zavarovane s tveganim kapitalom, ki pa je v slovenskem finančnem sistemu, temelječem predvsem na bančnem financiranju, omejen. Kljub prizadevanjem Slovenske razvojne in izvozne banke (SID banke) ter Slovenskega podjetniškega sklada, ki ponujata nove produkte na tem področju, se morajo podjetja pogosto zanašati na lastne vire financiranja. Bančno kreditiranje je po ocenah IMF namreč lahko neprimerno ali predrago za financiranje malih in srednje velikih podjetij, zaradi njegovega velikega deleža v strukturi obveznosti podjetij v Sloveniji pa to predstavlja še dodatno oviro.

***Poleg že sprejetih nacionalnih ukrepov za spodbujanje inovacij in neopredmetenih investicij[8] so pomembne tudi pobude na ravni EU za poglabljanje evropskih kapitalskih trgov.***

IMF priporoča aktivno podpiranje teh pobud, saj bodo Sloveniji pomagale razširiti dostop do finančnih virov, potrebnih za financiranje inovacij, in s tem pospešitev rasti produktivnosti.

Po mnenju IMF pomembno vlogo predstavlja dokončanje unije prihrankov in naložb,[9] ki bi s pomočjo večjega nabora kapitala lahko ponudila mladim in inovativnim podjetjem širše možnosti financiranja in izhodnih strategij.[10] Namen te pobude Evropske komisije (EK) je poglobiti finančni sistem EU z izboljšanjem dostopa državljanov do kapitalskih trgov in razširitvijo možnosti financiranja za podjetja. S tem bi se povečala vrednost premoženja prebivalcev, okrepila gospodarska rast in izboljšala konkurenčnost EU.

V okviru tega projekta je EK nedavno predlagala nov sveženj ukrepov za nadaljnjo integracijo finančnih trgov EU. Usmerjeni so v odpravo obstoječih ovir in boljše izkoriščanje potenciala enotnega trga. Poseben poudarek je na ustvarjanju sinergij na področjih trgovanja, poravnave, upravljanja premoženja in inovacij, kar bi tržnim udeležencem omogočilo čim bolj nemoteno poslovanje v vseh državah članicah. V ta namen

[6] Republic of Slovenia: Selected Issues, January 26, 2026, IMF.

[7] Organizacijski kapital IMF zajema v kategorijo neopredmetenih sredstev, ki vključujejo še organizacijsko strukturo, poslovno strategijo, blagovno znamko ter intelektualno lastnino, skladno z uveljavljeno klasifikacijo Corrado – Hulten – Sichel (2005). Organizacijski kapital zajema znanja, procese in uveljavljenje poslovne postopke, ki omogočajo učinkovito vodenje, koordinacijo in produktivnost.

[8] Raziskovalna in inovacijska strategija Slovenije 2021–2030, Nacionalna strategija intelektualne lastnine do 2030, Slovenska start-up strategija.

[9] Unijo prihrankov in naložb ter povezave s produktivnostjo smo analizirali v okvirju 1.1 v publikaciji Pregled makroekonomskih gibanj, september 2025 | Banka Slovenije.

[10] Prek borznega trga in zasebnega lastniškega kapitala.

EK predlaga ukrepe za: a) izboljšanje možnosti pridobitve potnega lista za regulirana trgovalna mesta (borze) in centralne depotne družbe (CDD), b) uvedbo statusa »vseevropskega tržnega operaterja« za upravitelje trgovalnih mest, c) poenostavitev čezmejne distribucije sredstev investicijskih skladov znotraj EU in d) odpravo regulatornih ovir za inovacije v zvezi s tehnologijo razpršene evidence.

Pomemben element predloga EK predstavlja tudi vzpostavitev integriranega nadzornega okvira EU za kapitalske trge, ki bi lahko po mnenju EK prinesel pomembne koristi, kot so znižanje stroškov, odprava podvajanja infrastruktur finančnega trga in večje zaupanje v trg. Ob tem EK predlaga prenos neposrednih nadzornih pristojnosti nad pomembnimi in čezmejnimi infrastrukturami[11] na Evropski organ za vrednostne papirje in trge. EK prav tako pripravlja ukrepe za odpravo razlik v nacionalnih davčnih in insolvenčnih postopkih, s čimer bi spodbudila dodatne (čezmejne) naložbe v EU. Za povečanje udeležbe malih vlagateljev na kapitalskih trgih se pobude EK dotikajo tudi področij, ki jih Slovenija že aktivno razvija, kot sta finančno opismenjevanje ter vzpostavitev varčevalnih in naložbenih računov, kar oboje podpira tudi IMF.

IMF poleg dostopnosti financiranja poudarja tudi nujnost izboljšanja poslovnega okolja in zmanjšanja administrativnih ovir, ki upočasnjujejo postopke in povečujejo operativne stroške podjetij. Ključno je tudi tesnejše sodelovanje med potrebami gospodarstva (podjetij) in izobraževalnimi institucijami, saj je to nujno za učinkovito obravnavanje izzivov, povezanih z neskladnostjo med ponudbo in povpraševanjem na trgu dela.[12] Ob tem bi se lahko vrzel v produktivnosti do vodilnih inovacijskih držav EU zmanjšala tudi s povezovanjem med multinacionalkami ter malimi in srednje velikimi podjetji. Institucionalizacija sodelovanja znotraj inovacijskega ekosistema bi po ugotovitvah IMF lahko sprostila potencial znanja, povečala inovacije in Sloveniji omogočila, da se približa ravni vodilnih držav inovatork v EU.

# 2 Denarna politika in finančni trgi

***Februarja smo v Evrosistemu obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita ohranili pri 2,00 %, medtem ko je Fed januarja ključno obrestno mero ohranil v razponu med 3,50 % in 3,75 %.***

Svet ECB ocenjuje, da se bo inflacija srednjeročno stabilizirala pri ciljni 2-odstotni ravni, gospodarstvo pa kljub zahtevnemu svetovnemu okolju ostaja odporno. Ob umirjeni inflaciji in stabilnih inflacijskih obetih smo v Evrosistemu na februarskem zasedanju vse tri ključne obrestne mere ohranili nespremenjene. Obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita, operacije glavnega refinanciranja in odprto ponudbo mejnega posojila tako ostajajo pri 2,00 %, 2,15 % in 2,40 %.

Fed je na januarskem zasedanju ključno obrestno mero ohranil v razponu med 3,50 % in 3,75 %. Odločitev je bila predvsem odraz spodbudnejših podatkov z ameriškega trga

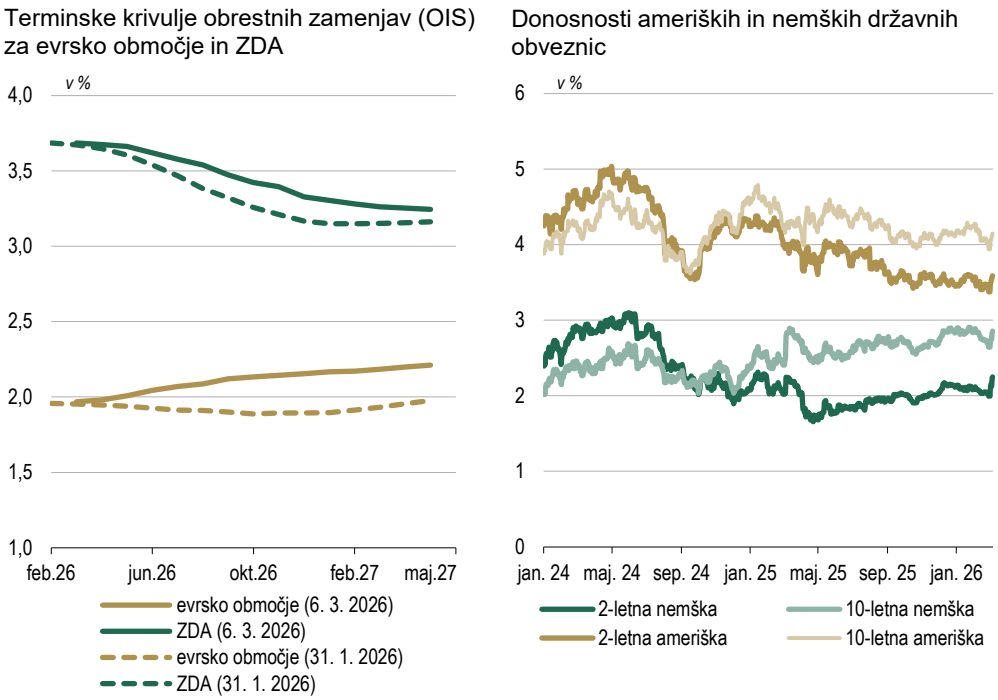
[11] Kot so trgovalna mesta (borze), centralne nasprotne stranke, CDD in vsi ponudniki storitev s kriptosredstvi.

[12] To potrjuje tudi analiza trga dela, predstavljena v Kratki ekonomsko-finančni analizi: Kaj oblikuje stroške dela v Sloveniji? December, 2025.

dela.[13] Ključne obrestne mere so ostale nespremenjene tudi v Angliji (3,75 %), Kanadi (2,25 %), na Švedskem (1,75 %) in Japonskem (0,75 %). Nasprotno pa je centralna banka Avstralije zaradi vztrajno povišanih inflacijskih pritiskov ključno obrestno mero zvišala za 0,25 odstotne točke na 3,85 %.

Po izbruhu vojne na Bližnjem vzhodu so se zaradi motenj v dobavi energentov okrepila pričakovanja tržnih udeležencev glede višje inflacije. Posledično so se od začetka februarja zmanjšala njihova pričakovanja glede nadaljnjega zniževanja ključne obrestne mere Fed, medtem ko vlagatelji pri ECB po novem ne izključujejo možnosti zvišanja ključnih obrestnih mer za 0,25 odstotne točke v letošnjem letu. Iz trenutnih vrednosti obrestnih zamenjav (OIS) izhaja, da trgi do konca leta 2026 pričakujejo še eno do dve znižanji ključne obrestne mere Fed po 0,25 odstotne točke, kar bi pomenilo znižanje razpona na 3,00 % do 3,25 % (slika 2.1, levo).

Slika 2.1: **Terminske krivulje obrestnih zamenjav in zahtevane donosnosti državnih obveznic**




Vir: Bloomberg, preračuni Banke Slovenije. Zadnji podatek: 6. 3. 2026.

***Osrednji svetovni delniški indeksi so se od začetka februarja pretežno znižali, medtem ko sta se po stopnjevanju konflikta na Bližnjem vzhodu okrepila ameriški dolar in cena nafte.***

Zahtevane donosnosti ameriških državnih obveznic so se februarja znižale predvsem zaradi objave januarske inflacije, ki je bila nižja od pričakovanj. Podobno so se znižale tudi zahtevane donosnosti nemških državnih obveznic, ki so sledile gibanju ameriških. V začetku marca so se zahtevane donosnosti na obeh trgih zvišale zaradi skrbi, da bo vojna na Bližnjem vzhodu vodila v trajnejše zvišanje inflacije. Posledično so se zahtevane donosnosti nemških kratkoročnih državnih obveznic od začetka februarja zvišale za 0,11 odstotne točke, medtem ko so na daljših ročnostih ostale nespremenjene. Zahtevane donosnosti ameriških kratkoročnih državnih obveznic so prav tako blizu ravni z začetka februarja, medtem ko so se na daljših ročnostih v celotnem obdobju znižale

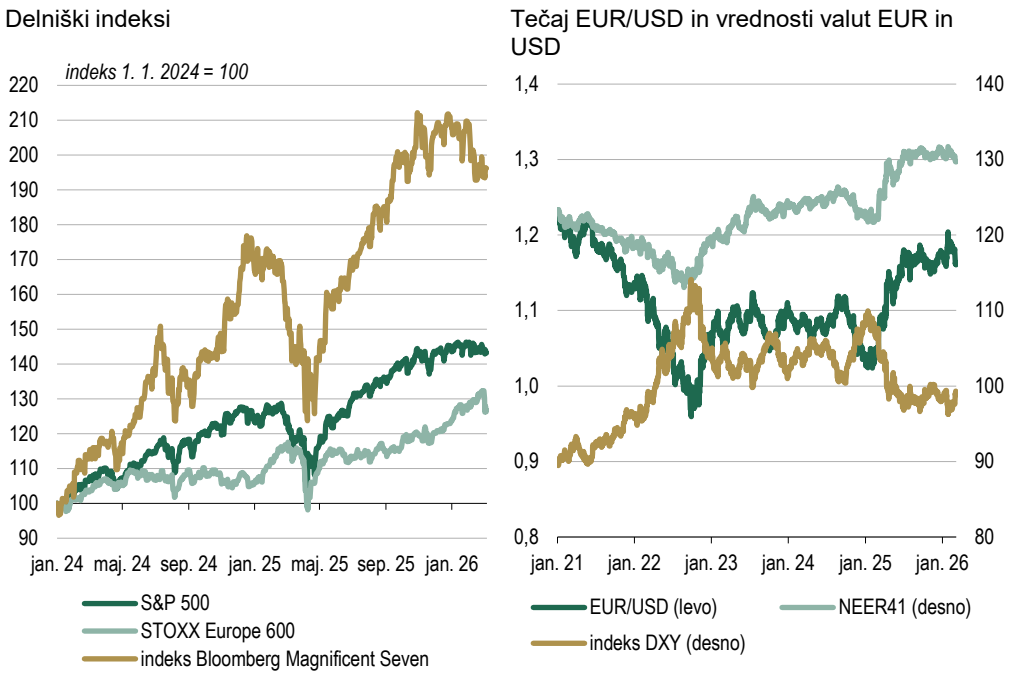
[13] Nižja od pričakovanj sta bila decembrska stopnja brezposelnosti in januarsko število zahtevkov za nadomestilo za brezposelnost.

za 0,13 odstotne točke (slika 2.1, desno). Razmiki med zahtevanimi donosnostmi evrskih obveznic z višjim kreditnim tveganjem in nemškimi državnimi obveznicami so se v opazovanem obdobju ob selitvi vlagateljev v varnejše naložbe nekoliko povečali.

Gibanje osrednjih svetovnih delniških indeksov je bilo od začetka februarja raznoliko (slika 2.2, levo). K temu so močno prispevale razmere na Bližnjem vzhodu. Ameriški delniški indeksi so februarja upadli zaradi okrepljenih skrbi vlagateljev glede visokih vrednotenj ameriških tehnoloških družb in dobičkonosnosti naložb na področju umetne inteligence, v začetku marca pa zaradi manjše naklonjenosti vlagateljev tveganim naložbam. Osrednji ameriški indeks S&P 500 je v tem obdobju izgubil 2,1 % vrednosti, indeks največjih sedmih ameriških tehnoloških družb (t. i. Magnificent Seven) pa 6,1 %. Osrednji evropski indeks STOXX Europe 600 je konec februarja dosegel zgodovinsko najvišjo raven ob solidnih gospodarskih podatkih in poslovnih rezultatih evropskih družb, nato pa se je v začetku marca znižal za 4,3 %. Tehnološko usmerjeni hongkonški indeks Hang Seng je od začetka februarja izgubil 3,8 % vrednosti.

Vrednost ameriškega dolarja v razmerju do evra se je od začetka februarja zvišala za 1,6 %, do košarice najpomembnejših svetovnih valut pa za 1,4 % (slika 2.2, desno), predvsem zaradi selitve vlagateljev v varnejše valute ob zaostrovanju geopolitičnih napetosti na Bližnjem vzhodu. Cena zlata se je od začetka februarja zvišala za 9,4 %, vendar ostaja 8,8 % pod zgodovinsko najvišjo ravnijo s konca januarja (5.595 USD za unčo). K nedavni rasti je prispevalo povečano povpraševanje po zlatu po izrazitejšem padcu cene ob koncu januarja in zaostrovanje razmer na Bližnjem vzhodu, medtem ko jo je deloma omejeval močnejši ameriški dolar. Cena nafte Brent se je od začetka februarja zvišala za 29,6 %, predvsem zaradi motenj v dobavi energentov prek Hormuške ožine.

Slika 2.2: **Gibanja delniških indeksov ter evra in dolarja**




Vir: Bloomberg, preračuni Banke Slovenije. Zadnji podatek: 6. 3. 2026.
Opomba: Na sliki levo Magnificent Seven sestavljajo družbe Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia in Tesla. Na sliki desno indeks DXY meri vrednost USD glede na košarico šestih valut (EUR, JPY, GBP, CAD, SEK, CHF) glede na vrednost trgovinske izmenjave. Največjo utež ima EUR s 57 %. NEER41 prikazuje nominalen efektivni devizni tečaj EUR proti 41 trgovinskim partnericam. Tečaj EUR/USD prikazuje gibanje vrednosti EUR v primerjavi z USD, pri čemer višja vrednost kaže močnejši evro in obratno.

# 3 Domača gospodarska aktivnost

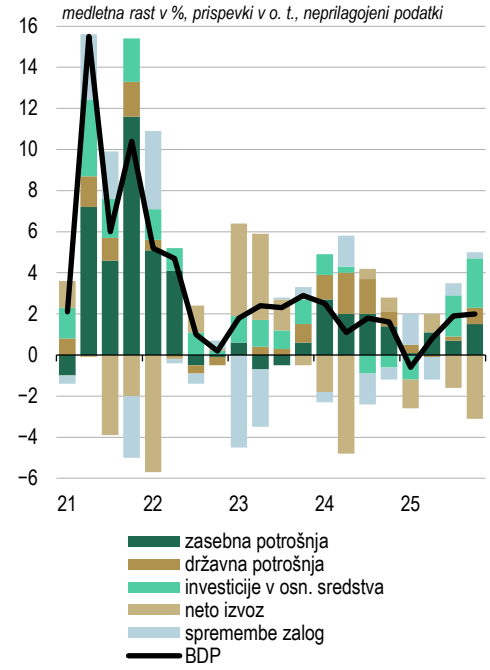
***V lanskem zadnjem četrtletju se je okrepila rast aktivnosti domačega trga, tuje povpraševanje pa je ostalo šibko.***

Ob koncu lanskega leta je četrtletna rast BDP z 0,4 % le malenkost presegla povprečje evrskega območja, medletno pa je dosegla 2,0 %. Rast domačega povpraševanja je ostala pod močnim vplivom države, ki je lani med drugim okrepila gradbene investicije. Te so ponovno prispevale glavnino k skupni medletni rasti bruto investicij v osnovna sredstva, ki je dosegla 12,0 %. Opazno se je okrepila tudi končna potrošnja: rast zasebne potrošnje je sovpadala z uvedbo obvezne božičnice in izplačilom zimskega dodatka za upokojence, rast državne potrošnje pa z začetkom izvajanja dolgotrajne oskrbe. Ob takšni strukturi gospodarske rasti je bil uvoz precej močnejši od izvoza. Negativni prispevek neto menjave s tujino se je povečal na 3,1 odstotne točke in je bil ob zahtevnih razmerah na tujih trgih edini zaviralni dejavnik rasti BDP po izdatkovni strukturi (slika 3.1, levo).

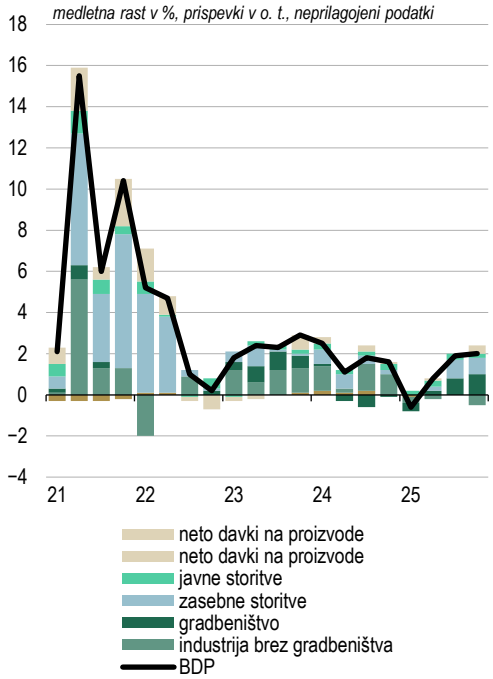
Struktura povpraševanja se je odražala tudi v gibanju dodane vrednosti. Izrazito je izstopalo gradbeništvo, kjer se je dodana vrednost ob močni spodbudi državnih infrastrukturnih projektov medletno povečala za 16,5 %. To je k rasti BDP prispevalo 1,0 odstotne točke (slika 3.1, desno), po mesečni statistiki pa se je aktivnost okrepila v vseh segmentih gradbenih del. Ugodna je ostala tudi rast dodane vrednosti v zasebnih storitvah, ki je ponovno presegla 2,0 %. Skupno rast storitev je zavirala predvsem šibka aktivnost v delu transporta in skladiščenja, povezanem z mednarodno blagovno menjavo. Ob nadaljnji rasti zaposlenosti se je nadaljevala tudi solidna rast dodane vrednosti v javnih storitvah. Nasprotno so se zahtevne razmere v mednarodnem okolju še naprej zrcalile v predelovalnih dejavnostih, kjer je dodana vrednost upadla za 2,6 %. Med pomembnejšimi panogami je bila aktivnost medletno večja le v proizvodnji živil, opazneje pa se je zmanjšala v proizvodnji kovinskih izdelkov, električnih naprav, motornih vozil ter drugih strojev in naprav, po grobi oceni se je zmanjšala tudi v farmacevtski industriji. Šibka proizvodnja se postopoma prenaša na trg dela (glej poglavje 4).

Slika 3.1: **Gospodarska rast**

BDP po izdatkovni metodi




BDP po proizvodni metodi




Vir: SURS. Zadnji podatek: četrto četrtletje 2025.

***Po stabilnem januarju se je februarja razpoloženje v gospodarstvu opazneje poslabšalo, v začetku leta se je po nekaterih kazalnikih umirilo tudi domače povpraševanje.***

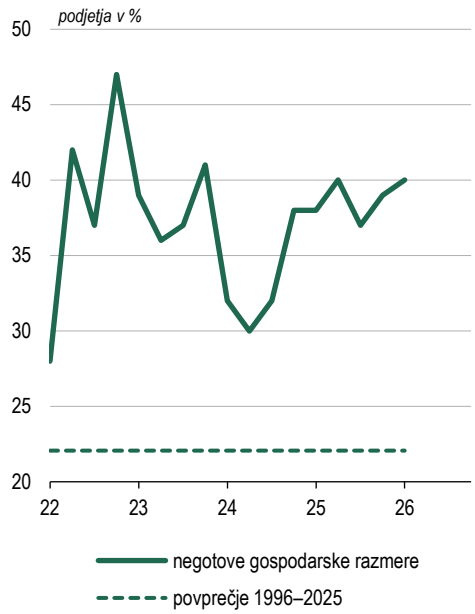
Vrednost kazalnika gospodarske klime je januarja v primerjavi z decembrom ostala nespremenjena, februarja pa je padla na najnižjo raven v zadnjem letu. Zaupanje se je poslabšalo v vseh skupinah dejavnosti in rahlo tudi med potrošniki. Izrazitejši padec v predelovalnih dejavnostih je bil predvsem posledica nižjih proizvodnih pričakovanj in povečanja zalog. Nekoliko se je znižala tudi ocena trenutnih naročil, podjetja pa še naprej poročajo o visoki negotovosti glede gospodarskih razmer, pri čemer je bila anketa izvedena še pred izbruhom vojne na Bližnjem vzhodu (slika 3.2, levo). V gradbeništvu anketni kazalniki nakazujejo umirjanje aktivnosti, pri čemer so se naročila februarja zmanjšala prvič po lanskem juniju. Tekoče in medletno nižje ocene povpraševanja so februarja prispevale tudi k znižanju zaupanja v zasebnih storitvah brez trgovine, ki pa ostaja na razmeroma visoki ravni.[14] Podobno velja za potrošnike, ki še naprej relativno ugodno ocenjujejo svoj finančni položaj, a hkrati ohranjajo povišana inflacijska pričakovanja.

Domača potrošnja se je na začetku leta po prvih realnih kazalnikih aktivnosti umirila. Medletna realna rast kartičnih plačil in dvigov na bankomatih se je januarja in februarja skupaj upočasnila na 2,1 %, vrednost davčno potrjenih računov pa se je celo zmanjšala za 2,0 % (slika 3.2, desno). Na šibkejše trošenje kaže tudi januarski padec obsega prodaje v trgovini na drobno in z motornimi vozili.

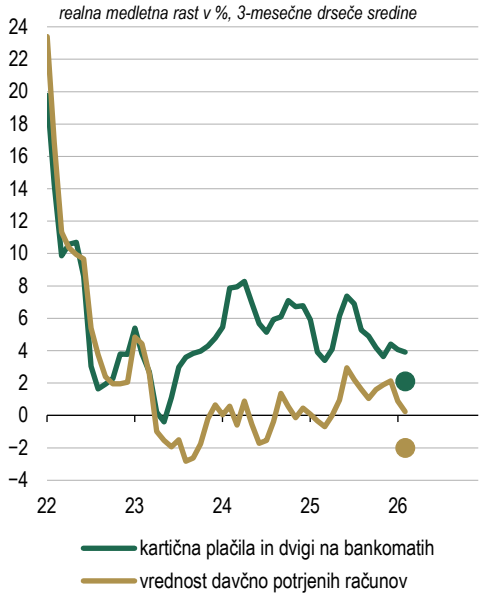
[14] Zaupanje v trgovini na drobno se je februarja močno poslabšalo, vendar je pri njegovi interpretaciji potrebna previdnost, saj je upad predvsem odraz izrazitega znižanja kazalnika prodaje (s 33 na 7 odstotnih točk), ki sicer izkazuje večjo volatilnost.

Slika 3.2: **Negotovost v predelovalnih dejavnostih in zgodnji kazalniki potrošnje na domačem trgu**

Negotovost v predelovalnih dejavnostih




Visokofrekvenčni kazalniki potrošnje




Vir: SURS, Bankart, FURS, preračuni Banke Slovenije. Zadnji podatek levo: prvo četrtletje 2026, desno: februar 2026.
Opomba: Na sliki levo je prikazan odstotek podjetij v predelovalnih dejavnostih, ki je med najpomembnejšimi dejavniki, ki trenutno omejujejo proizvodnjo, med drugim navedel negotove gospodarske razmere. Na sliki desno je za izračun realne rasti uporabljen deflator HICP, točki pa prikazujeta skupno medletno spremembo v januarju in februarju.

Okvir 3.1: **Modelska ocena rasti za prvo četrtletje**

***Povprečje kratkoročnih napovednih modelov za prvo četrtletje nakazuje 0,5-odstotno četrtletno rast BDP, kar je nekoliko pod dolgoročnim povprečjem.***

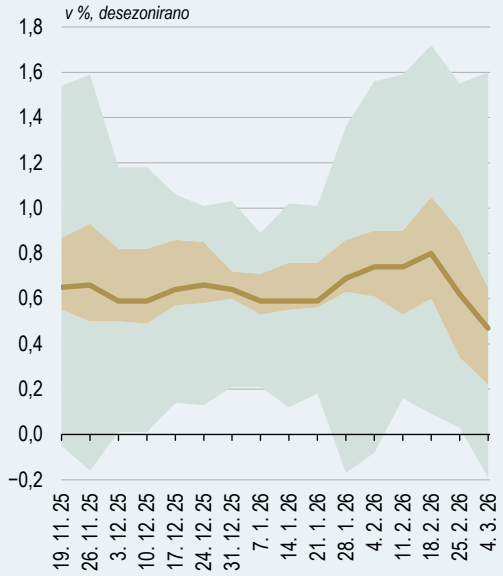
Trenutna povprečna vrednost kratkoročnih ocen četrtletne rasti BDP za prvo četrtletje znaša 0,5 % (slika 3.1.1, levo). K oceni pozitivno prispevata januarsko izboljšanje gospodarske klime za 0,1 odstotne točke – predvsem zaradi višjega zaupanja v predelovalnih dejavnostih in med potrošniki – ter solidna rast BDP ob koncu lanskega leta. Nasprotno oceno rasti znižujeta februarsko poslabšanje gospodarskega razpoloženja, ki se je ob upadu vseh petih kazalnikov zaupanja zmanjšalo za 3,0 odstotne točke, in 1,9-odstotni mesečni padec prihodka od prodaje v trgovini na drobno, ki je bil široko osnovan.

Večjo prilagoditev ocene četrtletne rasti BDP pričakujemo v drugi polovici marca, ko bodo objavljeni januarski podatki ključnih mesečnih kazalnikov gospodarske aktivnosti, vključno z industrijsko proizvodnjo, gradbeništvom ter storitvenimi dejavnostmi in trgovino.

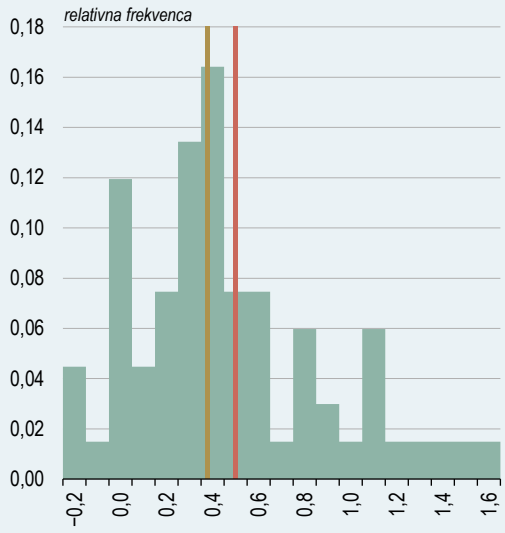
Omejen nabor informacij visokofrekvenčnih kazalnikov se odraža tudi v histogramu porazdelitve napovedi (slika 3.1.1, desno). Razpon kratkoročnih ocen, izračunan na podlagi 25. in 75. percentila porazdelitve, trenutno znaša med 0,2 % in 0,7 %.

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

Modelske ocene četrtletne rasti BDP – prvo četrtletje 2026




Histogram ocen četrtletne rasti BDP – prvo četrtletje 2026




Vir: SURS, preračuni Banke Slovenije.
Opomba: Na sliki levo so prikazane modelske ocene četrtletne 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 četrtletne rasti BDP za prvo četrtletje 2026. Na sliki desno je prikazana porazdelitev modelskih ocen četrtletne rasti BDP v prvem četrtletju 2026. 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: 4. 3. 2026.

Okvir 3.2: **Investicije slovenskih podjetij v mednarodni primerjavi**

***Slovenska podjetja investirajo občutno manj kot podjetja v primerljivih državah evrskega območja, pri čemer dostop do financiranja ni osrednji omejitveni dejavnik.***

Bruto investicije v osnovna sredstva nefinančnih družb (v nadaljevanju: investicije podjetij) predstavljajo pomembno gonilo gospodarske aktivnosti in ključno prispevajo k rasti gospodarskega potenciala. V Sloveniji so investicije podjetij leta 2024 predstavljale nekaj več kot polovico vseh bruto investicij (54,2 %), njihov delež v BDP pa je bil 11,3-odstoten.[15] S tem je investicijska aktivnost slovenskih podjetij bistveno zaostajala za primerljivimi evrskimi članicami srednje in vzhodne Evrope (CEE),[16] kjer so investicije podjetij predstavljale 13,0 % BDP (slika 3.2.1). Rahlo zaostajanje je vidno tudi v primerjavi s povprečjem evrskega območja (11,6 % BDP), kar je problematično zlasti z vidika gospodarskega dohitevanja, saj predstavlja akumulacija osnovnih sredstev oziroma kapitala – poleg rasti produktivnosti in (že praktično izčrpane) rasti delovne sile – temeljni vir za rast gospodarskega potenciala slovenskega gospodarstva.[17] Zaostajanje investicijske aktivnosti za državami CEE in evrskim območjem je še izrazitejše, če primerjamo naložbe podjetij z dodano vrednostjo, ki jo ta ustvarijo. V Sloveniji investicije podjetij namreč predstavljajo 21,4 % dodane vrednosti, v povprečju držav CEE pa 3,5 odstotne točke več.

[15] Podatki o investicijah in poslovanju podjetij izvirajo iz letnih nefinančnih sektorskih računov, za katere so zadnji podatki na voljo za leto 2024.

[16] V analizi primerjamo države CEE, ki so del evrskega območja: Estonijo, Hrvaško, Latvijo, Litvo in Slovaško.

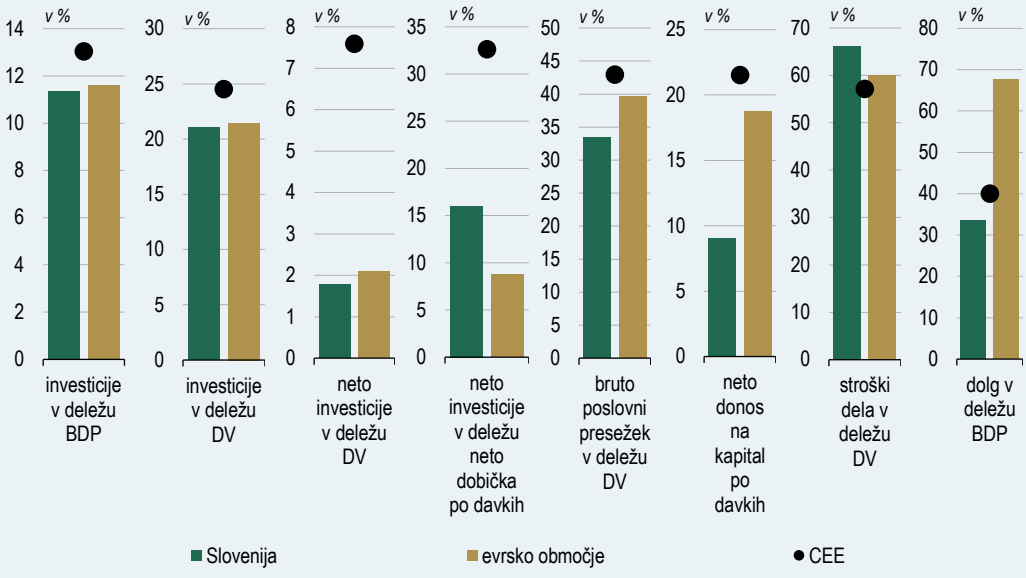
[17] Strukturo gospodarske rasti in z njo povezane izzive slovenskega gospodarstva podrobneje analiziramo v okvirju 3.3 v publikaciji Pregled makroekonomskih gibanj, september 2025 | Banka Slovenije.

***Investicije slovenskih podjetij so v veliki večini namenjene nadomeščanju amortiziranih sredstev.***

Z vidika analize potencialne rasti gospodarstva je poleg gibanja bruto investicij smiselno spremljati tudi neto investicije, pri katerih je odšteta potrošnja stalnega kapitala oziroma nadomeščanje amortiziranih osnovnih sredstev. Te namreč določajo, kako hitro se v gospodarstvu povečuje raven kapitala in s tem gospodarski potencial države. V tem pogledu je investicijsko zaostajanje Slovenije za državami CEE še izrazitejše. Neto investicije podjetij v Sloveniji dosegajo le 1,8 % dodane vrednosti, v državah CEE pa 7,6 %. To nakazuje približno štirikrat hitrejšo izgradnjo stalnega kapitala podjetij v državah CEE kot v domačem gospodarstvu. Podobno kot pri bruto investicijah slovenska podjetja rahlo zaostajajo za evrskim območjem tudi pri neto investicijah, kjer znaša delež teh 2,1 % dodane vrednosti.

Dodatno perspektivo na zaostajanje investicijske aktivnosti slovenskih podjetij kaže razmerje med neto investicijami podjetij in neto dobičkom podjetij po davkih, ki meri, kolikšen delež dejanskega čistega dobička podjetja namenijo za rast stalnega kapitala. V tem oziru slovenska podjetja (16,0 %) sicer še vedno zaostajajo za državami CEE (32,6 %), ampak se v nasprotju s prejšnjimi kazalniki uvrstijo občutno nad povprečje evrskega območja (8,7 %). To kaže, da slovenska podjetja investirajo relativno več neto dobička po davkih kot podjetja v evrskem območju, omejitveni dejavnik pri investiranju pa bi lahko bila razmeroma šibka dobičkonosnost poslovanja. Neto donosnost kapitala po davkih je namreč v Sloveniji po podatkih nacionalnih računov za več kot polovico nižja kot v državah CEE in v evrskem območju. Eden od dejavnikov, ki prispeva k temu, so relativno visoki stroški dela, kar se odraža v njihovem nadpovprečno visokem deležu v dodani vrednosti slovenskih podjetij (slika 3.2.1).

Slika 3.2.1: **Kazalniki investiranja in poslovanja podjetij v Sloveniji, evrskem območju in državah CEE**




Vir: Eurostat, ECB, preračuni Banke Slovenije.
Opomba: Investicije predstavljajo bruto investicije v osnovna sredstva nefinančnih družb (sektor S.11). Dodana vrednost (DV) se nanaša na DV nefinančnih družb. Evrsko območje (EO) vključuje države članice brez Bolgarije, ki v opazovanem letu še ni bila članica EO. Oznaka CEE se nanaša na skupino držav srednje in vzhodne Evrope, ki so članice EO (Estonija, Hrvaška, Latvija, Litva in Slovaška). Podatki za države CEE predstavljajo tehtano povprečje glede na BDP. Vsi podatki so za leto 2024.

Morebitna ovira pri investiranju slovenskih podjetij bi lahko bil omejen dostop do virov bančnega financiranja, vendar pa pregled kazalnikov in analize v okvirjih 3.4 in 3.5 ter

izbrani temi 8.1 tega ne potrjujejo. Slovenska podjetja so namreč manj zadolžena kot podjetja v državah CEE in evrskem območju, obenem pa so stroški bančnega zadolževanja primerljivi z evrskim območjem in nižji kot v državah CEE (slika 3.2.2). Glede na podatke iz raziskave EIB je delež finančno omejenih podjetij v Sloveniji (9,0 %) sicer nekoliko večji kot v državah CEE (7,2 %) in v evrskem območju (5,7 %), vendar pa še vedno zelo nizek in ne pojasnjuje razlike v investiranju.[18] Hkrati po podatkih iste raziskave le 17,0 % podjetij ocenjuje, da je njihova raven investicij prenizka, kar je primerljivo z državami CEE (17,1 %). To nakazuje, da realizirana investicijska aktivnost slovenskih podjetij v pretežni meri odraža njihove investicijske preference in ekonomske temelje okolja, v katerem delujejo.

Nižjo nagnjenost slovenskih podjetij k investiranju bi bilo mogoče vsaj deloma pojasniti z njihovimi strukturnimi značilnostmi, kot sta povprečna velikost podjetij[19] in njihova vpetost v svetovne verige vrednosti.[20] Vendar pa slovenska podjetja s tega vidika ne odstopajo bistveno od podjetij v državah CEE. Delež tuje dodane vrednosti v domačem končnem povpraševanju je bil leta 2022 pri nas primerljiv z državami CEE in precej nad povprečjem evrskega območja.[21] Slovenska podjetja so v povprečju sicer manjša kot v evrskem območju, a primerljiva s podjetji držav CEE.

***Slovenska podjetja kot najpomembnejše ovire pri investiranju izpostavljajo pomanjkanje usposobljenih delavcev in negotovost poslovnega okolja.***

V raziskavi EIB slovenska podjetja kot glavne omejitvene dejavnike pri investiranju, ki izvirajo iz širšega poslovnega okolja, navajajo pomanjkanje usposobljene delovne sile, negotovost in stroške energentov, kar so glavne omejitve tudi v državah CEE.[22] Nasprotno sta najmanj omejujoča dejavnika dostopnost digitalne infrastrukture in razpoložljivost financiranja, ki jo v Sloveniji kot problematično izpostavlja občutno manjši delež podjetij kot v državah CEE in v evrskem območju.[23] Podobne zaključke daje raziskava mednarodne konkurenčnosti International Institute for Management Development (IMD), saj tudi ta kot pomemben omejitveni dejavnik izpostavlja pomanjkanje usposobljenega kadra, ki je prisotno kljub relativno visokim izdatkom za izobrazbo. Med razlogi za to so navedeni beg možganov, šibkejše praktično usposabljanje in manjša privlačnost Slovenije za prihod visoko usposobljenih tujih strokovnjakov, ki imajo v primerjavi s povprečjem evrskega območja in državami CEE zaradi višjih davčnih obremenitev dela nižje spodbude za delo in napredovanje.[24] Pomemben omejitveni dejavnik pred-

[18] Finančno omejena podjetja vključujejo tista, ki: a) niso zadovoljna s pridobljenim obsegom financiranja (prejela so manj, kot so želela), b) so zaprosila za zunanje financiranje, vendar ga niso prejela (zavrnjena), c) za zunanje financiranje niso zaprosila, ker so menila, da bi bili stroški zadolževanja previsoki ali da bi bila njihova vloga zavrnjena.

[19] Podatki kažejo, da v Sloveniji in tujini velika podjetja namenjajo bistveno več sredstev za raziskave in razvoj. Leta 2024 je povprečno veliko podjetje (z 250 ali več zaposlenimi) v Sloveniji v raziskave in razvoj investiralo 1.790 EUR na zaposlenega, medtem ko je ta znesek pri podjetjih z 10 do 49 zaposlenimi znašal le 500 EUR na zaposlenega.

[20] Pozitivni učinki vključenosti v mednarodne proizvodne mreže, ki podjetjem omogočajo prenos znanja, tehnologije in kapitalskih tokov, so pogojeni z institucionalnimi, tehnološkimi in strukturnimi značilnostmi gospodarstva, kot so človeški kapital, infrastruktura in sposobnost tehnološkega nadgrajevanja. Ti omogočajo, da država ne ostane ujeta v segmentih z nizko dodano vrednostjo. Pri čemer pa vpetost v svetovne verige vrednosti predstavlja tudi večje tveganje in ranljivost na zunanje šoke. Več v WTO (2025), Svetovna Banka (2021) in IMF (2019).

[21] Odprtost gospodarstva, merjena kot delež izvoza in uvoza v BDP, se je v Sloveniji povečala s 73,3 % leta 1995 na 159,7 % v letu 2024, delež tuje dodane vrednosti v domačem končnem povpraševanju pa s 35,4 % leta 1995 na 45,4 % v letu 2022. V zadnjem opazovanem letu je ta delež v CEE znašal 43,8 %, v povprečju evrskega območja pa 20,7 %. Več o vpetosti Slovenije v svetovne verige vrednosti je dostopno v Lindič (2022) ter Damjanović in Banerjee (2018).

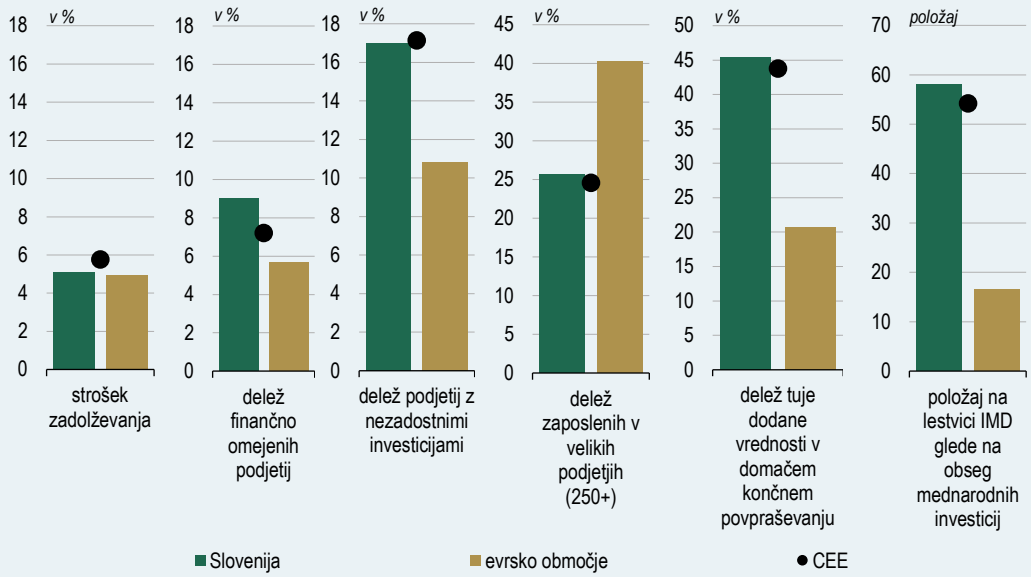
[22] Pomanjkanje usposobljene delovne sile (Slovenija: 85 %, CEE: 84 %, evrsko območje: 79 %), negotovost (Slovenija: 77 %, CEE: 87 %, evrsko območje: 83 %) in stroški energentov (Slovenija: 76 %, CEE: 73 %, evrsko območje: 76 %).

[23] Dostopnost digitalne infrastrukture (Slovenija: 28 %, CEE: 33 %, evrsko območje: 44 %) in dostopnost financiranja (Slovenija: 33 %, CEE: 49 %, evrsko območje: 45 %).

[24] Na lestvici IMD se Slovenija po državni potrošnji za izobrazbo uvršča nad povprečje evrskega območja in CEE, hkrati pa je beg možganov za naše gospodarstvo večji izziv kot v povprečju evrskega območja in približno enak kot v CEE. Poleg tega se v Sloveniji vajeništvo ne izvaja v zadostni meri; pri tej kategoriji se je nižje uvrstila le Bolgarija. Nenazadnje je po

stavlja tudi manj predvidljivo poslovno okolje. Ob tem iz lestvice mednarodne konkurenčnosti IMD izhaja, da Slovenija z vidika investicij zaostaja zlasti na področju vlaganj v intelektualno lastnino, pri nezadostnih investicijskih spodbudah za podjetja in pri obsegu neposrednih tujih investicij.

Slika 3.2.2: **Kazalniki investicijskega okolja v Sloveniji, evrskem območju in državah CEE**




Vir: EIB (Investment Survey 2025), IMD, OECD (TiVA), Eurostat, preračuni Banke Slovenije.
Opomba: Strošek zadolževanja predstavlja povprečje za leto 2024. Deleža finančno omejenih podjetij in podjetij z nezadostnimi investicijami temeljita na raziskavi EIB, pri čemer sta za evrsko območje (EO) in CEE izračunana kot tehtano povprečje glede na BDP. Delež tuje dodane vrednosti v domačem končnem povpraševanju se nanaša na leto 2022 in prikazuje tujo dodano vrednost, vsebovano v končnih proizvodih in storitvah, ki jih kupujejo končni porabniki. Položaj na lestvici IMD glede na obseg mednarodnih investicij kaže mesto, ki ga je država oziroma skupina držav zasedla na lestvici mednarodne konkurenčnosti IMD v letu 2025 (sklop mednarodne investicije), pri čemer je uvrstitev za EO in CEE izračunana kot tehtano povprečje glede na BDP. Zaradi nedostopnosti podatkov Malta ni vključena v izračun za EO. EO vključuje države članice evrskega območja brez Bolgarije, ki v obdobju opazovanja še ni bila članica EO. Oznaka CEE se nanaša na skupino držav srednje in vzhodne Evrope, ki so članice evrskega območja (Estonija, Hrvaška, Latvija, Litva in Slovaška).

Okvir 3.3: **Šoki ponudbe posojil in njihov vpliv na zasebno potrošnjo v Sloveniji**

***Razumevanje učinkov šokov ponudbe posojil na zasebno potrošnjo predstavlja pomemben vidik spremljanja cikličnih gospodarskih gibanj.***

V Sloveniji zasebna potrošnja predstavlja približno 52 % realnega BDP, s čimer ostaja eden ključnih dejavnikov domačega povpraševanja in cikličnih gibanj. Čeprav zadolženost gospodinjstev glede na evrsko območje ostaja razmeroma nizka – okoli 28 % BDP v primerjavi z 59 % v evrskem območju –, posojila gospodinjstvom predstavljajo pomemben vidik širšega makrofinančnega okolja. V letu 2025 so posojila gospodinjstvom, zlasti stanovanjska in potrošniška, predstavljala glavni dejavnik skupne rasti bančnih posojil.[25] Medtem ko je medletna rast stanovanjskih posojil v decembru 2025

anketi IMD davčno okolje v Sloveniji eno od manj spodbudnih in krepko pod povprečjem evrskega območja in CEE, kar povezujemo z visokim davčnim primežem na dohodke od dela. Ta je leta 2024 po podatkih OECD znašal 44,6 % in presegal povprečje držav OECD in EU.

[25] Banka Slovenie, Informacija o poslovanju bank s komentarjem december 2025.

znašala 8,8 %, so potrošniška posojila dosegla 9,8-odstotno rast, pri čemer se je njihova rast po vrhu pri 16,7 % v juniju 2024 nekoliko umirila.[26] V tej analizi preučujemo učinke negativnih šokov v ponudbi potrošniških posojil na zasebno potrošnjo v Sloveniji in njihov prenos na posamezne kategorije potrošnje, tj. trajne dobrine, poltrajne dobrine, netrajne dobrine in storitve. Takšna razčlenitev omogoča boljšo oceno učinkov posojilnega kanala na slovensko gospodarstvo, zlasti ob upoštevanju ključnega pomena posojil gospodinjstvom v celotni strukturi financiranja.

Za oceno vpliva ponudbe posojil na zasebno potrošnjo sledimo pristopu Cavallo idr. (2024) ter uporabljamo podatke ankete o bančnem posojanju (angl. Bank Lending Survey – BLS).[27] Kot oceno spremembe kreditnih standardov in posojilnih pogojev (v nadaljevanju: posojilni pogoji) za potrošniška posojila gospodinjstvom v analizi opredeljujemo razliko med deležem bank, ki poročajo o poslabšanju pogojev in standardov v zadnjih treh mesecih, in deležem bank, ki poročajo o njihovem izboljšanju.[28] Ker lahko spremembe posojilnih pogojev odražajo tudi dejavnike, ki vplivajo na povpraševanje po posojilih in makroekonomske razmere, podatke BLS očistimo vpliva širšega makroekonomskega okolja in sprememb v ocenjenem povpraševanju po posojilih.[29] Nepojasnjeni ostanek iz drugega koraka predstavlja eksogene, nepričakovane spremembe v ponudbi bančnih posojil, tj. kazalnik ponudbe bančnih posojil (KPP).[30] Kazalnik je standardiziran, pri čemer višje vrednosti pomenijo zmanjševanje ponudbe posojil in obratno.

Učinke ponudbe posojil, ki jih pojasnjuje KPP, ocenjujemo z bayesianskim modelom vektorske avtoregresije (BVAR). Za vsak kazalnik zasebne potrošnje (agregatna zasebna potrošnja, trajne dobrine, netrajne dobrine, storitve) ocenjujemo ločen model BVAR za obdobje od prvega četrtletja 2007 do četrtega četrtletja 2019.[31] Poleg KPP in medletne rasti izbranega kazalnika zasebne potrošnje modelske specifikacije vključujejo osnovno inflacijo, medletno rast potrošniških posojil, senčno obrestno mero ECB[32] (Krippner, 2013) in medletno rast zunanjega povpraševanja za Slovenijo. Senčno obrestno mero in zunanje povpraševanje obravnavamo kot eksogeni spremenljivki, kar omogoča boljšo identifikacijo domačih šokov (Cushman in Zha, 1997; Zha, 1999). Šoke

[26] Povprečna medletna rast potrošniških posojil je v obdobju 2007–2019 znašala 2,6 %, medtem ko je v obdobju 2007–2008 dosegala 15,4 % in v obdobju 2017–2019 11,2 %. Povprečna rast potrošniških posojil po pandemiji, tj. v letih 2022–2024, je znašala 6,4 %. Gospodinjstva so še naprej imela večino posojil pri domačih finančnih institucijah, predvsem bankah (Banka Slovenije, Poročilo o finančni stabilnosti – oktober 2025).

[27] Anketa o bančnem posojanju (BLS) je četrtletna anketa ECB, ki zbira kvalitativne informacije bank o kreditnih standardih, posojilnih pogojih in povpraševanju po posojilih gospodinjstev in podjetij. Slovenija je v anketi začela sodelovati leta 2007, ob prevzemu evra in vključitvi v Evrosistem.

[28] Za razliko od navedenih pristopov uporabljamo agregatne podatke iz ankete BLS namesto odgovorov posameznih bank, kar je primerno glede na visoko stopnjo koncentracije slovenskega bančnega sektorja. Medtem ko se večina obstoječih študij osredotoča na učinke posojilnih standardov na investicije ali proizvodnjo, Cavallo idr. (2024) za primer ZDA med redkimi eksplicitno obravnavajo tudi učinke na zasebno potrošnjo. Pričujoča analiza je, po našem vedenju, prva v tej literaturi, ki se ukvarja izključno z zasebno potrošnjo v majhnem odprtem gospodarstvu.

[29] Za identifikacijo eksogenih sprememb v ponudbi posojil uporabimo regresijo, kjer je indeks sprememb posojilnih pogojev odvisen od njegovega odloga, sočasnega indeksa sprememb v povpraševanju po posojilih (BLS), rasti realnega BDP, spremembe stopnje brezposelnosti, spremembe realne obrestne mere ECB, spremembe indeksa negotovosti za Slovenijo (glej okvir 3.2 v Pregledu makroekonomskih gibanj, april 2025), kazalnika stresa finančnih trgov za Slovenijo (Drenkovska in Lenarčič, 2025) ter kazalnika razmer v bančnem sektorju (delež nedonosnih terjatev ali kapitalska ustreznost). Ocenjujemo tri linearne specifikacije: metodo najmanjših kvadratov (OLS) ter regularizirani metodi Ridge in Lasso, in sicer za obdobje od drugega četrtletja 2007 do četrtega četrtletja 2019. Metodi Ridge in Lasso zaradi uvedbe kazni na koeficiente zmanjšujeta tveganje prekomerne prilagoditve v vzorcu in multikolinearnosti. Obe metodi služita kot dopolnilna preverba robustnosti osnovnega modela, ki temelji na OLS, in prispevata k boljši ortogonalizaciji ostankov. Rezultati so v splošnem primerljivi med različnimi specifikacijami in metodami ocenjevanja.

[30] V pionirskem delu Bassett idr. (2014) za ZDA, in v Cavallo idr. (2024) je kazalnik sprememb v ponudbi posojil poimenovan Credit Supply Indicator (CSI), medtem ko se v raziskavi za evrsko območje po Altavilla idr. (2019) uporablja izraz Loan Supply Indicator (LSI). V tem okviru uporabljamo zadnje poimenovanje, tj. KPP.

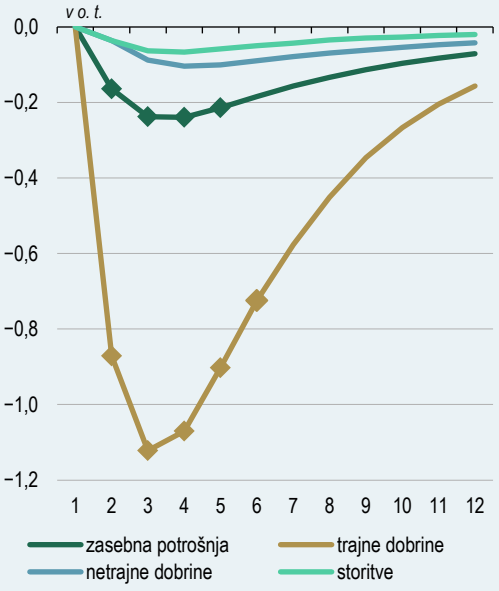
[31] Začetek vzorca je omejen na leto 2007, ko je Slovenija prevzela evro in začela sodelovati v anketi o bančnem posojanju (BLS). Vzorec se zaključi v četrtem četrtletju 2019, da se izključi obdobje pandemije, v katerem so vladni jamstveni programi, moratoriji na odplačevanje posojil in izredni ukrepi ECB pomembno vplivali na posojilno dinamiko ter zmanjšali primerljivost odgovorov v anketi s predpandemičnim obdobjem. Ocenjeni vzorec tako zajema svetovno finančno krizo, evropsko dolžniško krizo in slovensko bančno krizo, kar zagotavlja zadostno variabilnost pogojev ponudbe posojil.

[32] Senčna obrestna mera ECB se uporablja kot mera naravnanosti denarne politike, ki povzema konvencionalne in nekonvencionalne ukrepe denarne politike ter predstavlja hipotetično obrestno mero centralne banke, ki bi prevladala ob odsotnosti spodnje meje gibanja obrestne mere.

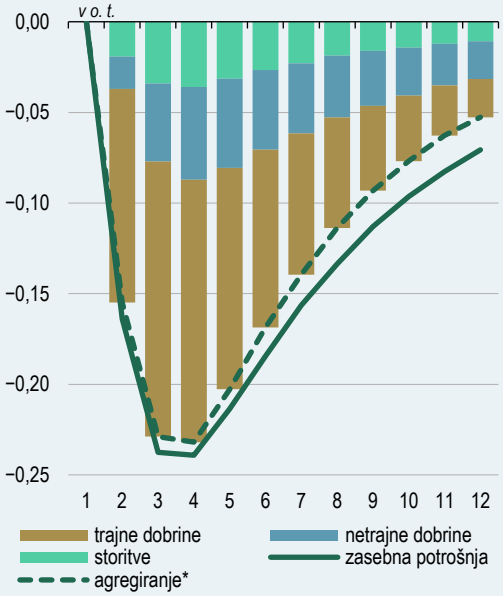
ponudbe posojil, podobno kot Bassett idr. (2014), identificiramo z rekurzivno Choleskyjevo dekompozicijo, pri čemer je KPP postavljen na prvo mesto v domačem bloku, sledijo pa mu rast kazalnika potrošnje, osnovna inflacija in rast posojil. Takšen ekonometrični pristop odraža predpostavko, da se KPP, očiščen sočasnih makroekonomskih dejavnikov, ne odzove sočasno na druge spremenljivke v sistemu, medtem ko šoki ponudbe posojil lahko neposredno, znotraj istega četrtletja, vplivajo na potrošnjo, inflacijo in rast posojil.[33]

Slika 3.3.1: **Impulzni odziv zasebne potrošnje in njenih komponent na šok ponudbe bančnih posojil**

Impulzni odziv potrošnje in njenih komponent




Razčlenitev impulznega odziva zasebne potrošnje




Vir: SURS, ECB, ocene Banke Slovenije.
Opomba: Na sliki levo, črte prikazujejo medianski odziv rasti zasebne potrošnje in njenih komponent na šok v ponudbi posojil v velikosti enega standardnega odklona. Rombi označujejo točkovne ocene impulznih odzivov, območje med 16. in 84. percentilom posteriorne porazdelitve ne vključuje ničle. Na sliki desno so prispevki izračunani kot zmnožek impulznih odzivov posameznih komponent in njihovih povprečnih nominalnih deležev v skupni zasebni potrošnji v obdobju 2007–2019, ki znašajo 9 % za trajne dobrine, 48 % za netrajne dobrine in 43 % za storitve. *Agregirani odziv zasebne potrošnje je izračunan kot tehtana vsota prispevkov posameznih komponent in lahko odstopa od odziva ločene modelske specifikacije z vključeno skupno zasebno potrošnjo.

***Šok v ponudbi posojil pomembno vpliva na potrošnjo, pri čemer se učinek prenaša predvsem prek potrošnje trajnih dobrin.***

Negativen šok v ponudbi posojil povzroči upad rasti zasebne potrošnje, pri čemer najnižjo vrednost doseže po približno treh do štirih četrtletjih pri okoli –0,2 odstotne točke (slika 3.3.1, levo). Učinek postopno izzveni po približno dveh letih, kar je skladno s teorijo in empiričnimi rezultati (npr. Cavallo idr., 2024). Ob tem agregatni rezultati prikrivajo izrazito heterogenost med posameznimi komponentami potrošnje (slika 3.3.1, levo). Potrošnja trajnih dobrin se odzove močno in vztrajno, pri čemer največji upad v velikosti približno 1,1 odstotne točke doseže po dveh četrtletjih, nato pa ob siceršnjem postopnem izzvenevanju vztraja pod ravnijo skupne potrošnje. Čeprav trajne dobrine predstavljajo razmeroma majhen delež skupne potrošnje (približno 9 % v obdobju 2007–2019), tako prispevajo večino celotnega odziva zasebne potrošnje (slika 3.3.1, desno). Nasprotno potrošnja netrajnih dobrin in storitev (ki predstavljajo 48 % in 43 % zasebne potrošnje) tesneje sledi tekočemu dohodku in kaže le omejene odzive. To

[33] Vse specifikacije vključujejo konstanto in dva zamika vsake spremenljivke ter Minnesota-Littermanovo predporazdelitev, ki je primerna za krajše vzorce.

nakazuje, da gospodinjstva ob zaostrovanju posojilnih pogojev pretežno ohranjajo osnovno raven nujne potrošnje, prilagoditve pa se nanašajo na odložljive in od zunanjega financiranja bolj odvisne kategorije izdatkov. Med te štejemo na primer nakupe vozil, gospodinjskih aparatov in pohištva.[34]

Rezultati poudarjajo pomen razčlenitve zasebne potrošnje pri ocenjevanju učinkov posojilnih šokov. Analize, ki temeljijo na agregatni potrošnji, lahko podcenijo hitrost in moč vpliva zaostrovanja posojilnih pogojev, saj se največji učinki najprej pokažejo pri trajnih dobrinah. Ta komponenta, čeprav po obsegu manj pomembna, je zelo občutljiva na posojilne pogoje in lahko služi kot zgodnji kazalnik širšega ohlajanja gospodarske aktivnosti.

Okvir 3.4: **Dostop podjetij do financiranja in vpliv na investicije**

***Empirična analiza kaže, da omejitve pri dostopu do financiranja ne pojasnjujejo vztrajno šibke investicijske aktivnosti v Sloveniji po svetovni finančni krizi.***

V razpravah o šibki investicijski dinamiki po svetovni finančni krizi se je pogosto pojavljalo vprašanje, ali so bile omejitve pri dostopu do zunanjega financiranja, zlasti bančnih posojil, pomembna ovira za investicijsko aktivnost podjetij. Analiza zato preučuje vpliv dostopa do bančnega financiranja na investicije podjetij v Sloveniji v obdobju po krizi.

V analizi ločimo spremembe v povpraševanju podjetij po posojilih od ponudbe bančnih posojil. Pri tem uporabimo metodološki pristop Khwaja–Mian,[35] ki na podlagi podatkov kreditnega registra ter povezav med bankami in podjetji za obdobje 2002–2025 omogoča identifikacijo sprememb v ponudbi posojil, ki izvirajo iz bančnega sistema, neodvisno od poslovnih odločitev posameznih podjetij. Osnovna identifikacija temelji na metodološki razčlenitvi rasti posojil podjetja i pri banki b, $L_{ibt}$, na t. i. učinke podjetja v času, $\alpha_{it}$, in učinke bank v času, $\beta_{bt}$, na podlagi tehnik panelne regresije in enačbe:

$$\Delta log L_{ibt} = \alpha_{it} + \beta_{bt} + \varepsilon_{ibt}$$

Pri tem učinke podjetij v času, $\alpha_{it}$, interpretiramo kot povpraševanje podjetja po posojilih, učinke bank v času, $\beta_{bt}$, pa kot šoke v ponudbi posojil.[36] Na podlagi ocenjenih bančnih šokov in predhodne izpostavljenosti podjetij do posameznih bank oblikujemo ocenjeni kazalnik ponudbe posojil na ravni podjetja:

$$Ponudba_{it} = \sum_b w_{ibt-1}\hat{\beta}_{bt}$$

kjer $w_{ib}$ predstavlja delež posojil podjetja i pri banki b v času t-1. Takšen kazalnik ponudbe posojil zajema spremembe v kreditnih pogojih, s katerimi se podjetje sooča zaradi razmer v bančnem sistemu, in je neodvisen od sočasnih investicijskih odločitev podjetja.

[34] Rezultati, ki kažejo razmeroma nespremenjene vzorce potrošnje pri netrajnih dobrinah in storitvah ter močno prilagajanje potrošnje trajnih dobrin so skladni z izsledki empirične literature, glej npr. Chah idr., 1995 ali Cavallo idr., 2024.

[35] Khwaja A. in Mian A. (2008). Tracing the Impact of Bank Liquidity Shocks: Evidence from an Emerging Market. American Economic Review, 98(4), 1413-1442.

[36] Identifikacija ponudbenih šokov zahteva, da imajo podjetja vzpostavljene odnose z več bankami, saj je enačbo mogoče oceniti le za podjetja z več bančnimi povezavami. Kljub tej omejitvi ocenjevanje na letni ravni temelji na obsežnem vzorcu, ki obsega skoraj pol milijona opazovanj.

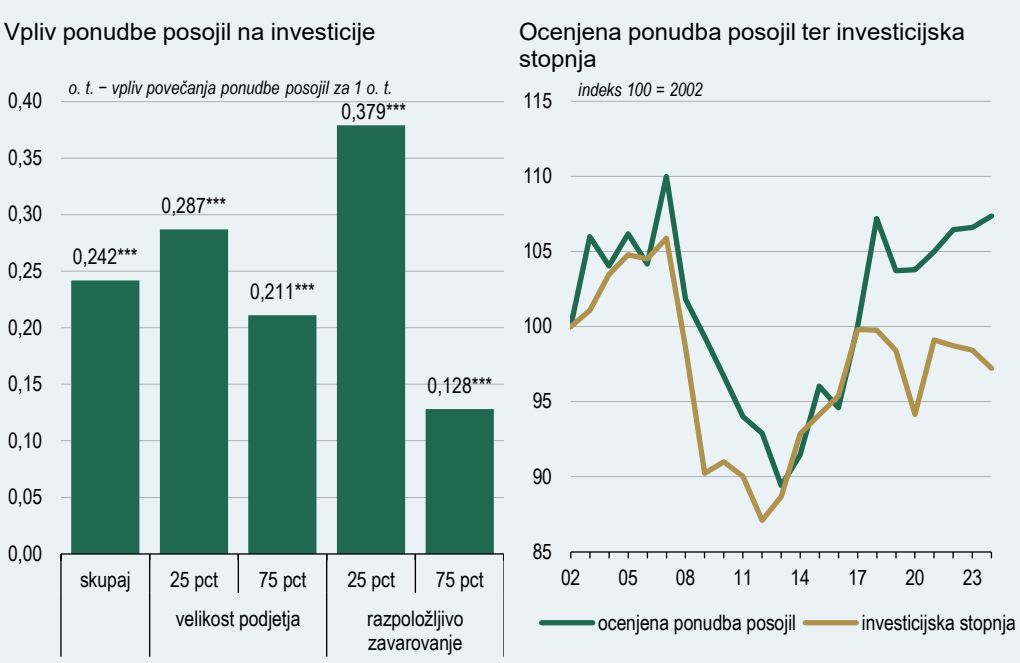
V naslednjem koraku ta kazalnik uporabimo kot pojasnjevalno spremenljivko v investicijski enačbi, s katero analiziramo povezavo med spremembami v ponudbi posojil in investicijsko aktivnostjo podjetij. Enačba investicij temelji na računovodskih podatkih podjetij iz baze AJPES in je ocenjena na letni ravni:

$$I_{it} = \gamma\, Ponudba_{it} + X_{it}\delta + \mu_i + \tau_t + \varepsilon_{it}$$

kjer $I_{it}$ označuje investicijsko aktivnost podjetja, merjeno s stopnjo rasti opredmetenih osnovnih sredstev, $Ponudba_{it}$ ocenjeni kazalnik ponudbe posojil, $X_{it}$ vektor kontrolnih spremenljivk,[37] $\mu_i$ učinke podjetij in $\tau_t$ časovne učinke. Takšna specifikacija omogoča oceno, ali in v kolikšni meri dostop do bančnih posojil vpliva na investicije podjetij in ali so ti učinki izrazitejši pri podjetjih, ki so po značilnostih bolj finančno omejena, npr. pri manjših podjetjih in podjetjih z manj razpoložljivega zastavljivega premoženja.

Rezultati kažejo, da ima ponudba posojil statistično značilen pozitiven vpliv na investicijsko aktivnost podjetij (slika 3.4.1, levo). Na celotnem ocenjenem vzorcu povečanje ponudbe posojil za 1 odstotno točko poveča investicijsko stopnjo za 0,24 odstotne točke.[38] Ta učinek je izrazitejši pri manjših podjetjih in pri podjetjih z manj razpoložljivega zastavljivega zavarovanja, ki so praviloma bolj odvisna od bančnega financiranja in imajo omejene možnosti nadomestnih virov financiranja. Ponudba posojil tako deluje kot mehanizem, ki lahko ob poslabšanju razmer v bančništvu dodatno zavre investicijsko aktivnost, ob izboljšanju pa jo okrepi, zlasti pri finančno omejenih podjetjih.

Slika 3.4.1: **Vpliv ponudbe posojil na investicije ter dinamika ponudbe posojil in investicijske stopnje**




Vir: Banka Slovenije, AJPES, ocene Banke Slovenije. Zadnji podatek: 2024.
Opomba: Na sliki levo je prikazan ocenjeni vpliv ponudbe bančnih posojil na investicijsko aktivnost podjetij, pri čemer so rezultati prikazani za celoten vzorec ter ločeno glede na velikost podjetij in razpoložljivo zastavljivo zavarovanje. Zvezdice označujejo stopnjo značilnosti: *** p-vrednost < 0,01. Na sliki desno je prikazan časovni razvoj ocenjene ponudbe posojil in investicijske stopnje, pri čemer sta obe spremenljivki indeksirani na leto 2002. Investicijska stopnja je merjena s stopnjo rasti opredmetenih osnovnih sredstev podjetij.

[37] Vektor kontrolnih spremenljivk $X_{it}$vključuje mero velikosti podjetja, kazalnik profitabilnosti, mero zadolženosti, ocenjeno povpraševanje po posojilih ($\alpha_{it}$), število bančnih relacij, razpoložljivo zastavljivo zavarovanje ter bonitetno oceno podjetja. Vse kontrolne spremenljivke so v regresiji vključene z enoletnim časovnim zamikom.

[38] Podobna velikost učinka je ocenjena tudi na podvzorcih po letu 2010 (0,25 odstotne točke) in po letu 2015 (0,20 odstotne točke). V vseh primerih je ocenjeni učinek visoko statistično značilen.

Gibanja ocenjene ponudbe posojil in investicijske stopnje ne podpirajo razlage, da bi omejitve pri dostopu do bančnih posojil pojasnjevale vztrajno nizko investicijsko aktivnost po svetovni finančni krizi. Kot kaže slika 3.4.1, desno, sta obe spremenljivki do leta 2017 izkazovali razmeroma visoko stopnjo povezanosti: pred svetovno finančno krizo sta bili na višjih ravneh, po močnem padcu investicij leta 2009 pa je tudi ponudba posojil upadala vse do leta 2013, ko je bila izvedena obsežna sanacija slovenskega bančnega sistema in prenos nedonosnih terjatev na DUTB. To je omogočilo postopno okrevanje ponudbe posojil v naslednjih letih, dodatno podprto z višjo kapitalsko ustreznostjo bank in presežkom likvidnosti z naslova ekspanzivne denarne politike v evrskem območju. Stopnja investiranja temu trendu ni sledila, kar nakazuje, da omejitve na strani ponudbe financiranja v zadnjem desetletju niso glavni dejavnik šibke investicijske aktivnosti.

Okvir 3.5: **Vloga dejavnikov posojilnega trga pri investicijski aktivnosti slovenskih podjetij**

***Po pandemiji so na investicijsko aktivnost slovenskih podjetij najvidneje vplivali šoki povpraševanja po likvidnosti, spodbujeni z negotovim makroekonomskim in poslovnim okoljem. Ob pretresih na energetskih trgih in močnem povečanju stroškov poslovanja podjetij so investicije prehodno zavirali tudi šoki posojilnega tveganja.***

Nedavna analiza Banke Slovenije[39] in obstoječa mednarodna literatura (npr. Cette idr., 2016) ugotavljajo, da je spodbudno investicijsko okolje ključno za prihodnjo rast produktivnosti. Poslovne investicije so prepoznane kot osrednji dejavnik poglabljanja kapitala, uvajanja novih tehnologij in optimizacije poslovnih procesov. Enako pomembno vlogo pri tem ima tudi povratna zanka, ki jo ustvarja višja produktivnost, saj ta izboljšuje pričakovane donose, krepi dobičkonosnost in podjetja spodbuja k širjenju proizvodnih zmogljivosti (npr. Andrews idr., 2016).

V tem okvirju se osredotočamo na vpliv dejavnikov povpraševanja in ponudbe na trgu bančnega posojanja na preteklo gibanje investicij. Za ta namen rast podjetniških investicij modelsko razčlenimo na štiri šoke:

- Šok investicijskega povpraševanja odraža spremembe v spodbudah za produktivne investicije, ki izvirajo iz temeljnih realnih dejavnikov, kot so pričakovana dobičkonosnost podjetij, poslovno zaupanje, izkoriščenost proizvodnih zmogljivosti in tehnologija.
- Šok povpraševanja po likvidnosti interpretiramo kot spremembe v nagnjenosti podjetij k zadrževanju likvidnih sredstev kot previdnostnega blažilnika namesto vlaganja v kapital.
- Šok dobičkonosnosti bank se nanaša na spremembe v pogojih dobičkonosnosti bank (npr. stroški financiranja, obrestne marže, regulativni pogoji in nagnjenost k tveganju), ki vplivajo na njihovo pripravljenost za posojanje.

[39] Dejavnike rasti produktivnosti smo analizirali v okvirju 3.4 v publikaciji Pregled makroekonomskih gibanj, september 2025 | Banka Slovenije.

- Šok posojilnega tveganja zajema spremembe v zaznavanju tveganj, povezanih s posojanjem (npr. poslabšanje kreditne sposobnosti podjetij ali večja verjetnost neplačil).

Identifikacija šokov in ocena njihovega vpliva na poslovne investicije temelji na empiričnem modelu bayesianske vektorske avtoregresije (BVAR) po vzoru analize Zabavnik in Verbič (2024). V model so kot endogene spremenljivke vključene realne poslovne investicije, realna posojila nefinančnim družbam – v nadaljevanju podjetjem, sestavljena obrestna mera za posojila podjetjem[40] in indeks finančnega stresa (angl. CLIFS).[41] Tuje povpraševanje in senčno obrestno mero ECB vključimo kot eksogeni časovni vrsti, ki odražata svetovni poslovni cikel in naravnanost denarne politike ECB. Celoten nabor spremenljivk je na voljo za obdobje od prvega četrtletja 1999 do tretjega četrtletja 2025. Z uporabo identifikacijske sheme omejitve predznakov (Rubio-Ramírez idr., 2010; Arias idr., 2018) preučimo pomen štirih strukturnih šokov za gibanje poslovnih investicij, ki opisujejo dinamiko na strani povpraševanja in ponudbe na trgu posojil.[42]

Z opisanim modelom lahko gibanje rasti investicij razčlenimo na vpliv identificiranih šokov povpraševanja in ponudbe na trgu bančnega posojanja podjetjem (slika 3.5.1). Po pandemiji so investicijsko aktivnost podjetij najizraziteje zavirali šoki povpraševanja po likvidnosti. Ob močno povečani negotovosti poslovnega okolja med pandemijo po začetku vojne v Ukrajini in v zadnjem obdobju ob zaostrovanju trgovinskih politik se je okrepila preferenca podjetij po previdnostnem kopičenju likvidnostnih blažilnikov in odlaganju investicijskih izdatkov. Povečana negotovost glede prihodnjih prihodkov, gibanja cen energentov in dostopnosti surovin je podjetja spodbujala k prilagajanju investicijskih načrtov, pri čemer je ohranjanje finančne odpornosti pogosto prevladalo nad širitvijo proizvodnih zmogljivosti.

Pomemben zaviralni dejavnik so prehodno, v letu 2022, predstavljali tudi šoki posojilnega tveganja. Močan negativen vpliv omenjenih šokov v obravnavanem letu odraža izrazito oteženo poslovanje podjetij, zlasti v energetsko intenzivnih panogah, kar je bila posledica pretresov na energetskih trgih, močno povečana negotovost v zunanjem okolju ter naglo zviševanje cen in omejena dobava vmesnih proizvodov. Omenjeni dejavniki so ob vztrajajočih strukturnih težavah vplivali tudi na gospodarsko aktivnost v naših najpomembnejših trgovinskih partnericah. To se v letih 2023 in 2024 kaže v povečanem negativnem vplivu tujega povpraševanja na dinamiko investicij podjetij. Negotovo zunanje okolje in zaostrovanje trgovinskih politik je zlasti prek šokov investicijskega povpraševanja in previdnostnega kopičenja likvidnosti zaviralo investicije tudi v letu 2025.

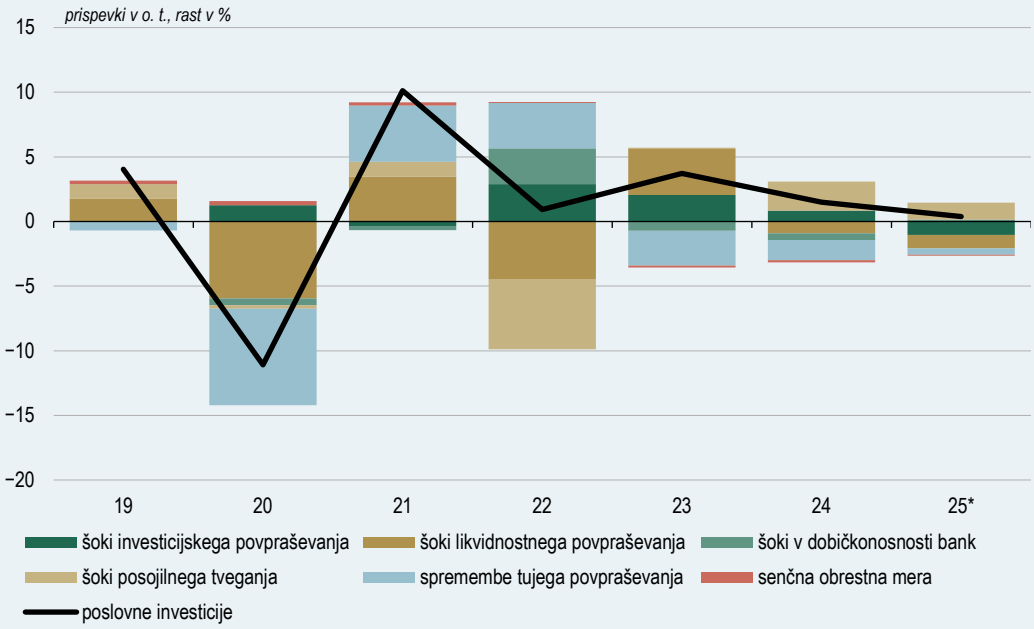
Empirični izsledki tako kažejo, da so investicijsko aktivnost podjetij po pandemiji, z izjemo leta 2022, pretežno zavirali dejavniki povpraševanja. Nasprotno, so dejavniki ponudbe bančnega posojanja oziroma dostopa podjetij do financiranja v večini obravnavanega obdobja ostali nevtralni ali spodbudni z vidika investicijske aktivnosti podjetij. To modelsko potrjuje izsledke okvirjev 3.2 in 3.4 ter izbrane teme 8.1.

[40] Sestavljena obrestna mera za posojila predstavlja povprečno obrestno mero za novo odobrena evrska posojila nefinančnim družbam v Sloveniji, kot izhaja iz statistike obrestnih mer denarnih finančnih institucij (MFI). Zajema posojila, ki jih odobravajo kreditne institucije, in vključuje vse ročnosti. Izračunana je kot tehtano povprečje, pri čemer so obsegi posojil (uteži) zglajeni z drsečim povprečjem. Kazalnik tako zajema celotni obseg novo odobrenih posojil nefinančnemu sektorju.

[41] Realne kategorije so v modelu izvedene na podlagi deflatorja investicij in deflatorja BDP.

[42] V modelu so omejitve predznakov na takojšnje vplive strukturnih šokov določene na naslednji način: šok investicijskega povpraševanja: realne poslovne investicije (+), realna posojila podjetjem (+), sestavljena obrestna mera za posojila podjetjem (+), CLIFS (+); šok povpraševanja po likvidnosti: realne poslovne investicije (–), realna posojila podjetjem (+), sestavljena obrestna mera za posojila podjetjem (+), CLIFS (+); šok v dobičkonosnosti bank: realne poslovne investicije (–), realna posojila podjetjem (–), sestavljena obrestna mera za posojila podjetjem (+), CLIFS (–); šok kreditnega tveganja: realne poslovne investicije (–), realna posojila podjetjem (–), sestavljena obrestna mera za posojila podjetjem (+), CLIFS (+).

Slika 3.5.1: **Razčlenitev medletne rasti poslovnih investicij na dejavnike posojilnega trga**




Vir: Eurostat, SURS, ocene Banke Slovenije.
Opomba: * Prispevki za leto 2025 se nanašajo na prva tri četrtletja.

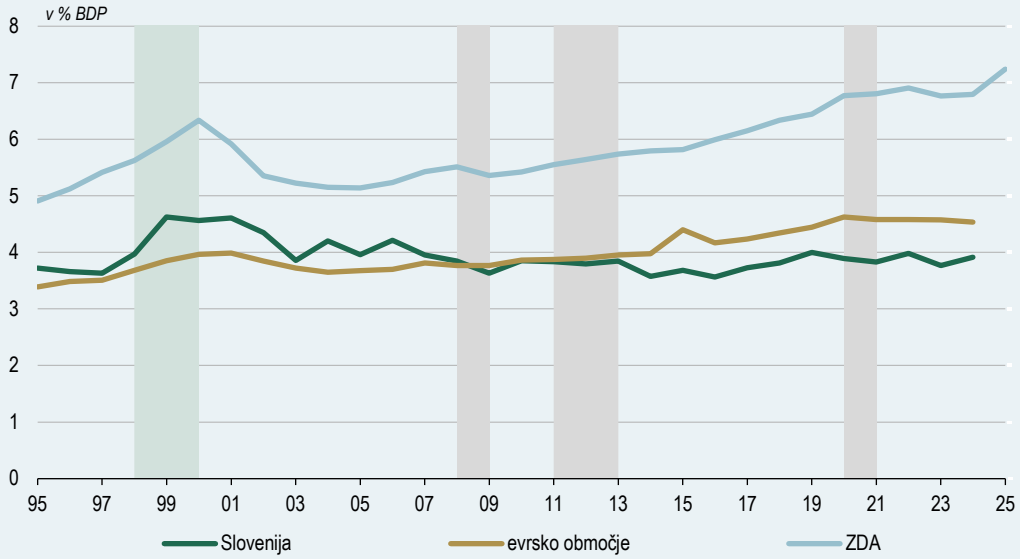
Okvir 3.6: **Gibanje digitalnih naložb in njihov prispevek k rasti BDP**

***Evrsko območje in Slovenija po deležu digitalnih naložb in njihovem prispevku k rasti BDP občutno zaostajata za ZDA.***

V zadnjem desetletju se je uporaba digitalnih tehnologij v podjetjih izrazito okrepila, še posebej po razširitvi generativnih orodij umetne inteligence (UI), kar je spodbudilo povečanje naložb v strojno in programsko infrastrukturo ter v raziskave in razvoj. Kot ugotavlja analiza FED St. Louis, so bile digitalne naložbe že v preteklosti prepoznane kot pomemben dejavnik gospodarske rasti v ZDA, njihov prispevek pa se je v letu 2025 še dodatno okrepil. Nasprotno naj bi bili po oceni IMF pozitivni učinki digitalnih naložb v evrskem območju nekoliko skromnejši.

V tem okviru analiziramo delež in gibanja digitalnih naložb v evrskem območju in Sloveniji ter ocenjujemo njihov neposredni prispevek h gospodarski rasti. Med digitalne naložbe uvrščamo tudi naložbe v umetno inteligenco, ki v zadnjih letih, zlasti v ZDA, postajajo ključen dejavnik rasti digitalnih naložb.

Slika 3.6.1: **Delež digitalnih naložb v Sloveniji, evrskem območju in ZDA**




Vir: Eurostat, Fred, preračuni Banke Slovenije.
Opomba: Delež digitalnih naložb predstavlja razmerje med vsoto naložb (v opremo informacijsko-komunikacijske tehnologije, programsko opremo in podatkovne baze ter raziskave in razvoj) in BDP, oboje izraženo v tekočih cenah. Sivo osenčena območja prikazujejo obdobja gospodarskih kriz v evrskem območju, zeleno osenčeno območje pa obdobje razcveta v času dot-com cikla. Izdatki za R&R so za evrsko območje izračunani brez Irske zaradi izrazite volatilnosti podatkov.

Po pristopu Rubintona in Patra (2026) se analiza osredotoča na investicijske izdatke, povezane z digitalnimi naložbami, vseh sektorjev gospodarstva. Digitalne naložbe obsegajo naložbe v opremo informacijsko-komunikacijske tehnologije, programsko opremo in podatkovne baze ter raziskave in razvoj,[43] ki so zajete v bruto investicijah v osnovna sredstva v nacionalnih računih.[44] Podatki za evrsko območje so na letni ravni na voljo do leta 2024, medtem ko so primerljivi podatki za ZDA na četrtletni ravni dosegljivi do tretjega četrtletja 2025.

Delež digitalnih naložb v BDP je bil leta 2024 v evrskem območju (4,5 %) občutno nižji kot v ZDA (6,8 %, slika 3.6.1). Medtem ko sta obe gospodarstvi dosegli njegovo izrazito rast v obdobju t. i. dot-com razcveta (1995–2000) in padec v času zloma tega (2001–2002), je bila nadaljnja rast digitalnih naložb v ZDA občutno hitrejša kot v evrskem območju, zlasti po letu 2014. Struktura digitalnih naložb v evrskem območju kaže, da največji delež v letu 2024 predstavljajo raziskave in razvoj (R&R), in sicer 2,1 % BDP, sledijo programska oprema in podatkovne baze (1,7 %), najmanjši delež pa predstavlja oprema informacijsko-komunikacijske tehnologije (0,7 %). V ZDA so deleži pri vseh komponentah višji: raziskave in razvoj predstavljajo 2,3 % BDP, programska oprema in podatkovne baze 2,4 % ter oprema informacijsko-komunikacijske tehnologije 1,2 %.

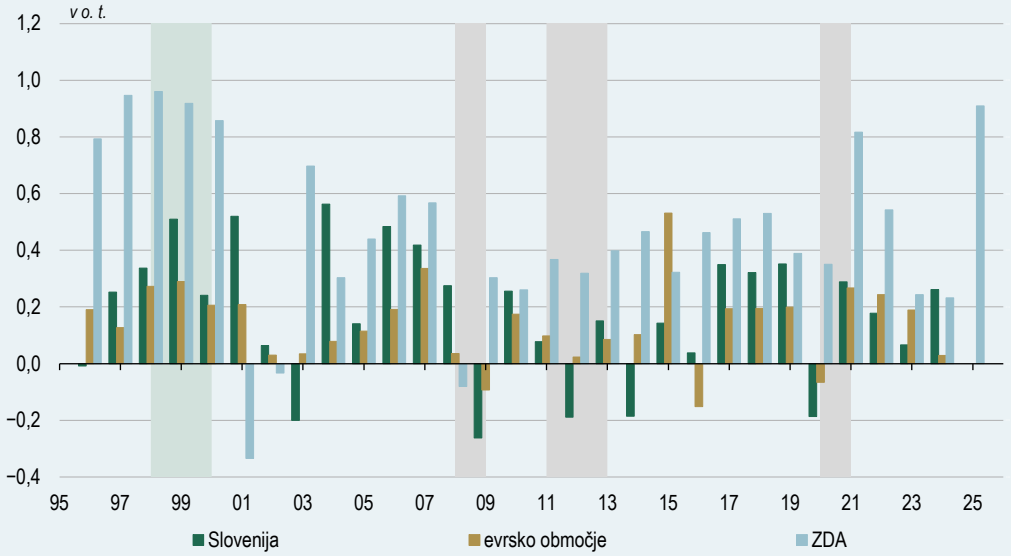
Podatki kažejo, da so neposredni prispevki digitalnih naložb k rasti BDP v ZDA občutno višji kot v evrskem območju (slika 3.6.2). Leta 2024 so digitalne naložbe k 0,9-odstotni realni rasti BDP evrskega območja prispevale približno 0,05 odstotne točke, kar je precej manj kot v obdobju dot-com razcveta, ko so k 3,0-odstotni gospodarski rasti prispevale okoli 0,2 odstotne točke. V ZDA so bili ti prispevki izrazitejši: v obdobju dot-com razcveta so digitalne naložbe k 4,8-odstotni rasti BDP prispevale skoraj 1 odstotno točko, leta 2024 pa več kot 0,2 odstotne točke ob 2,8-odstotni gospodarski rasti. Razpoložljivi podatki za leto 2025 za ZDA nakazujejo izrazito povečanje prispevka digitalnih naložb, ki je do tretjega četrtletja dosegel približno 0,9 odstotne točke. To nakazuje

[43] Vse naložbe v R&R niso neposredno povezane z digitalizacijo ali UI, vendar so naložbe v nove modele ali raziskovalne projekte programske opreme na področju UI praviloma evidentirane kot R&R.

[44] Za ZDA v primerljive naložbene kategorije štejemo opremo za obdelavo informacij (angl. Information processing equipment), programsko opremo (angl. Software) ter raziskave in razvoj (angl. Research and development).

izrazito pospešitev digitalnega investiranja, ki je povezano z naložbami v razvoj in uporabo umetne inteligence.

Slika 3.6.2: **Prispevki digitalnih naložb k rasti BDP v Sloveniji, evrskem območju in ZDA**




Vir: Eurostat, Fred, preračuni Banke Slovenije.
Opomba: Prispevki digitalnih naložb k rasti BDP so izračunani z zmnožkom realne rasti digitalnih naložb in njihovega deleža v BDP. Sivo osenčena območja prikazujejo obdobja gospodarskih kriz v evrskem območju, zeleno osenčeno območje pa obdobje razcveta v času dot-com cikla. Podatki za ZDA za leto 2025 temeljijo na četrtletnih podatkih do tretjega četrtletja 2025, pri čemer je letni prispevek izračunan kot povprečje treh anualiziranih četrtletnih prispevkov. Izdatki za R&R so za evrsko območje izračunani brez Irske zaradi izrazite volatilnosti podatkov.

V Sloveniji je delež digitalnih naložb v BDP leta 2024 znašal 3,9 %, kar je manj kot v evrskem območju in v ZDA, pri čemer je bilo njegovo gibanje v opazovanem obdobju bolj volatilno. Najvišjo raven so digitalne naložbe v razmerju do BDP dosegle v obdobju dot-com (4,6 %), nato pa so se do leta 2009 postopoma zniževale (3,6 %). Po letu 2014 se je delež znova rahlo povečal, vendar ostal pod ravnijo evrskega območja in ZDA. Tudi prispevek digitalnih naložb k rasti BDP je v Sloveniji bolj volatilen. To je deloma povezano z majhnostjo gospodarstva, kjer lahko posamezne večje naložbe pomembno vplivajo na skupno investicijsko gibanje in posledično rast posameznih naložbenih kategorij. V obdobju dot-com so se prispevki približali 0,5 odstotne točke ob 5,3-odstotni gospodarski rasti, dolgoročno povprečje pa znaša približno 0,18 odstotne točke. To je več kot v evrskem območju (0,14 odstotne točke), vendar manj kot v ZDA (0,45 odstotne točke). Leta 2024 se je prispevek digitalnih naložb povečal na približno 0,26 odstotne točke ob 1,7-odstotni rasti BDP. Čeprav to kaže okrepitev digitalne naložbene aktivnosti, na podlagi agregatnih podatkov ni mogoče zanesljivo oceniti, v kolikšni meri je gibanje povezano z naložbami na področju umetne inteligence.

Glede na zgodovinsko manjši delež digitalnih naložb v BDP v Sloveniji in evrskem območju bo morebitno povečanje v letu 2025 najbrž manj izrazito kot v ZDA, kar pomeni skromnejši prispevek h gospodarski rasti. Dolgoročno zaostajanje v deležu digitalnih naložb bi lahko omejevalo hitrost prestrukturiranja gospodarstva v smeri učinkovitejšega izkoriščanja prednosti umetne inteligence. Med dejavniki, ki bi lahko zavirali porast digitalnih naložb, so razmeroma visoki stroški energije in dela, regulativne obremenitve ter negotovosti glede prihodnje ureditve področja umetne inteligence.[45]

[45] The Non-Financial Business Sector Dialogue.

# 4 Trg dela

***Po enoletnem upadanju se je število delovno aktivnih decembra medletno povečalo, pri čemer je bil ključen prispevek javnega sektorja.***

Po letu zmanjševanja števila delovno aktivnih oseb se je to decembra medletno povečalo za 0,3 % (slika 4.1, levo). K temu je med drugim prispevala dinamika upokojevanja, ki je bilo po izračunih ZPIZ ob koncu lanskega leta manj ugodno kot leto prej, zato so se nekateri zaposleni tik pred upokojitvijo odločili za nekajmesečni odlog upokojitve.[46] Večino pozitivne medletne rasti je zagotovil javni sektor. To lahko delno pripišemo prav učinku omenjenega upokojevanja, saj je v javnem sektorju zaposlenih relativno več starejših delavcev,[47] delno pa zagotavljanju obsega javnih storitev, predvsem v izobraževanju, socialnem varstvu brez nastanitve, ki ga povezujemo z izvajanjem dolgotrajne oskrbe, in zdravstvu.

V povprečju lanskega leta se je število delovno aktivnih glede na leto prej zmanjšalo za 0,3 %. Prispevek dejavnosti javnega sektorja je skozi vse leto ostal pozitiven in je v povprečju leta znašal 0,5 odstotne točke.[48] Nasprotno je prispevek dejavnosti zasebnega sektorja znašal –0,8 odstotne točke, najbolj negativen pa je bil v predelovalnih dejavnostih, zlasti v proizvodnji kovinskih izdelkov, motornih vozil, prikolic in polprikolic ter drugih strojev in naprav, v katerih je bil najizrazitejši tudi padec aktivnosti. Glede na državljanstvo je bil prispevek slovenskih državljanov k rasti števila delovno aktivnih oseb negativen (–0,5 odstotne točke), prispevek tujih državljanov pa pozitiven skozi vse leto (0,3 odstotne točke); delež teh med delovno aktivnimi je bil v povprečju leta 16,0-odstoten.[49]

Pričakovano zaposlovanje je bilo februarja po anketi SURS skromno, z izjemo gradbeništva. To potrjuje tudi anketa o prostih delovnih mestih, glede na katero se povpraševanje po delavcih zadnja tri leta zmanjšuje. Lani je bilo prostih delovnih mest 8,2 % manj kot leto prej, po dejavnostih jih je bilo manj predvsem v prometu in skladiščenju, več pa v predelovalnih dejavnostih. To skupaj z mesečnimi podatki o zmanjševanju zaposlenosti v tej dejavnosti kaže vztrajanje strukturnih neskladij na trgu dela, kar potrjujejo tudi podatki o pomanjkanju usposobljenih delavcev, ki ostaja nad dolgoletnim povprečjem (slika 4.1, desno).

***Registrirana brezposelnost se je na začetku leta zmanjšala, vendar je ostala nad lanskim povprečjem.***

Po štirih mesecih medletne rasti ob koncu lanskega leta se je število registriranih brezposelnih oseb v prvih dveh mesecih letos zmanjšalo. Februarja jih je bilo 48.096, kar je medletno manj za 0,4 %, vendar še vedno 5,9 % nad lanskim povprečjem (slika 4.1,

[46] Glede na izračune ZPIZ je bilo upokojevanje konec leta 2024 bolj ugodno kot v začetku leta 2025, kar povezujemo z medletnim padcem števila delovno aktivnih decembra 2024. Nasprotno je ZPIZ konec lanskega leta objavil, da bo upokojevanje v začetku leta 2026 ugodnejše kot ob koncu 2025, kar je imelo pozitiven učinek na medletno rast števila delovno aktivnih oseb decembra 2025.

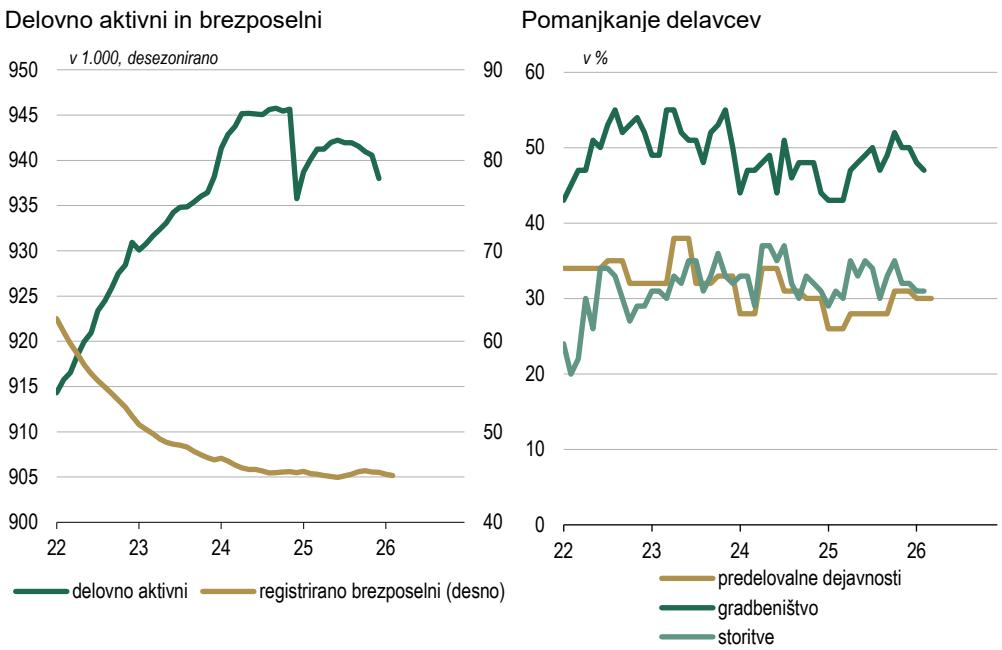
[47] Podrobnejša analiza je dostopna v okvirju 4.1 v publikaciji Pregled makroekonomskih gibanj, marec 2025 | Banka Slovenije.

[48] Med dejavnosti javnega sektorja štejemo dejavnosti javne uprave (O), izobraževanja (P) ter zdravstva in socialnega varstva (Q) po SKD 2008.

[49] Delovno aktivni so brez samozaposlenih kmetov.

levo). V strukturi je bilo medletno manj predvsem starejših od 50 let in oseb s srednješolsko izobrazbo, več pa mlajših od 25 let ter oseb z najnižjo in najvišjo izobrazbo. V prvih dveh mesecih leta je bil odliv iz brezposelnosti manjši kot v istem obdobju lani predvsem zaradi manjšega števila zaposlitev. Hkrati je bilo na novo brezposelnih manj oseb, ker je bilo manj trajno presežnih delavcev. Stopnja registrirane brezposelnosti je bila decembra lani pri 4,8 % enaka kot leto prej in 0,2 odstotne točke nad povprečjem leta. Stopnja anketne brezposelnosti je bila v zadnjem četrtletju lani 4,1-odstotna, kar je 0,6 odstotne točke več kot leto prej in 0,2 odstotne točke nad lanskim povprečjem.

Slika 4.1: **Delovno aktivni, brezposelni in pomanjkanje delavcev**




Vir: SURS, ZRSZ, preračuni Banke Slovenije. Zadnji podatek levo: registrirano brezposelni – februar 2026, delovno aktivni – december 2025, desno: gradbeništvo in storitve – februar 2026, predelovalne dejavnosti – marec 2026.
Opomba: Na sliki desno prikazujemo pomanjkanje delavcev z deležem podjetij, ki omenjajo to kot omejitveni dejavnik poslovanja. V gradbeništvu in predelovalnih dejavnostih gre za pomanjkanje usposobljenih delavcev.

***Gibanje plač sta ob koncu lanskega leta zaznamovala medletni padec povprečne bruto plače in poglabljanje razkoraka med javnim in zasebnim sektorjem.***

Medletna sprememba povprečne bruto plače je bila decembra lani prvič po treh letih in pol negativna (–0,5 %; slika 4.2, levo). Ključni razlog za znižanje je bil manjši obseg izrednih izplačil, ki so jih podjetja verjetno deloma nadomestila z izplačilom obvezne božičnice.[50] Zaradi relativno višje rasti cen je bil medletni realni padec povprečne bruto plače še izrazitejši (–3,0 %). V povprečju leta je bila rast povprečne bruto plače pri 5,9 % za 0,3 odstotne točke nižja kot leto prej, realna rast pa je bila pri 3,3 % nižja za skoraj odstotno točko.

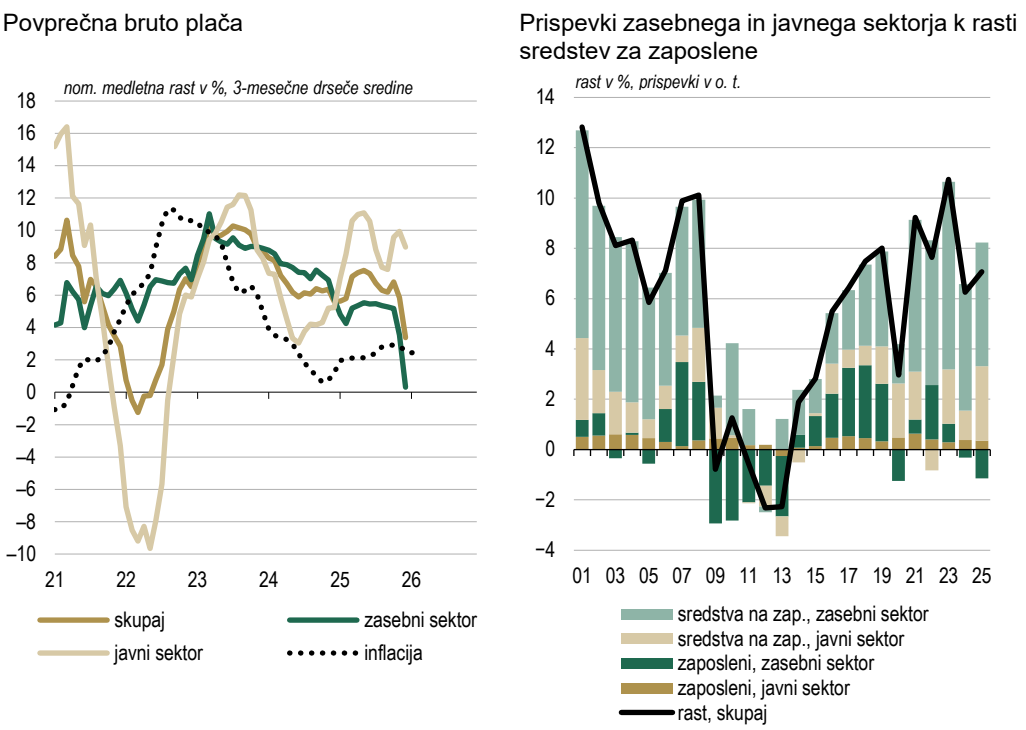
Razkorak v medletni spremembi povprečne bruto plače med zasebnim in javnim sektorjem se je decembra še poglobil. V zasebnem sektorju je bila povprečna bruto plača medletno nižja za 3,9 %, v javnem pa višja za 6,1 %. Na letni ravni so se plače v zasebnem sektorju prav tako povišale za 3,9 % (realno za 1,4 %), medtem ko je bila rast

[50] Znesek božičnice oziroma zimskega regresa ni upoštevan v statistiki povprečne bruto plače.

v javnem sektorju zaradi prenove plačnega sistema izrazito višja in je znašala 9,4 % (realno 6,7 %).

Razhajanja med sektorjema potrjujejo tudi podatki nacionalnih računov.[51] Na letni ravni je bila rast sredstev za zaposlene na zaposlenega v dejavnostih zasebnega sektorja (6,4 %) za polovico nižja kot v dejavnostih javnega sektorja (12,9 %). Rast sredstev na zaposlenega je v obeh presegla rast produktivnosti dela, ki je v dejavnostih zasebnega sektorja znašala 4,3 %, v dejavnostih javnega pa 9,7 %. Lansko rast sredstev za zaposlene je zaviralo večje medletno krčenje zaposlenosti in nižji prispevek sredstev na zaposlenega v zasebnem sektorju, višal pa jo je prispevek sredstev na zaposlenega v javnem sektorju (slika 4.2, desno).

Slika 4.2: **Povprečna bruto plača in razčlenitev rasti sredstev za zaposlene**




Vir: SURS, preračuni Banke Slovenije. Zadnji podatek levo: december 2025, inflacija – februar 2026.
Opomba: Na sliki desno so prispevki k rasti izračunani na podlagi uteži posameznega sektorja v sredstvih za zaposlene iz predhodnega leta. Zaradi metodoloških značilnosti se njihova vsota lahko neznatno razlikuje od skupne stopnje rasti. Javni sektor se nanaša na dejavnosti O, P in Q po SKD 2008, zasebni pa na preostale dejavnosti. Sredstva na zap. predstavljajo sredstva za zaposlene na zaposlenega.

[51] Po definiciji nacionalnih računov so sredstva za zaposlene enaka vsoti bruto plač in prispevkov delodajalcev za socialno varstvo zaposlenih, pri čemer osebni prejemki sestavljajo denarna nadomestila, izplačana zaposlenim za hrano, prevoz ter letni in zimski regres. Vključujejo tudi oceno napitnin v gostinskih in osebnih storitvenih dejavnostih ter oceno zasebne rabe službenih vozil. V mesečni statistiki bruto plača vsebuje plačo zaposlenih za opravljeno delo, nadomestila plače, ki bremenijo delodajalca, ter prejemke za minulo delo in stimulativne dodatke. Bruto plača ne vključuje nadomestil, ki ne bremenijo delodajalca, premij za prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje, izplačil, ki bremenijo materialne stroške, izplačil na podlagi avtorskih in podjemnih pogodb, izplačil letnega in zimskega regresa, jubilejnih nagrad in odpravnin.

# 5 Tekoči račun plačilne bilance

***Saldo blagovne menjave je lani izkazoval primanjkljaj, kar se je v zadnjem desetletju zgodilo le še v obdobju energetske krize leta 2022.***

Realni izvoz blaga[52] je lani upadel za 0,2 %, medtem ko se je realni uvoz povečal za 2,0 %, kar je znižalo rast realnega BDP za 1,4 odstotne točke. Negativni prispevek blagovne menjave k rasti BDP se je med letom poglabljal, predvsem zaradi pospešene rasti uvoza v drugem polletju, ki je sledila krepitvi domačega povpraševanja. Pogoji blagovne menjave, izračunani kot razmerje izvoznih in uvoznih cen, so se lani med letom krepili in v celem letu izboljšali za 0,9 %. Izvozne cene so se zvišale kljub znižanju uvoznih cen, kar ob upadu realnega izvoza nakazuje poslabšanje cenovne in stroškovne konkurenčnosti izvoznikov ter spremembo v strukturi izvoza.

Nominalni izvoz blaga se je lani po plačilnobilančnih podatkih povečal za 0,4 %, medtem ko je bil nominalni uvoz blaga višji za 1,7 %. Saldo blagovne menjave je izkazal primanjkljaj v višini 149 mio EUR, kar se je v zadnjem desetletju zgodilo le še leta 2022 v času energetske krize.

Svetovne negotovosti so lani najbolj vplivale na izvoz blaga v Švico in ZDA, v prvi polovici leta pa je močno upadel tudi izvoz cestnih vozil v Francijo. Izvoz v Nemčijo, našo največjo trgovinsko partnerico, se je zmanjšal že tretje leto zapored, predvsem zaradi manjšega izvoza industrijskih strojev in cestnih vozil.[53] V strukturi največji delež nominalnega blagovnega izvoza predstavljajo stroji in transportne naprave, predvsem cestna vozila, sledijo jim kemijski izdelki, zlasti medicinski in farmacevtski (slika 5.1, levo). Deleži so se v zadnjih treh letih rahlo spremenili (slika 5.1, desno); pri strojih in transportni opremi se je delež nekoliko zmanjšal, medtem ko se je pri kemijskih izdelkih povečal.

Struktura nominalnega uvoza po vrsti blaga je nasprotno v istem obdobju pri največjih kategorijah ostala razmeroma nespremenjena (slika 5.1, desno). Največji delež ohranjajo stroji in transportne naprave, sledijo kemijski izdelki, zlasti medicinski in farmacevtski, ter industrijski materiali, kot so železo, jeklo in barvne kovine (slika 5.1, levo). Po državah partnericah je v zadnjem letu zaznati določen odmik od največjih partneric, saj se je delež uvoza iz Nemčije in Italije zmanjšal, povečal pa iz nekaterih drugih držav srednje Evrope, kot so Hrvaška, Avstrija in Poljska. Delež uvoza blaga iz Kitajske ostaja pretežno nespremenjen (okoli 5 %), od tam se je povečal zlasti uvoz električnih strojev in naprav, cestnih vozil, kovinskih izdelkov in industrijskih strojev.

Prvi podatki za letošnje leto nakazujejo nadaljnje krčenje nominalnega blagovnega izvoza. Po podatkih SURS je ta januarja medletno upadel za 3,7 %,[54] ugodni niso niti obeti, saj podjetja predelovalnih dejavnosti februarja niso zaznala večje rasti izvoznih naročil. Hkrati se je gospodarsko razpoloženje v ključnih državah partnericah, od koder prihaja glavnina tujega povpraševanja po slovenskem izvozu, februarja nekoliko poslabšalo, a ostalo nad najvišjo lansko vrednostjo, pri čemer meritve še niso zajemale

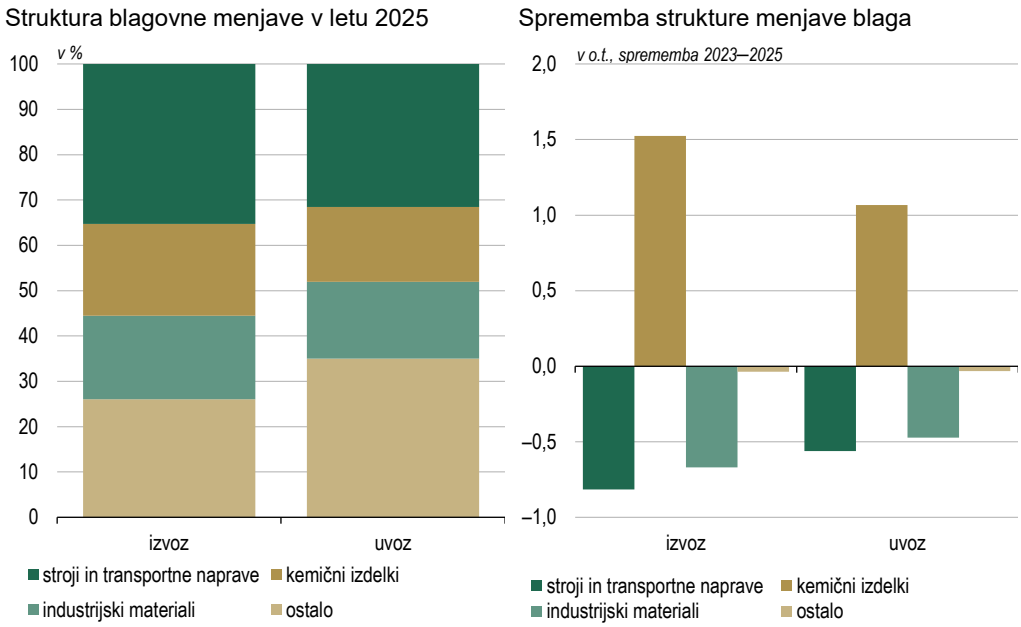
[52] Po podatkih nacionalnih računov.

[53] Delež slovenskega blagovnega izvoza v celotnem blagovnem uvozu Nemčije se je po podatkih plačilne bilance v letu 2025 zmanjšal na 0,62 %, potem ko je v letu 2024 znašal 0,65 %. Najvišjo vrednost je dosegel v letih 2020 in 2021, ko je znašal 0,67 %.

[54] Podatki SURS brez poslov oplemenitenja.

stopnjevanja konfliktov na Bližnjem vzhodu.[55] Uvoz blaga se je po podatkih SURS januarja medletno zmanjšal za 5,8 %, kar sovpada z gospodarsko klimo in prvimi kazalniki trošenja, ki nakazujejo umirjanje domačega povpraševanja (glej poglavje 3).

Slika 5.1: **Struktura in spremembe menjave blaga**




Vir: SURS, Banka Slovenije, preračuni Banke Slovenije.
Opomba: Prikaz temelji na podatkih SURS, izjema je kategorija kemijskih izdelkov, kjer so deloma upoštevani podatki Banke Slovenije.

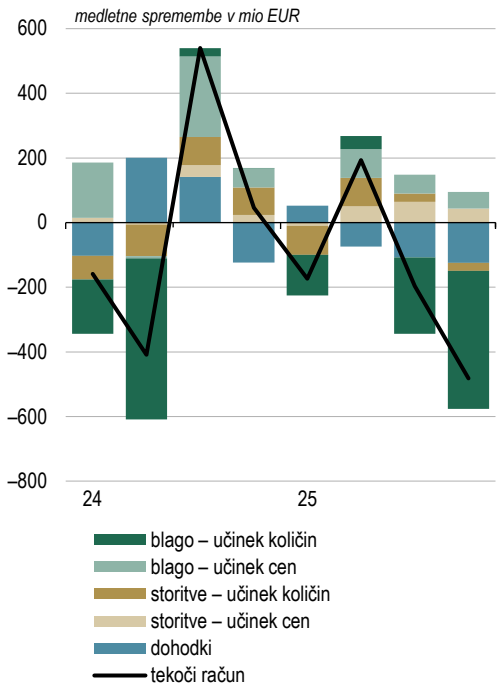
### *Tekoči račun je v presežku le zaradi storitvene menjave.*

Realni izvoz storitev se je lani povečal za 2,2 %, realni uvoz pa za 2,9 %. Kljub hitrejši rasti uvoza je bil zaradi nekoliko večjega obsega izvoza prispevek storitvene menjave k realni rasti BDP nevtralen. Pogoji storitvene menjave so se rahlo izboljšali (0,2 %), zlasti v drugem polletju, ko so se izvozne cene zvišale izraziteje kot uvozne. To je nekoliko ublažilo medletno zmanjšanje presežka na tekočem računu (slika 5.2, levo), ki je lani izhajal izključno iz presežka v storitveni menjavi, ta pa je dosegel rekordnih 3,9 mrd EUR. Polovico tega so prispevale transportne storitve in potovanja, pri čemer se je presežek pri obeh kategorijah glede na leto prej še povečal (slika 5.2, desno).

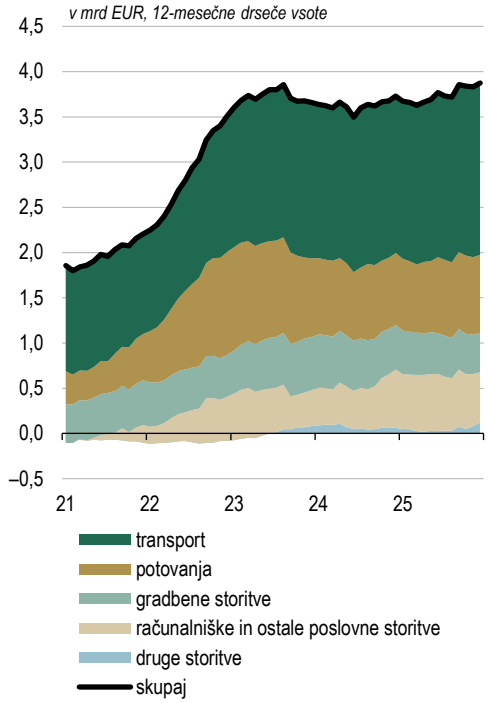
[55] Izračunano kot tehtano povprečje gospodarske klime Nemčije, Hrvaške, Italije, Avstrije in Francije, pri čemer smo za uteži uporabili izvoz blaga.

Slika 5.2: **Pogoji menjave in saldo storitev**

Prispevek cen in količin h gibanju salda tekočega računa




Saldo storitvene menjave




Vir: SURS, Banka Slovenije, preračuni Banke Slovenije.
Opomba: Na sliki desno pri ostalih poslovnih storitvah izstopajo predvsem storitve raziskav in razvoja ter inženirske storitve. Druge storitve med drugim zajemajo zavarovalne storitve in storitve predelave blaga v lasti drugih oseb.

Več kot polovico lanskega izvoza storitev so predstavljala potovanja, ki so se ob rekordni turistični sezoni povečala za 4,6 %,[56] ter transport, ki se je okrepil za 2,6 %, vendar je ob koncu leta začel upadati. Dnevni podatki za prvih 60 dni letos kažejo nadaljevanje rasti izvoza storitev potovanj, saj je bilo število prenočitev tujih turistov medletno večje za 8,3 %.[57] Delež izvoza zavarovanj v skupnem izvozu storitev se je lani podvojil na 5,5 % zaradi sklenitve večjega dolgoročnega posla ene od zavarovalnic. Izvoz storitev v Nemčijo se je zmanjšal, v Italijo pa povečal, zlasti zaradi omenjenega zavarovalniškega posla. Na uvozni strani se je povečal uvoz zavarovalniških in drugih poslovnih storitev, medtem ko je uvoz transportnih storitev upadel za 15,1 %.

Primanjkljaj primarnih dohodkov se je lani zmanjšal za 332,0 mio EUR in znašal 427,5 mio EUR. To je predvsem posledica upada izplačanih dividend iz naslova lastniškega kapitala podjetij – kar sovpada s šibko rastjo dodane vrednosti v panogah z višjim deležem podjetij v tuji lasti – ter povečanja dohodkov od dela slovenskih rezidentov v tujini, kar povezujemo s povečanjem prejemkov iz Avstrije. Primanjkljaj sekundarnih dohodkov se je povečal za 586,9 mio EUR, kjer so se med drugim povečali izdatki za razne tekoče transferje.

Presežek tekočega računa je lani znašal 2,4 mrd EUR oziroma 3,4 % BDP, kar je za 1,1 odstotne točke manj kot v letu 2024.

[56] Slovenijo je obiskalo največ tujih turistov po 15 letih spremljanja te statistike po obstoječi metodologiji in tudi po 28 letih, če upoštevamo podatke s starejšo metodologijo.
[57] Podatek temelji na eksperimentalni (dnevni) statistiki SURS.

Okvir 5.1: **Tekoči račun kot odraz domačega presežnega varčevanja**

***Presežek tekočega računa odraža kombinacijo razmeroma visokega varčevanja zasebnega sektorja in zmerne investicijske aktivnosti, ne zgolj gibanj v blagovni in storitveni menjavi.***

Tekoči račun prikazuje tokove blaga in storitev ter primarnih in sekundarnih dohodkov med rezidenti in nerezidenti. Njegov saldo predstavlja razliko med prejemki iz tujine in izdatki do tujine. Saldo tekočega računa[58] je tudi enak razliki med nacionalnim varčevanjem (S) in investicijami (I) v gospodarstvu:

$$CA = S - I$$

Primanjkljaj tekočega računa kaže, da domače investicije presegajo domače prihranke, zato se gospodarstvo neto zadolžuje v tujini. Presežek tekočega računa nasprotno zrcali preseganje domačega varčevanja nad investicijami in posledično neto financiranje tujine. Presežno domače varčevanje se steka v tujino prek neto finančnih tokov v obliki neposrednih ali portfeljskih naložb, danih posojil ali povečanja drugih neto terjatev do tujine, lahko pa se domači sektorji tudi razdolžujejo in zmanjšujejo že nastale finančne obveznosti do tujine.[59]

Slovenija je imela v zadnjem desetletju, z izjemo leta 2022, razmeroma visok presežek tekočega računa, ki je v povprečju obdobja znašal približno 4,7 % BDP. Po finančni krizi se je neto posojanje tujini postopoma povečevalo, k presežku pa so prispevali gospodinjstva in nefinančne družbe (v nadaljevanju: podjetja), ob postopnem izboljšanju salda državnega sektorja. V pandemičnem letu 2020 so se neto prihranki gospodinjstev izrazito povečali zaradi omejenih možnosti potrošnje, previdnostnega varčevanja in obsežnih državnih ukrepov za ohranjanje dohodkov. V tem letu so presežno varčevanje izkazala tudi podjetja, kar je privedlo do rekordnega neto posojanja (slika 5.1.1, levo). Leta 2022 so energetski šok in naraščajoči cenovni pritiski po začetku vojne v Ukrajini začasno zmanjšali neto prihranke gospodinjstev, podjetja pa so dosegla rahel primanjkljaj. Presežek tekočega računa se je nato spet povečal, na 4,5 % BDP v letu 2024, s sočasno rastjo deleža prihrankov v BDP in zmanjšanjem deleža investicij.

Kljub zmanjšanju presežka v lanskem letu, povezanem z upočasnitvijo izvoza blaga, ta ostaja pri 3,4 % BDP razmeroma visok. Po višini presežka tekočega računa v BDP se je Slovenija v obdobju 2020–2024 uvrščala med države z najvišjimi presežki v evrskem območju (slika 5.1.1, desno).

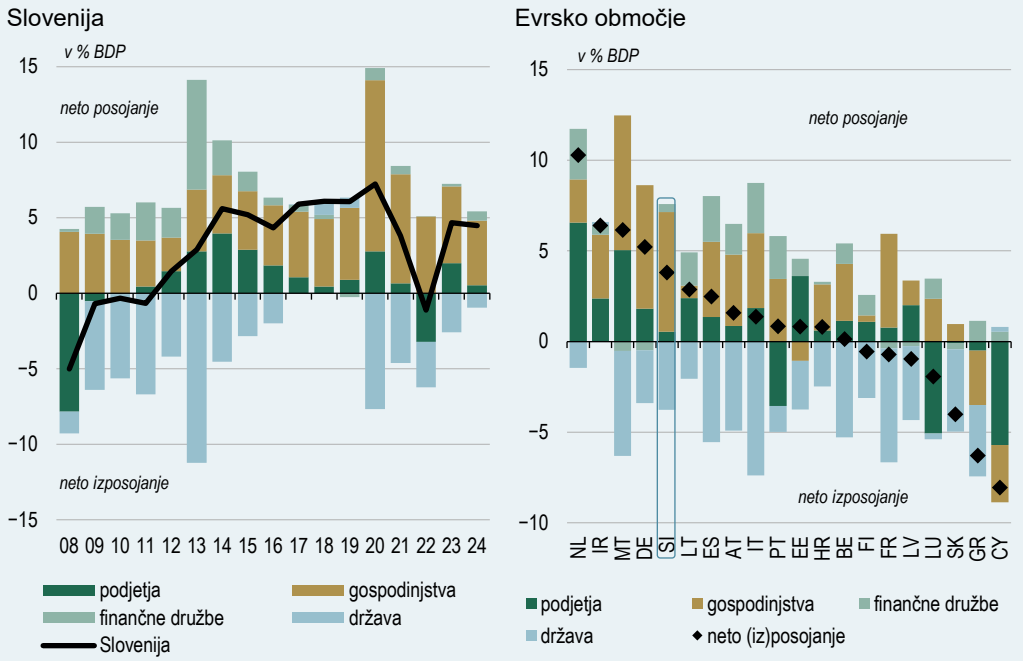
Po oceni IMF je bil ciklično prilagojen zunanji položaj Slovenije leta 2025 ocenjen na 4,4 % BDP.[60] To je nekoliko nad ravnijo, ki jo nakazujejo temeljni dejavniki in zaželene politike (2,8 % BDP), ter odraža šibko investicijsko aktivnost v gospodarstvu. Pri oceni so se upoštevali demografska struktura, raven razvitosti, neto mednarodna investicijska pozicija ter fiskalna politika s srednjeročno usmeritvijo.

[58] Neto (iz)posojanje je vsota salda tekočega in kapitalskega računa plačilne bilance, pri čemer je saldo kapitalskega računa zelo majhen (v povprečju obdobja 2020–2024 zgolj –0,1 % BDP).

[59] Na ravni institucionalnih sektorjev lahko saldo tekočega računa izrazimo kot vsoto neto (iz)posojanja posameznih sektorjev: $CA = (S_H - I_H) + (S_C - I_C) + (S_G - I_G)$, kjer H, C in G označujejo sektorje gospodinjstev, finančnih in nefinančnih družb ter države.

[60] Ocena je bila narejena z uporabo podrobnega empiričnega modela (External Balance Assessment, EBA-lite). Za več informacij glej IMF (2025) External sector report: Global Imbalances in a Shifting World.

Slika 5.1.1: **Neto (iz)posojanje oziroma varčevalno-investicijska vrzel**




Vir: Eurostat.
Opomba: Podjetja predstavljajo nefinančne družbe, sektor gospodinjstev pa vključuje tudi NPISG. Na sliki desno se podatki nanašajo na povprečje obdobja 2020–2024.

Primanjkljaji in presežki tekočega računa sami po sebi ne predstavljajo neravnotežja, saj lahko odražajo razvojno fazo gospodarstva, demografske trende ali procese razdolževanja. Dolgotrajna odstopanja od ravni, skladnih s temeljnimi dejavniki, pa lahko nakazujejo neravnotežja v strukturi domačega povpraševanja ali investicijske aktivnosti.[61] Ukrepi, ki spodbujajo investicijsko aktivnost in domače povpraševanje, zlasti na področju človeškega kapitala, poslovnega okolja in dostopa do financiranja, lahko prispevajo k zmanjšanju odstopanja presežka tekočega računa od ocenjene ravni ravnotežja.[62]

***Vztrajni presežki na tekočem računu in neto odlivi kapitala v tujino so pomembno izboljšali neto mednarodno investicijsko pozicijo Slovenije, s čimer se uvršča med finančno odpornejše članice evrskega območja, vendar pa je to pomenilo zamujene investicijske priložnosti doma.***

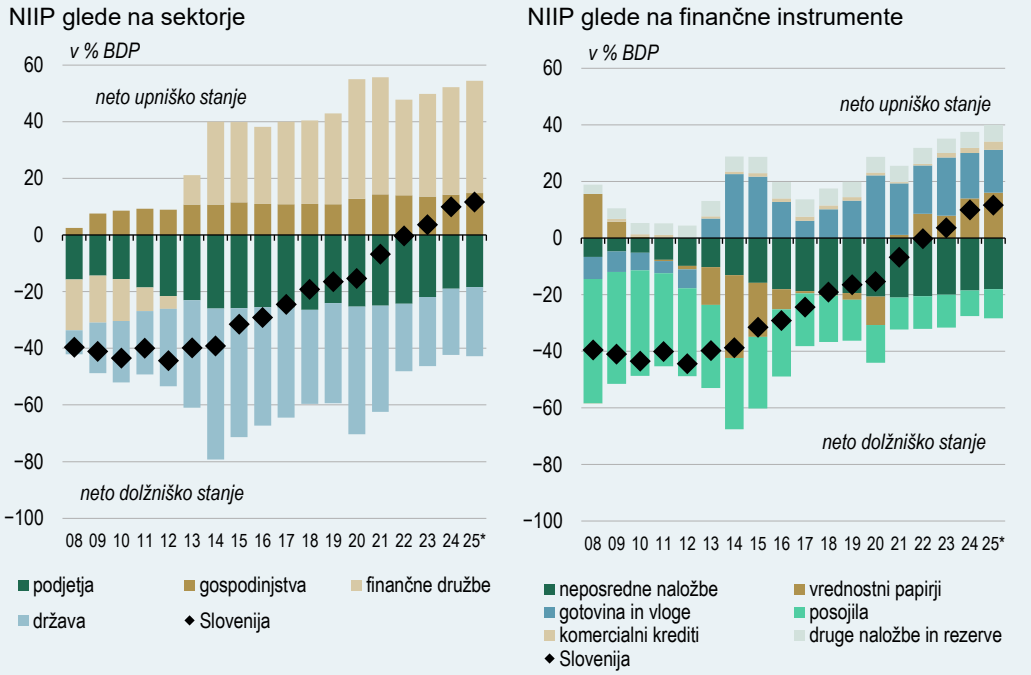
Slovenija je z večletnimi presežki na tekočem računu in omejeno naložbeno dejavnostjo domačih sektorjev v zadnjem desetletju prešla iz neto dolžnice v neto upnico do tujine, ob koncu lanskega tretjega četrtletja v višini 11,7 % BDP (slika 5.1.2, levo). Do premika pozicije v pozitivno območje je vodilo obnašanje vseh sektorjev. Na eni strani so gospodinjstva in finančne družbe vztrajno povečevali neto finančne terjatve do tujine – gospodinjstva iz naslova previdnostnega varčevanja in omejene potrošnje, banke in druge finančne družbe pa so v obdobjih presežne likvidnosti in okrnjene domače investicijske aktivnosti usmerjala presežna sredstva zlasti v tuje (dolžniške) vrednostne papirje in izdajo posojil, ob tem pa tudi odplačale precej posojil. Na drugi strani so podjetja in država njihov tradicionalni dolžniški položaj opazno zmanjšali, vendar pa je to obenem pomenilo zamujene priložnosti za financiranje domačega razvoja in prestrukturiranja gospodarstva. Prerez po glavnih instrumentih razkrije, da zadnja leta krepimo upniški položaj do tujine na vseh postavkah; povečale so se neto naložbe v vrednostne

[61] EC (2012). Current account surpluses in the EU.

[62] IMF (2025). Republic of Slovenia: 2025 Article IV Consultation-Press Release; and Staff Report.

papirje ter gotovino in vloge, rahlo ublažil pa se je tudi dolžniški položaj z naslova neposrednih naložb in posojil (slika 5.1.2, desno).

Slika 5.1.2: **Razčlenitev neto stanja mednarodnih naložb (NIIP)**

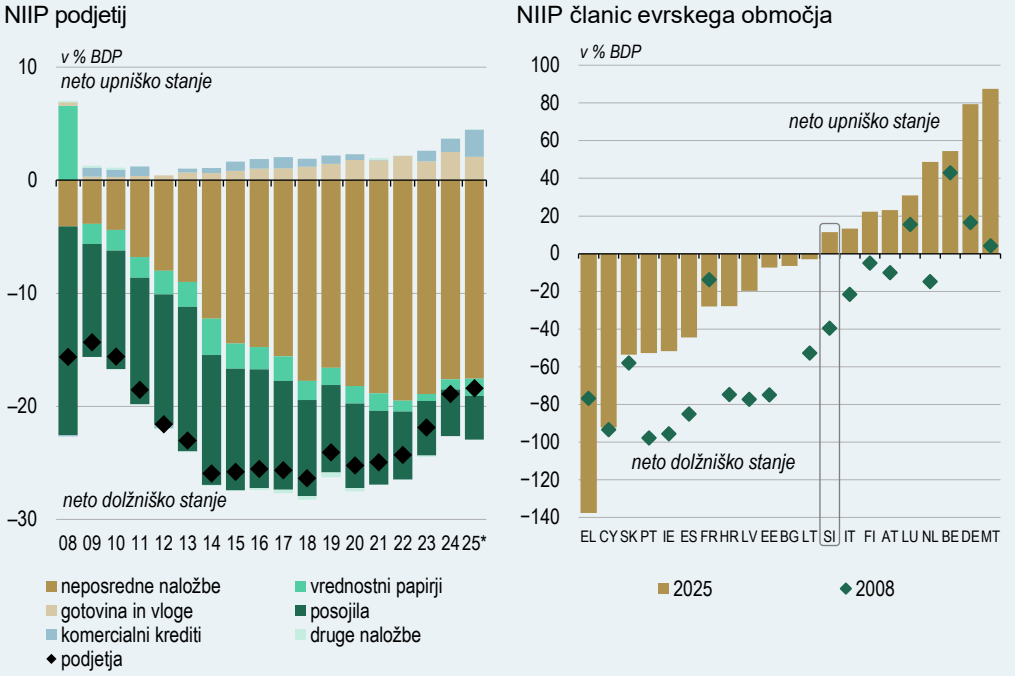



Vir: Banka Slovenije, preračuni Banke Slovenije.
Opomba: NIIP predstavlja neto stanje mednarodnih naložb (angl. Net International Investment Position).
* Za leto 2025 so podatki prikazani za konec tretjega četrtletja. Na sliki levo podjetja predstavljajo nefinančne družbe, pri gospodinjstvih so zajete tudi NPISG. Na sliki desno vrednostni papirji vključujejo tudi finančne derivative (v zanemarljivi vrednosti).

Podrobnejši pogled na finančne transakcije in neto stanje podjetij do tujine kaže, da so ta prešla intenziven proces razdolževanja in so zdaj finančno stabilnejša kot pred desetletjem (slika 5.1.3, levo). Ob povečani gospodarski negotovosti in previdnosti so v zadnjih letih neto odlive kapitala povečevala predvsem z odplačevanjem tujih posojil, nalaganjem sredstev na račune bank v tujini in neto komercialnim kreditiranjem tujih partnerjev. Nasprotno se jim neto prilivi neposrednih tujih naložb vztrajno krepijo, kar odraža omejeno internacionalizacijo slovenskih podjetij in hkrati kaže pomembno vlogo tujih investicij kot kanala prenosa kapitala in tehnologije.

S prehodom v neto upniško pozicijo se je slovensko gospodarstvo v zadnjih letih uvrstilo med finančno odpornejše članice evrskega območja (slika 5.1.3, desno). K temu so prispevali dolgoletni presežki na tekočem računu ter previdnostno finančno ravnanje domačih sektorjev ob zadržani investicijski aktivnosti. Oboje skupaj omejuje gospodarski potencial in dohitevanje razvitejših držav, zato ostaja ključno učinkovitejše usmerjanje presežka varčevanja tudi v domače razvojne projekte z višjo dodano vrednostjo. To zahteva izboljšanje investicijskega okolja, večjo dobičkonosnost podjetij, zmanjšanje negotovosti in razvoj alternativnih virov financiranja, ki bi omogočili večje investiranje v napredne tehnologije in neopredmetena sredstva. Ob tem ostaja pomembno spremljanje sektorjev, ki ustvarjajo presežke, in instrumentov, v katere se sredstva prelivajo, saj lahko spremembe svetovnih finančnih pogojev hitro vplivajo na donosnost in varnost teh naložb.

Slika 5.1.3: **Neto stanje mednarodnih naložb (NIIP) pri slovenskih podjetjih in drugih članicah evrskega območja**




Vir: ECB, preračuni Banke Slovenije.
Opomba: * Za leto 2025 so podatki prikazani za konec tretjega četrtletja. Na sliki levo vrednostni papirji vključujejo tudi finančne derivative (v zanemarljivi vrednosti).

# 6 Inflacija

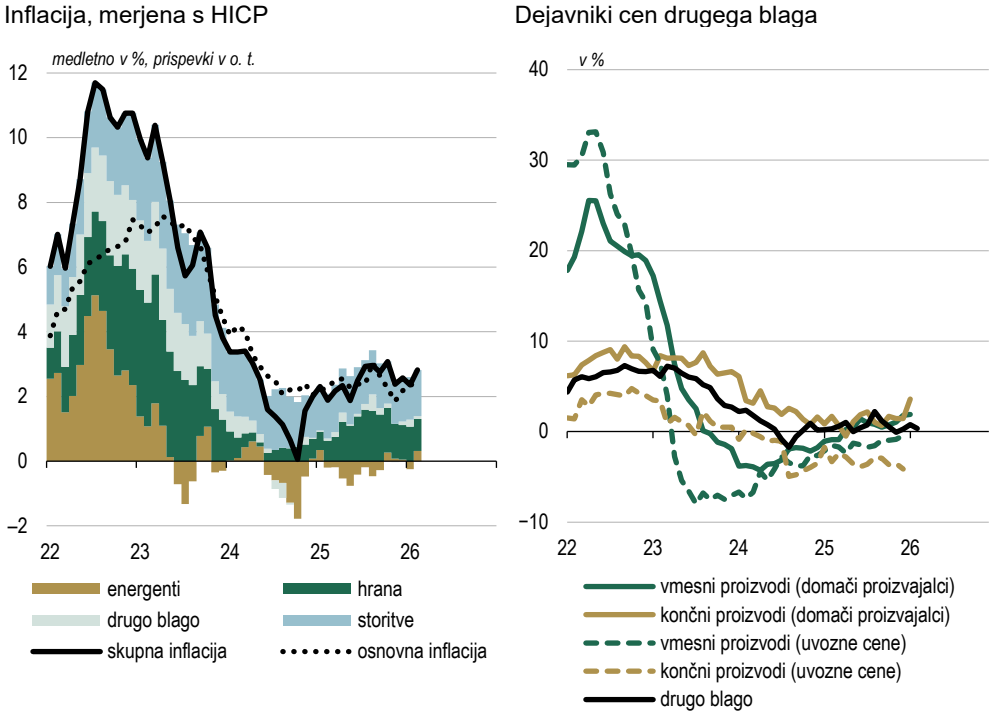
***Inflacija se je februarja pospešila predvsem zaradi učinka lanskih ukrepov pri cenah elektrike.***

Medletna rast cen življenjskih potrebščin, merjena s HICP, se je februarja okrepila na 2,8 %, potem ko je bila januarja 2,4-odstotna. K pospešitvi so največ prispevale cene energentov, v manjši meri pa tudi cene nepredelane hrane in storitev. Nasprotno so rasti cen predelane hrane in drugega blaga februarsko inflacijo upočasnile (slika 6.1, levo). Z zaostritvijo napetosti na Bližnjem vzhodu so se povečala tudi tveganja za nadaljnje umirjanje rasti cen. Višje cene nafte in zemeljskega plina na svetovnih trgih, ki so posledica povečane negotovosti in zmanjšanja ponudbe, se bodo z zamikom prenesla do potrošnikov in tudi v druge cenovne skupine.

Cene energentov so bile februarja medletno višje za 2,8 %, potem ko so bile januarja nižje za 2,1 %. Preobrat je predvsem posledica enkratnega učinka osnove pri cenah elektrike, ki izhaja iz uveljavitve interventnega zakona za omilitev posledic obračuna visoke omrežnine za gospodinjstva na začetku leta 2025.[63] Ocenjujemo, da je ta dejavnik letošnjo februarsko inflacijo zvišal za 0,5 odstotne točke. V manjši meri so rast cen energentov okrepila tudi trdna goriva, ki so se drugi mesec zapored izraziteje podražila in bila v primerjavi z decembrom 2025 dražja za 16,6 %.

[63] Zakon je za januar in februar 2025 znižal tarifne postavke za obračunsko moč v prvem časovnem bloku, na inflacijo pa je vplival šele z začetkom veljavnosti februarja 2025.

Slika 6.1: **Skupna inflacija in dejavniki cen drugega blaga**




Vir: SURS, Eurostat. Zadnji podatek levo: februar 2026, desno: februar 2026, cene pri domačih proizvajalcih – januar 2026 in uvozne cene – december 2025.
Opomba: Na sliki desno se vmesni proizvodi nanašajo na cene surovin, končni proizvodi pa na cene izdelkov za široko porabo brez hrane za prodajo na domačem trgu.

Rast cen hrane se medtem medletno blago umirja in je februarja znašala 4,3 % oziroma 0,3 odstotne točke manj kot januarja.[64] Upočasnitev je v celoti izhajala iz gibanja cen predelane hrane, ki so od novembra lani praktično nespremenjene. V tem obdobju se je njihov prispevek k inflaciji hrane skoraj prepolovil, na 1,7 odstotne točke. Nasprotno se je prispevek cen nepredelane hrane izraziteje povečal na 2,5 odstotne točke, predvsem zaradi višjih cen sadja in zelenjave. Razmere vzdolž proizvodno-nabavnih verig se sicer umirjajo, saj cene prehrambnih surovin na svetovnih in evrskih trgih upadajo že od sredine lanskega leta. Stabilizacija je opazna tudi v nadaljevanju verige, še zlasti pri uvoznih cenah, medtem ko cene pri domačih proizvajalcih ostajajo povišane, nazadnje so bile januarja medletno višje za 4,7 %.

***Osnovno inflacijo še naprej poganjajo predvsem domači dejavniki, povezani z dogajanjem na trgu dela.***

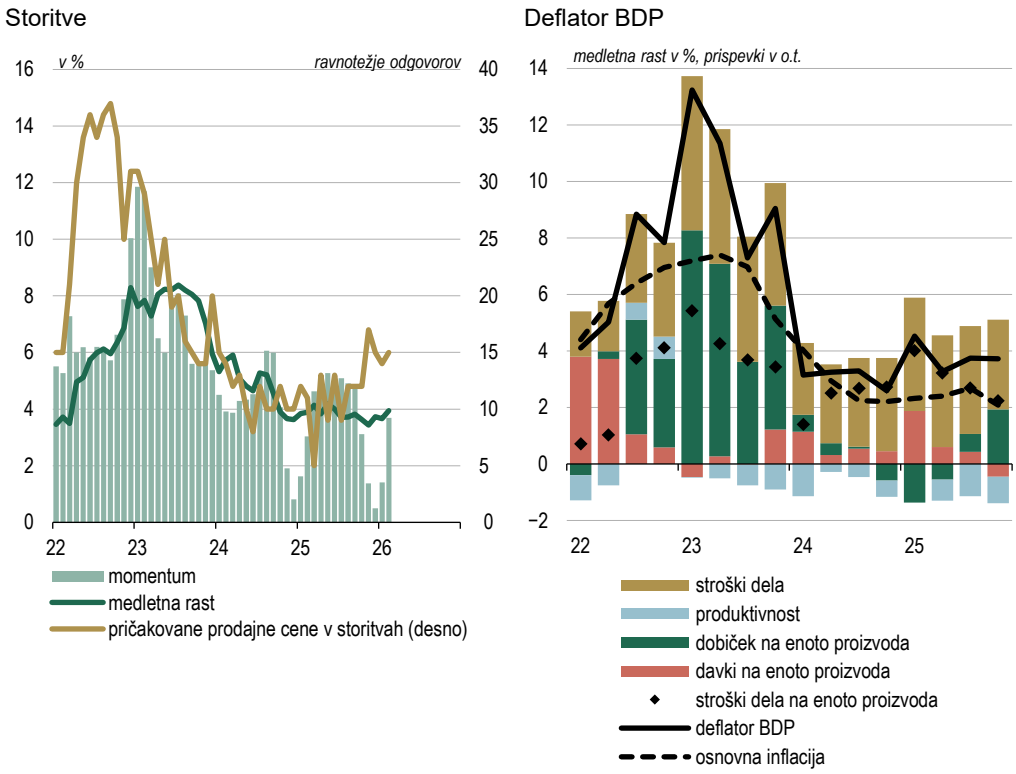
Osnovna inflacija, tj. inflacija, merjena brez cen energentov in hrane, je bila februarja pri 2,3 % za 0,1 odstotne točke nižja kot januarja. Upočasnitev je izhajala iz nižje medletne rasti cen drugega blaga, ki se je znižala za 0,5 odstotne točke na 0,3 %, predvsem zaradi učinka osnove ob razmeroma visoki tekoči rasti cen februarja lani. Kljub temu rast cen te podskupine ostaja podprta z domačimi stroškovnimi dejavniki, kar potrjuje razkorak v gibanju uvoznih cen in cen pri domačih proizvajalcih (slika 6.1, desno). Razhajanje lahko povezujemo predvsem s krepitvijo stroškov dela in njihovim prehajanjem v končne cene.

[64] Od januarja 2026 dalje medletna rast cen hrane ne vključuje učinka zvišanja DDV na sladke pijače, ki je stopil v veljavo januarja 2025. Njegov učinek ocenjujemo na 0,5 odstotne točke.

Povečani stroški dela se odražajo tudi v gibanju cen storitev, ki so se februarja izrazito tekoče povišale,[65] njihova medletna rast pa se je okrepila na 3,9 % (januarja 3,7 %; slika 6.2, levo). Vztrajnost storitvene inflacije odraža tudi kazalnik inflacijskega momentuma,[66] ki se v zadnjih mesecih ponovno krepi, potem ko je lani postopno upadal in nakazoval izzvenevanje inflacijskih pritiskov. Obenem se od novembra dalje znova povečuje delež storitvenih podjetij, ki načrtujejo zvišanje cen, zlasti v dejavnostih dajanja v najem in zakup, oskrbe stavb in okolice, skladiščenja in spremljajočih prometnih dejavnosti, ter gostinsko-nastanitvenih dejavnosti.

Gibanje osnovne inflacije ostaja pogojeno zlasti z domačimi cenovnimi dejavniki. V zadnjem lanskem četrtletju se je rast deflatorja BDP, ki meri rast cen domačih proizvodov in storitev, ohranila pri 3,7 %. Glavni dejavnik rasti so ostali stroški dela, pri čemer je njihov vpliv na končne cene nekoliko blažila višja produktivnost dela. V istem obdobju se je povečal tudi prispevek dobičkov na enoto proizvoda, kar bi lahko nakazovalo okrevanje dobičkovnih marž (slika 6.2, desno).

Slika 6.2: **Dejavniki cen storitev in deflator BDP**




Vir: SURS, preračuni Banke Slovenije. Zadnji podatek levo: februar 2026, desno: četrto četrtletje 2025.
Opomba: Na sliki levo se pričakovane prodajne cene v storitvah nanašajo na obdobje prihodnjih treh mesecev, kazalnik inflacijskega momentuma pa je izračunan kot anualizirana stopnja rasti sezonsko prilagojenega indeksa cen storitev s primerjavo povprečne ravni cen v zadnjih treh mesecih s povprečno ravnjo v predhodnih treh mesecih. Na sliki desno stroški dela predstavljajo sredstva za zaposlene na zaposlenega.

[65] Mesečna rast cen storitev je bila februarja letos pri 1,1 % najizrazitejša februarska tekoča podražitev storitev od leta 2002.

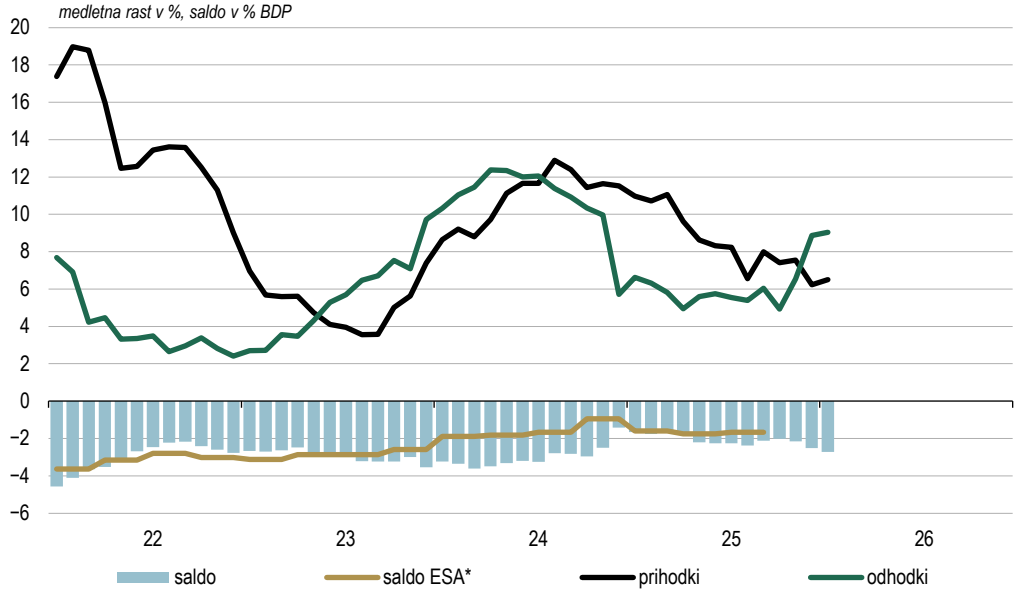
[66] Kazalnik inflacijskega momentuma je izračunan kot anualizirana stopnja rasti sezonsko prilagojenega indeksa cen storitev s primerjavo povprečne ravni cen v zadnjih treh mesecih s povprečno ravnijo v predhodnih treh mesecih.

# 7 Fiskalni položaj države

***Primanjkljaj konsolidirane bilance se je lani povečal za dobro odstotno točko na 2,5 % BDP, za letos pa se pričakuje njegovo nadaljnje povečanje.***

Primanjkljaj konsolidirane bilance javnih financ je po metodologiji denarnega toka lani znašal 1.773 mio EUR oziroma 2,5 % BDP, medtem ko je bil leto pred tem z 1,4 % BDP precej nižji (slika 7.1). Večina primanjkljaja je izhajala iz državnega proračuna (1.711 mio EUR), občine so svoj primanjkljaj prepolovile na 112 mio EUR, ZZZS pa je leto zaključil s presežkom. Ob načrtovanem nadaljnjem povečanju primanjkljaja letos – kljub predvidenemu izboljšanju gospodarske rasti – se krči fiskalni prostor za proticiklično ukrepanje v primeru morebitnih večjih šokov.

Slika 7.1: **Prihodki, odhodki in saldo konsolidirane bilance javnih financ ter saldo države**



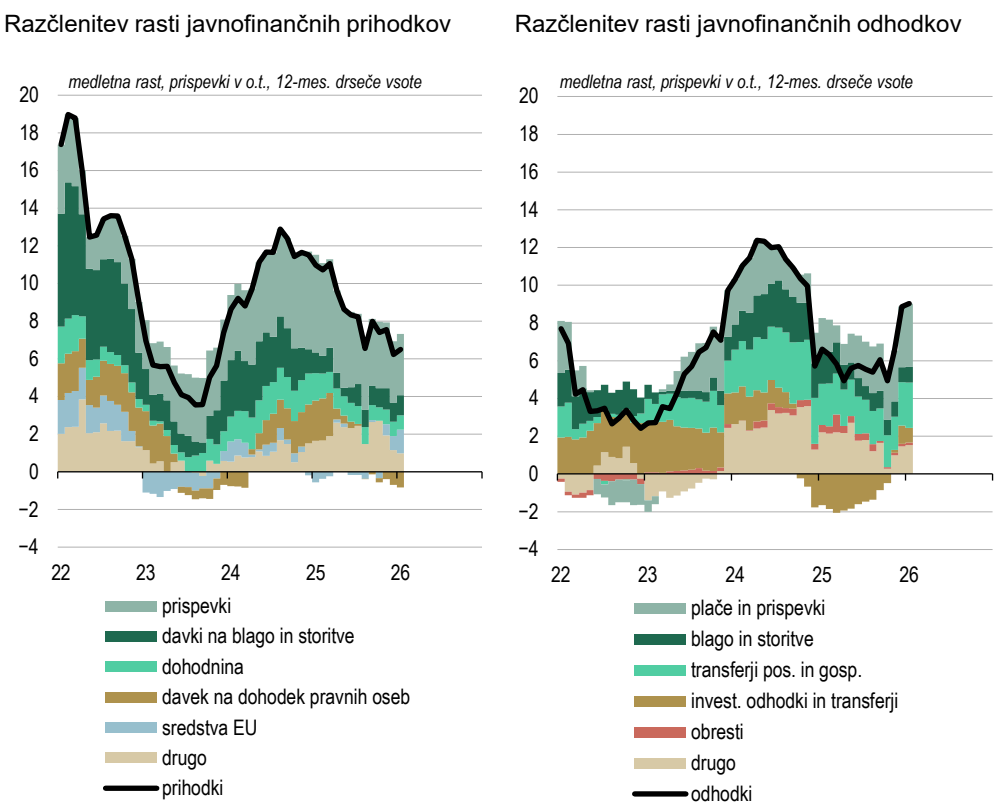

Vir: SURS, Ministrstvo za finance, preračuni Banke Slovenije. Zadnji podatek: januar 2026, saldo ESA – tretje četrtletje 2025.
Opombe: Prihodki, odhodki in saldo (v % BDP) po podatkih konsolidirane bilance javnih financ so prikazani kot 12-mesečne vsote po metodologiji denarnega toka. * Sektor država po metodologiji ESA, vsota štirih četrtletij.

***Glavni dejavnik rasti prihodkov konsolidirane bilance javnih financ so bili lani prispevki za socialno varnost, medtem ko je rast odhodkov najbolj zaznamovala plačna reforma v javnem sektorju.***

Prihodki konsolidirane bilance javnih financ so se lani povečali za 6,2 % oziroma 1,7 mrd EUR (slika 7.2, levo). Njihova rast se je v primerjavi z letom prej umirila, deloma zaradi počasnejše gospodarske rasti, deloma pa zaradi ukrepov fiskalne politike. K rasti so še naprej največ prispevali prispevki za socialno varnost, čeprav se je njihova rast upočasnila kljub uvedbi novega prispevka za dolgotrajno oskrbo v drugi polovici leta. Upočasnitev je bila predvsem posledica visoke osnove iz leta 2024, ko je bilo dodatno zdravstveno zavarovanje preoblikovano v obvezni zdravstveni prispevek. Davki na dobiček so se znižali predvsem zaradi manjšega poračuna za predhodno leto. Nižja kot leto prej je bila tudi rast domačih davkov na blago in storitve ter prihodkov iz dohodnine, zadnje zaradi uskladitve davčne lestvice in olajšav.

Odhodki konsolidirane bilance javnih financ so se lani povečali za 8,9 % oziroma 2,7 mrd EUR (slika 7.2, desno). Pospešitev rasti proti koncu leta je izvirala pretežno iz višjih investicij ter izplačil zimskega regresa zaposlenim (božičnice) in zimskega dodatka upokojencem. V celotnem letu so k rasti največ prispevali izdatki za plače in prispevke za zaposlene (14,2-odstotna rast), kar je povezano s postopnim uveljavljanjem novega plačnega dogovora od leta 2025 dalje, uskladitvijo plač junija 2024, napredovanji ob koncu leta 2024 in uvedbo zimskega regresa. Povečalo se je tudi število zaposlenih v sektorju država. Rast transferov posameznikom in gospodinjstvom je bila nekoliko višja kot predlani, pri čemer je bila decembra izrazitejša zaradi izplačila zimskega dodatka upokojencem. Investicijskih odhodkov in transferjev je bilo več za 11,0 % in so k skupni rasti odhodkov prispevali predvsem proti koncu leta. Subvencije so se zmanjšale za četrtino. Umiritev rasti odhodkov za blago in storitve je bila posledica prenosa večine stroškov sanacije po poplavah iz avgusta 2023 na Sklad za obnovo, ki ni vključen v konsolidirano bilanco. Po podatkih Fiskalnega sveta je bilo lani za sanacijo iz Sklada za obnovo in delno še iz sredstev EU porabljenih blizu 400 mio EUR.

Slika 7.2: **Prihodki in odhodki konsolidirane bilance javnih financ**




Vir: Ministrstvo za finance, preračuni Banke Slovenije. Zadnji podatek: januar 2026.

***Presežek konsolidirane bilance javnih financ je bil januarja bistveno nižji kot pred letom, saj so odhodki rasli hitreje od prihodkov, predvsem zaradi učinka plačne reforme.***

Presežek konsolidirane bilance javnih financ je januarja znašal 39 mio EUR, kar je občutno manj kot januarja lani (196 mio EUR). Odhodki so se medletno povečali bolj kot prihodki. Rast prihodkov je še naprej v največji meri izhajala iz prispevkov za socialno

varnost. Poleg tega so k januarski rasti pomembno prispevali tudi davek na dodano vrednost in prihodki iz proračuna EU, vezani na program za okrevanje in odpornost. Rast odhodkov je bila v največji meri posledica plačne reforme. Na medletno povečanje so vplivali tudi višji izdatki za pokojnine in nekatera mesečna nihanja odhodkov, povezana predvsem s prenosi sredstev na proračunske sklade (večinoma na Sklad za okrevanje in odpornost), ter višje subvencije v kmetijstvu. Investicije so se po podatkih konsolidirane bilance medletno sicer zmanjšale, vendar velik del investiranja države poteka prek proračunskih skladov, ki so januarja obseg investiranja povečali.[67]

***Država bo v prvem četrtletju odplačala večino letos zapadlega dolga. Bonitetna agencija Moody's je izboljšala oceno dolgoročnega dolga.***

Do konca marca letos bo država odplačala za 2,5 mrd EUR glavnic dolga, izdanega z dvema obveznicama, kar predstavlja večino dolga, ki letos zapade v plačilo. Z višino glavnice tehtana kuponska obrestna mera obeh obveznic je znašala 3,0 %. Januarja je država izdala novo desetletno evrsko obveznico (RS98), februarja pa obseg izdaje še povečala. Skupni znesek obeh izdaj je znašal 2,5 mrd EUR, kuponska obrestna mera pa 3,275 %. Država letos nadaljuje tudi z izdajami zakladnih menic.

Konec februarja je agencija Moody's izboljšala bonitetno oceno dolgoročnega dolga države z A3 na A2 in pozitivne obete spremenila v stabilne. Med ključnimi razlogi za izboljšanje je navedla sprejetje pokojninske reforme. Agenciji Fitch in Standard & Poor's sta bonitetni oceni izboljšali že lani.

[67] Povečanje investicijskih izdatkov v proračunskih skladih omenja Fiskalni svet v mesečni informaciji za februar 2026.

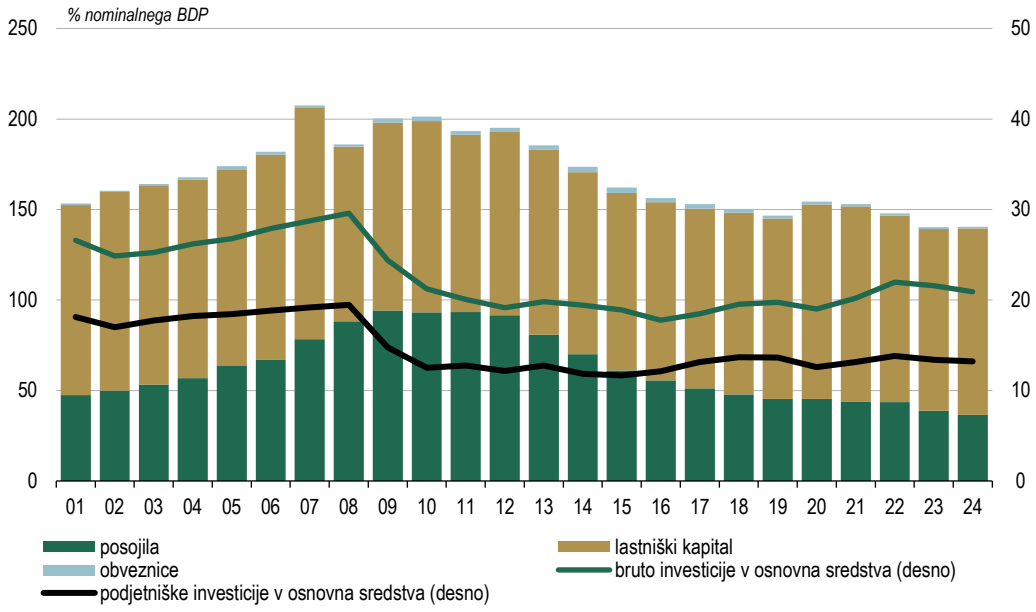
# 8 Izbrana tema

## 8.1 Vloga finančnega sistema pri naložbeni aktivnosti podjetij in prestrukturiranju gospodarstva

Investicije podjetij so ključni dejavnik gibanja produktivnosti, konkurenčnosti in dolgoročne rasti gospodarstva ter so močno prepletene s finančnim sistemom (slika 8.1.1).[68] V obdobju pred svetovno finančno krizo se je delež bruto investicij v BDP močno okrepil in leta 2008 dosegel skoraj 30 %, kar je sovpadalo z izrazito rastjo finančnih obveznosti podjetij, tudi bančnih posojil. Nasprotno je bilo obdobje po tej krizi, ki sta ji sledili tudi bančna in dolžniška kriza v Sloveniji, zaznamovano z naglim zmanjševanjem deleža investicij v BDP ob hkratnem pospešenem razdolževanju podjetij. Potem ko je v obdobju 2010–2020 delež investicij v BDP upadel pod 20 %, se je po pandemiji spet nekoliko okrepil. Temu so sledile tudi finančne obveznosti podjetij, a le zaradi okrepljenega lastniškega financiranja, medtem ko se je delež bančnih posojil v BDP še naprej zmanjševal.

V izbrani temi analiziramo, ali je bila šibka naložbena aktivnost podjetij v preteklem obdobju posledica omejene dostopnosti financiranja, zlasti bančnega, ali je nasprotno šibka posojilna aktivnost zgolj odražala stanje v realnem gospodarstvu in manjše povpraševanje po finančnih virih. Obenem preučujemo, ali finančni sistem v sedanjih razmerah ustrezno podpira potrebe gospodarstva, ki so močno pogojene z investicijami v napredne tehnologije ter raziskave in razvoj.

Slika 8.1.1: **Gibanje deleža investicij in finančnih obveznosti podjetij v BDP**




Vir: SURS, Banka Slovenije.

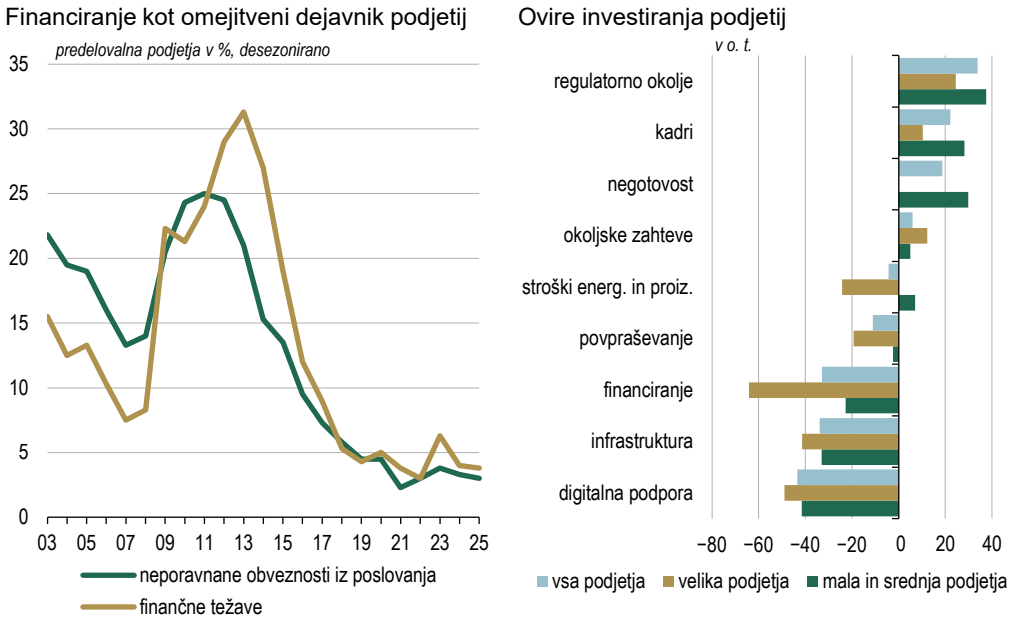
[68] Publikacija Pregled makroekonomskih gibanj, september 2025 | Banka Slovenije podrobneje preučuje povezavo med investicijami in produktivnostjo ter analizira spremembo strukture gospodarske rasti po svetovni finančni krizi.

***Financiranje ostaja eden najmanj omejujočih dejavnikov investiranja podjetij, vendar se obenem kaže, da struktura makrofinančnega okolja ostaja pomanjkljiva z vidika spodbujanja inovacij in digitalne preobrazbe gospodarstva.***

Anketni kazalniki SURS za predelovalne dejavnosti, gradbeništvo in trgovino na drobno kažejo izrazito poslabšanje finančnega položaja podjetij v obdobju gospodarske in dolžniške krize (2009–2014), njegovo občutno izboljšanje v procesu razdolževanja ter razmeroma omejen vpliv zaostrovanja denarne politike v zadnjem obdobju povišane inflacije. Deleži podjetij, ki med omejitvenimi dejavniki tekočega poslovanja navajajo finančne ovire, so že približno desetletje pod dolgoročnim povprečjem 2003–2025, danes pa jih je večina pri zgodovinsko najnižjih ravneh (slika 8.1.2, levo).

Tudi pri investiranju podjetja, zlasti velika, dostop do financiranja navajajo kot enega najmanj omejujočih dejavnikov.[69] Nasprotno se dejavniki, ki najbolj omejujejo naložbeno aktivnost podjetij, nanašajo na negotovost v domačem in tujem makroekonomskem okolju, razpoložljivost usposobljene delovne sile ter administrativne ovire in davčne obremenitve (slika 8.1.2, desno). V skladu s tem podjetja ocenjujejo, da bi investicijsko aktivnost najbolj spodbudili predvidljivo poslovno okolje, stimulativni davčni in regulatorni okvir, medtem ko ukrepov v smeri večje razvitosti kapitalskih trgov in alternativnih oblik financiranja večinoma ne prepoznavajo kot pomembnih spodbujevalcev investicijske aktivnosti.[70]

Slika 8.1.2: **Dostop do financiranja in omejitveni dejavniki poslovanja in investiranja**




Vir: SURS, Banka Slovenije.
Opomba: Na sliki levo finančne težave zajemajo neugodne posojilne pogoje, težave pri pridobivanju posojil ipd. Na sliki desno je prikazana razlika med deležem odgovorov podjetij iz ankete Banke Slovenije o dostopnosti podjetij do financiranja, ki posamezno oviro označujejo kot izrazito pomembno ali pomembno, in deležem, ki oviro označuje kot izrazito nepomembno ali nepomembno.

[69] Rezultati temeljijo na Raziskavi o dostopnosti finančnih virov za podjetja 2025, marec 2026 | Banka Slovenije.
[70] Na podobne zaključke kaže tudi anketa Evropske investicijske banke: EIB Investment Survey 2025: Slovenia overview.

***Empirični izsledki potrjujejo, da omejitve pri dostopu do financiranja ne pojasnjujejo vztrajno šibke investicijske aktivnosti v Sloveniji po svetovni finančni krizi.***

Sporočila anketnih kazalnikov, ki kažejo, da ponudba in dostopnost financiranja v splošnem ne omejujeta poslovanja in naložbene aktivnosti podjetij, potrjuje tudi empirična analiza posojilne dejavnosti v Sloveniji, s katero ocenjujemo, v kolikšni meri lahko dostop do bančnih posojil pojasni gibanje investicij podjetij v obdobju po svetovni finančni krizi. Glavne ugotovitve, prikazane v okvirju 3.4, kažejo, da ima dostop do bančnih posojil sicer statistično značilen vpliv na investicije podjetij, vendar časovni razvoj ponudbe posojil ne podpira razlage, da bi bile omejitve financiranja glavni dejavnik vztrajno šibke investicijske aktivnosti v obdobju po svetovni finančni krizi. Prav tako analiza okvirja 3.5, ki modelsko razčleni gibanje rasti investicij na dejavnike povpraševanja in ponudbe na trgu bančnega posojanja, kaže zelo omejen in prehoden vpliv ponudbe bančnih posojil na preteklo investicijsko aktivnost.

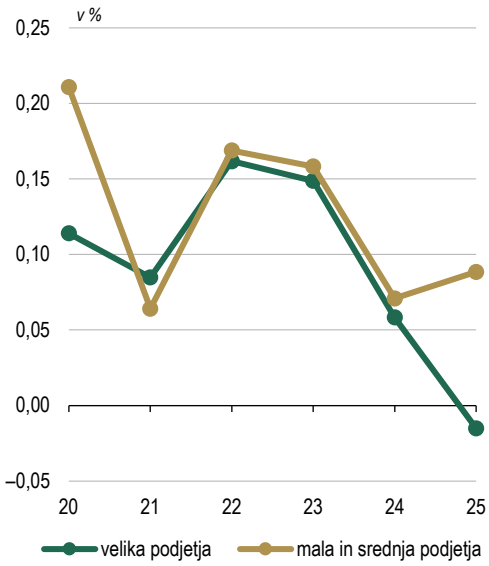
***Kljub ugodnim pogojem in dostopnosti financiranja se kažejo določeni znaki segmentacije med velikimi ter malimi in srednjimi podjetji.***

Na podlagi ankete o dostopnosti podjetij do virov financiranja lahko opredelimo finančno vrzel kot razmerje med potrebami in dostopnostjo podjetij do zunanjih finančnih virov (slika 8.1.3, levo). Rezultati za leto 2025 kažejo, da se je finančna vrzel za velika podjetja prevesila v negativno območje, kar pomeni, da so razpolagala s presežnimi finančnimi viri in večjo dostopnostjo financiranja. Nasprotno se je za mala in srednja podjetja (v nadaljevanju: MSP) finančna vrzel povečala, kar odraža poslabšanje razmerja med potrebami po zunanjih virih financiranja in njihovo dostopnostjo.

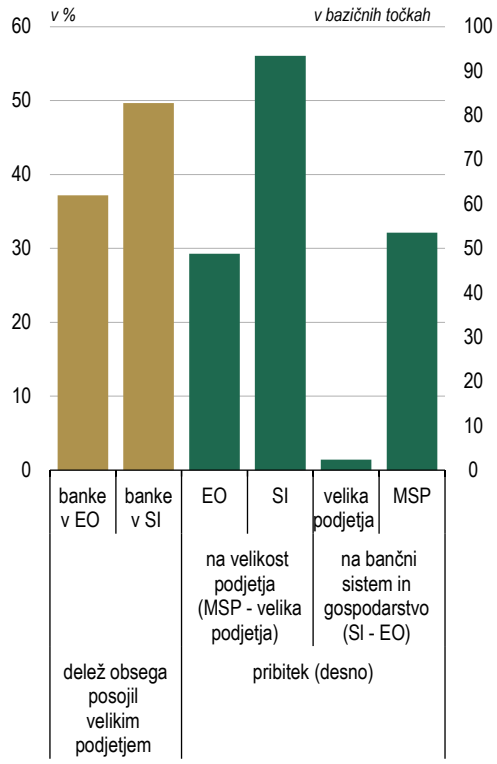
Večja finančna vrzel pri MSP bi lahko poleg omejenega dostopa do lastniškega financiranja kazala tudi razmeroma neugodno obravnavo s strani domačih bank. Čeprav so MSP v celotnem evrskem območju izpostavljena višjim stroškom bančnega posojanja kot velika podjetja, je bil razmik v Sloveniji v povprečju obdobja 2020–2025 primerjalno višji za 45 bazičnih točk (slika 8.1.3, desno). Ob primerljivih pogojih financiranja za velika podjetja je bilo to v celoti posledica razmeroma slabših pogojev financiranja za MSP v Sloveniji glede na primerljiva podjetja v evrskem območju. Po drugi strani so se slovenska MSP pri bankah v tujini zadolževala po obrestnih merah, primerljivih s povprečjem evrskega območja. Omenjeni dejavniki bi lahko delno pojasnjevali razmeroma manjši delež posojil MSP v kreditnem portfelju bank kot v evrskem območju ter kazali večjo usmerjenost slovenskega bančnega sistema večjim podjetjem in tradicionalnim naložbenim razredom, kot so investicije v opremo in stroje.

Slika 8.1.3: **Dostop do financiranja ter omejitveni dejavniki poslovanja in investiranja**

Finančna vrzel




Porazdelitev obsega posojil in pribitki




Vir: Banka Slovenije, AnaCredit.
Opomba: Finančna vrzel se nanaša na razliko v deležih odgovorov podjetij, ki navajajo izboljšanje in poslabšanje razmerja med potrebami in dostopnostjo zunanjega financiranja. Na sliki desno je prikazana primerjava deležev obsega posojil velikim podjetjem ter obrestnih pribitkov med MSP in velikimi podjetji pri bankah v evrskem območju (EO) in Sloveniji. Dodatno so prikazane tudi razlike v posojilnih obrestnih merah za slovenska podjetja pri slovenskih bankah v primerjavi z evrskimi podjetji pri bankah v evrskem območju, ločeno glede na velikost podjetja. Prikazane so povprečne vrednosti za obdobje 2020–2025.

***Struktura financiranja in investiranja podjetij kaže izrazito omejen prehod h gospodarstvu, temelječemu na znanju in naprednih tehnologijah.***

Podobno kot primerjalno boljša dostopnost financiranja za velika podjetja tudi struktura investicij in njihovega financiranja kaže pretežno tradicionalno usmerjeno makrofinančno okolje v Sloveniji. Delež investicij v BDP v Sloveniji od leta 2015 zaostaja za povprečjem EU, pri čemer je razkorak še posebej izrazit pri naložbah v intelektualno lastnino (slika 8.1.4, levo).[71] Na pomanjkanje tehnološko naprednejših investicij podjetij kaže tudi razmerje med naložbami v opredmetena in neopredmetena sredstva, ki je v preteklih treh desetletjih ostalo pretežno nespremenjeno (slika 8.1.4, desno). Za razliko od Slovenije večina držav EU povečuje razkorak v rasti med opredmetenimi in neopredmetenimi naložbami. Skladno s tem se v EU povečuje delež naložb v neopredmetena sredstva, kar odraža primerjalno hitrejši digitalni prehod drugih gospodarstev in intenzivnejše investiranje v napredne tehnologije v primerjavi s Slovenijo (za več glej okvir 3.6). Nasprotno je bil v Sloveniji delež investicij v neopredmetena sredstva v BDP leta 2025 celo manjši kot leta 1995.[72]

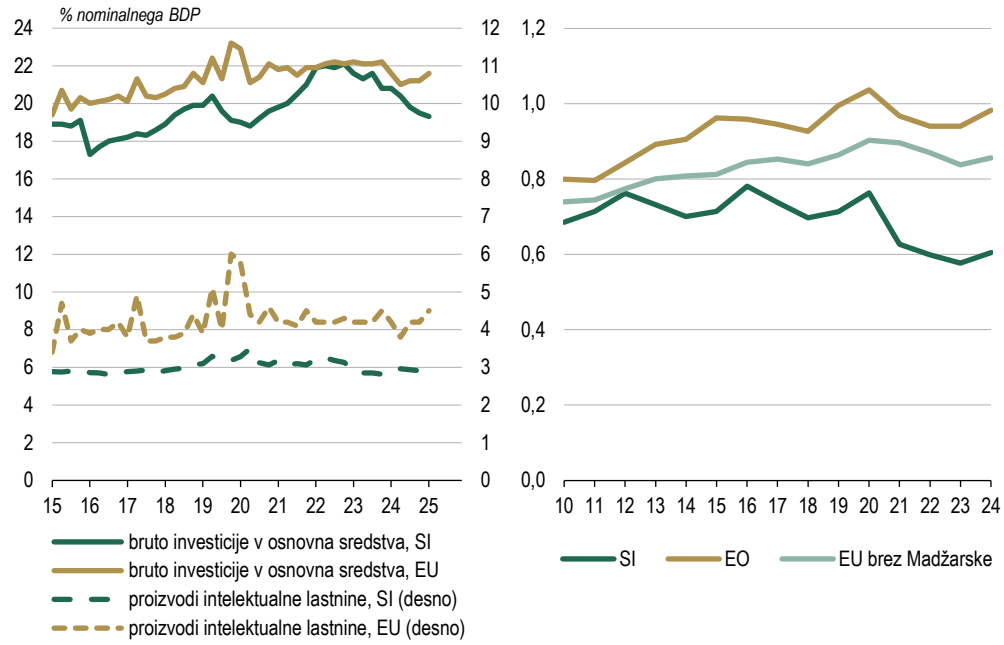
[71] Opažanje izhaja iz predpostavke, da neopredmetena sredstva v večji meri odražajo izdelke, povezane z digitalnimi tehnologijami. Med neopredmetena sredstva se tako na primer uvrščajo programska oprema, podatkovne baze, študije in projektna dokumentacija, blagovna znamka, dobro ime, patenti, licence in raziskovalna razvojna dela (glej Investicije v osnovna sredstva, 2022).

[72] Podatki se nanašajo na sliko 8 v raziskavi World Intangible Investment Highlights 2025.

Slika 8.1.4: **Tehnološka intenzivnost naložb podjetij v Sloveniji in EU**

Intenzivnost investiranja

Razmerje med naložbami v neopredmetena in opredmetena sredstva (brez nestanovanjskih stavb)

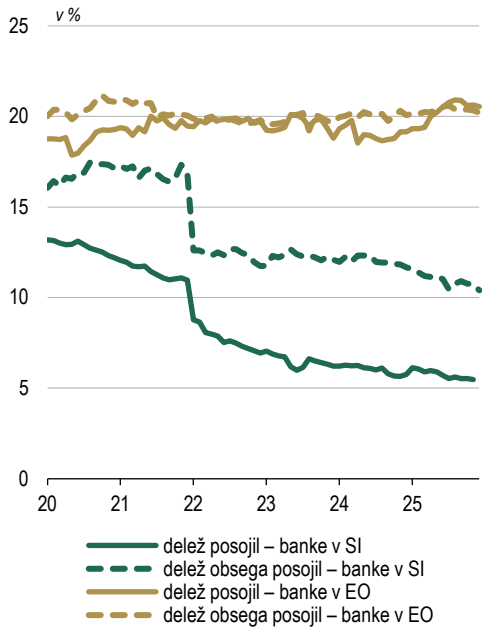



Vir: Banka Slovenije, SURS, WIPO–LBS Global INTAN-Invest Database.
Opomba: Na sliki desno so za izračun razmerij uporabljeni podatki o naložbah v neopredmetena sredstva iz baze Global INTAN-Invest, ki zajema vse razrede neopredmetenih sredstev, tj. neopredmetena sredstva iz nacionalnih računov kot tudi tista, ki še niso vključena v uradno statistiko. Zajem podatkov se razlikuje glede na državo: Irska (2010–2021), Ciper (2010–2020), Belgija (2010–2021) in druge države (2010–2024). Madžarska je izvzeta iz prikaza zaradi prevelikih odstopanj.

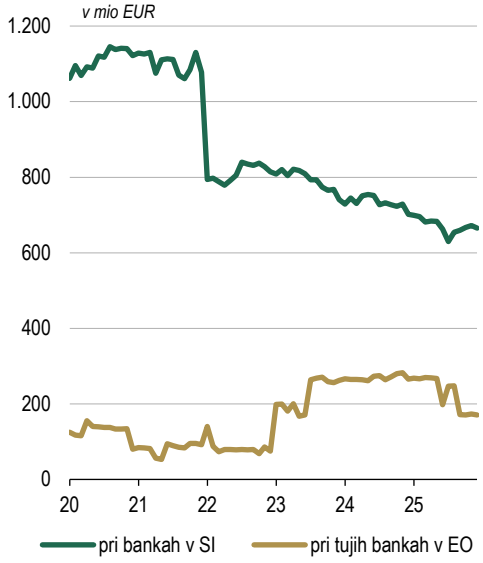
Razkorak med Slovenijo in evrskim območjem v izpostavljenosti naložbam v neopredmetena sredstva se kaže tudi v finančnem sektorju. Delež bančnih posojil podjetjem, zavarovanih z vsaj enim neopredmetenim zavarovanjem, v vseh zavarovanih posojilih podjetjem se v evrskem območju giblje okoli 20 %, medtem ko se pri slovenskih bankah ta delež vztrajno znižuje proti 5 % (slika 8.1.5, levo). Glede na obseg posojil znaša ta delež pri evrskih bankah 20 %, medtem ko se pri slovenskih bankah v zadnjih mesecih približuje 10 %. Podrobni podatki kažejo, da so po pandemiji podjetja v Sloveniji trendno zmanjševala izpostavljenost do bank v Sloveniji z naslova posojil, zavarovanih z neopredmetenimi sredstvi, medtem ko se je obseg tovrstnih poslov pri tujih bankah povečal (slika 8.1.5, desno). Decembra lani je obseg teh posojil pri bankah v Sloveniji znašal približno 665 mio EUR, kar je skoraj 40-odstotni upad glede na obseg iz januarja 2020. Nasprotno se je obseg posojil, zavarovanih z vsaj enim neopredmetenim sredstvom, slovenskim podjetjem pri bankah v tujini v povprečju leta 2025 gibal okoli 170 milijonov EUR, za približno tretjino več kot leta 2020. Ob tem so posojila slovenskim podjetjem, zavarovana z vsaj enim neopredmetenim sredstvom, v povprečju leta 2025 po obsegu predstavljala nekaj več kot petino vseh zavarovanih posojil slovenskih podjetij, sklenjenih pri bankah v tujini. To nakazuje, da tovrstno financiranje predstavlja enega pomembnejših motivov za povpraševanje po virih financiranja v tujini.

Slika 8.1.5: **Delež posojil, zavarovanih z neopredmetenimi sredstvi v Sloveniji in evrskem območju**

Posojila, zavarovana z vsaj enim neopredmetenim zavarovanjem, kot delež v vseh zavarovanih posojilih



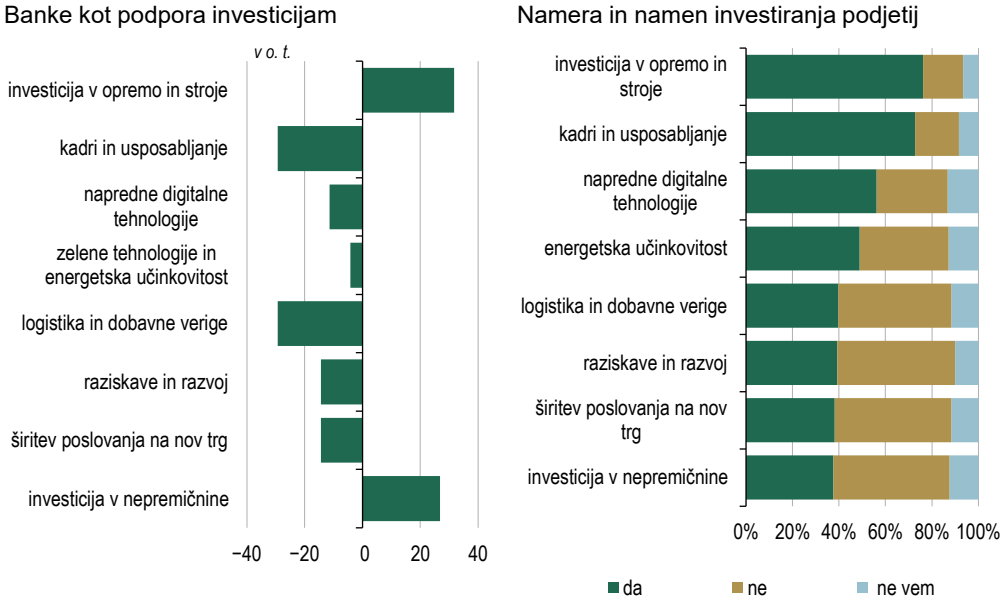

Obseg posojil, zavarovanih z vsaj enim neopredmetenim sredstvom, slovenskim podjetjem




Vir: Banka Slovenije, AnaCredit.
Opomba: Na sliki levo je prikazan delež (obsega) bančnih posojil podjetjem, zavarovanih z vsaj enim neopredmetenim zavarovanjem, v vseh zavarovanih bančnih posojilih podjetjem pri bankah v Sloveniji in evrskem območju. Na sliki desno je prikazan obseg bančnega zadolževanja podjetij v Sloveniji, upoštevajoč posojila, zavarovana z vsaj enim neopredmetenim zavarovanjem, pri bankah v Sloveniji in pri tujih bankah v evrskem območju.

Na šibkejšo podporo bank investicijam podjetij v digitalne tehnologije in proizvode intelektualne lastnine kažejo tudi podatki ankete o dostopnosti podjetij do virov financiranja. Delež podjetij, ki ocenjuje, da banke niso primeren partner pri naložbah v napredne digitalne tehnologije ter raziskave in razvoj, presega delež pozitivnih odgovorov za več kot 10 odstotnih točk. Podjetja podporo bank tako še naprej vidijo večinoma pri tradicionalnih naložbenih aktivnostih, ki se nanašajo na opremo in stroje ter investicije v nepremičnine (slika 8.1.6, levo). Ob pomanjkanju alternativnih virov financiranja bi to lahko predstavljajo neustrezno finančno strukturo in rastočo vrzel z vidika potreb gospodarstva in pričakovane investicijske aktivnosti v prihodnje. Skoraj 60 % podjetij namreč načrtuje, da bo v naslednjih treh letih investiralo v napredne digitalne tehnologije. Visoko med prioritetami so tudi investicije, povezane z usposabljanjem kadrov, pri 70 %, medtem ko so načrtovane naložbe v raziskave in razvoj, poudarjene pri nekoliko manjšem, 40-odstotnem deležu podjetij (slika 8.1.6, desno).

Slika 8.1.6: **Načrtovane investicije v naslednjih treh letih in primernost bank pri podpori investicij podjetij**




Vir: Banka Slovenije.
Opomba: Na sliki levo je prikazana razlika v deležu odgovorov podjetij, ki banke ocenjujejo kot zelo ustrezne ali ustrezne partnerje pri podpori posameznih investicij, in deležu odgovorov, ki banke izpostavlja kot neustrezne ali zelo neustrezne pri podpori. Na sliki desno je v deležu podjetij izražena namera o investiranju v naslednjih treh letih glede na posamezen namen investicij.

***Zmanjševanje vloge bančnega sistema pri investicijski aktivnosti podjetij predstavlja nadaljevanje trenda po svetovni finančni krizi. Poleg pomanjkljive podpore k preobrazbi gospodarstva to omejuje tudi mehanizme proticikličnega delovanja ekonomskih politik.***

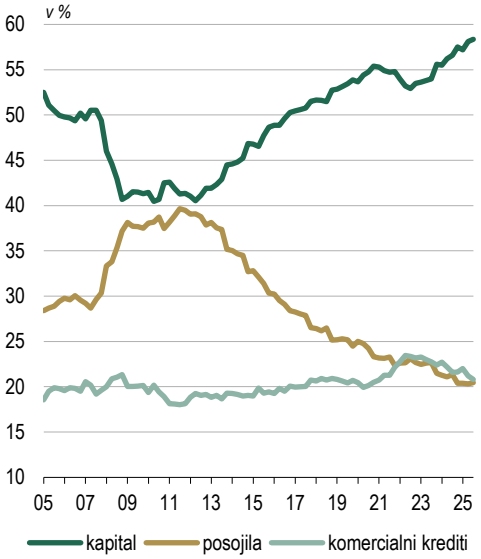
Po podatkih finančnih računov se je delež lastniškega kapitala v finančnih obveznostih podjetij od leta 2005 povečeval in lani dosegel 58 % (slika 8.1.7, levo). Pri bančnih posojilih se je ta nasprotno prepolovil z dobrih 16 % na 8 %, vrzel pa je deloma zapolnilo tudi vse bolj prisotno komercialno kreditiranje podjetij.[73] Na to je močno vplivala svetovna finančna kriza ter poznejše razdolževanje podjetij in zmanjševanje izpostavljenosti bank v obdobju njihove sanacije.[74] Hkrati je nadomeščanje bančnih s komercialnimi posojili odražalo vse večjo vpetost podjetij v dobaviteljske verige in iskanje prožnih instrumentov upravljanja obratnega kapitala, zlasti v obdobjih negotovosti in višjih stroškov financiranja. Hkrati rast deleža kapitala kaže, da se podjetja v večji meri financirajo z lastnimi sredstvi, dokapitalizacijami in zadržanimi dobički (slika 8.1.7, desno).

Znotraj posojil, ki predstavljajo skupaj približno 20 % vseh virov, je razviden strukturni premik v korist tujih in nebančnih virov kreditiranja, ob sočasnem upadu relativnega pomena domačih bank, zlasti pri kratkoročnem financiranju. V zadnjih letih se tako naložbe podjetij ohranjajo ob relativno nizki prisotnosti bančnih posojil, kar nakazuje, da se investicijski cikel vse bolj financira z notranjo akumulacijo sredstev in deloma čezmejnimi viri, pri čemer je domač bančni kanal kot pospeševalnik cikla šibkejši kot v preteklosti.

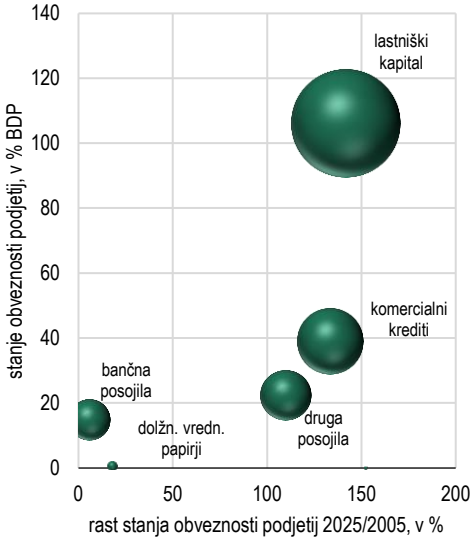
[73] Finančni položaj podjetij (NFD) podrobneje analiziramo v okvirju 3.7 v publikaciji Pregled makroekonomskih gibanj, september 2025 | Banka Slovenije.
[74] Spremembe makrofinančnih povezav po veliki finančni krizi leta 2008 so analizirane v okvirju 1, v publikaciji Poročilo o finančni stabilnosti, oktober 2025 | Banka Slovenije.

Slika 8.1.7: **Pomembnost virov financiranja za podjetja**

Delež virov financiranja v obveznostih podjetij




Pomen virov financiranja za podjetja




Vir: SURS, Banka Slovenije, preračuni Banke Slovenije.
Opomba: Na sliki desno predstavlja velikost mehurčkov utež posameznega vira financiranja v letu 2025 – lastniški kapital 58 %, komercialni krediti 21 %, bančna posojila 8 % in druga posojila 12 %, medtem ko obveznice in izvedeni finančni instrumenti manj kot 0,5 %.

Nadaljevanje tovrstnih vzorcev bi lahko vodilo v vse manjšo vlogo bančnega sistema in njegovo zmožnost prilagajanja prihodnjim investicijskim potrebam podjetij. Ob neustrezni nadomestitvi bančnih virov bi lahko v slovenskem makrofinančnem okolju nastala vrzel in nezadostna podpora rasti, zlasti pri malih in srednjih podjetjih z omejenim dostopom do lastniškega financiranja. Obenem bi se s tem zmanjševala vloga mehanizmov ekonomskih politik za proticiklično delovanje, kot je na primer bančno-posojilni kanal denarne politike.[75]

[75] Vpliv finančne strukture na denarno transmisijo podrobneje analiziramo v izbrani temi 8.2 v publikaciji Pregled makroekonomskih gibanj, april 2025 | Banka Slovenije.

# 9 Statistična priloga

Tabela 9.1: **Ključni makroekonomski kazalniki na mesečni ravni, Slovenija**

| | 2024 | 2025 | 3 mes. do dec. 24 | 3 mes. do dec. 25 | 2025 okt. | 2025 nov. | 2025 dec. | 2026 jan. | 2026 feb. |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Gospodarska gibanja** | | | | | | | | | |
| | | | | | ravnotežje odgovorov v odstotnih točkah | | | | |
| Kazalnik gospodarske klime | –2,7 | –1,9 | –3,4 | –0,5 | –1,0 | –0,8 | 0,3 | 0,3 | –2,7 |
| - predelovalne dejavnosti | –7,7 | –6,4 | –8,0 | –5,0 | –6,0 | –5,0 | –4,0 | –3,0 | –8,0 |
| | | | | | medletna rast v % | | | | |
| Industrijska proizvodnja: - skupaj | –1,2 | –1,8 | 0,8 | –2,8 | –2,7 | –1,8 | –4,1 | ... | ... |
| - predelovalne dejavnosti | 0,9 | –1,5 | 2,3 | –2,9 | –2,9 | –1,5 | –4,5 | ... | ... |
| Gradbeništvo: - skupaj | –9,4 | 10,2 | –6,6 | 18,5 | 35,3 | 10,7 | 10,2 | ... | ... |
| - stavbe | –12,6 | 9,3 | –12,3 | 13,4 | 37,9 | 4,7 | –1,4 | ... | ... |
| Trgovina in druge zasebne storitve - skupaj | 1,9 | 1,5 | 0,9 | 3,3 | 3,4 | 4,4 | 2,3 | ... | ... |
| Trgovina z motornimi vozili in popravila | 6,8 | 5,3 | 1,9 | 5,9 | 6,8 | 8,5 | 2,0 | ... | ... |
| Trgovina na drobno brez vozil | 0,7 | 0,9 | –0,0 | 1,2 | 0,0 | –0,1 | 3,5 | ... | ... |
| Druge zasebne storitve | 1,5 | 1,7 | 0,9 | 3,9 | 4,5 | 5,5 | 1,9 | ... | ... |
| **Trg dela** | | | | | medletna rast v % | | | | |
| Povprečna bruto plača | 6,2 | 5,9 | 5,5 | 3,2 | 7,7 | 2,9 | –0,5 | ... | ... |
| - zasebni sektor | 7,1 | 3,9 | 5,6 | 0,0 | 5,2 | –0,3 | –3,9 | ... | ... |
| - javni sektor | 4,6 | 9,4 | 5,2 | 8,9 | 12,1 | 8,8 | 6,1 | ... | ... |
| Povprečna realna neto plača[1] | 1,8 | 2,6 | 2,3 | –1,2 | 3,2 | –1,4 | –5,5 | ... | ... |
| Stopnja registrirane brezposelnosti (v %) | 4,6 | 4,6 | 4,6 | 4,7 | 4,6 | 4,6 | 4,8 | ... | ... |
| Registrirane brezposelne osebe | –5,6 | –1,2 | –3,2 | 0,3 | 0,5 | 0,2 | 0,3 | –0,7 | –0,4 |
| Delovno aktivno prebivalstvo | 1,1 | –0,3 | 0,6 | –0,2 | –0,4 | –0,4 | 0,3 | ... | ... |
| - storitve pretežno zasebnega sektorja | 1,1 | –0,8 | 0,5 | –0,8 | –0,9 | –1,1 | –0,4 | ... | ... |
| - storitve pretežno javnega sektorja | 1,2 | 1,1 | 1,0 | 1,7 | 1,1 | 1,5 | 2,3 | ... | ... |
| **Gibanje cen** | | | | | medletna rast v % | | | | |
| HICP | 2,0 | 2,5 | 1,2 | 2,7 | 3,1 | 2,4 | 2,6 | 2,4 | 2,8 |
| - storitve | 4,8 | 3,8 | 3,7 | 3,6 | 3,6 | 3,4 | 3,7 | 3,7 | 3,9 |
| - industrijsko blago brez energentov | 0,5 | 0,6 | 0,4 | 0,3 | 0,5 | –0,1 | 0,3 | 0,8 | 0,3 |
| - hrana | 2,0 | 4,9 | 2,2 | 5,1 | 5,9 | 4,7 | 4,8 | 4,6 | 4,3 |
| - energenti | –2,3 | –1,6 | –5,6 | 1,1 | 2,3 | 0,7 | 0,4 | –2,1 | 2,8 |
| Kazalnik osnovne inflacije[2] | 2,8 | 2,4 | 2,2 | 2,1 | 2,2 | 1,9 | 2,2 | 2,4 | 2,3 |
| **Tekoči račun plačilne bilance** | | | | | v % BDP | | | | |
| Saldo tekočega računa | 4,5 | 3,4 | 3,8 | 1,0 | 2,5 | 0,5 | –0,0 | ... | ... |
| 1. Blago | 0,6 | –0,2 | –0,1 | –2,2 | –1,0 | –1,8 | –3,8 | ... | ... |
| 2. Storitve | 5,5 | 5,5 | 5,5 | 5,3 | 5,3 | 4,3 | 6,4 | ... | ... |
| 3. Primarni dohodki | –1,1 | –0,6 | –1,3 | –0,9 | –0,5 | –0,5 | –1,7 | ... | ... |
| 4. Sekundarni dohodki | –0,5 | –1,3 | –0,3 | –1,3 | –1,3 | –1,5 | –0,9 | ... | ... |
| | | | | | nominalna medletna rast v % | | | | |
| Izvoz blaga in storitev | 2,1 | 1,9 | 4,0 | 2,4 | 2,1 | 2,0 | 3,1 | ... | ... |
| Uvoz blaga in storitev | 2,5 | 2,9 | 2,9 | 5,3 | 8,4 | 3,3 | 4,2 | ... | ... |

| **Javne finance** | 2024 | 2025 | 3 mes. do jan. 26 | | 2025 jan.–jan. | | 2026 jan.–jan. | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Konsolidirana bilanca[3] | mio EUR | | % BDP | medl. rast v % | mio EUR | medl. rast v % | mio EUR | medl. rast v % |
| Prihodki | 27.918 | 29.660 | 42,1 | 6,5 | 2.340 | 5,6 | 2.545 | 8,7 |
| Davki | 24.547 | 25.964 | 36,8 | 5,4 | 2.217 | 11,0 | 2.357 | 6,3 |
| Prejeta sredstva iz EU | 1.040 | 1.248 | 1,9 | 36,6 | 26 | –74,6 | 95 | 268,2 |
| Ostali | 2.331 | 2.448 | 3,4 | 5,8 | 97 | –17,3 | 93 | –4,3 |
| Odhodki | 28.871 | 31.433 | 44,8 | 9,0 | 2.145 | 15,6 | 2.506 | 16,9 |
| Tekoči odhodki | 12.910 | 14.136 | 20,2 | 10,2 | 899 | 12,2 | 1.099 | 22,3 |
| - plače in drugi izdatki zaposlenim | 6.539 | 7.467 | 10,6 | 14,8 | 552 | 7,1 | 636 | 15,1 |
| - izdatki za blago in storitve | 4.368 | 4.601 | 6,6 | 5,6 | 286 | 11,8 | 333 | 16,2 |
| - obresti | 793 | 836 | 1,2 | 4,7 | 26 | 8,6 | 23 | –10,6 |
| Tekoči transferji | 12.794 | 13.767 | 19,6 | 7,7 | 1.053 | 14,0 | 1.202 | 14,2 |
| - transferji posameznikom in gospodinjstvom | 10.397 | 11.057 | 15,7 | 6,7 | 848 | 2,3 | 907 | 7,0 |
| Investicijski odhodki, transferji | 2.531 | 2.810 | 4,0 | 8,7 | 137 | 60,0 | 134 | –2,4 |
| Saldo | –953 | –1.773 | –2,7 | | 196 | | 39 | |

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**

| | 2023 | 2024 | 2025 | 25Q1 | 25Q2 | 25Q3 | 25Q4 | 2023 | 2024 | 2025 | 25Q1 | 25Q2 | 25Q3 | 25Q4 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | Slovenija | | | | | | | evrsko območje | | | |
| **Gospodarska gibanja** | | | | četrtletna rast v % | | | | | | | | | | |
| BDP | | | | –0,6 | 0,9 | 0,9 | 0,4 | | | | 0,6 | 0,1 | 0,3 | 0,2 |
| - industrija | | | | –1,7 | 0,2 | 0,1 | –0,4 | | | | 1,8 | 0,1 | –0,0 | –0,2 |
| - gradbeništvo | | | | –1,0 | 6,5 | 5,8 | 4,5 | | | | 0,9 | 0,1 | 0,2 | 0,7 |
| - storitve pretežno javnega sektorja (OPQ) | | | | –3,7 | 1,6 | 0,1 | 3,8 | | | | 0,1 | 0,1 | 0,4 | 0,2 |
| - storitve pretežno zasebnega sektorja (brez OPQ) | | | | 0,0 | 0,8 | 1,3 | –0,5 | | | | 0,8 | 0,1 | 0,3 | 0,2 |
| Domača potrošnja | | | | 0,3 | 0,5 | 1,5 | 2,9 | | | | 0,5 | 0,4 | 0,7 | 0,3 |
| - država | | | | –0,3 | 1,9 | 0,9 | 1,2 | | | | –0,2 | 0,4 | 0,7 | 0,5 |
| - gospodinjstva in NPISG[1] | | | | 0,5 | 0,2 | 0,3 | 1,0 | | | | 0,3 | 0,3 | 0,2 | 0,4 |
| - bruto investicije | | | | 0,7 | –1,9 | 3,3 | 10,8 | | | | 1,5 | 0,4 | 1,9 | –0,1 |
| - bruto investicije v osnovna sredstva | | | | 0,0 | 3,2 | 5,0 | 2,7 | | | | 2,7 | –1,5 | 1,3 | 0,6 |
| | | | | | | | | medletna rast v % | | | | | | |
| BDP | 2,4 | 1,7 | 1,1 | –0,6 | 0,8 | 1,9 | 2,0 | 0,4 | 0,9 | 1,4 | 1,4 | 1,4 | 1,4 | 1,4 |
| - industrija | 6,5 | 3,8 | ... | –1,8 | –0,7 | –0,0 | –2,1 | –1,7 | –0,5 | 2,2 | 2,3 | 2,2 | 2,8 | 1,4 |
| - gradbeništvo | 11,8 | –3,7 | ... | –6,7 | 3,9 | 13,3 | 16,5 | 1,7 | –1,5 | 0,5 | –1,0 | –0,1 | 0,8 | 2,2 |
| - storitve pretežno javnega sektorja (OPQ) | 0,8 | 1,8 | ... | 1,4 | 1,9 | 2,2 | 1,7 | 1,0 | 1,8 | 1,1 | 1,5 | 1,0 | 1,0 | 0,9 |
| - storitve pretežno zasebnega sektorja (brez OPQ) | 1,1 | 1,2 | ... | –0,1 | 0,9 | 2,1 | 2,1 | 0,6 | 0,7 | 1,4 | 1,1 | 1,3 | 1,6 | 1,6 |
| Domača potrošnja | –0,0 | 3,3 | 2,6 | 0,9 | –0,1 | 3,8 | 5,4 | 0,1 | 0,6 | 2,1 | 1,9 | 2,5 | 2,0 | 2,0 |
| - država | 2,1 | 7,3 | 1,6 | 2,1 | –0,7 | 1,2 | 3,8 | 1,5 | 2,3 | 1,5 | 1,8 | 1,3 | 1,5 | 1,6 |
| - gospodinjstva in NPISG | –0,0 | 3,8 | 1,7 | 0,2 | 2,3 | 1,3 | 3,0 | 0,5 | 1,4 | 1,5 | 1,3 | 1,7 | 1,3 | 1,5 |
| - bruto investicije | –1,6 | –1,3 | 5,5 | 1,5 | –4,7 | 13,1 | 13,2 | –2,2 | –2,8 | 4,2 | 3,5 | 5,8 | 4,1 | 3,5 |
| - bruto investicije v osnovna sredstva | 5,5 | –0,3 | 4,1 | –5,3 | –0,1 | 10,0 | 11,9 | 2,4 | –2,5 | 2,9 | 2,2 | 3,1 | 3,0 | 3,3 |
| - prispevek zalog k rasti BDP, v o. t. | –1,6 | –0,2 | 0,3 | 1,5 | –1,1 | 0,6 | 0,3 | –1,1 | –0,1 | 0,3 | 0,3 | 0,6 | 0,3 | 0,0 |
| **Trg dela** | | | | četrtletna rast v % | | | | | | | | | | |
| Zaposlenost | | | | –0,3 | –0,0 | 0,0 | 0,0 | | | | 0,2 | 0,1 | 0,2 | 0,2 |
| - pretežno zasebni sektor (brez OPQ) | | | | –0,5 | –0,2 | –0,1 | –0,1 | | | | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,2 |
| - pretežno javne storitve (OPQ) | | | | 0,4 | 0,6 | 0,5 | 0,5 | | | | 0,4 | 0,2 | 0,3 | 0,2 |
| | | | | | | | | medletna rast v % | | | | | | |
| Zaposlenost | 1,5 | 0,5 | –0,4 | –0,6 | –0,5 | –0,4 | –0,3 | 1,5 | 1,0 | 0,7 | 0,8 | 0,7 | 0,6 | 0,7 |
| - pretežno zasebni sektor (brez OPQ) | 1,5 | 0,1 | –1,0 | –1,1 | –1,1 | –1,0 | –0,8 | 1,6 | 0,8 | 0,5 | 0,6 | 0,5 | 0,4 | 0,5 |
| - pretežno javne storitve (OPQ) | 1,6 | 2,0 | 1,9 | 1,6 | 1,9 | 1,9 | 2,1 | 1,3 | 1,5 | 1,2 | 1,6 | 1,2 | 1,0 | 1,0 |
| Sredstva za zaposlene na zaposlenega | 9,6 | 6,2 | 7,9 | 8,6 | 8,8 | 8,7 | 5,7 | 5,3 | 4,5 | 3,9 | 3,9 | 4,0 | 4,1 | 3,6 |
| - pretežno zasebni sektor (brez OPQ) | 9,6 | 6,5 | ... | 7,3 | 7,4 | 7,9 | 3,0 | 5,5 | 4,4 | 3,7 | 3,8 | 3,9 | 3,9 | 3,2 |
| - pretežno javne storitve (OPQ) | 9,5 | 5,1 | ... | 12,8 | 13,1 | 10,9 | 14,6 | 4,8 | 4,7 | 4,4 | 4,1 | 4,3 | 4,4 | 4,7 |
| Stroški dela na enoto proizvoda, nominalno[2] | 8,7 | 4,9 | 6,3 | 8,6 | 7,3 | 6,2 | 3,4 | 6,4 | 4,5 | 3,2 | 3,2 | 3,4 | 3,2 | 2,9 |
| Stroški dela na enoto proizvoda, realno[3] | –1,2 | 1,4 | 2,8 | 5,4 | 3,8 | 2,5 | –0,3 | 0,3 | 1,5 | 0,7 | 0,9 | 0,8 | 0,8 | 0,4 |
| ILO stopnja brezposelnosti, v& | 3,7 | 3,7 | 3,9 | 4,0 | 3,2 | 4,2 | 4,1 | 3,4 | 3,5 | 4,1 | 4,0 | 3,2 | 4,2 | 4,1 |
| **Menjava s tujino** | | | | četrtletna rast v % | | | | | | | | | | |
| Realni izvoz blaga in storitev | | | | –0,1 | –0,6 | 0,9 | –0,3 | | | | 2,4 | –0,5 | 0,8 | –0,4 |
| Realni uvoz blaga in storitev | | | | 2,5 | –2,2 | 1,0 | 2,5 | | | | 2,3 | –0,0 | 1,8 | –0,2 |
| | | | | | | | | medletna rast v % | | | | | | |
| Realni izvoz blaga in storitev | –1,9 | 2,3 | 0,3 | 0,9 | 0,3 | –0,4 | 0,5 | –1,2 | 0,5 | 2,0 | 2,5 | 0,2 | 2,9 | 2,7 |
| Realni uvoz blaga in storitev | –4,5 | 4,3 | 2,1 | 2,9 | –0,9 | 1,7 | 4,8 | –2,0 | –0,1 | 3,6 | 3,6 | 2,5 | 4,3 | 4,1 |
| Tekoči račun plačilne bilance v % BDP[4] | 4,8 | 4,5 | 3,4 | 4,3 | 4,5 | 4,2 | 3,4 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Prispevek neto izvoza k rasti BDP, v o. t. | 2,4 | –1,3 | –1,3 | –1,4 | 0,9 | –1,6 | –3,1 | 0,4 | 0,3 | –0,6 | –0,4 | –1,0 | –0,5 | –0,5 |
| **Financiranje** | | | | | | | v % BDP | | | | | | | |
| Bilančna vsota bank | 84,9 | 82,9 | 84,3 | 83,7 | 84,3 | 83,5 | 84,3 | 255,1 | 253,1 | 251,4 | 253,1 | 253,7 | 252,0 | 251,4 |
| Posojila podjetjem | 17,5 | 16,3 | 16,4 | 16,4 | 16,4 | 16,4 | 16,4 | 34,0 | 32,9 | 32,5 | 32,8 | 32,7 | 32,6 | 32,5 |
| Posojila gospodinjstvom | 19,9 | 20,1 | 20,7 | 20,2 | 20,4 | 20,6 | 20,7 | 45,2 | 43,7 | 43,1 | 43,4 | 43,3 | 43,2 | 43,1 |
| **Inflacija** | | | | | | | v % | | | | | | | |
| HICP | 7,2 | 2,0 | 2,5 | 2,1 | 2,2 | 2,9 | 2,7 | 5,4 | 2,4 | 2,1 | 2,3 | 2,0 | 2,1 | 2,1 |
| Osnovna (brez energentov, hrane, alkohola in tobaka) | 6,7 | 2,8 | 2,4 | 2,3 | 2,4 | 2,7 | 2,1 | 5,0 | 2,8 | 2,4 | 2,6 | 2,4 | 2,3 | 2,4 |
| **Javne finance** | | | | | | | v % BDP | | | | | | | |
| Dolg države | 68,3 | 66,6 | ... | 69,4 | 69,3 | 67,5 | ... | 87,0 | 87,1 | ... | 87,7 | 88,1 | 88,4 | ... |
| Saldo države[4] | –2,6 | –0,9 | ... | –1,6 | –1,8 | –1,7 | ... | –3,5 | –3,1 | ... | –3,0 | –2,9 | –3,0 | ... |
| - plačilo obresti[4] | 1,2 | 1,3 | ... | 1,4 | 1,3 | 1,2 | ... | 1,7 | 1,9 | ... | 1,9 | 1,9 | 1,9 | ... |
| - primarni saldo[4] | –1,3 | 0,3 | ... | –0,2 | –0,5 | –0,4 | ... | –1,8 | –1,2 | ... | –1,1 | –1,0 | –1,1 | ... |

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. (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 ter nominalno produktivnostjo dela. (4) 4-četrtletne drseče vsote.

# 10 Seznam kratic

**Kratice**

| | |
|---|---|
| AJPES | Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve |
| BDP | bruto domači proizvod |
| BLS | anketa o bančnem posojanju (angl. Bank Lending Survey) |
| BVAR | bayesianski model vektorske avtoregresije |
| BS | Banka Slovenije |
| CDD | centralne depotne družbe |
| CEE | države srednje in vzhodne Evrope, ki so del evrskega območja: Estonija, Hrvaška, Latvija, Litva in Slovaška |
| DUTB | Družba za upravljanje terjatev bank |
| ECB | Evropska centralna banka |
| ECOICOP | evropska klasifikacija individualne potrošnje po namenu |
| EIB | Evropska investicijska banka |
| EK | Evropska komisija |
| EO | evrsko območje |
| ESA | Evropski sistem računov (angl. European System of Accounts) |
| EU | Evropska unija |
| EUR | evro |
| Fed | Ameriška centralna banka (angl. Federal Reserve System) |
| FROOPP | indeks cen pogosto kupljenih izdelkov (angl. frequent out-of-pocket purchases) |
| HICP | harmoniziran indeks cen življenjskih potrebščin |
| IMD | Mednarodni inštitut za razvoj menedžmenta (angl. International Institute for Management Development) |
| IMF | Mednarodni denarni sklad (angl. International Monetary Fund) |
| IPIT | indeks pozornosti do inflacijskih tem (angl. Inflation Attention Index) |
| KPP | kazalnik ponudbe bančnih posojil |
| MSP | mala in srednja podjetja |
| NIIP | neto stanje mednarodnih naložb (angl. Net International Investment Position) |
| NPISG | nepridobitne institucije, ki opravljajo storitve za gospodinjstva (angl. NPISH, Non-Profit Institutions Serving Households) |
| OECD | Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj (angl. Organisation for Economic Co-operation and Development) |
| OIS | obrestna zamenjava (angl. Overnight Index Swap) |
| PMI | kazalnik nabavnih menedžerjev |
| R&R | raziskave in razvoj |
| SURS | Statistični urad Republike Slovenije |
| S&P 500 | Standard and Poor's 500 |
| STOXX Europe 600 | osrednji evropski delniški indeks |
| USD | ameriški dolar (angl. United States Dollar) |
| ZDA | Združene države Amerike |
| ZK | Združeno kraljestvo |
| ZPIZ | Zavod za pokojninsko in invalidsko zavarovanje Slovenije |
| ZRSZ | Zavod Republike Slovenije za zaposlovanje |

**Kratice standardne klasifikacije dejavnosti (SKD 2025)**

**A** – Kmetijstvo in lov, gozdarstvo, ribištvo, **01** – Kmetijska proizvodnja in lov ter z njima povezane storitve, **02** – Gozdarstvo, **03** – Ribištvo in akvakultura, **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 tobačnih izdelkov, **13** – Proizvodnja tekstilij, **14** – Proizvodnja oblačil, **15** – Proizvodnja usnja, usnjenih in sorodnih izdelkov iz drugih materialov, **16** – Proizvodnja lesa ter lesenih in plutovinastih izdelkov, razen pohištva, proizvodnja slamnatih in pletarskih izdelkov, **17** – Proizvodnja papirja in izdelkov iz papirja, **18** – Tiskarstvo in razmnoževanje posnetih nosilcev zapisa, **19** – Proizvodnja koksa in rafiniranih naftnih proizvodov, **20** – Proizvodnja kemikalij in kemičnih izdelkov, **21** – Proizvodnja farmacevtskih surovin in preparatov, **22** – Proizvodnja gumenih in plastičnih izdelkov, **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 strojev in naprav, d. n., **29** – Proizvodnja motornih vozil, prikolic in polprikolic, **30** – Proizvodnja drugih vozil in plovil, **31** – Proizvodnja pohištva, **32** – Druge raznovrstne predelovalne dejavnosti, **33** – Popravila, vzdrževanje in montaža strojev in naprav, **D** – Oskrba z električno energijo, plinom, paro in hladnim zrakom, **35** – Oskrba z električno energijo, plinom, paro in hladnim zrakom, **E** – Oskrba z vodo; ravnanje z odplakami in odpadki; saniranje okolja, **36** – Zbiranje, prečiščevanje in distribucija vode, **37** – Ravnanje z odplakami, **38** – Zbiranje, odvoz, predelava in odstranjevanje odpadkov, **39** – Saniranje okolja in drugo ravnanje z odpadki, **F** – Gradbeništvo, **41** – Gradnja stanovanjskih in nestanovanjskih stavb, **42** – Gradnja inženirskih objektov, **43** – Specializirana gradbena dela, **G** – Trgovina, **46** – Trgovina na debelo, **47** – Trgovina na drobno, **H** – Prevoz in skladiščenje, **49** – Kopenski prevoz, cevovodni transport, **50** – Vodni prevoz, **51** – Zračni prevoz, **52** – Skladiščenje in spremljajoče prevozne dejavnosti, **53** – Poštna in kurirska dejavnost,

**I** – Nastanitvene in gostinske dejavnosti, **55** – Nastanitvene dejavnosti, **56** – Dejavnosti strežbe hrane in pijač, **J** – Založništvo, radiodifuzija ter produkcija in distribucija vsebin, **58** – Založništvo, **59** – Dejavnosti produkcije filmov, videofilmov in televizijskih oddaj ter snemanja in izdajanja zvočnih zapisov in muzikalij, **60** – Radijska in televizijska dejavnost, dejavnost tiskovnih agencij in druge dejavnosti distribucije vsebin, **K** – Dejavnosti v zvezi s telekomunikacijami, računalniškim programiranjem, svetovanjem, računalniško infrastrukturo in drugimi informacijskimi storitvami, **61** – Telekomunikacijske dejavnosti, **62** – Računalniško programiranje, svetovanje in druge s tem povezane dejavnosti, **63** – Dejavnosti v zvezi z računalniško infrastrukturo, obdelavo podatkov in gostovanjem ter druge informacijske dejavnosti, **L** – 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, **M** – Poslovanje z nepremičninami, **68** – Poslovanje z nepremičninami, **N** – Strokovne, znanstvene in tehnične dejavnosti, **69** – Pravne in računovodske dejavnosti, **70** – Dejavnost uprav podjetij; podjetniško in poslovno svetovanje, **71** – Arhitekturna in inženirska dejavnost, tehnično preizkušanje in analiziranje, **72** – Znanstvena raziskovalna in razvojna dejavnost, **73** – Oglaševanje, raziskovanje trga, stiki z javnostjo, **74** – Druge strokovne, znanstvene in tehnične dejavnosti, **75** – Veterinarstvo, **O** – Druge raznovrstne poslovne dejavnosti, **77** – Dajanje v najem in zakup, **78** – Zaposlovalne dejavnosti, **79** – Dejavnost potovalnih agencij, organizatorjev potovanj ter druge storitve rezervacij in druge s potovanji povezane dejavnosti, **80** – Preiskovalne dejavnosti in varovanje, **81** – Dejavnost oskrbe stavb in okolice, **82** – Pisarniške in spremljajoče poslovne storitvene dejavnosti, **P** – Dejavnost javne uprave in obrambe, dejavnost obvezne socialne varnosti, **84** – Dejavnost javne uprave in obrambe, dejavnost obvezne socialne varnosti, **Q** – Izobraževanje, **85** – Izobraževanje, **R** – Zdravstvo in socialno varstvo, **86** – Zdravstvo, **87** – Socialno varstvo z nastanitvijo, **88** – Socialno varstvo brez nastanitve, **S** – Kulturne, športne in rekreacijske dejavnosti, **90** – Umetniško ustvarjanje in uprizoritvene umetnosti, **91** – Dejavnost knjižnic, arhivov, muzejev in druge kulturne dejavnosti, **92** – Prirejanje iger na srečo, **93** – Športne in druge dejavnosti za prosti čas, **T** – Druge dejavnosti, **94** – Dejavnost članskih organizacij, **95** – Popravila in vzdrževanje računalnikov, izdelkov za široko rabo, motornih vozil in motornih koles, **96** – Osebne storitve, **U** – Dejavnost gospodinjstev z zaposlenim hišnim osebjem ter proizvodnja za lastno rabo, **97** – Dejavnost gospodinjstev z zaposlenim hišnim osebjem, **98** – Raznovrstna proizvodnja gospodinjstev za lastno rabo **V** – 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