BANKA SLOVENIJE

EVROSISTEM

# GOSPODARSKA IN FINANČNA GIBANJA

JULIJ 2016

BANKA SLOVENIJE

EVROSISTEM

Naslov: Gospodarska in finančna gibanja
Številka: Julij 2016

Izdajatelj: BANKA SLOVENIJE
Slovenska 35
1505 Ljubljana
tel.: 01 47 19 000
fax: 01 25 15 516
e-mail: bsl@bsi.si
http://www.bsi.si/

Uporaba in objava podatkov in delov besedila je dovoljena z navedbo vira.

This publication is also available in English.

ISSN 2385-9776

# Pregled vsebine

Povzetek 7

1 Mednarodno okolje 9

2 Konjunkturna gibanja 13

3 Trg dela 17

4 Plačilna bilanca, zunanji dolg in konkurenčnost 25

5 Financiranje podjetij, gospodinjstev in bank 35

6 Javne finance 43

7 Gibanje cen 49

8 Izbrane teme 55

8.1 Nekatere dileme vodenja denarne in fiskalne politike 55

8.2 Poslovanje gospodarskih družb in samostojnih podjetnikov po izhodu iz krize 65

9 Statistična priloga 73

# Pregled slik, tabel in okvirov:

## Slike:


| | | |
|---|---|---|
| Slika 1.1 | BDP v večjih gospodarstvih | 9 |
| Slika 1.2 | Spreminjanje napovedi svetovne gospodarske rasti po mesecih | 10 |
| Slika 1.3 | Rast globalnega BDP | 10 |
| Slika 1.4 | Struktura rasti BDP v evrskem območju - izdatkovna stran | 10 |
| Slika 1.5 | Kazalniki zaupanja v evrskem območju | 11 |
| Slika 1.6 | Mesečni kazalniki gospodarske aktivnosti v evrskem območju | 11 |
| Slika 1.7 | Napovedi gospodarske rasti glavnih trgovinskih partneric za leto 2016 | 11 |
| Slika 1.8 | Surovine | 12 |
| Slika 1.9 | Letne stopnje rasti tujih borznih indeksov | 12 |
| Slika 2.1 | Kazalniki zaupanja | 13 |
| Slika 2.2 | Prispevki komponent k medletni rasti BDP - proizvodna stran | 14 |
| Slika 2.3 | Neposredni vpliv gradbeništva na rast BDP | 14 |
| Slika 2.4 | Prispevki komponent k medletni rasti BDP - izdatkovna stran | 14 |
| Slika 2.5 | Neposredni vpliv gradbenih investicij na rast BDP | 15 |
| Slika 2.6 | Potrošnja gospodinjstev in realna masa plač | 15 |
| Slika 2.7 | Menjava s tujino | 15 |
| Slika 3.1 | Prispevki posameznih komponent k rasti zaposlenosti | 17 |
| Slika 3.2 | Pričakovano zaposlovanje | 18 |
| Slika 3.3 | Stopnja brezposelnosti | 20 |
| Slika 3.4 | Dolgotrajno brezposelni | 20 |
| Slika 3.6 | Nominalne bruto plače | 20 |
| Slika 4.1 | Komponente tekočega računa | 26 |
| Slika 4.2 | Prispevki skupin proizvodov k nominalni rasti blagovnega izvoza | 26 |
| Slika 4.3 | Prispevki skupin proizvodov k nominalni rasti blagovnega uvoza | 26 |
| Slika 4.4 | Uvozne cene po skupinah proizvodov | 28 |
| Slika 4.5 | Cene domačih proizvajalcev na tujih trgih po skupinah proizvodov | 28 |
| Slika 4.6 | Izvoz storitev | 29 |
| Slika 4.7 | Uvoz storitev | 29 |
| Slika 4.8 | Neto primarni dohodki | 29 |
| Slika 4.9 | Neto sekundarni dohodki | 31 |
| Slika 4.10 | Finančne terjatve zasebnega sektorja do tujine | 31 |
| Slika 4.11 | Finančne obveznosti zasebnega sektorja do tujine | 31 |
| Slika 4.12 | Zunanji dolg | 33 |
| Slika 4.13 | Harmonizirani kazalnik cenovne konkurenčnosti (deflator HICP / CPI) | 33 |
| Slika 4.14 | Relativni nominalni stroški dela na enoto proizvoda | 33 |
| Slika 5.1 | Razmik med varčevanjem in investicijami | 35 |
| Slika 5.2 | Finančne naložbe podjetij (S.11) | 36 |
| Slika 5.3 | Finančne obveznosti podjetij (S.11) | 36 |
| Slika 5.4 | Finančne naložbe gospodinjstev (S.14 in S.15) | 37 |
| Slika 5.5 | Obrestne mere za vloge gospodinjstev po ročnosti | 37 |
| Slika 5.6 | Finančne naložbe bank (S.122 in S.123) | 37 |
| Slika 5.7 | Finančne obveznosti bank (S.122 in S.123) | 42 |
| Slika 5.8 | Tržna kapitalizacija in KOS na LJSE | 42 |
| Slika 6.1 | Prihodki države | 44 |
| Slika 6.2 | Izdatki države brez pomoči finančnim institucijam | 44 |
| Slika 6.3 | Pribitki dolgoročnih državnih obveznic nad nemško | 46 |
| Slika 6.4 | Strukturni primanjkljaj javnih financ v Sloveniji | 47 |
| Slika 7.1 | Prispevki k inflaciji | 49 |
| Slika 7.2 | Inflacija | 50 |
| Slika 7.3 | Osnovna inflacija | 50 |

Slika 7.4 Gibanje cen energentov 50
Slika 7.5 Prispevki k rasti cen energentov 51
Slika 7.6 Zaznano in pričakovano gibanje cen iz Ankete o mnenju potrošnikov 51
Slika 7.7 Cene hrane 51
Slika 7.8 Cene storitev 51
Slika 7.9 Cene storitev in industrijskih proizvodov brez energentov 52
Slika 7.10 Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih na domačem trgu 53
Slika 8.1.1 Dolg države 56
Slika 8.1.2 Fiskalni prostor za EU 27 in Slovenijo v letih 1990 in 2014 57
Slika 8.1.3 Število držav s fiskalnim pravilom in fiskalnim svetom od leta 1985 59
Slika 8.1.4 Ukrepi denarne politike v območju evra 61
Slika 8.1.5 Gibanje inflacije, osnovne inflacije, cen nafte in inflacijskih pričakovanj v območju evra 61
Slika 8.2.1 Celotni dobiček podjetij 66
Slika 8.2.2 Dobiček podjetij po velikostnih razredih 66
Slika 8.2.3 Medletna sprememba števila zaposlenih v podjetjih po velikostnih razredih 66
Slika 8.2.4 Medletna sprememba bruto dodane vrednosti podjetij po velikostnih razredih 67
Slika 8.2.5 Letna stopnja rasti izbranih kazalnikov v letu 2015 67
Slika 8.2.6 Medletna sprememba dolga podjetij po velikostnih razredih 68
Slika 8.2.7 Obseg dolga največjih 100 dolžnikov po panogah v letu 2015 68
Slika 8.2.8 Število samostojnih podjetnikov in zaposlenost 68
Slika 8.2.9 Produktivnost dela v podjetjih po velikostnih razredih 69
Slika 8.2.10 Celotni dobiček podjetij po panogah 69
Slika 8.2.11 Medletna sprememba števila zaposlenih v podjetjih po panogah 70
Slika 8.2.12 Bruto dodana vrednost podjetij po panogah 70

## Tabele:

Tabela 2.1 Gospodarska aktivnost 16
Tabela 3.1 Brezposelnost in zaposlenost 19
Tabela 3.2 Stroški dela 21
Tabela 4.1 Komponente tekočih transakcij plačilne bilance 30
Tabela 4.2 Kapitalski in finančni račun plačilne bilance 32
Tabela 6.1 Primanjkljaj in dolg države v Sloveniji v obdobju 2012–2019 44
Tabela 7.1 Struktura HICP in kazalniki gibanja cen 52
Tabela 8.2.1 Glavni kazalniki poslovanja podjetij 67
Tabela 9.1 Konsolidirana bilanca monetarnih finančnih institucij 74
Tabela 9.2 Bilanca Banke Slovenije 75
Tabela 9.3 Bilanca drugih monetarnih finančnih institucij 76
Tabela 9.4 Obrestne mere novih posojil in vlog v domači valuti gospodinjstev ter nefinančnih podjetij 77
Tabela 9.5 Stanje mednarodnih naložb 78
Tabela 9.6 Bruto zunanji dolg 79
Tabela 9.7 Plačilna bilanca 80
Tabela 9.8 Plačilna bilanca – nadaljevanje 81
Tabela 9.9 Nekonsolidirana stanja finančnih sredstev 82
Tabela 9.10 Nekonsolidirana stanja obveznosti 83
Tabela 9.11 Neto finančna sredstva 83
Tabela 9.12 Nekonsolidirane transakcije v finančnih sredstvih – drseče vsote štirih četrtletij 84
Tabela 9.13 Nekonsolidirane transakcije v obveznostih – drseče vsote štirih četrtletij 85
Tabela 9.14 Neto finančne transakcije – drseče vsote štirih četrtletij 85

## Okviri:

Okvir 3.1 Analiza zaposlovanja agencijskih delavcev po dejavnostih 22
Okvir 4.1 Nastajajoči trgi in njihov neposredni pomen za slovenski blagovni izvoz 27
Okvir 5.1 Monetarna politika ECB in njen učinek v času nizkih obrestnih mer 38
Okvir 5.2 Poslovanje bank v prvih petih mesecih leta 2016 40
Okvir 6.1 Javnofinančna gibanja po metodologiji denarnega toka v obdobju januar - april 2016 45

# Povzetek

*V prvem četrtletju je bila rast večine glavnih svetovnih gospodarstev stabilna, tudi evrskega območja, kjer k rasti odločilno prispeva povečano zasebno trošenje. Kljub temu so se napovedi globalne gospodarske rasti in trgovine še znižale, a za zdaj brez učinka na oceno napovedi letošnje agregatne rasti slovenskih trgovinskih partneric. Ta se je po predhodnem znižanju junija povišala na 1,8 %, kar je primerljivo oceni z začetka leta. Ocena sicer še ne upošteva morebitnih učinkov Brexita. Ta naj bi bil negativen za Veliko Britanijo zaradi že ugotovljenega zastajanja investicij, vendar so gibanja na finančnih trgih v zadnjih dneh junija in na začetku julija že nakazala, da so bili prvi odzivi na Brexit verjetno čezmerni, ter da je prezgodaj za realistične ocene posledic na gospodarsko aktivnost.*

*V prvem četrtletju se je rast slovenskega gospodarstva ohranila precej nad evrskim povprečjem. Edini večji zaviralni dejavnik je bil padec gradbenih investicij zaradi velikega zastoja infrastrukturnega investiranja države, brez upoštevanja tega pa se je gospodarska rast celo povišala. Na to so vplivale predvsem predelovalne dejavnosti, ki so v primerjavi z lanskim zadnjim četrtletjem močno povečale proizvodnjo. Hkrati ugotavljamo, da postaja na tujem trgu dejavnejša tudi večina drugih gospodarskih panog, kar kaže na povečevanje izvozne usmerjenosti celotnega gospodarstva. Pod pričakovanji je bila v prvem četrtletju predvsem rast zasebnega trošenja, ki se je precej znižala, a verjetno zgolj prehodno, saj se razmere na trgu dela še naprej izboljšujejo. Tudi sicer kazalniki aktivnosti in zaupanja kažejo na nadaljevanje solidne gospodarske rasti v drugem četrtletju.*

*Rast zaposlovanja in plač se je okrepila, število registriranih brezposelnih pa je junija prvič po letu 2010 padlo pod 100.000. Po podatkih nacionalnih računov se je zaposlenost v prvem četrtletju povišala za 1,4 %, k rasti pa sta največ prispevali industrija in skupina storitev trgovine in popravil vozil, prometa in skladiščenja ter gostinstva. Različne ankete za prihodnje mesece napovedujejo nadaljnjo rast zaposlovanja. Medletno zniževanje števila registriranih brezposelnih je junija preseglo 9 %. V povprečju prvih štirih mesecev je bila medletna rast nominalne bruto plače najvišja v zadnjih štirih letih, medletna rast nominalne mase plač pa najvišja v zadnjih šestih letih, kar daje osnovo za višjo rast zasebnega trošenja.*

*Inflacija, merjena s HICP, je bila junija pozitivna prvič po letu 2014. Obrat je bil hiter, inflacija pa z 0,1 % ni bila več nižja od povprečja evrskega območja. Osnovna inflacija je dosegla evrsko že maja in jo junija že presegla. Vzroki za ta obrat so različni: počasi se kažejo tako zunanji kot domači stroškovni pritiski, medtem ko je še težko oceniti vpliv domačega trošenja, ki je bilo v prvem četrtletju dokaj šibko.*

*Nominalni primanjkljaj države naj bi se letos zmanjšal na 2,2 % BDP. Znižanje primanjkljaja v prvem četrtletju odraža rast prihodkov, zlasti iz davkov in prispevkov, medtem ko je bilo znižanje izdatkov posledica močnega padca investicij države zaradi počasnega začetka črpanja sredstev iz nove evropske finančne perspektive. Dolg države je bil ob koncu prvega četrtletja nekoliko višji kot ob koncu lanskega leta zaradi dodatne zadolžitve in je znašal 83,8 % BDP.*

**Ključni makroekonomski kazalniki**

| | 2013 | 2014 | 2015 | 15Q3 | 15Q4 | 16Q1 | 2013 | 2014 | 2015 | 15Q3 | 15Q4 | 16Q1 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | *Slovenija* | | | | | | *EA* | | | |
| **Gospodarska gibanja** | | | | | | *medletne stopnje rasti v %* | | | | | | |
| BDP | -1,1 | 3,0 | 2,9 | *2,6* | 3,3 | 2,5 | -0,3 | 0,9 | 1,7 | 1,6 | 1,9 | 1,6 |
| *- industrija* | -0,1 | 4,8 | 5,0 | 5,3 | 4,6 | 5,5 | -0,6 | 0,6 | 1,9 | 2,0 | 2,2 | 0,9 |
| *- gradbeništvo* | -8,7 | 9,5 | -3,3 | -6,0 | -0,4 | -18,3 | -3,3 | -0,9 | 0,3 | 0,3 | 1,5 | 0,6 |
| *- storitve pretežno javnega sektorja* | -0,4 | 1,0 | 0,3 | 0,3 | 0,7 | 1,3 | 0,4 | 0,5 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 |
| *- storitve pretežno zasebnega sektorja* | -0,8 | 4,4 | 3,5 | 3,4 | 4,1 | 2,7 | -0,3 | 1,0 | 1,7 | 1,6 | 2,0 | 1,5 |
| Domača potrošnja | -2,2 | 1,6 | 2,1 | 1,4 | 3,7 | 0,6 | -0,7 | 0,9 | 1,8 | 1,9 | 2,4 | 2,1 |
| *- država* | -1,5 | -0,1 | 0,7 | 0,8 | 3,0 | 2,7 | 0,2 | 0,8 | 1,3 | 1,1 | 1,7 | 1,6 |
| *- gospodinjstva in NPISG* | -4,1 | 0,7 | 1,7 | 2,5 | 2,6 | 0,7 | -0,6 | 0,8 | 1,7 | 1,9 | 1,6 | 1,9 |
| *- bruto investicije* | 2,7 | 5,7 | 4,4 | -0,6 | 8,1 | -1,5 | -1,8 | 1,4 | 2,8 | 2,7 | 5,7 | 3,3 |
| *- bruto investicije v osnovna sredstva* | 1,7 | 3,2 | 0,5 | -2,0 | 3,4 | -8,2 | -2,6 | 1,3 | 2,9 | 2,6 | 4,0 | 2,3 |
| *- prispevek zalog k rasti BDP, v odstotnih točkah* | 0,2 | 0,5 | 0,8 | 0,3 | 0,8 | 1,3 | 0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,3 | 0,2 |
| **Trg dela** | | | | | | | | | | | | |
| Zaposlenost | -1,4 | 0,6 | 1,4 | 1,3 | 1,3 | 1,4 | -0,6 | 0,6 | 1,1 | 1,1 | 1,2 | 1,4 |
| *- storitve pretežno zasebnega sektorja* | -1,6 | 0,6 | 1,6 | 1,5 | 1,4 | 1,5 | -0,9 | 0,5 | 1,1 | 1,2 | 1,3 | 1,5 |
| *- storitve pretežno javnega sektorja* | -0,6 | 0,4 | 0,8 | 0,7 | 0,8 | 1,1 | 0,2 | 0,8 | 0,9 | 1,0 | 1,0 | 1,1 |
| Stroški dela na zaposlenega | 0,5 | 1,1 | 0,8 | 0,3 | 1,5 | 2,6 | 1,6 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,2 | 1,3 |
| *- storitve pretežno zasebnega sektorja* | 1,7 | 2,1 | 0,8 | 0,4 | 1,2 | 1,8 | 1,5 | 1,3 | 1,4 | 1,4 | 1,2 | 1,3 |
| *- storitve pretežno javnega sektorja* | -3,2 | -2,0 | 0,8 | 0,3 | 0,8 | 1,9 | 1,6 | 1,1 | 1,1 | 0,9 | 1,1 | 1,4 |
| Stroški dela na enoto proizvoda | -0,1 | -2,0 | -0,6 | -1,2 | -0,7 | 1,5 | 1,1 | 1,0 | 0,8 | 1,0 | 0,7 | 1,3 |
| *- industrija* | 0,8 | -1,0 | -2,1 | -3,0 | -0,7 | -0,8 | 1,9 | 1,3 | 0,1 | 0,0 | -0,6 | 1,2 |
| | | | | | | *v %* | | | | | | |
| ILO stopnja brezposelnosti | 10,1 | 9,8 | 9,0 | 8,6 | 8,4 | 8,9 | 12,0 | 11,7 | 10,9 | 10,3 | 10,6 | ... |
| **Menjava s tujino** | | | | | | *medletne stopnje rasti v %* | | | | | | |
| Tekoči račun plačilne bilance v % BDP | 4,8 | 6,2 | 5,2 | 6,5 | 4,7 | 7,0 | 2,2 | 2,3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Prispevek neto izvoza k rasti BDP, v odstotnih točkah | 1,1 | 1,6 | 1,0 | 1,4 | -0,1 | 1,9 | 0,4 | 0,0 | -0,1 | -0,2 | -0,4 | -0,4 |
| Realni izvoz blaga in storitev | 3,1 | 5,8 | 5,2 | 5,0 | 3,3 | 5,3 | 2,1 | 4,1 | 5,3 | 4,8 | 5,0 | 2,8 |
| Realni uvoz blaga in storitev | 1,7 | 4,0 | 4,4 | 3,7 | 3,9 | 3,2 | 1,3 | 4,5 | 6,1 | 5,7 | 6,4 | 4,0 |
| **Financiranje** | | | | | | *v % BDP* | | | | | | |
| Bilančna vsota bank | 128,9 | 116,7 | 107,8 | 109,4 | 107,8 | 104,6 | 297,6 | 299,3 | 285,5 | 291,6 | 285,5 | 288,0 |
| Posojila podjetjem | 45,1 | 31,5 | 26,5 | 27,9 | 26,5 | 25,1 | 42,0 | 40,2 | 39,0 | 39,4 | 39,0 | 38,9 |
| Posojila gospodinjstvom | 22,6 | 21,5 | 21,2 | 21,3 | 21,2 | 21,0 | 51,8 | 50,7 | 50,3 | 50,3 | 50,3 | 50,0 |
| **Inflacija** | | | | | | *v %* | | | | | | |
| HICP | 1,9 | 0,4 | -0,8 | -0,8 | -0,9 | -0,9 | 1,3 | 0,4 | 0,0 | 0,1 | 0,2 | 0,0 |
| Osnovna (brez energentov, hrane, alkohola in tobaka) | 0,9 | 0,6 | 0,3 | 0,3 | 0,4 | 0,3 | 1,1 | 0,8 | 0,8 | 0,9 | 1,0 | 1,0 |
| **Javne finance** | | | | | | *v % BDP* | | | | | | |
| Dolg države | 71,0 | 81,0 | 83,2 | 84,4 | 83,2 | 83,8 | 91,1 | 92,1 | 90,7 | 91,8 | 90,7 | ... |
| Primanjkljaj države | -15,0 | -5,0 | -2,9 | -4,1 | -2,9 | -2,8 | -3,0 | -2,6 | -2,1 | -2,1 | -2,1 | ... |
| *- plačilo obresti* | 2,6 | 3,2 | 3,0 | 3,1 | 3,0 | 3,0 | 2,8 | 2,7 | 2,4 | 2,5 | 2,4 | ... |
| *- primarni primanjkljaj* | -12,5 | -1,8 | 0,0 | -1,0 | 0,0 | 0,2 | -0,2 | 0,1 | 0,3 | 0,4 | 0,3 | ... |
| *- primanjkljaj brez rekapitalizacij bank* | -4,9 | -4,0 | -2,9 | -3,2 | -2,9 | -2,8 | | | | | | |
| *- primarni primanjkljaj brez rekapitalizacij bank* | -2,3 | -0,9 | 0,0 | -0,1 | 0,0 | 0,2 | | | | | | |

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

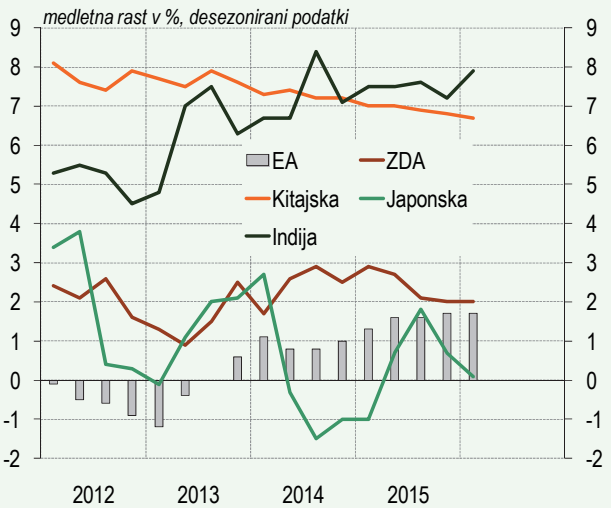
# 1 Mednarodno okolje

*Na začetku leta je globalna gospodarska rast ostala zmerna. Napovedi za leto 2016 so se v zadnjih mesecih večinoma nekoliko znižale, medtem ko so bile za območje evra do začetka junija še dokaj stabilne na ravni 1,6 %, kolikor je znašala lanska rast. Evropsko rast poganja v sedanjem ciklu izrazito rast zasebne potrošnje na podlagi zaposlovanja. Glede na volatilnost finančnih trgov je za realistično ocenjevanje gospodarskih posledic Brexita verjetno še prezgodaj Tečaj evra do dolarja je po manjši apreciaciji v drugem četrtletju po objavi Brexita upadel. Po januarju so začele okrevati svetovne cene surovin, najbolj izrazito cene nafte, v manjši meri pa tudi cene hrane.*

## Globalno gospodarstvo

**Na začetku leta je globalna gospodarska rast ostala zmerna.** V območju evra je znašala medletna rast BDP v prvem četrtletju 1,7 %, toliko kot četrtletje prej in za 0,1 odstotne točke več, kot v povprečju leta 2015. Tudi v ZDA se je z 2,0 % ohranila rast iz prejšnjega četrtletja, ki pa je bila za 0,4 točke pod povprečno lansko. Japonska rast je padla z lanske povprečne 0,6 % na nič. Gibanja v najpomembnejših razvijajočih se gospodarstvih so različna. Kitajska rast se je upočasnila v prvem četrtletju na 6,7 %, kar je najmanj od leta 2009, krepi pa se indijska rast, v prvem četrtletju že na 7,9 %. Počasi se izboljšujejo razmere v Rusiji, čeprav pri še vedno nekoliko negativni agregatni dinamiki.

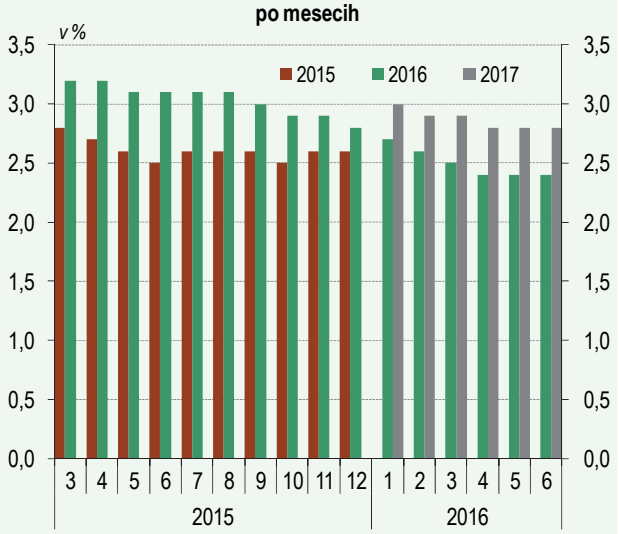
**Slika 1.1: BDP v večjih gospodarstvih**




*Vir: Eurostat, BEA, Tradingeconomics.*

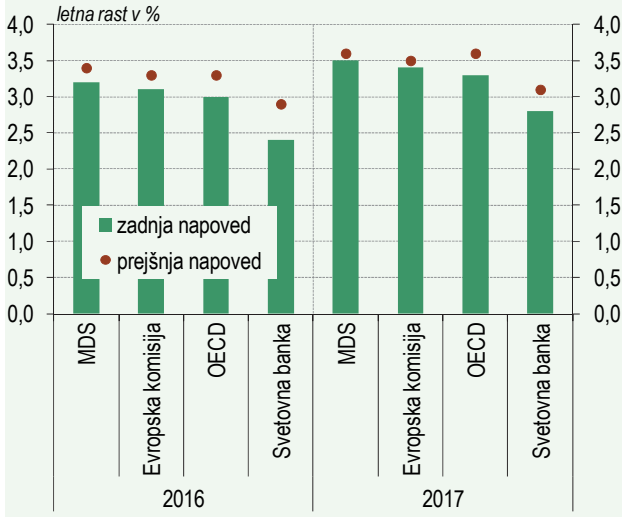
**Napovedi globalne rasti so se že pred informacijo o Brexitu večinoma zniževale.** Svoje junijske napovedi so znižale Evropska komisija, OECD in Svetovna banka, medtem ko jih Consensus po zniževanju v začetku leta do začetka junija ni več spremenil. Napoved letošnje rasti OECD je s 3,0 % še vedno višja od lanske 2,6-odstotne, Svetovna banka in Consensus pa sta jo znižala na 2,4 %. Rast v območju evra naj bi se letos ohranjala na ravni 1,6 %, rast ZDA pa znižala z lanskih 2,4 % na okrog 1,9 %. Za države v razvoju se pričakuje nadaljevanje sedanjih trendov, kar pomeni nadaljevanje močne rasti v Indiji, nadaljnje postopno upočasnjevanje na Kitajskem, ter hitrejše preseganje krize v Rusiji, katere BDP naj bi se letos skrčil za manj kot odstotek.

**Slika 1.2: Spreminjanje napovedi svetovne gospodarske rasti po mesecih**



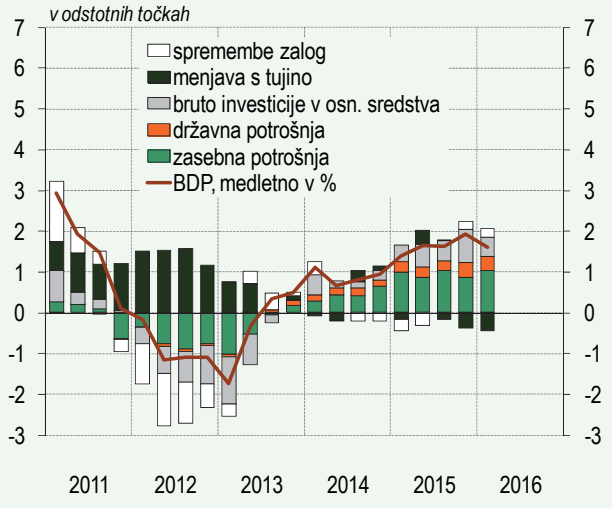

*Vir: Consensus.*

**Slika 1.3: Rast globalnega BDP**




*Vir: MDS, Evropska komisija, OECD, Svetovna banka.*

**Slika 1.4: Struktura rasti BDP v evrskem območju – izdatkovna stran**




*Vir: Eurostat, preračuni Banka Slovenije.*

**Po objavi rezultatov britanskega referenduma so nekatere institucije zelo hitro objavile znižanje napovedi rasti.** 28. junija je objavil Consensus prvo hitro, predhodno ažuriranje svojih napovedi, v kateri sta znižani napovedi za leti 2016 in 2017 za Veliko Britanijo za 0,5 in 1,7 odstotne točke, za območje evra pa za 0,1 in 0,6 točke, in za zelo malo tudi za ZDA. Gibanja na finančnih trgih so doslej že pokazala, da so bila prva odzivanja na Brexit verjetno čezmerna in da so se v zadnjih dneh junija in na začetku julija začetni odkloni že delno nevtralizirali. Za bolj realistične ocene posledic na gospodarsko aktivnost je tako verjetno še prezgodaj.

**Napovedi rasti svetovne trgovine se še naprej znižujejo močneje kot napovedi rasti BDP.** Glavni razlogi so zniževanje gospodarske rasti na Kitajskem in splošna umirjena svetovna rast ter očitno zastajanje investicijske aktivnosti. Predvsem razvita gospodarstva se obračajo v zadnjih dveh letih bolj kot doslej k domači porabi. V svoji junijski objavi je ohranila Svetovna banka napoved letošnje rasti svetovne trgovine (po svojih definicijah) v primerjavi z lansko nespremenjeno pri 3,1 %, medtem ko jo je OECD spet znižal, s svoje lanske ocene 2,6 % na 2,1 %.

## Evrsko območje

**Četrtletna gospodarska rast v prvem četrtletju je bila nekoliko nad pričakovanji, a je zgolj ohranila medletno stopnjo na ravni predhodne.** Medletna rast se je ohranila pri 1,7 % in je bila za 0,1 odstotne točke višja, kot povprečna v letu 2015. Rast poganja že od leta 2014, odkar se je po predhodnem zastoju obnovila, domača potrošnja. V letošnjem prvem četrtletju je prispevala eno celo odstotno točko potrošnja gospodinjstev, ki je porasla za 1,7 %. Državna potrošnja je prispevala k agregatni rasti 0,3 točke in investicije v osnovna sredstva 0,6 točke. Prispevek neto izvoza je bil še naprej negativen. Po dejavnostih so prispevale največ predelovalne dejavnosti, ki so porasle medletno za 2,2 %, sicer pa še trgovina, transport ter nastanitvene in gostinske storitve.

**K novemu ciklu rasti BDP prispeva odločilno rast zasebna potrošnja, ki jo spodbuja zaposlovanje.** V letošnjem prvem četrtletju, v katerem je porasel BDP medletno za 1,7 %, se je število zaposlenih povečalo za

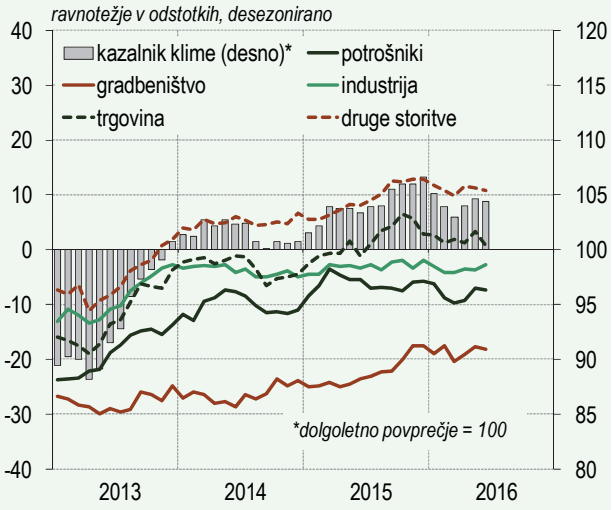
1,4 %. Harmonizirana stopnja brezposelnosti se je do maja znižala na 10,1 %, v primerjavi z 11,0 % v lanskem maju in dosegla najnižjo raven po juliju 2011. Stopnja brezposelnosti v EU je že pod povprečno v obdobju 2000 –2005, v območju evra še ne. V Nemčiji je bila junija najnižja v zadnjih 25 letih.

**Napovedi letošnje rasti evrskega območja so se v začetku leta znižale, po objavi BDP za prvo četrtletje pa spet dvignile in so dokaj enakomerne med napovedovalci.** Spremembe so sicer majhne. Consensus je znižal svojo napoved za leto 2016 do marca na 1,5 %, a jo je kmalu zatem zvišal nazaj na 1,6 %, kjer je bila še junija in vse do informacije o Brexitu. Prav takšni sta bili majska ocena Evropske komisije in junijska OECD. To pričakovanje je enako realizirani rasti v letu 2015, na isti ravni ali samo malo višje pa so tudi napovedi za leto 2017. Rast naj bi še naprej in s približno enakim tempom kot lani poganjale vse komponente domače porabe. Stopnja brezposelnosti naj bi se še zniževala, a nekoliko počasneje. Za bolj trdno prilagoditev napovedi novim razmeram po Brexitu pa je verjetno še prezgodaj.

## Slovenske trgovinske partnerice

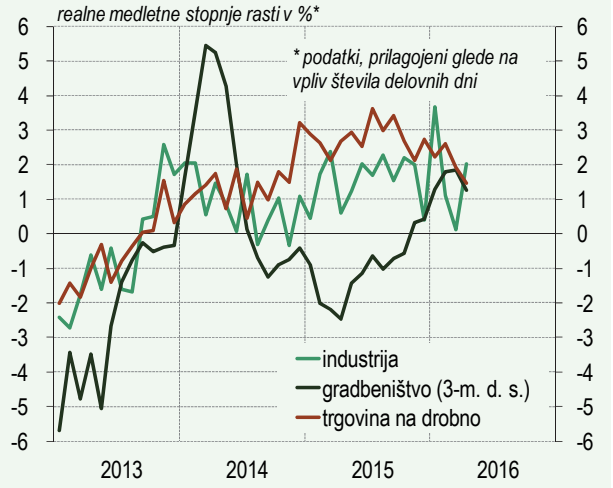
**Napoved tehtane gospodarske rasti glavnih slovenskih trgovinskih partneric v letu 2016 se je v zadnjih dveh mesecih po predhodnem znižanju spet popravila.** Z junijsko napovedjo Consensusa se je agregatna tehtana rast za leto 2016 za najpomembnejše trgovinske partnerice, v katere izvozimo najmanj 1 odstotek skupnega slovenskega izvoza, zvišala še bolj kot maja in dosegla nekaj manj kot 1,8 %, kar je raven, na kateri so bile napovedi na začetku letošnjega leta. Junija – pred Brexitom – so se med državami evrskega območja zvišale napovedi za Nemčijo na 1,7 %, Francijo na 1,5 % in Avstrijo na 1,4 %, pa tudi za Nizozemsko in Španijo, napoved za Italijo pa je ostala nespremenjena pri 1,1 %. Za druge pomembnejše evropske partnerice so se dvignile napovedi za Hrvaško na 1,8 %, za Srbijo na 2,1 % in za Rusijo na -0,9 %. Nekoliko se je zvišala tudi napoved za ZDA. V zvezi z Brexitom je edino že dokaj gotovo dejstvo, da bo prizadel Veliko Britanijo, če nič drugega zaradi že ugotovljenega zastajanja investiranja.

**Slika 1.5: Kazalniki zaupanja v evrskem območju**



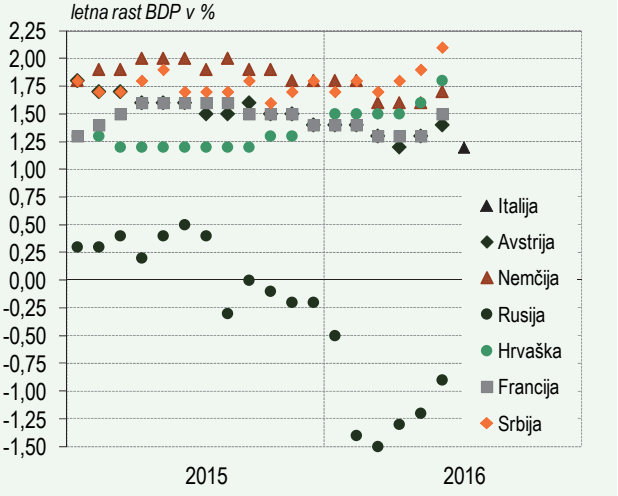

Vir: Evropska komisija.

**Slika 1.6: Mesečni kazalniki gospodarske aktivnosti v evrskem območju**




Vir: Eurostat, preračuni Banka Slovenije.

**Slika 1.7: Napovedi gospodarske rasti glavnih trgovinskih partneric za leto 2016**




Vir: Consensus Economics.

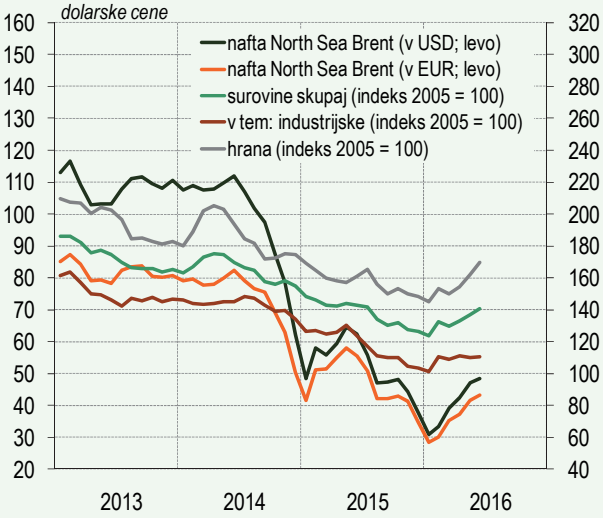
## Tečaj evra in cene surovin

**ECB nadaljuje z izjemno spodbujevalno denarno politiko.** V nasprotju s tem ostaja denarna politika v ZDA nespremenjena na nižji ravni ekspanzivnosti. Ta razlika ohranja tečaj evra dokaj stabilno na močno znižani ravni v odnosu do USD od začetka leta 2015. Predvsem zaradi nekaterih poslabšanih podatkov ameriškega gospodarstva je v drugem četrtletju celo nekoliko apreciiral, zatem pa je po objavi rezultatov angleškega referenduma spet zdrsnil za slabe 3 %, kar je manj, kot je prej apreciiral, in ostal do konca junija pri okrog 1,11 USD/EUR.

**Po januarja doseženem več kot desetletnem dnu so cene nafte v naslednjih mesecih vztrajno rasle.** Cena nafte Brent se je od sredine januarja do konca maja skoraj podvojila in že dosegla 50 USD oziroma 45 EUR (upoštevajoč, da je bila s tem dosežena šele raven iz lanske jeseni, ki je še globoko pod okrog 110 USD oziroma 80 EUR iz prejšnjih let). Na začetku junija pa se je nadaljnja rast zaustavila, tako da so upadle cene do konca meseca na okrog 48 USD oziroma 43 EUR.

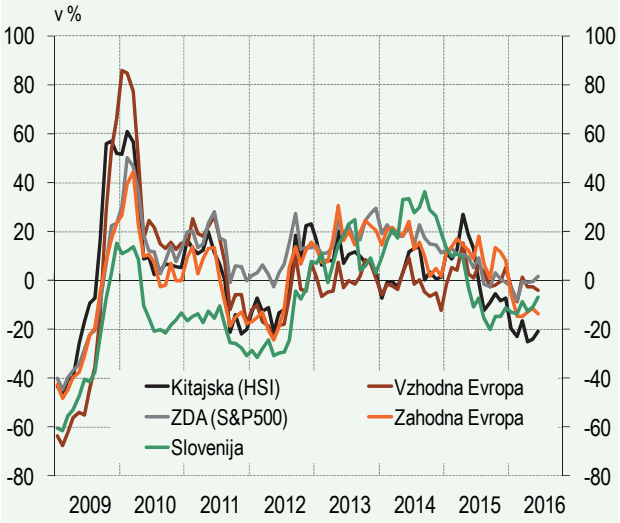
**Po bolj postopnem zniževanju že od leta 2012 in še posebno močno lani se je po letošnjem januarju zaustavilo tudi padanje cen drugih surovin.** Skupni indeks dolarskih cen nenaftnih surovin se je do maja počasi a vztrajno zviševal, predvsem zaradi še hitrejše rasti cen hrane, ki so bile maja že medletno višje za 1,5 %. Cene kovin in cene agregata industrijskih surovin so rasle počasneje ali po februarju sploh ne več, tako da so bile zaradi močnega lanskega zniževanja maja medletno še vedno za skoraj petino nižje.

**Slika 1.8: Surovine**




*Vir: The Economist, Bloomberg, preračuni Banka Slovenije.*

**Slika 1.9: Letne stopnje rasti tujih borznih indeksov**




*Vir: Bloomberg.*

## Mednarodni kapitalski trgi

**Konec drugega četrtletja 2016 je mednarodne borzne trge zaznamoval referendum Velike Britanije o izstopu iz EU.** Glavnina borznih indeksov je v aprilu in maju zabeležila nizko, vendar pozitivno mesečno rast. Kljub mešanim objavam globalnih gospodarskih podatkov so se tržni udeleženci osredotočili na pozitivne objave iz evrskega območja in Kitajske. Junija je bila pozornost usmerjena k referendumu v Veliki Britaniji. Izstopu iz EU ni nihče pripisoval večje verjetnosti, kar se je kasneje odražalo tudi na mednarodnih borzah. Ko je postalo jasno, da Velika Britanija zapušča EU, so trgi silovito reagirali. Britanski funt je v prvih dveh delovnih dneh po objavi izida referenduma proti evru in ameriškemu dolarju izgubil po več odstotkov dnevno. Podobne padce so zabeležili tudi glavni borzni indeksi, kar pa so potem deloma nadoknadili v zadnjih dneh junija. V drugem četrtletju sta reprezentativna indeksa za Zahodno in Vzhodno Evropo izgubila 5 % in 4 %, medtem ko je ameriški S&P pridobil 2 %.

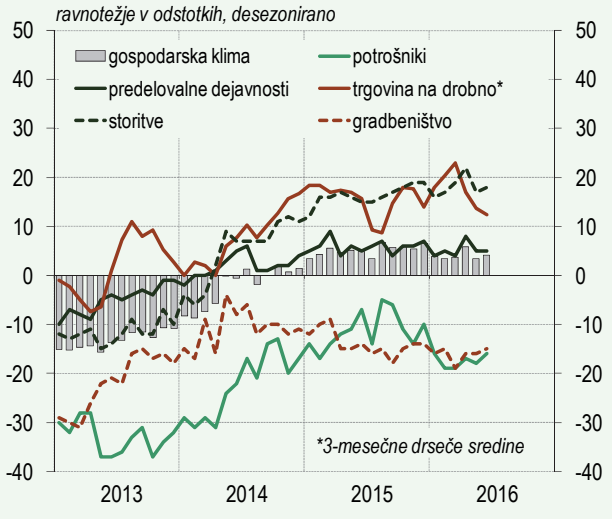
# 2 Konjunkturna gibanja

*Rast slovenskega gospodarstva se ohranja precej nad evrskim povprečjem tudi brez investicijske podpore države. Pričakovan padec gradbenih investicij je bil edini večji zaviralni dejavnik v letošnjem prvem četrtletju, brez upoštevanja tega pa se je gospodarska rast celo povišala. Razlog je predvsem v predelovalnih dejavnostih, ki so v primerjavi z lanskim zadnjim četrtletjem močno povečale proizvodnjo. Hkrati postaja na tujem trgu dejavnejša tudi večina drugih gospodarskih panog, kar kaže na povečevanje izvozne usmerjenosti celotnega gospodarstva. V nasprotju s pričakovanji je bila v prvem četrtletju predvsem rast zasebnega trošenja, ki se je močno znižala, a verjetno zgolj prehodno, saj se razmere na trgu dela še naprej izboljšujejo. Gospodarska rast na ravni okrog 2 % se je vsaj glede na razpoložljive mesečne kazalnike nadaljevala tudi v drugem četrtletju.*

## Kazalniki zaupanja

**Gospodarska klima je tudi v letošnjem drugem četrtletju ostala pozitivna in stabilna.** Podjetja v predelovalnih dejavnostih so raven naročil ocenila kot ugodnejšo v primerjavi s prvim četrtletjem, junija pa so dvignila svoja pričakovanja glede naročil v tretjem četrtletju. Ob koncu drugega četrtletja naj bi glede na odgovore na anketo SURS precej povečala tudi proizvodnjo. Poviševanje vrednosti kazalnika zaupanja v predelovalnih dejavnostih je tako zaviralo le naraščanje zalog. Tudi podjetja v storitvenih dejavnostih brez trgovine so dinamiko povpraševanja v drugem in tretjem četrtletju ocenila kot pozitivno. Trgovska podjetja so poročala o upočasnjeni rasti prodaje v drugem četrtletju, najbolj pa izstopa sprememba v njihovi oceni pričakovanega gibanja cen. Te naj bi se močno povišale, kar pa je verjetno povezano tudi z liberalizacijo cen naftnih derivatov in s poročanjem podjetij, ki jih prodajajo. Zaupanje v gradbeništvu se je stabiliziralo na nizki ravni, ob padcu trenutnih naročil in ohranjanju optimizma glede prihodnjega povpraševanja. Stabiliziralo se je tudi zaupanje potrošnikov.

**Slika 2.1: Kazalniki zaupanja**



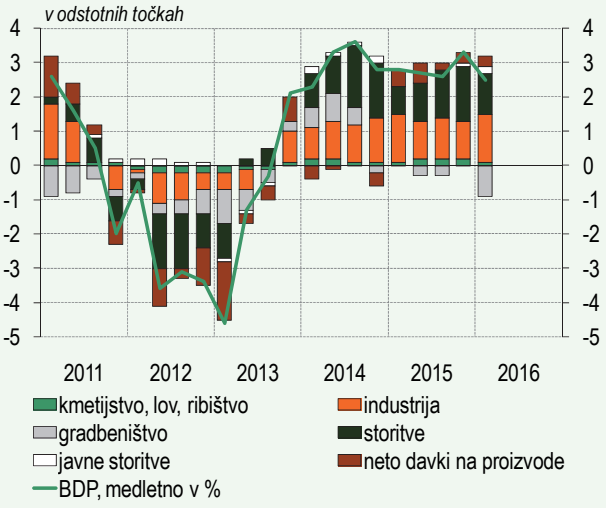

*Vir: SURS, preračuni Banka Slovenije.*

## Bruto domači proizvod

**V letošnjem prvem četrtletju je gospodarska rast ostala precej nad povprečno v evrskem območju kljub padcu gradbene aktivnosti.** Medletna rast BDP se

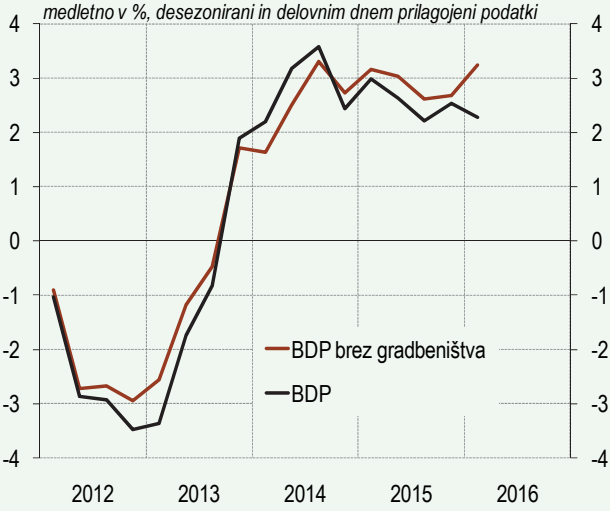
je v primerjavi z lanskim zadnjim četrtletjem sicer upočasnila za 0,8 odstotne točke na 2,5 %, kar pa je bilo še vedno za 0,9 odstotne točke več kot v evrskem območju. Med skupinami dejavnosti se je dodana vrednost zmanjšala le v gradbeništvu in finančnem posredništvu. Izstopa gradbeništvo s skoraj petinskim padcem, ki je rast BDP znižal kar za 0,9 odstotne točke. Padec gradbeništva je bil sicer pričakovan in sovpada z več kot 50-odstotnim zmanjšanjem gradbenih investicij sektorja država.[1] Poleg tega se je znižala tudi rast dodane vrednosti v zasebnih storitvah, s 4,1 % v lanskem zadnjem četrtletju na 2,9 %.

**Slika 2.2: Prispevki komponent k medletni rasti BDP, proizvodna stran**




*Vir: SURS.*

**Slika 2.3: Neposredni vpliv gradbeništva na rast BDP**



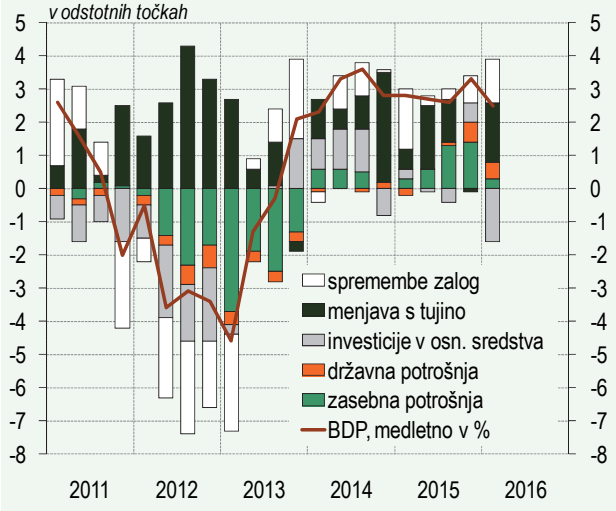

*Vir: SURS, preračuni Banka Slovenije.*

Poleg finančnega posredništva je upočasnitev povezana vsaj še s padcem prihodkov v arhitekturnem in tehničnem projektiranju, ki je močno odvisno od gradbenih investicij. Opazno in skladno z gibanjem blagovnega izvoza pa se je povišala rast proizvodnje predelovalnih dejavnosti, na skoraj 7 %. Rast dodane vrednosti v slovenskem gospodarstvu je tako ostala solidna kljub šibkejšemu domačemu povpraševanju in odraža naraščanje izvozne usmerjenosti večine dejavnosti.[2]

## Agregatno povpraševanje

**Rast domače potrošnje je bila v letošnjem prvem četrtletju nižja od pričakovanj zaradi šibke potrošnje gospodinjstev.** Medletna rast domače potrošnje se je znižala na le 0,6 %, kar je 1,5 odstotne točke manj kot v povprečju leta 2015. Glavnino je k znižanju prispeval pričakovan padec gradbenih investicij ob prehodu na novo evropsko finančno perspektivo. Ta je presegel 25 % in je znižal rast BDP kar za 2,3 odstotne točke. Bil je tudi edini razlog za medletno zmanjšanje agregata investicij v osnovna sredstva za več kot 8 %. Nadaljevala se je rast investicij v opremo in stroje, med katerimi še naprej izstopajo investicije v transportno opremo. Te se po visokih stopnjah rasti povečujejo že več kot tri leta in kažejo na širitev zmogljivosti domačih transportnih dejavnosti. Ob

**Slika 2.4: Prispevki komponent k medletni rasti BDP, izdatkovna stran**




*Vir: SURS.*

[1] Vir: Ministrstvo za finance – konsolidirana bilanca javnega financiranja, preračun Banka Slovenije.
[2] Delež prihodkov od prodaje na tujih trgih v skupnih prihodkih od prodaje podjetij je v letu 2015 znašal 37 %, kar je 2 odstotni točki več kot leta 2014 in 9 odstotnih točk več kot leta 2008.

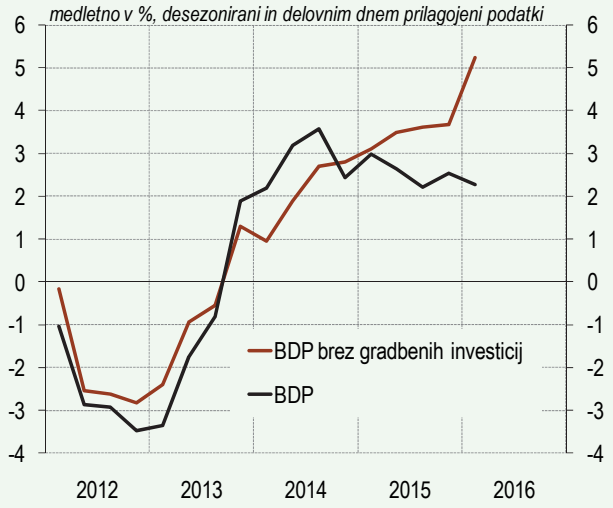
močno izboljšanih dejavnikih investiranja, med katerimi izstopa visoka dobičkonosnost podjetij v letu 2015, postopoma raste tudi investiranje v druge proizvodne zmogljivosti, a so stopnje rasti še dokaj nizke in pod močnim vplivom osnove. Predvsem pa je bilo v prvem četrtletju nepričakovano šibko trošenje gospodinjstev. Medletna rast njihove končne potrošnje se je znižala na le 0,6 %, kar je 1,1 odstotne točke manj kot v povprečju leta 2015. Upočasnitev je sicer sledila poslabšanju zaupanja gospodinjstev, a je bila v nasprotju z velikim povečanjem realne mase plač. K rasti BDP je ponovno pozitivno prispevala končna potrošnja države, ki je bila medletno večja za 2,7 %.

**Izvoz je bil v prvem četrtletju glavni dejavnik ohranjanja solidne gospodarske rasti.** Medletna realna rast skupnega izvoza se je v primerjavi z lanskim zadnjim četrtletjem povišala za 2 odstotni točki na 5,3 %, pospešek pa je bil prisoten tako pri blagu kot storitvah. Hkrati se je zaradi šibkejše domače potrošnje nekoliko znižala rast izvoza, na 3,2 %. Rast uvoza je bila kljub temu razmeroma visoka v primerjavi z agregatom končne potrošnje, kar pomeni, da je bil uvoz usmerjen v potrebe izvoznega sektorja in krepitev zalog. Prispevek salda menjave s tujino k 2,5-odstotni rasti BDP je tako znašal 1,9 odstotne točke.

## Gospodarska gibanja v drugem četrtletju

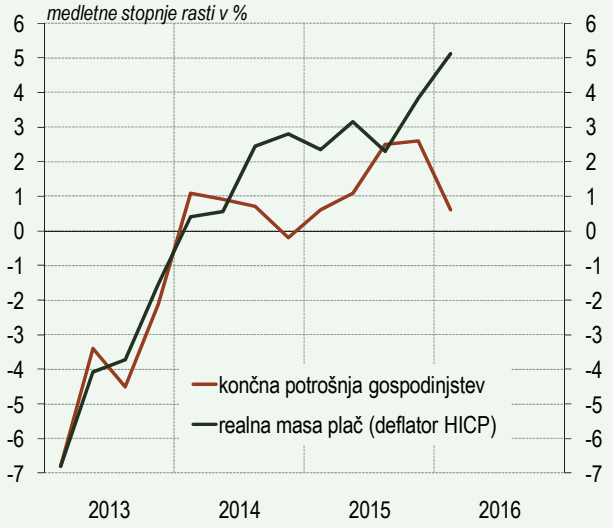
**Solidna gospodarska rast se je nadaljevala tudi v drugem četrtletju.** Mesečni kazalniki za april in maj kažejo na ohranjanje precej visoke rasti proizvodnje v industriji na podlagi izvoza. Hkrati je ostala visoka tudi medletna rast prihodkov v trgovini, predvsem zaradi nadaljnjega povečevanja nakupov trajnih proizvodov. Se je pa upočasnila rast aktivnosti v drugih zasebnih storitvah, kar je med drugim povezano s padcem gradbene aktivnosti, ki je negativno vplival predvsem na storitve projektiranja. Aktivnost v gradbeništvu je bila aprila medletno nižja za več kot 30 %, vendar padec opravljenih gradbenih del ni bil prisoten v vseh vrstah gradenj, saj se je — s sicer nizke ravni — nadaljevala visoka rast stanovanjske gradnje.

**Slika 2.5: Neposredni vpliv gradbenih investicij na rast BDP**



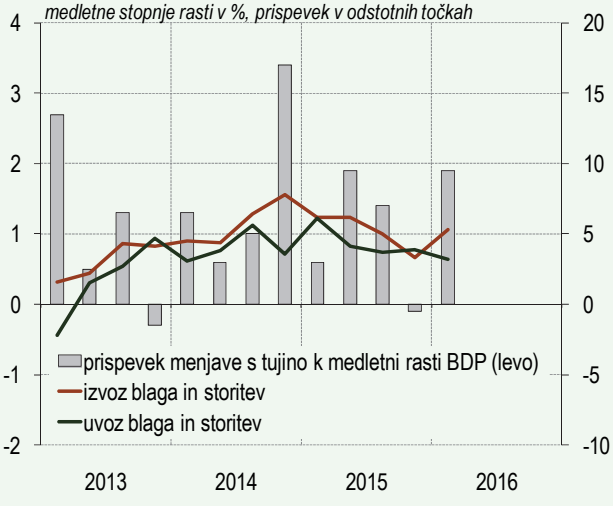

*Vir: SURS, preračuni Banka Slovenije.*

**Slika 2.6: Potrošnja gospodinjstev in realna masa plač**




*Vir: SURS, preračuni Banka Slovenije.*

**Slika 2.7: Menjava s tujino**




*Vir: SURS – nacionalni računi.*

**Tabela 2.1: Gospodarska aktivnost**

| | *12 mes. do apr.15* | *12 mes. do apr.16* | *2016 feb.* | *2016 mar.* | *2016 apr.* | *2016 jan.* | *2016 apr.* |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | ***medletne stopnje rasti v %*** | | | | ***tekoče ++*** | |
| **Industrijska proizvodnja: - skupaj*** | 3,6 | 5,1 | 6,3 | 4,6 | 5,3 | 1,0 | *2,2* |
| - predelovalne dejavnosti | 5,1 | 5,9 | 8,3 | 6,0 | 7,1 | 1,2 | *2,8* |
| **Gradbeništvo: - skupaj**** | 9,2 | -15,6 | -29,7 | -36,0 | -31,2 | -6,6 | *-14,3* |
| - stavbe | 0,3 | -4,7 | -2,8 | -7,5 | -11,7 | -2,8 | *-4,7* |
| - gradbeni inženirski objekti | 13,1 | -19,5 | -39,3 | -45,1 | -37,6 | -5,8 | *-16,8* |
| **Trgovina (realni prihodek)** | | | | | | | |
| Trgovina na drobno, skupaj | -0,2 | 1,0 | -1,1 | 0,6 | 1,9 | 0,4 | *-0,1* |
| Trgovina na drobno brez motornih goriv | 0,0 | 2,0 | 7,8 | 1,1 | 2,6 | 0,7 | *1,6* |
| - z živili, pijačami, tobakom | -0,5 | -0,5 | 3,3 | -2,8 | -2,0 | 1,0 | *-0,4* |
| - z neživili (brez motornih goriv) | 0,7 | 4,0 | 11,8 | 5,0 | 6,6 | 1,3 | *2,8* |
| Trgovina z motornimi vozili in popravila | 7,6 | 17,6 | 29,2 | 21,1 | 27,9 | 6,4 | *9,2* |
| **Storitve zasebnega sektorja*** +** | 2,7 | ... | 2,8 | 2,4 | ... | 1,8 | ... |
| Promet in skladiščenje + | 4,7 | ... | 2,1 | 1,7 | ... | 1,8 | ... |

*Opombe: Podatki so prilagojeni glede na vpliv števila delovnih dni.*
** Realna vrednost industrijske proizvodnje. ** Realna vrednost opravljenih del v gradbeništvu. *** Brez trgovine in finančnih storitev, + Nominalni prihodki.*
*++: Trimesečne drseče sredine glede na trimesečne drseče sredine pred tremi meseci v %. Podatki so prilagojeni vplivu sezone in koledarja (razen za gradbeništvo, kjer so podatki desezonirani).*
*Vir: SURS, preračuni Banka Slovenije.*

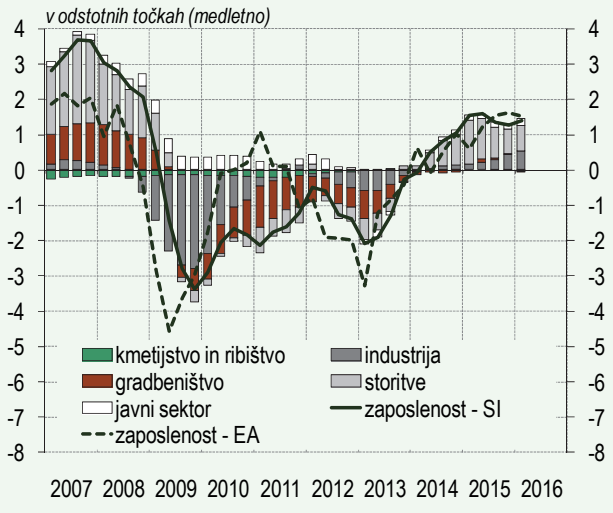
# 3 Trg dela

*Ugodna gibanja na trgu dela so se nadaljevala tudi na začetku letošnjega leta. Rast zaposlenosti po podatkih nacionalnih računov se je v prvem četrtletju spet okrepila in znašala 1,4 %, k rasti pa sta največ prispevali industrija in združene dejavnosti trgovina in popravila vozil, promet in skladiščenje, gostinstvo. Medtem ko število zaposlenih raste po naraščajoči stopnji, se rast števila samozaposlenih umirja. Različne ankete pričakovanega zaposlovanja za prihodnje mesece napovedujejo nadaljnjo rast. Zniževanje števila brezposelnih se je v zadnjih mesecih še okrepilo. Junija se je število brezposelnih prvič po oktobru 2010 zmanjšalo pod sto tisoč oseb na 99.795, kar je medletno manj za 9,5 %. V povprečju prvih štirih mesecev je bila medletna rast nominalne bruto plače najvišja v zadnjih štirih letih, medletna rast nominalne mase plač pa najvišja v zadnjih šestih letih.*

## Zaposlenost

**Po upočasnitvi v drugi polovici lanskega leta se je rast zaposlenosti v prvem četrtletju letos spet okrepila.** Zaposlenost se je v prvem četrtletju medletno povečala za 1,4 %, kar je skladno s povprečno rastjo lanskega leta.[3] Od druge polovice lanskega leta se umirja rast števila samozaposlenih (0,5-odstotna medletna rast v prvem četrtletju), število zaposlenih pa raste po naraščajoči stopnji (1,6-odstotna medletna rast). V prvem četrtletju sta se medletno povišali tako rast zaposlenosti v zasebnem sektorju (1,5 %), kot v pretežno javnih storitvah (1,1 %),[4] kjer je bila rast prvič po drugem četrtletju 2012 višja od enega odstotka. V zasebnem sektorju sta k rasti največ prispevali industrija in združene dejavnosti trgovina in popravila vozil, promet in skladiščenje, gostinstvo. Mese-

**Slika 3.1: Prispevki posameznih dejavnosti k rasti zaposlenosti**




*Vir: SURS - nacionalni računi; preračuni Banka Slovenije.*

[3] V analizi zaposlenosti so uporabljeni četrtletni podatki nacionalnih računov. Po podatkih mesečne statistike SURS se je število delovno aktivnih v povprečju prvega četrtletja povišalo za 0,6 %. Razlika med podatki nacionalnih računov in mesečnimi podatki izhaja iz različne metodologije spremljanja zaposlenosti. Nacionalni računi med drugim vključujejo v zaposlenost stalno zaposlene osebe ter samozaposlene osebe in pomagajoče družinske člane v zasebnem kmetijstvu in samozaposlene v drugih dejavnostih gospodinjstev, študentsko delo in druge oblike začasne zaposlenosti, zaposlenost v pomorskem transportu na naših ladjah ter v slovenskih diplomatskih in konzularnih predstavništvih v tujini. Po mesečnih podatkih se kot delovno aktivno prebivalstvo štejejo le zaposlene osebe s pogodbo o zaposlitvi in samozaposlene osebe. Ti podatki vključujejo tudi zelo volatilno in statistično manj zanesljivo skupino samozaposlenih kmetov, ki se od aprila 2015 neobičajno močno krči. Agregat delovno aktivnih brez te skupine je kazal v prvem četrtletju letos rast 1,8 %.

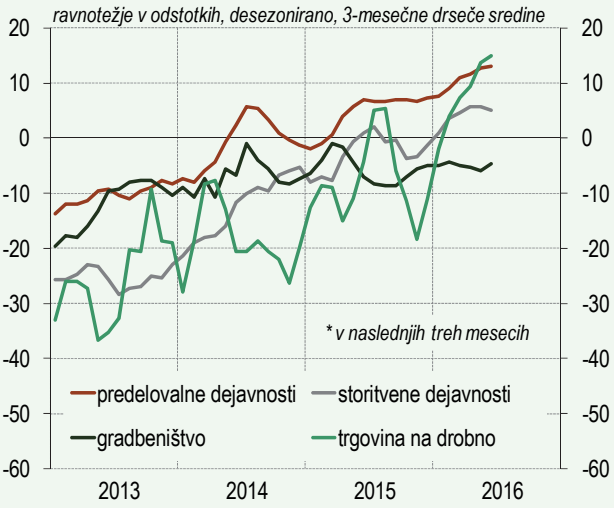
[4] Uprava in obramba, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo (dejavnosti O, P in Q po SKD 2008).

čni podatki SURS, ki niso povsem primerljivi s podatki nacionalnih računov, kažejo, da so v povprečju letošnjega prvega četrtletja k rasti delovno aktivnih največ prispevali predelovalne dejavnosti, zdravstvo in socialno varstvo ter druge raznovrstne poslovne dejavnosti. V povprečju prvega četrtletja se je nadaljevalo medletno zniževanje v dejavnostih kmetijstvo in lov, gozdarstvo, ribištvo, oskrba z električno energijo, plinom in paro, rudarstvo, gradbeništvo ter finančne in zavarovalniške dejavnosti.

**Rast števila prostih delovnih mest se je nadaljevala tudi v letošnjem prvem četrtletju.** Po anketnih podatkih SURS je bilo število prostih delovnih mest v prvem četrtletju 2016 prvič po letu 2008 večje od 10.000, v primerjavi s prvim četrtletjem lani pa se je povečalo za 25,7 %.[5] Med dejavnostmi je bilo največ prostih delovnih mest razpisanih v predelovalnih dejavnostih in v gradbeništvu. Maja so delodajalci na Zavodu RS za zaposlovanje (ZRSZ) največ prostih delovnih mest objavili za natakarje, voznike težkih tovornjakov in vlačilcev ter delavce za preprosta dela v predelovalnih dejavnostih.

**Ugodne gospodarske razmere se odražajo v pozitivnih kazalnikih pričakovanega zaposlovanja.** Anketni podatki SURS kažejo, da podjetja v predelovalnih dejavnostih, trgovini na drobno in storitvenih dejavnostih pričakujejo povečanje zaposlovanja v poletnih mesecih. Pričakovano zaposlovanje v gradbeništvu ostaja manj ugodno. Podobno kažejo tudi rezultati kadrovske družbe Manpower, ki za tretje četrtletje napovedujejo rast zaposlovanja v večini gospodarskih panog, največ v proizvodnji, v finančnih in poslovnih storitvah, zavarovalništvu, nepremičninah ter transportu, logistiki in komunikacijah. Po sezonsko prilagojenih podatkih je napoved zaposlovanja v primerjavi z enakim obdobjem lani nekoliko nižja. Nadaljnjo rast kaže tudi anketa ZRSZ "Napovednik zaposlovanja 2016/I", v kateri delodajalci za drugo polletje 2016 napovedujejo 1,4-odstotno rast zaposlenosti. Delodajalci pričakujejo rast zaposlovanja predvsem zaradi nadomeščanj (upokojitve, porodniške, odhodi delavcev), delno pa tudi zaradi širitve dejavnosti. Največjo rast zaposlovanja pričakujejo delodajalci iz drugih raznovrstnih

**Slika 3.2: Pričakovano zaposlovanje***




*Vir: SURS, preračuni Banka Slovenije.*

poslovnih dejavnosti, kamor spadajo tudi zaposlovalne dejavnosti. To kaže, da se bodo delodajalci tudi v prihodnje posluževali najemanja agencijskih delavcev. Visoko rast zaposlovanja v drugi polovici leta po tej anketi pričakujejo še v gradbeništvu in gostinstvu. Delodajalci bodo najpogosteje iskali voznike težkih tovornjakov in vlačilcev, varilce ter delavce za preprosta dela v predelovalnih dejavnostih. Rezultati ankete razkrivajo strukturna neskladja na trgu dela, saj je med iskanimi poklici veliko takih, ki so že dalj časa deficitarni, poleg tega pa četrtina delodajalcev navaja, da se je že srečala s pomanjkanjem ustreznih kadrov.

## Brezposelnost

**Brezposelnost se medletno znižuje od sredine leta 2014, v zadnjih mesecih pa se je dinamika zniževanja še povečala.** Konec junija je bilo registriranih 99.795 brezposelnih oseb, kar je 9,5 % manj kot lani. Število brezposelnih se medletno znižuje na vseh izobrazbenih ravneh. Ugodne razmere na trgu dela vplivajo tudi na zniževanje stopnje brezposelnosti. Stopnja anketne brezposelnosti je v prvem četrtletju znašala 8,9 %, kar je medletno manj za slabo odstotno točko, stopnja registrirane brezposelnosti pa aprila 11,5 %, kar je medletno za eno odstotno točko manj. V času krize je stopnja anketne

[5] Zakon o urejanju trga dela je aprila 2013 ukinil obvezno prijavo prostega delovnega mesta na Zavodu RS za zaposlovanje za vse delodajalce, razen za javni sektor in gospodarske družbe, ki so v večinski državni lasti. Od aprila 2013 do konca leta 2014 podatki niso bili več popolni, zato SURS od 1. četrtletja 2015 izvaja samostojno raziskovanje o številu prostih delovnih mest. V vzorčni okvir so vključeni vsi poslovni subjekti z vsaj eno zaposleno osebo, ki so po svoji glavni dejavnosti registrirani v eni od področij dejavnosti od B do S.

**Tabela 3.1: Brezposelnost in zaposlenost**

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 15Q1 | 15Q2 | 15Q3 | 15Q4 | 16Q1 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | *v 1000* | | | | | |
| **Registrirane brezposelne osebe** | 110,7 | *110,2* | 119,8 | 120,1 | 112,7 | 121,6 | 112,5 | 107,4 | 109,3 | 114,8 |
| **Stopnja brezposelnosti** | | | | | *v %* | | | | | |
| - anketna | 8,2 | 8,9 | 10,1 | 9,8 | 9,0 | 9,8 | 9,2 | 8,6 | 8,4 | 8,9 |
| - registrirana | 11,8 | 12,0 | 13,1 | 13,1 | 12,3 | 13,2 | 12,3 | 11,7 | 11,9 | 12,5 |
| **Verjetnost prehoda med zaposlenostjo in brezposelnostjo** | | | | | *v %* | | | | | |
| - verjetnost zaposlitve[1] | 13,8 | 13,2 | 13,6 | 15,4 | 15,7 | 17,9 | 16,9 | 15,8 | 12,2 | 20,6 |
| - verjetnost izgube službe[2] | 2,6 | 2,8 | 2,8 | 2,6 | 2,5 | 3,1 | 2,0 | 2,1 | 2,9 | 3,0 |
| | | | | | *v 1000* | | | | | |
| **Skupna zaposlenost[3]** | 946,0 | 937,2 | 924,3 | 929,6 | 942,9 | 927,4 | 940,7 | 952,7 | 950,9 | 940,4 |
| | | | | | *medletne stopnje rasti v %* | | | | | |
| Zaposlene osebe | -2,0 | -1,3 | -2,8 | 0,6 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,2 | 1,4 | 1,6 |
| Samozaposlene | -0,1 | 0,8 | 4,9 | 0,4 | 1,9 | 2,4 | 2,6 | 1,7 | 0,8 | 0,5 |
| **Po dejavnostih** | | | | | | | | | | |
| A Kmetijstvo, gozdarstvo in ribištvo | -2,4 | -1,1 | 0,0 | -0,2 | -0,1 | 0,0 | 0,0 | -0,1 | -0,3 | -0,5 |
| BCDE Industrija | -0,2 | -1,1 | -1,9 | 0,3 | 1,2 | 0,7 | 0,9 | 1,3 | 1,9 | 2,4 |
| F Gradbeništvo | -11,7 | -7,5 | -7,0 | -1,1 | 0,6 | 0,0 | 1,4 | 0,5 | 0,5 | -0,5 |
| GHI Trgovina, gostinstvo, promet | -2,6 | -1,2 | -1,3 | -0,3 | 1,6 | 1,5 | 1,8 | 1,6 | 1,4 | 1,8 |
| J Informacijske in komunikacijske dejavnosti | 0,3 | 2,1 | 2,3 | 2,6 | 3,4 | 3,8 | 3,4 | 3,7 | 2,9 | 1,5 |
| K Finančne in zavarovalniške dejavnosti | -2,7 | -1,7 | -2,8 | -2,1 | -1,1 | -1,7 | -0,9 | -0,9 | -0,9 | -1,8 |
| L Poslovanje z nepremičninami | -2,7 | -1,4 | 0,5 | 0,9 | -0,5 | 1,9 | 0,0 | -1,9 | -1,9 | 0,0 |
| MN Strokovne, znanstvene, tehnične in druge posl. dejavnosti | 0,9 | 0,4 | -2,2 | 3,7 | 3,7 | 5,9 | 4,4 | 2,7 | 2,0 | 1,9 |
| RST Druge dejavnosti | -1,3 | 0,2 | 6,0 | 3,2 | 3,2 | 3,7 | 3,7 | 3,1 | 2,5 | 1,9 |
| - pretežno zasebni sektor (brez OPQ)[4] | -2,3 | -1,4 | -1,6 | 0,6 | 1,6 | 1,7 | 1,8 | 1,5 | 1,4 | 1,5 |
| - pretežno javne storitve (OPQ)[4] | 1,0 | 1,0 | -0,6 | 0,4 | 0,8 | 0,8 | 0,7 | 0,7 | 0,8 | 1,1 |
| **Skupna zaposlenost[3]** | -1,7 | -0,9 | -1,4 | 0,6 | 1,4 | 1,5 | 1,6 | 1,3 | 1,3 | 1,4 |

*[1] Vključeni v zaposlitev kot delež brezposelnih po podatkih Zavoda RS za zaposlovanje. Višja vrednost kazalnika nam pove, da je verjetnost zaposlitve v danem obdobju višja.*
*[2] Novoprijavljeni zaradi izgube službe kot odstotek zaposlenih. Izračunano na podlagi podatkov Zavoda RS za zaposlovanje in registrskih podatkov o številu delovno aktivnih. Višja vrednost kazalnika nam pove, da je verjetnost izgube službe v danem obdobju višja.*
*[3] Skupaj zaposlene in samozaposlene osebe.*
*[4] Dejavnosti javne uprave, obrambe, obvezne socialne varnosti, izobraževanja, zdravstva in socialnega varstva po Standardni klasifikaciji dejavnosti 2008.*
*Vir: SURS, preračuni Banka Slovenije.*

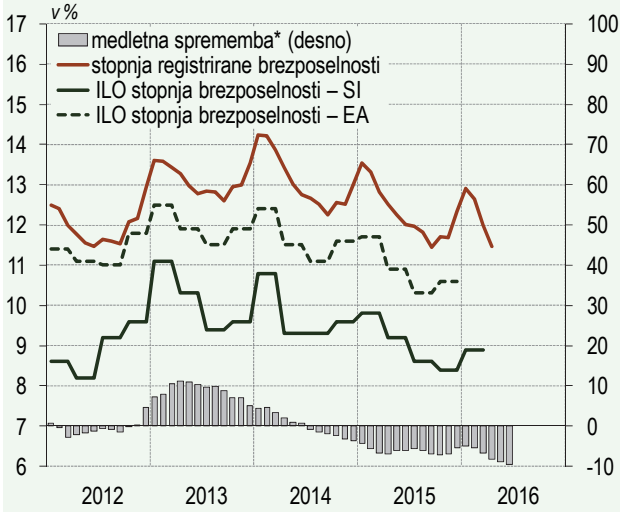
brezposelnosti v Sloveniji ostala pod povprečjem EU-28, čeprav je v času med zadnjim četrtletjem 2009 in drugim četrtletjem 2013 v povprečju naraščala hitreje. Kljub ugodnim gibanjem na trgu dela pa se poglablja strukturna brezposelnost. Delež dolgotrajno brezposelnih se medletno zvišuje od decembra 2013 in letos narašča predvsem delež brezposelnih nad tremi leti. Od leta 2015 narašča tudi delež brezposelnih, ki so stari nad 50 let, med katerimi se povečuje predvsem število brezposelnih, ki so stari 60 let in več.

**V prvih petih mesecih letos se je iz evidenc brezposelnih odjavilo dobrih deset tisoč oseb več, kot se jih je v evidence prijavilo.** V prvih petih mesecih se je iz evidence brezposelnih odjavilo 4 % več oseb kot v istem obdobju lani, medtem ko je bilo novoprijavljenih za 4,5 % manj. Med odlivi iz brezposelnosti so se najbolj povečale vključitve v zaposlitev, med prilivi pa se je najbolj zmanjšalo število iskalcev prve zaposlitve. Skladno z zmanjševanjem slednjih se na medletni ravni zmanjšuje tudi delež brezposelnih, starih do 30 let. Med novimi zaposlitvami še vedno prevladujejo zaposlitve za določen čas; teh je bilo aprila 79 %, oziroma 3 odstotne točke več kot aprila lani.

## Gibanje plač

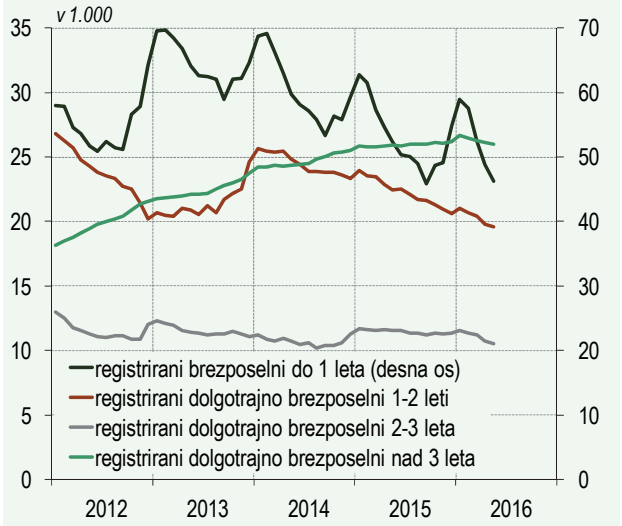
**V prvih štirih mesecih se je medletna rast nominalne bruto plače nadalje povečala in je bila v povprečju tega obdobja najvišja v zadnjih štirih letih.** Medletno je

**Slika 3.3: Stopnja brezposelnosti**



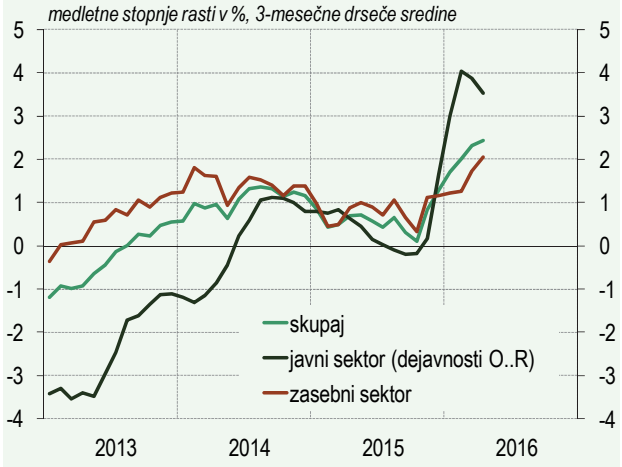

*Opomba: * Medletna sprememba števila registriranih brezposelnih.*
*Vir: Zavod RS za zaposlovanje, SURS, preračuni Banka Slovenije.*

**Slika 3.4: Dolgotrajno brezposelni**




*Vir: Zavod Republike Slovenije za zaposlovanje, preračuni Banka Slovenije.*

**Slika 3.5: Nominalne bruto plače**




*Opomba: Zaradi spremenjenega vira podatkov so bile serije pred letom 2014 prilagojene na podlagi stopenj rasti prejšnjih serij.*
*Vir: SURS, preračuni Banka Slovenije.*

rast povprečne nominalne bruto plače v prvih štirih mesecih znašala 2,1 %, k rasti pa sta prispevala tako zasebni sektor (1,5-odstotna medletna rast), kjer se je nominalna bruto plača povečala v večini dejavnosti, kot pretežno javne storitve (3,6-odstotna medletna rast, predvsem zaradi 6,5-odstotne rasti v dejavnosti javne uprave in obrambe). Rast plač v zasebnem sektorju sledi lanskemu uspešnemu poslovanju podjetij, v pretežno javnih storitvah pa odraža medletna rast predvsem napredovanja javnih uslužbencev ob koncu lanskega leta. Nadpovprečne medletne stopnje rasti so bile v zasebnem sektorju v povprečju prvih štirih mesecev v drugih raznovrstnih poslovnih dejavnostih, trgovini, vzdrževanju in popravilih motornih vozil, oskrbi z vodo, ravnanju z odplakami in odpadki, predelovalnih dejavnostih ter v finančnih in zavarovalniških dejavnostih. Plača se je v povprečju prvih štirih mesecev medletno zmanjšala le v treh dejavnostih zasebnega sektorja, in sicer v drugih dejavnostih (dejavnost S), prometu in skladiščenju ter rudarstvu.

**Rast zaposlenosti in plač se odraža v krepitvi rasti nominalne mase plač, ki je bila v povprečju prvih štirih mesecev najvišja v zadnjih šestih letih.** Medletna rast nominalne mase plač je v povprečju prvih štirih mesecev znašala 4,3 %, pri čemer je bila rast v zasebnem sektorju 3,9-odstotna, rast v pretežno javnih storitvah pa 5,2-odstotna. Rast realne mase plač je zaradi deflacije še višja od nominalne. V povprečju prvih štirih mesecev je znašala medletno 5,1 %, pri čemer je bila rast v zasebnem sektorju 4,7-odstotna, v pretežno javnih storitvah pa 6,1 odstotna .

**Tabela 3.2: Stroški dela**

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 15Q1 | 15Q2 | 15Q3 | 15Q4 | 16Q1 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | *v EUR* | | | | | |
| **Povprečna bruto plača** | 1.530 | 1.531 | 1.528 | 1.545 | 1.556 | 1.540 | 1.542 | 1.534 | 1.607 | 1.576 |
| | | | | | *medletna rast v %, nominalno* | | | | | |
| **Povprečna neto plača** | 2,1 | 0,4 | 0,6 | 0,8 | 0,4 | 0,2 | 0,3 | 0,1 | 1,1 | 2,0 |
| **Povprečna bruto plača** | 2,0 | 0,1 | -0,2 | 1,1 | 0,7 | 0,5 | 0,6 | 0,3 | 1,3 | 2,3 |
| - pretežno zasebni sektor (brez OPQ)[1] | 2,6 | 0,9 | 0,7 | 1,4 | 0,8 | 0,5 | 0,9 | 0,6 | 1,2 | 1,7 |
| - pretežno javne storitve (OPQ)[1] | 0,0 | -2,2 | -2,3 | 0,2 | 0,6 | 0,8 | 0,1 | -0,2 | 1,7 | 3,9 |
| **Povprečna bruto plača v predelovalnih dejavnostih** | 3,9 | 2,5 | 2,8 | 3,3 | 2,1 | 2,1 | 2,3 | 1,8 | 2,3 | 2,4 |
| **Povprečna realna neto plača[2]** | 0,1 | -2,3 | -1,3 | 0,5 | 1,2 | 0,7 | 1,1 | 0,9 | 2,1 | 2,9 |
| **Stroški dela na opravljeno uro[3]** | 2,0 | -0,3 | -2,1 | 2,0 | 0,8 | 2,5 | 1,9 | -1,8 | 0,7 | 0,7 |
| **Stroški dela na opravljeno uro v predelovalnih dejavnostih[3]** | 2,0 | 2,9 | 0,5 | 3,7 | 0,5 | 1,8 | 2,1 | -1,9 | 0,2 | 0,5 |
| **Bruto plača na enoto proizvoda[4]** | -0,4 | 1,9 | -0,5 | -1,3 | -0,7 | -0,8 | -0,6 | -1,0 | -0,7 | 1,2 |
| **Bruto plača na enoto proizvoda v pred. dejavnostih[4]** | 0,7 | 4,0 | 1,2 | -1,5 | -2,1 | -3,9 | -1,8 | -2,3 | -0,5 | -1,4 |
| **Stroški dela na enoto proizvoda[4,5]** | -0,8 | 0,8 | 0,2 | -1,3 | -0,6 | -0,8 | -0,2 | -1,0 | -0,5 | 1,5 |
| **Stroški dela na zaposlenega[5]** | 1,5 | -1,0 | 0,5 | 1,1 | 0,8 | 0,5 | 0,9 | 0,3 | 1,5 | 2,6 |
| **Proizvod na zaposlenega** | 2,4 | -1,8 | 0,3 | 2,5 | 1,4 | 1,3 | 1,1 | 1,3 | 2,0 | 1,1 |
| **Proizvod na zaposlenega - predelovalne dejavnosti** | 3,2 | -1,4 | 1,6 | 4,8 | 4,3 | 6,2 | 4,1 | 4,2 | 2,8 | 3,8 |
| **HICP** | 2,1 | 2,8 | 1,9 | 0,4 | -0,8 | -0,5 | -0,8 | -0,8 | -0,9 | -0,9 |
| **BDP deflator** | 1,1 | 0,3 | 0,8 | 0,8 | 0,4 | 0,5 | 0,2 | 0,1 | 1,0 | 1,1 |

*[1] Dejavnosti javne uprave, obrambe, obvezne socialne varnosti, izobraževanja, zdravstva in socialnega varstva po Standardni klasifikaciji dejavnosti 2008.*
*[2] HICP deflator.*
*[3] Stroški dela po izračunih SURS.*
*[4] Enota proizvoda predstavlja razmerje realni BDP/zaposlenost po nacionalnih računih, v predelovalnih dejavnostih pa razmerje dodana vrednost v predelovalnih dejavnostih/zaposlenost v predelovalnih dejavnostih po nacionalnih računih.*
*[5] Stroški dela izračunani na podlagi sredstev za zaposlene (nacionalni računi).*
*Vir: SURS, preračuni Banka Slovenije.*

## Okvir 3.1: Analiza zaposlovanja agencijskih delavcev po dejavnostih

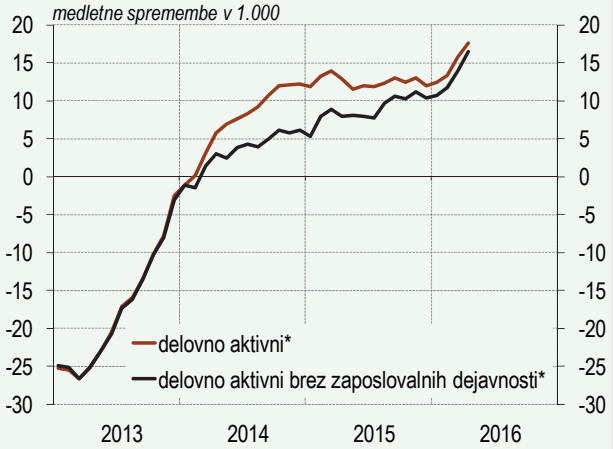
V zadnjih letih se je v Sloveniji povečalo zaposlovanje prek tako imenovanih atipičnih oblik dela. Med atipične oblike dela sodi tudi prekarnost, ki med drugim zajema zaposlitve za določen čas, zaposlitve za delo s krajšim delovnim časom, agencijsko delo, civilne pogodbe (podjemne in avtorske pogodbe), študentsko delo ter samozaposlenost (Ministrstvo za delo, družino, socialne zadeve in enake možnosti; MDDSZ). Analiza učinkov sprememb regulacije trga dela kaže, da so podjetja v letu 2014 povečala angažiranje agencijskega dela, kot razlog pa so navedla povečanje fleksibilnosti ter nadomeščanje delavcev s pogodbo za določen čas (Kohont, 2015). Prilagajanje števila zaposlenih prek pogostejše uporabe prožnih oblik dela je potrdila tudi analiza ankete Wage Dynamics Network, ki jo je med podjetji v Sloveniji izvedla Banka Slovenije.

Rast zaposlovanja v zaposlovalnih dejavnostih (oddelek dejavnosti 78), kamor uvrščamo agencije za zaposlovanje, se je začela povečevati leta 2014, proti koncu lanskega leta pa se je nadaljnja rast že umirjala. V letih 2014 in 2015 so k skupni rasti delovno aktivnih največ prispevale druge raznovrstne poslovne dejavnosti, kamor spadajo zaposlovalne dejavnosti. V prvih štirih mesecih 2016 se je glede na isto obdobje lani prispevek drugih poslovnih dejavnosti k skupni rasti delovno aktivnih zmanjšal, prispevek nekaterih drugih dejavnosti pa povečal, kar nakazuje povečano neposredno zaposlovanje podjetij.

Povečana uporaba agencijskega dela zamegljuje realno stanje zaposlovanja po dejavnostih, saj agencije delavca po zaposlitvi napotijo na delo v drugo podjetje. Agencije za zaposlovanje morajo MDDSZ enkrat letno posredovati statistično poročilo, ki med drugim zajema tudi podatke o napotitvah delavcev po dejavnostih. V letu 2015 so agencije na delo napotile največ delavcev v industrijo, kjer izstopajo predelovalne dejavnosti, in v storitve pretežno zasebnega sektorja, kjer izstopata trgovina, vzdrževanje in popravila motornih vozil ter druge dejavnosti. Tudi v letu 2014 je bilo največ delavcev napotenih v predelovalne dejavnosti, katerim so sledile oskrba z električno energijo, plinom in paro ter strokovne, znanstvene in tehnične dejavnosti. Lani je bilo največ napotitev daljših od 12 mesecev (28 %), med napotitvami do enega leta pa so prevladovale napotitve za 3 do 9 mesecev (26 %). Skoraj polovica delavcev je bila napotena v Osrednjeslovensko regijo, ki ji sledita Jugovzhodna Slovenija in Podravska.

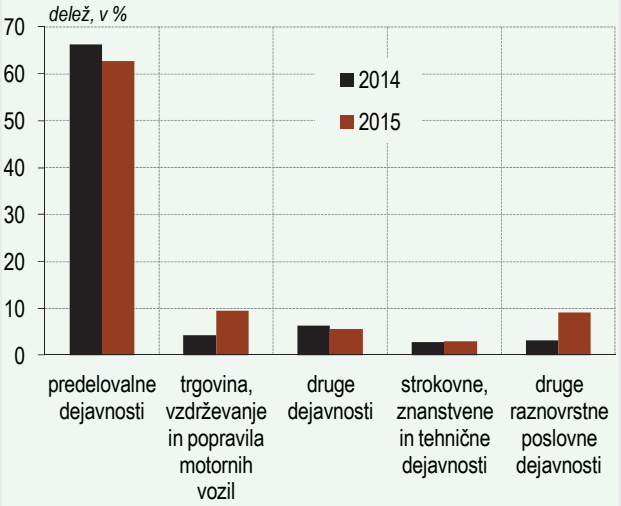
Prilagojeni podatki, ki vključujejo v posameznih dejavnostih tudi napotene agencijske delavce, kažejo odstopanja v medletnih stopnjah rasti delovno aktivnih po dejavnostih v primerjavi z uradnimi podatki SURS. Medletna rast delovno aktivnih po prilagojenih podatkih je bila v letu 2015 v primerjavi z uradnimi podatki v drugih dejavnostih (dejavnost S), predelovalnih dejavnostih in rudarstvu večja za več kot 5 odstotnih točk, najbolj pa se je v primerjavi z uradnimi podatki znižala v drugih raznovrstnih poslovnih dejavnostih. V letu 2014 so bile razlike v medletnih stopnjah rasti delovno aktivnih med uradnimi in prilagojenimi podatki manjše. Medletna rast delovno aktivnih se je v letu 2014 po prilagojenih podatkih, v primerjavi z uradnimi podatki, tako kot lani najbolj znižala v drugih raznovrstnih poslovnih dejavnostih, največje povečanje rasti pa je bilo v oskrbi z električno energijo, plinom in paro, v predelovalnih dejavnostih ter v drugih dejavnostih (dejavnost S).

**Slika 1: Delovno aktivno prebivalstvo**




*Opomba: * Delovno aktivni so izračunani kot seštevek zaposlenih in samozaposlenih oseb brez samozaposlenih kmetov.*
*Vir: SURS, preračun Banka Slovenije.*

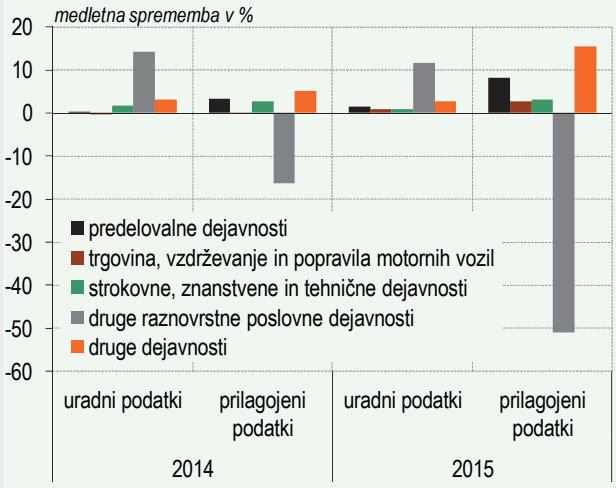
**Slika 2: Dejavnosti, v katere je bilo v letu 2015 napotenih največ agencijskih delavcev**




*Vir: MDDSZ, preračuni Banka Slovenije.*

Glede na prilagojene podatke mesečne statistike trga dela so k skupni 0,9-odstotni rasti delovno aktivnih v letu 2015 največ prispevale predelovalne dejavnosti, ki jim sledita trgovina, vzdrževanje in popravila motornih vozil ter druge dejavnosti.

**Slika 3: Stopnje rasti delovno aktivnih po dejavnostih, v katere je bilo v letu 2015 napotenih največ agencijskih delavcev**




*Vir: MDDSZ, preračuni Banka Slovenije.*

# 4 Plačilna bilanca, zunanji dolg in konkurenčnost

*Po revidiranih podatkih se je presežek na tekočem računu plačilne bilance letos do aprila precej povečal. Glavni razlog je naraščanje presežka v blagovni menjavi. Ta v letošnjih prvih štirih mesecih odraža povečano konkurenčnost izvoznega sektorja, padanje uvoznih cen in šibkejšo rast domače potrošnje, s tem pa precejšnje preseganje nominalne rasti izvoza nad uvozom. Solidna ostaja tudi rast izvoza storitev, njena struktura pa kaže na postopno povečevanje izvozne usmerjenosti večjega števila storitvenih dejavnosti. Edini dejavnik zmanjševanja presežka na tekočem računu so tako dohodki, katerih primanjkljaj do tujine se je lani izrazito povečal zaradi sprememb v saldu reinvestiranih dobičkov. Letos zmanjševanje primanjkljaja v dohodkih zavira predvsem manjše črpanje evropskih sredstev na prehodu v novo finančno perspektivo.*

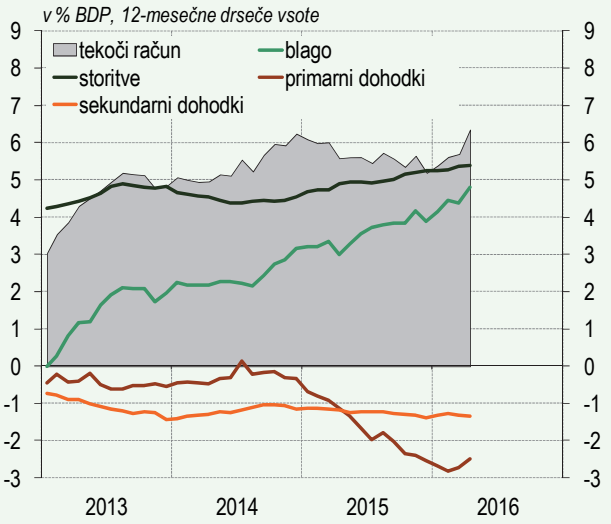
*Slovenija je v prvih štirih mesecih leta 2016 neto financirala tujino z 0,2 mrd EUR, medtem ko je neto financiranje tujine v enakem obdobju lani znašalo 0,6 mrd EUR. Največja neto odlivna postavke so bile naložbe v vrednostne papirje v višini 1,1 mrd EUR, pri čemer se večina transakcij nanaša na dolžniške vrednostne papirje. Država je v marcu 2016 izdala za 1,5 mrd EUR dolgoročnih obveznic, vendar je bil zaradi predhodnega razdolževanja učinek na neto zunanji dolg nevtralen. Drugi dve večji neto odlivni postavki sta bili posojila in komercialni krediti, skupaj v višini 0,9 mrd EUR. Največjo neto prilivno postavko so z vrednostjo 1,1 mrd EUR predstavljale gotovina in vloge, z 0,7 mrd EUR pa neposredne naložbe, pri katerih je bila dobra tretjina priliva posledica prodaje NKBM. Neto zunanji dolg je aprila 2016 znašal 11,9 mrd EUR in se je glede na leto prej zmanjšal za 2,5 mrd EUR, pri čemer se terjatve do tujine niso bistveno spremenile, zmanjšal pa se je dolg vseh domačih sektorjev do tujine.*

## Saldo tekočega računa

**Enoletni presežek na tekočem računu je aprila presegel 6 % BDP.**[6] Glavni razlog za njegovo povečanje je bila solidna rast blagovnega izvoza, hkrati pa je bil zaradi razmeroma šibke rasti domače porabe in padanja uvoznih cen v letošnjih prvih štirih mesecih precej šibak nominalni uvoz. Enoletni presežek v blagovni menjavi je tako aprila dosegel 4,8 % BDP, kar je 1,8 % BDP več kot pred letom. Hkrati se je v manjši meri povečal tudi presežek v storitveni menjavi, na 5,4 % BDP, zaradi večjega presežka v menjavi potovanj ter transportnih in gradbenih stori-

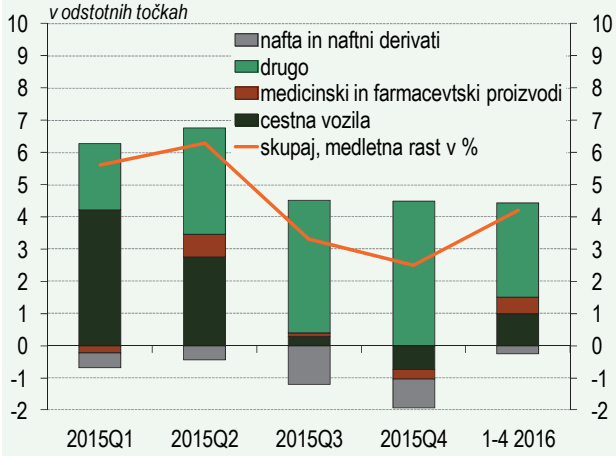
[6] Ob reviziji plačilne bilance je prišlo do obsežnih sprememb, ki bodo metodološko pojasnjene v publikaciji Ekonomski odnosi s tujino – maj 2016. Publikacija bo objavljena v drugi polovici julija na http://www.bsi.si/iskalniki/ekonomski-odnosi-s-tujino.asp?MapaId=302.

**Slika 4.1: Komponente tekočega računa**



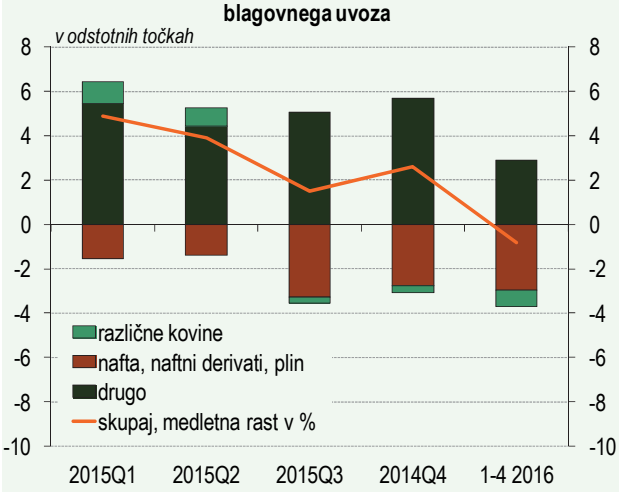

*Vir: Banka Slovenije.*

**Slika 4.2: Prispevki skupin proizvodov k nominalni rasti blagovnega izvoza**




*Opomba: Podatki SURS o blagovni menjavi zaradi razlik v metodologiji niso popolnoma primerljivi s podatki iz plačilne bilance.*
*Vir: SURS, preračuni Banka Slovenije.*

**Slika 4.3: Prispevki skupin proizvodov k nominalni rasti blagovnega uvoza**




*Opomba: Podatki SURS o blagovni menjavi zaradi razlik v metodologiji niso popolnoma primerljivi s podatki iz plačilne bilance.*
*Vir: SURS, preračuni Banka Slovenije.*

tev. Rast presežka na tekočem računu zavira povečevanje primanjkljaja v dohodkih. Ta se je v enem letu do aprila povečal za 1,5 % BDP na 3,8 % BDP, večinoma zaradi primanjkljaja v reinvestiranih dobičkih v letu 2015 in manjšega neto črpanja evropskih sredstev.

## Blagovna menjava

**Solidna rast izvoza, padanje uvoznih cen in šibka rast domače potrošnje sta v letošnjih prvih štirih mesecih prispevala k dodatnemu povečanju presežka v blagovni menjavi.** Po plačilnobilančnih podatkih je medletna rast nominalnega izvoza presegla 4 %. K temu sta prispevala večji izvoz cestnih vozil in farmacevtskih proizvodov ter manjši padec vrednosti reeksporta nafte in njenih derivatov. Na drugi strani je bil uvoz nominalno celo nekoliko nižji kot v lanskih prvih štirih mesecih. Skladno z gibanjem uvoznih cen se je ponovno znižala vrednost uvoza različnih surovin. Hkrati je bila šibkejša tudi rast uvoza drugih proizvodov, kar je povezano z upočasnitvijo rasti domače potrošnje. Presežek v blagovni menjavi se je tako v letošnjih prvih štirih mesecih medletno povečal za 370 mio EUR na 725 mio EUR.

**Vpliv padanja cen v blagovni menjavi na vrednost izvoza in uvoza se je v letošnjih prvih štirih mesecih še okrepil.** Medletni padec uvoznih in izvoznih cen se je do aprila poglobil na 3 %, kar je v obeh primerih največ po recesiji v letu 2009, v povprečju prvih štirih mesecev pa je presegel 2 %. Pri uvozu padajo le cene energentov in surovin, kar zaradi njihovega deleža v celotnem blagovnem uvozu znižuje tudi uvozne cene v agregatu.[7] Drugače kot pri uvozu je padanje izvoznih cen splošno, najmočnejše pa v skupini proizvodov za investicije.[8] Ocenje-

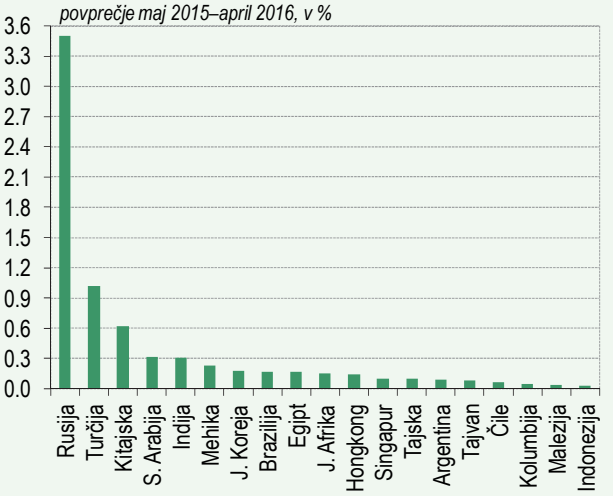
[7] Delež surovih snovi ter mineralnih goriv in maziv po SMTK se je v skupnem nominalnem blagovnem uvozu zmanjšal s 23 % v letu 2012 na 14 % v letošnjih prvih štirih mesecih. Njegovo zmanjševanje je bilo povezano predvsem s padanjem cen nafte na globalnem trgu.
[8] Padanje izvoznih cen kaže na prenašanje nižjih vhodnih stroškov podjetij v izvoz in na povečevanje prihodkov na tujih trgih zgolj s količino. K uspešnemu izvoznemu tekmovanju s konkurenco prispevata tudi gibanje domačih stroškov dela in deflacija, ki sta z vidika vhodnih stroškov podjetij ugodnejša kot v povprečju evrskega območja.

## Okvir 4.1: Nastajajoči trgi in njihov neposredni pomen za slovenski blagovni izvoz

Nastajajoči trgi, ki po pariteti kupne moči sestavljajo 60 % svetovnega BDP, so v obdobju 2000–2010 prispevali tri četrtine h globalni gospodarski rasti, po letu 2010 pa se je njihova rast upočasnila. V obdobju 2000–2010 je bila rast visoka predvsem zaradi močnega zunanjega povpraševanja, ugodnih pogojev na finančnih trgih, demografske dinamike in naglega integriranja v svetovno gospodarstvo. V izvoznicah surovin so h gospodarski rasti pripevale tudi naraščajoče cene surovin. Po podatkih MDS je bilo znižanje agregatne rasti nastajajočih trgov v kasnejšem obdobju opazno, s 7,5 % v letu 2010 na 4 % v letu 2015, razlogi za upočasnitev pa se razlikujejo med posameznimi trgi. Po finančni krizi se je večina dejavnikov, ki je prispevala k večji gospodarski rasti v teh državah, spremenila. Na upočasnitev gospodarske rasti je predvsem vplivalo šibkejše zunanje povpraševanje razvitih držav in Kitajske ter počasna rast svetovne trgovine in postopno zaostrovanje pogojev na finančnih trgih. V nekaterih državah so na upočasnitev rasti vplivali tudi padec cen surovin, strukturne ovire in makroekonomska neravnotežja.

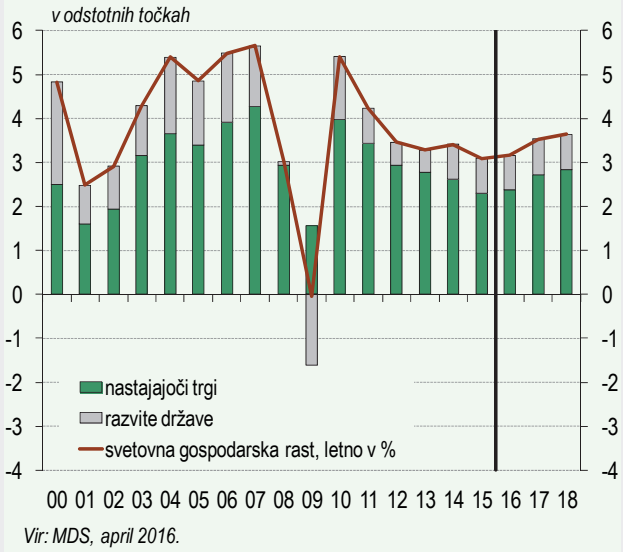
Med večjimi nastajajočimi trgi po pomenu za slovensko gospodarstvo vidno izstopa Rusija, deleži drugih držav v slovenskem blagovnem izvozu pa so majhni.[1] Delež izvoza na nastajajoče trge se je v obdobju 2007–2013 povečal s 6,2 % na 8,8 %. K temu je največ prispeval povečan izvoz v Rusijo, katere delež v skupnem izvozu se je povečal za 1,2 odstotne točke na 4,8 %. Izvozniki so bili dejavnejši tudi na drugih nastajajočih trgih. Delež izvoza v Turčijo se je povečal na 1 %, na Kitajsko na 0,7 %, na preostale trge pa na 2,4 %. Po letu 2013 je sledil obrat navzdol. V letošnjih prvih štirih mesecih je bil delež izvoza na nastajajoče trge 7,2-odstoten. Zmanjšanje je v celoti posledica poslabšanih razmer v ruskem gospodarstvu, ki sta ga prizadela predvsem padec cen nafte in posledična močna depreciacija rublja. Hkrati so gospodarske odnose med EU in Rusijo poslabšale tudi medsebojne trgovinske sankcije. Delež slovenskega izvoza v Rusijo se je tako zmanjšal na le 3,2 %, kar je najmanj v obravnavanem obdobju. Leta 2013 je izvoz v Rusijo presegel 1 mrd EUR. Do leta 2015 se je zmanjšal za 230 mio EUR, v letošnjih prvih štirih mesecih pa medletno še za 34 mio EUR. Glavnino padca po letu 2013, kar 170 mio EUR, predstavlja zmanjšan izvoz farmacevtskih proizvodov. Deleži izvoza na druge nastajajoče trge so ostali stabilni.

**Slika 2: Deleži nastajajočih trgov* v slovenskem blagovnem izvozu**



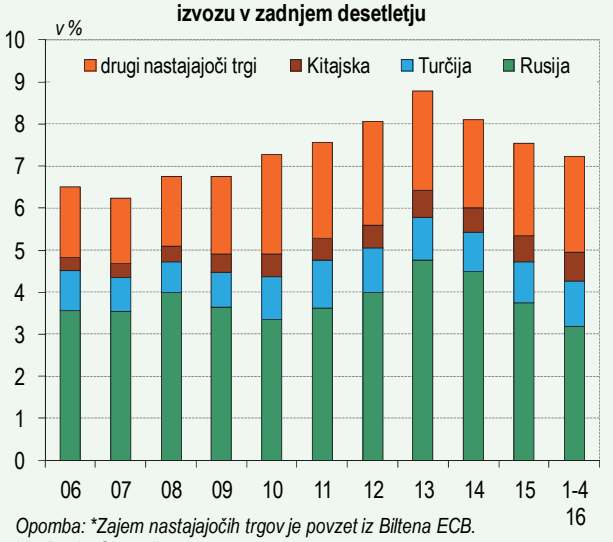

*Opomba: *Zajem nastajajočih trgov je povzet iz Biltena ECB.*
*Vir: Banka Slovenije.*

**Slika 1: Prispevki skupin držav h globalni rasti BDP**




*Vir: MDS, april 2016.*

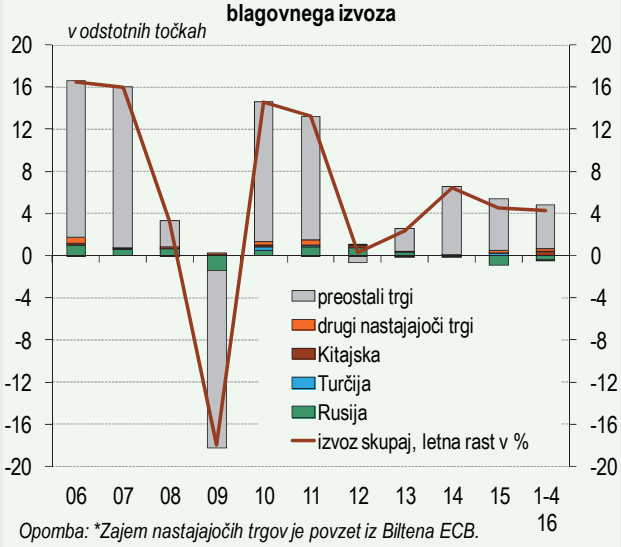
**Slika 3: Deleži nastajajočih trgov* v slovenskem blagovnem izvozu v zadnjem desetletju**




*Opomba: *Zajem nastajajočih trgov je povzet iz Biltena ECB.*
*Vir: Banka Slovenije.*

Prispevek izvoza na večje nastajajoče trge k skupni rasti slovenskega blagovnega izvoza je razmeroma majhen. Povprečna letna rast nominalnega izvoza je v obdobju 2006–2015 znašala 5,8 %, prispevek nastajajočih trgov pa je znašal 0,5 odstotne točke. Viden je predvsem pomen Rusije. Povečan izvoz v Rusijo je v letu 2012 k rasti skupnega blagovnega izvoza prispeval 0,8 odstotne točke, kar je preprečilo zmanjšanje skupnega izvoza v času vrha dolžniške krize v evrskem območju. Po drugi strani pa je ravno padec izvoza v Rusijo v letu 2015 zmanjšal skupno rast izvoza za 0,9 odstotne točke na 4,5 %.

**Slika 4: Prispevki nastajajočih trgov* k rasti slovenskega blagovnega izvoza**



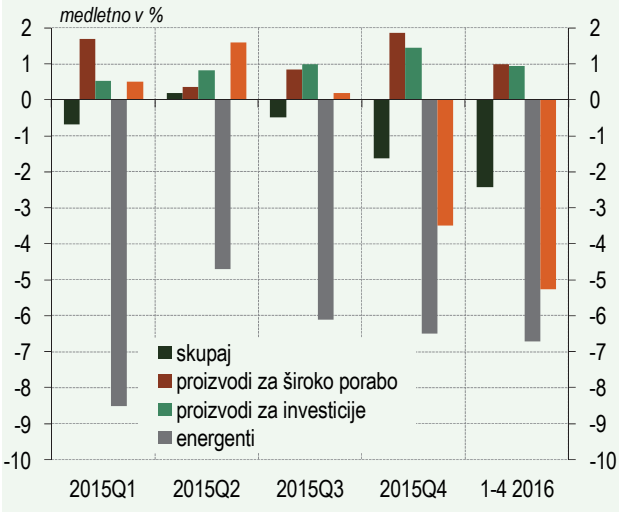

*Opomba: *Zajem nastajajočih trgov je povzet iz Biltena ECB.*
*Vir: Banka Slovenije.*

Napovedi MDS kažejo na postopno krepitev gospodarske rasti na nastajajočih trgih po letu 2015, s čimer bi se lahko povečalo tudi njihovo povpraševanje po slovenskem izvozu. Letos naj bi po aprilskih napovedih MDS njihova skupna rast BDP dosegla 4,1 %, do leta 2018 pa naj bi se zvišala na 4,8 %, vendar bo neenakomerna med trgi in nižja kot v povprečju zadnjih dveh desetletij. Razlogi za počasnejšo rast so predvsem zaostreni finančni pogoji, slabši obeti za trg surovin in vpliv upočasnitve rasti na Kitajskem na druge nastajajoče trge. Za Rusijo je MDS aprila napovedal 1-8-odstotni padec BDP v letu 2016, v letih 2017 in 2018 pa rast naj ne bi presegla 1 %. Gospodarske razmere v Rusiji naj bi ostale zaostrene predvsem zaradi posledic nižjih cen nafte in mednarodnih sankcij ter strukturnih šibkosti. Za Kitajsko MDS napoveduje postopno upočasnitev gospodarske rasti, letos na 6,5 %, do leta 2018 pa na 6,0 %. Razlog je predvsem prehod iz gospodarstva, ki ga poganja izvoz, na gospodarstvo, ki ga poganjata zasebna potrošnja in storitve. Gospodarska rast v Turčiji naj bi ostala stabilna. Napoved za letos znaša 3,8 %, pri čemer bo rast temeljila predvsem na domačem povpraševanju. V letu 2017 naj bi se turški BDP povečal za 3,4 %, v letu 2018 pa za 3,5 %.

[1] Za analizo slovenskega izvoza je zajem nastajajočih trgov povzet iz Ekonomskega biltena ECB, maj 2016, in je ožji kot pri MDS. Mednje sodijo Rusija, Turčija, Kitajska, S. Arabija, Indija, Mehika, J. Koreja, Brazilija, Egipt, Južna Afrika, Hongkong, Singapur, Tajska, Argentina, Tajvan, Čile, Kolumbija, Malezija, Indonezija in Venezuela.

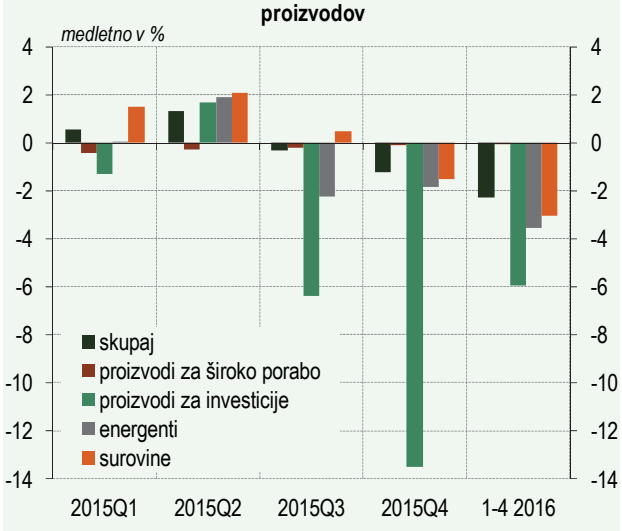
na medletna realna rast blagovne menjave je bila v prvih štirih mesecih tako precej višja od nominalne. Pri izvozu je presegla 6 %, pri uvozu pa je znašala okrog 2 %.

**Slika 4.4: Uvozne cene po skupinah proizvodov**




*Vir: SURS, preračuni Banka Slovenije.*

**Slika 4.5: Cene domačih proizvajalcev na tujih trgih po skupinah proizvodov**



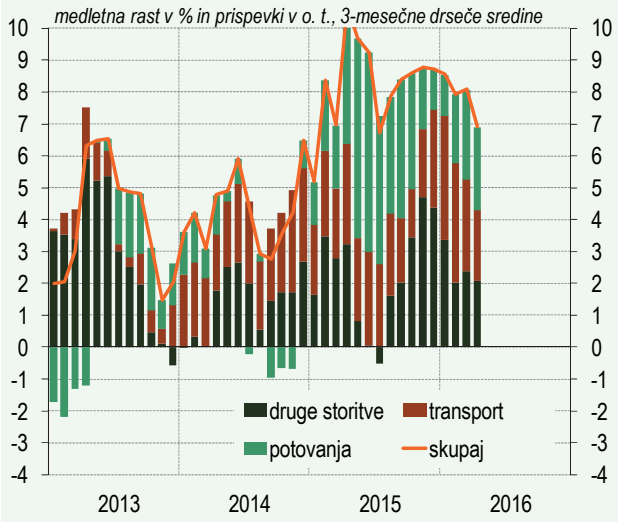

*Vir: SURS, preračuni Banka Slovenije.*

## Storitvena menjava

**Rast izvoza storitev je ostala solidna, zaradi transporta in poslovnih storitev pa se je v manjši meri povečal tudi uvoz.** V letošnjih prvih štirih mesecih je bil izvoz storitev medletno večji za 6,5 %. Struktura rasti je bila dokaj robustna, saj so k njej precej enakomerno prispevale storitve transporta, potovanj in skupina preostalih storitev. Rast izvoza transportnih storitev je presegla 8 %. Vzporedno s številom prihodov tujih gostov se je v primerjavi z lanskim zadnjim četrtletjem okrepila rast izvoza potovanj.[9] Med drugimi storitvami je izstopalo predvsem gradbeništvo, ki je izvoz svojih storitev povečalo za 19 mio EUR oziroma za slabo četrtino.[10] Po zelo šibki rasti v lanskem zadnjem četrtletju se je v manjši meri povišala rast uvoza storitev, ki je v letošnjih prvih štirih mesecih presegla 3 %. Povečal se je zlasti uvoz transportnih storitev ter različnih finančnih in poslovnih storitev. Rast uvoza potovanj, ki je bila izrazita v lanskem drugem polletju, se je močno upočasnila skladno s šibkejšo rastjo zasebne potrošnje.

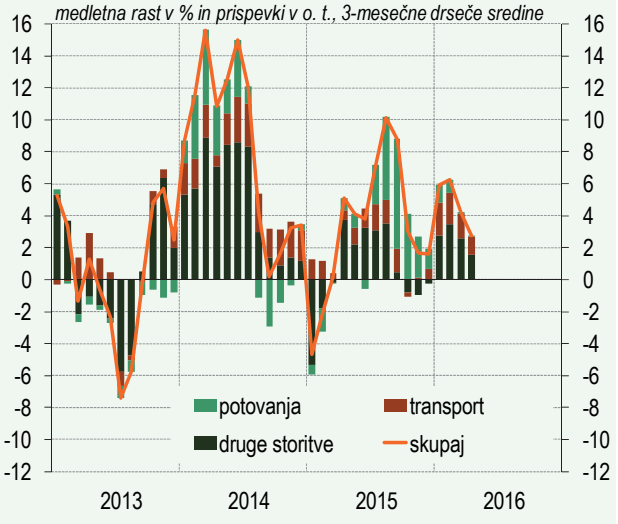
**Presežek v menjavi storitev še naprej povečujejo predvsem potovanja, transport in gradbeništvo.** Skupni presežek je bil v prvih štirih mesecih medletno večji za 80 mio EUR in je znašal 689 mio EUR. Saldo v menjavi transportnih storitev je bil večji za 32 mio EUR, v menjavi storitev potovanj za 42 mio, v menjavi gradbenih storitev pa za 23 mio EUR. Rast presežka v skupni menjavi storitev je tako zaviral le primanjkljaj v menjavi finančnih in drugih poslovnih storitev, ki je bil v štirih mesecih medletno večji za 52 mio EUR.

**Slika 4.6: Izvoz storitev**




Vir: Banka Slovenije.

**Slika 4.7: Uvoz storitev**

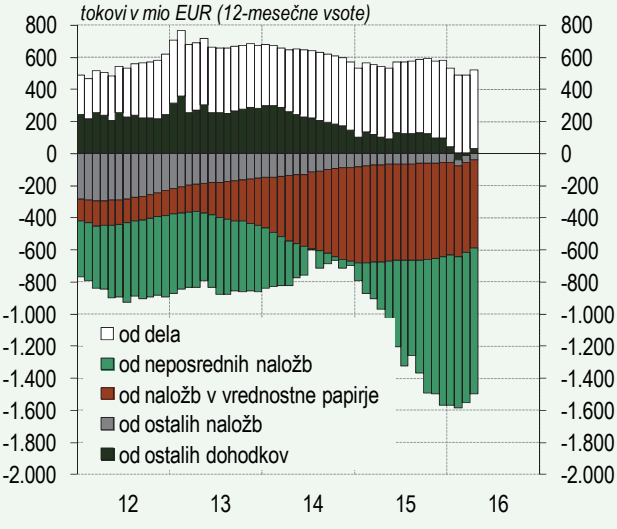



Vir: Banka Slovenije.

## Primarni in sekundarni dohodki

**Po izrazitem povečanju v letu 2015 se je primanjkljaj v primarnih dohodkih v letošnjih prvih štirih nekoliko zmanjšal.** V letu 2015 se je primanjkljaj v primarnih dohodkih povečal kar za 857 mio EUR na 982 mio EUR,

**Slika 4.8: Neto primarni dohodki**




Vir: Banka Slovenije.

[9] Po nižji medletni rasti števila prihodov tujih gostov proti koncu lanskega leta se je ta v letošnjih prvih štirih mesecih okrepila na več kot 12 %.
[10] Rast izvoza gradbenih storitev je verjetno delno povezana z izvozom montažnih zgradb, ki je bil v prvih štirih mesecih medletno večji za skoraj 60 % oziroma 38 mio EUR.

**Tabela 4.1: Komponente tekočih transakcij plačilne bilance**

| | v 12 mesecih do | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2013 | 2014 | 2015 | apr.15 | apr.16 | 14Q4 | 15Q1 | 15Q4 | 16Q1 | apr.15 | apr.16 |
| | *v mio EUR* | | | | | | | | | | |
| **Saldo tekočega računa** | 1.732 | 2.325 | 1.998 | 2.101 | 2.474 | 582 | 435 | 460 | 649 | 85 | 347 |
| **1. Blago** | 708 | 1.181 | 1.498 | 1.126 | 1.867 | 312 | 348 | 344 | 547 | 7 | 177 |
| **2. Storitve** | 1.732 | 1.697 | 2.019 | 1.842 | 2.098 | 386 | 394 | 492 | 459 | 216 | 230 |
| 2.1. Transport | 660 | 715 | 821 | 751 | 852 | 173 | 184 | 210 | 208 | 73 | 81 |
| 2.2. Potovanja | 1.335 | 1.315 | 1.435 | 1.377 | 1.477 | 315 | 279 | 320 | 313 | 138 | 144 |
| 2.3. Drugo | -264 | -333 | -237 | -286 | -231 | -102 | -69 | -38 | -62 | 5 | 5 |
| **3. Primarni dohodki** | -192 | -125 | -982 | -423 | -972 | -45 | -114 | -252 | -190 | -97 | -11 |
| 3.1. Dohodki od dela | 390 | 423 | 489 | 437 | 487 | 105 | 106 | 136 | 105 | 43 | 43 |
| 3.2. Dohodki od kapitala | -862 | -694 | -1.564 | -962 | -1.491 | -172 | -309 | -377 | -279 | -130 | -87 |
| 3.3. Drugi primarni dohodki | 280 | 146 | 93 | 103 | 31 | 21 | 90 | -11 | -17 | -11 | 34 |
| **4. Sekundarni dohodki** | -516 | -428 | -537 | -444 | -520 | -71 | -193 | -124 | -168 | -41 | -49 |
| | *v % BDP* | | | | | | | | | | |
| **Saldo tekočega računa** | 4,8 | 6,2 | 5,2 | 5,6 | 6,3 | 6,2 | 4,9 | 4,7 | 7,0 | 2,6 | 10,3 |
| **1. Blago** | 2,0 | 3,2 | 3,9 | 3,0 | 4,8 | 3,3 | 3,9 | 3,5 | 5,9 | 0,2 | 5,3 |
| **2. Storitve** | 4,8 | 4,5 | 5,2 | 4,9 | 5,4 | 4,1 | 4,4 | 5,0 | 5,0 | 6,7 | 6,8 |
| 2.1. Transport | 1,8 | 1,9 | 2,1 | 2,0 | 2,2 | 1,8 | 2,1 | 2,1 | 2,2 | 2,3 | 2,4 |
| 2.2. Potovanja | 3,7 | 3,5 | 3,7 | 3,7 | 3,8 | 3,3 | 3,1 | 3,3 | 3,4 | 4,3 | 4,3 |
| 2.3. Drugo | -0,7 | -0,9 | -0,6 | -0,8 | -0,6 | -1,1 | -0,8 | -0,4 | -0,7 | 0,2 | 0,1 |
| **3. Primarni dohodki** | -0,5 | -0,3 | -2,5 | -1,1 | -2,5 | -0,5 | -1,3 | -2,6 | -2,1 | -3,0 | -0,3 |
| 3.1. Dohodki od dela | 1,1 | 1,1 | 1,3 | 1,2 | 1,2 | 1,1 | 1,2 | 1,4 | 1,1 | 1,3 | 1,3 |
| 3.2. Dohodki od kapitala | -2,4 | -1,9 | -4,1 | -2,6 | -3,8 | -1,8 | -3,5 | -3,8 | -3,0 | -4,0 | -2,6 |
| 3.3. Drugi primarni dohodki | 0,8 | 0,4 | 0,2 | 0,3 | 0,1 | 0,2 | 1,0 | -0,1 | -0,2 | -0,3 | 1,0 |
| **4. Sekundarni dohodki** | -1,4 | -1,1 | -1,4 | -1,2 | -1,3 | -0,7 | -2,2 | -1,3 | -1,8 | -1,3 | -1,5 |
| | *nominalne medletne stopnje rasti v %* | | | | | | | | | | |
| **Izvoz blaga in storitev** | 2,5 | 5,6 | 5,4 | 6,1 | 5,2 | 8,4 | 6,3 | 4,0 | 4,0 | 2,3 | 6,5 |
| Izvoz blaga | 2,1 | 5,9 | 4,7 | 6,2 | 4,6 | 8,8 | 6,1 | 2,9 | 3,1 | -0,3 | 7,5 |
| Izvoz storitev | 4,1 | 4,5 | 8,4 | 5,8 | 7,7 | 6,5 | 7,0 | 8,7 | 8,1 | 13,4 | 2,8 |
| Transport | 3,9 | 9,4 | 9,3 | 9,8 | 9,2 | 10,8 | 7,3 | 10,9 | 9,6 | 12,1 | 4,8 |
| Potovanja | 1,7 | 0,8 | 9,6 | 2,8 | 8,3 | 2,6 | 6,0 | 3,9 | 8,6 | 25,0 | 3,2 |
| Drugo | 7,1 | 4,9 | 6,4 | 6,0 | 5,8 | 6,9 | 7,6 | 11,2 | 6,4 | 4,5 | 0,8 |
| **Uvoz blaga in storitev** | -1,5 | 4,4 | 3,5 | 4,6 | 2,0 | 3,7 | 4,3 | 2,4 | 0,3 | 5,7 | -1,1 |
| Uvoz blaga | -1,7 | 3,8 | 3,5 | 4,8 | 1,5 | 3,8 | 5,0 | 2,5 | -0,3 | 6,8 | -1,3 |
| Uvoz storitev | -0,3 | 7,7 | 3,7 | 3,3 | 4,7 | 3,4 | 0,1 | 1,6 | 4,2 | -0,7 | 0,2 |
| Transport | 3,4 | 10,4 | 4,5 | 8,4 | 5,3 | 9,2 | 1,7 | 3,0 | 6,5 | 2,7 | -1,4 |
| Potovanja | -3,1 | 5,3 | 10,4 | -0,5 | 10,3 | 2,5 | -0,3 | 8,8 | 0,8 | 1,7 | -1,4 |
| Drugo | -0,6 | 7,6 | 1,3 | 2,9 | 2,7 | 1,8 | -0,3 | -0,4 | 4,2 | -2,5 | 1,3 |

*Vir: Banka Slovenije.*
*Opomba: Deleži v BDP so izračunani na podlagi mesečne ocene BDP.*

praktično edini dejavnik pa je bila sprememba v saldu reinvestiranih dobičkov. V letošnjih prvih štirih mesecih se je po ocenah primanjkljaj v reinvestiranih dobičkih medletno zmanjšal za 34 mio EUR na 137 mio EUR. Primanjkljaj od naložb v vrednostne papirje je bil v prvih štirih mesecih medletno manjši za 35 mio EUR, saj so se zaradi povečanega investiranja rezidentov v tuje vrednostne papirje povečali prejemki, hkrati pa so padli izdatki za obresti na dolgoročne vrednostne papirje. Primanjkljaj dohodkov od drugih naložb je bil v prvih štirih mesecih neznaten, k temu pa je največ prispevalo povečanje prejemkov obresti na podjetniška posojila, dana tujini. Prese-

žek v dohodkih od dela je bil medletno praktično nespremenjen pri 148 mio EUR. Se je pa močno zmanjšal presežek v primarnih dohodkih države, medletno za 62 mio EUR, kar je povezano s počasnejšim črpanjem sredstev iz nove evropske perspektive. Primanjkljaj v primarnih dohodkih je tako v prvih štirih mesecih znašal 201 mio EUR, kar je medletno manj za 10 mio EUR.

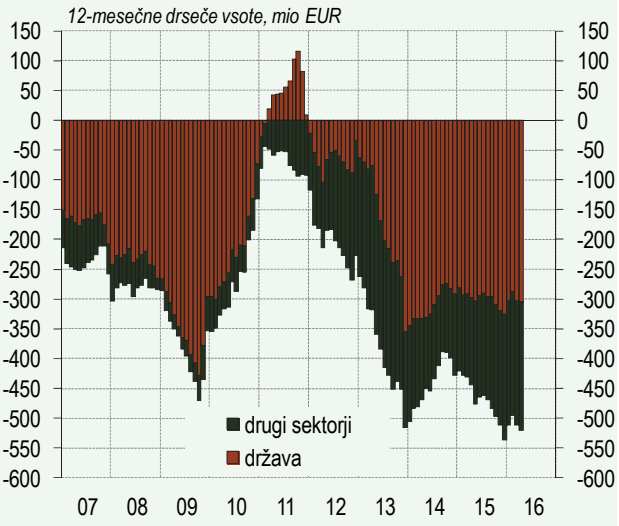
**V letošnjih prvih štirih mesecih se je primanjkljaj v sekundarnih dohodkih medletno zmanjšal zaradi nižjih vplačil v evropski proračun.** Zmanjšanje vplačil v evropski proračun na podlagi DDV in bruto nacionalnega dohodka je bilo večje kot zmanjšanje prejemkov sredstev za vodenje nekaterih skupnih politik povezave. Primanjkljaj v sekundarnih dohodkih države se je tako v prvih štirih mesecih medletno zmanjšal za 21 mio EUR na 154 mio EUR. Hkrati se je primanjkljaj v sekundarnih dohodkih drugih sektorjev povečal le za 4 mio EUR na 62 mio EUR. Skupni primanjkljaj v sekundarnih dohodkih je tako v štirih mesecih znašal 217 mio EUR, kar je za 17 mio EUR manj kot pred letom.

## Finančni račun plačilne bilance

**V prvih štirih mesecih leta 2016 so neposredne naložbe predstavljale 662 mio EUR neto povečanja obveznosti do tujine.** Največ je k temu prispevalo povečanje obveznosti iz lastniškega kapitala, in sicer v višini 477 mio EUR, samo v aprilu za 269 mio EUR kot posledica prodaje NKBM. Tudi dolg do tujih lastnikov se je povečal, v prvih štirih mesecih za 206 mio EUR. Domače naložbe v tujini so se v istem obdobju povečale za 135 mio EUR. Pri tem se je za 119 mio EUR povečala medsebojna zadolženost, za 40 mio EUR se je povečal lastniški kapital, ocena reinvestiranih dobičkov pa je vrednost naložb znižala za 24 mio EUR.

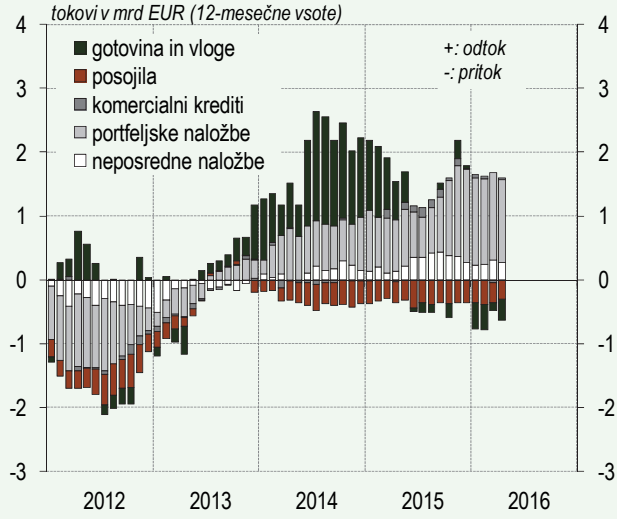
**Naložbe v vrednostne papirje so v prvih štirih mesecih leta 2016 izkazovale 1,1 mrd EUR neto odliva.** Večina transakcij se nanaša na dolžniške vrednostne papirje. Imetja dolžniških vrednostnih papirjev so se povečala za 581 mio EUR, od tega večina (372 mio EUR) pri centralni banki, s 87 mio EUR sledijo zavarovalnice in s 70 mio EUR banke. Hkrati so se za 526 mio EUR zmanjšale obveznosti iz dolžniških vrednostnih papirjev. K

**Slika 4.9: Neto sekundarni dohodki**



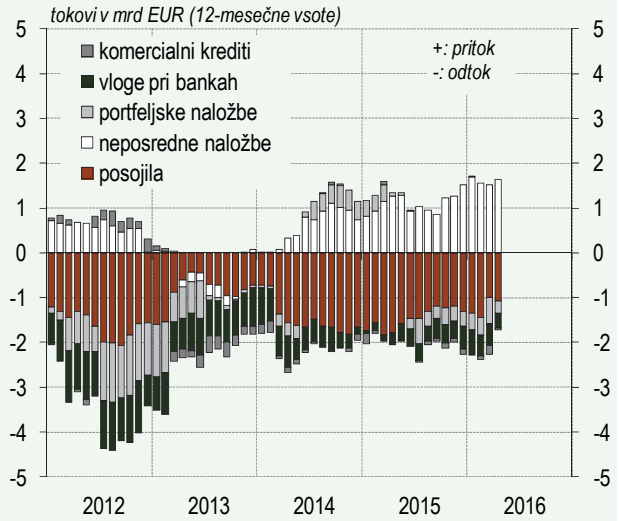

*Vir: Banka Slovenije.*

**Slika 4.10: Finančne terjatve zasebnega sektorja do tujine**




*Vir: Banka Slovenije.*

**Slika 4.11: Finančne obveznosti zasebnega sektorja do tujine**




*Vir: Banka Slovenije.*

**Tabela 4.2: Kapitalski in finančni račun plačilne bilance**

| | v 12 mesecih do | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2013 | 2014 | 2015 | apr.15 | apr.16 | 14Q4 | 15Q1 | 15Q4 | 16Q1 | apr.15 | apr.16 |
| | v mio EUR | | | | | | | | | | |
| **1. Zasebni sektor** | 2.999 | 3.071 | 2.575 | 2.205 | 1.488 | 695 | 690 | 674 | 488 | 236 | -649 |
| **Terjatve** | 1.385 | 2.449 | 2.094 | 1.755 | 1.650 | 471 | 524 | 822 | 302 | -105 | -326 |
| Kapitalski transferji | 399 | 820 | 722 | 862 | 734 | 482 | 112 | 333 | 113 | 39 | 50 |
| Neposredne naložbe | 24 | 155 | 278 | 133 | 276 | 20 | 93 | -140 | 124 | 43 | 11 |
| Naložbe v v. p. in finančni derivati | 286 | 867 | 1.388 | 785 | 1.272 | 226 | 195 | 784 | 152 | 86 | 14 |
| Komercialni krediti | 20 | -17 | 20 | -25 | 39 | -253 | 367 | -352 | 307 | -91 | -12 |
| Posojila | -189 | -348 | -353 | -326 | -304 | -75 | -24 | -78 | 10 | -46 | -31 |
| Gotovina in vloge | 846 | 1.239 | 43 | 596 | -320 | 337 | -246 | 277 | -403 | -134 | -339 |
| - Prebivalstvo | 264 | 52 | 127 | -169 | 77 | 48 | -164 | 135 | -310 | -103 | -7 |
| - Banke | 473 | 1.201 | -108 | 649 | -284 | 248 | -291 | 187 | -82 | 85 | -300 |
| - Podjetja | 109 | -15 | 24 | 117 | -113 | 41 | 209 | -44 | -11 | -116 | -32 |
| Ostale terjatve | -2 | -9 | 55 | -13 | 12 | -7 | 28 | 57 | 1 | -4 | -19 |
| **Obveznosti** | -1.615 | -622 | -482 | -450 | 162 | -224 | -166 | 148 | -186 | -341 | 323 |
| Kapitalski transferji | 164 | 275 | 308 | 309 | 285 | 81 | 74 | 103 | 59 | 22 | 15 |
| Neposredne naložbe | 71 | 739 | 1.516 | 1.273 | 1.641 | -166 | 441 | 488 | 439 | 231 | 357 |
| Naložbe v v. p. in finančni derivati | -128 | 383 | -358 | 35 | -319 | -4 | -49 | -52 | -315 | -350 | -45 |
| Komercialni krediti | -182 | -137 | -104 | -17 | -36 | 53 | 14 | 20 | -80 | -167 | -4 |
| Posojila | -718 | -1.663 | -1.308 | -1.778 | -1.076 | -256 | -538 | -378 | -222 | 60 | -23 |
| - Podjetja | 301 | -810 | -684 | -914 | -534 | -269 | -318 | -321 | -33 | 122 | -12 |
| - Banke | -1.019 | -853 | -624 | -864 | -542 | 13 | -220 | -58 | -189 | -62 | -10 |
| Vloge pri bankah | -849 | -156 | -516 | -238 | -322 | 97 | -107 | 13 | -83 | -163 | 8 |
| Ostale obveznosti | 27 | -63 | -20 | -33 | -12 | -28 | -1 | -45 | 16 | 25 | 16 |
| **2. Država** | -3.973 | -4.029 | 1.485 | 111 | 1.297 | -346 | -771 | -192 | 565 | 1.004 | -521 |
| **3. Banka Slovenije** | 1.828 | 3.177 | -2.659 | -232 | -1.708 | 217 | 604 | -449 | -891 | -1.224 | 1.222 |

*Opomba: + (povečanje terjatev oz. povečanje obveznosti), - (zmanjšanje terjatev oz. zmanjšanje obveznosti), neto postavke se računajo kot neto terjatve - neto obveznosti.*
*Vir: Banka Slovenije.*

temu znižanju so za dobro polovico prispevale banke, za dobro tretjino pa država. Država je v marcu 2016 sicer izdala za 1,5 mrd EUR 16-letnih obveznic, vendar je bilo razdolževanje v prvih štirih mesecih višje, skupaj v višini 1,7 mrd EUR.

## Zunanji dolg

**Bruto dolg do tujine je aprila 2016 znašal 44,2 mrd EUR, kar je 2,3 mrd EUR manj kot pred enim letom.** Zadolženost so najbolj zmanjšale banke, in sicer za 1,1 mrd EUR. Za 0,6 mrd EUR so zmanjšale zadolženost v obliki posojil, za 0,2 mrd EUR v obliki gotovine in vlog ter za prav toliko v obliki dolžniških vrednostnih papirjev. Za 0,7 mrd EUR so bruto dolg do tujine zmanjšali tudi ostali sektorji prek znižanja obveznosti iz posojil. V strukturi bruto zunanjega dolga je z 52 % prevladovala država, s 24 % pa ji sledijo ostali sektorji. Najbolj se je od začetka krize dalje zmanjšal delež bank v strukturi bruto dolga Slovenije do tujine, in sicer s 44 % konec leta 2008 na dobrih 10 % v aprilu 2016.

**Bruto terjatve do tujine so aprila 2016 znašale 32,3 mrd EUR in se glede na isto obdobje lani niso bistveno spremenile.** V primerjavi z aprilom 2015 je centralna banka znižala svoje terjatve do tujine za 1,7 mrd EUR,večinoma v obliki gotovine in vlog, medtem ko jih je država povečala za 1,6 mrd EUR. Slednje je povezano s ščitenjem valutnega tveganja državnih vrednost-

nih papirjev ter z vezavo sredstev iz izdaj obveznic na računih v tujini.

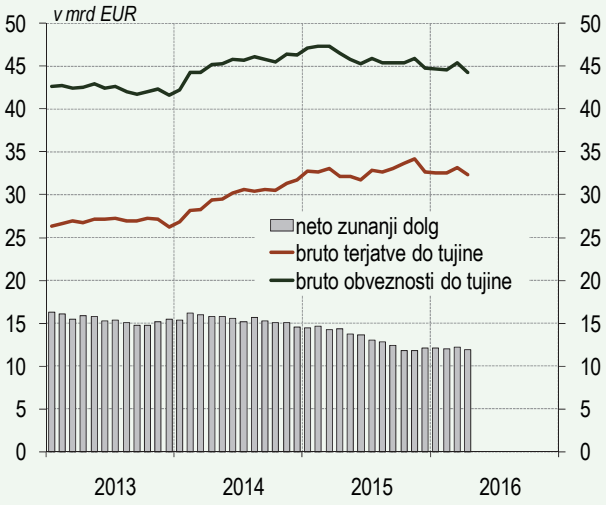
**Posledično je neto zunanji dolg aprila 2016 znašal 11,9 mrd EUR in se je medletno zmanjšal za 2,5 mrd.** Do tujine so neto zadolženi država z 18,1 mrd EUR, ostali sektorji z 0,7 mrd EUR in z 0,3 mrd EUR kapitalsko povezana podjetja. Centralna banka je neto upnica do tujine za 4,9 mrd EUR in banke za 2,2 mrd EUR.

## Izbrani kazalniki konkurenčnosti

**Slovenska cenovna konkurenčnost znotraj evrskega območja se je do maja še izboljševala, junija pa nič več, medtem ko se je v odnosu do drugih trgov zaradi zviševanja vrednosti evra že nekoliko slabšala.** Domače cene so se do maja medletno še naprej zniževale, junija pa nič več. Harmonizirani kazalnik cenovne konkurenčnosti do evrskega območja, merjen s HICP, je v štirih zaporednih četrtletjih medletno depreciiral za okrog eno odstotno točko, v letošnjem drugem četrtletju pa samo še za 0,3 %; junija sta bili stopnji rasti slovenskih in povprečnih evrskih cen že enaki. Cenovna konkurenčnost v odnosu do 19 najpomembnejših trgovinskih partneric zunaj evrskega območja, ki se je v predhodnem obdobju močno izboljšala, pa se je letos zaradi zviševanja vrednosti evra do valut iz te košarice že nekoliko poslabšala.

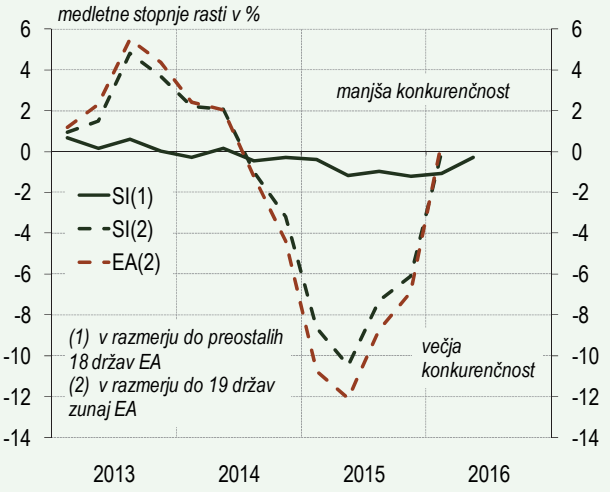
**V prvem četrtletju se je nadaljevalo izboljševanje stroškovne konkurenčnosti osrednjega izvoznega sektorja.** Gibanje harmoniziranega kazalnika stroškovne konkurenčnosti, merjenega z deflatorjem stroškov dela na enoto proizvoda (ULC) na ravni celega gospodarstva, se je v začetku letošnjega leta poslabšalo zaradi velikega povečanja plač v javnih storitvah. Medtem so se relativni ULC v industriji še naprej zniževali tako v odnosu do povprečja območja evra, kot v odnosu drugih najpomembnejših trgovinskih partneric. Slovenski ULC celotnega gospodarstva so bili v prvem četrtletju medletno višji za 1,5 %, v industriji pa nižji za 1,1 %, v primerjavi z zvišanjem za 0,5 % v evrskem območju.

**Slika 4.12: Zunanji dolg**



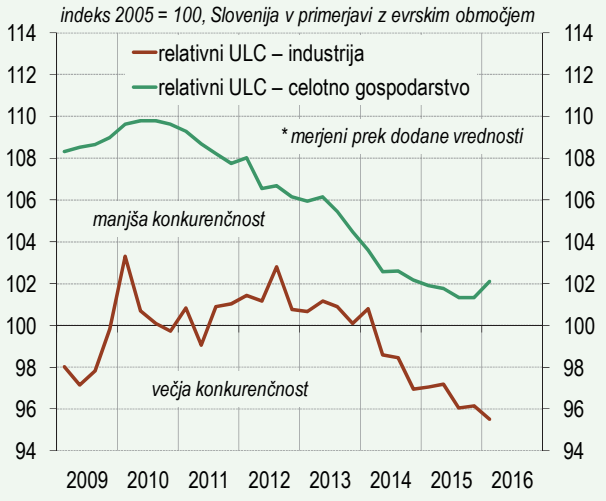

*Vir: Banka Slovenije.*

**Slika 4.13: Harmonizirani kazalnik cenovne konkurenčnosti (deflator HICP / CPI)**




*Vir: ECB.*

**Slika 4.14: Relativni nominalni stroški dela na enoto proizvoda***




*Vir: Eurostat, preračuni Banka Slovenije.*

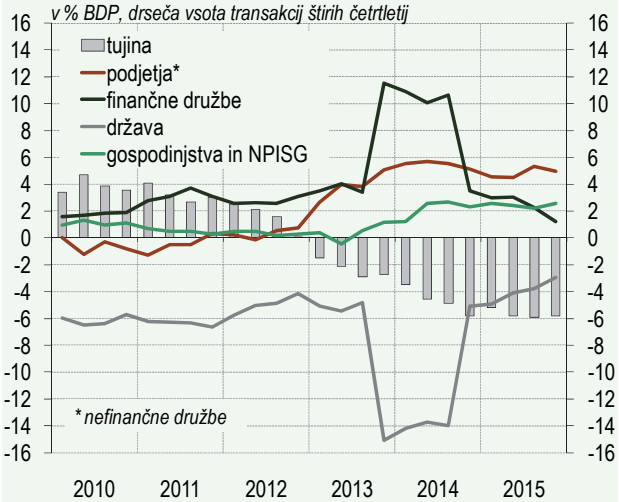
# 5 Financiranje podjetij, gospodinjstev in bank

*Gospodarska rast in splošno izboljšanje stanja v gospodarstvu se odražata tudi v finančnih presežkih vseh domačih sektorjev razen države. Da je narodnogospodarsko varčevanje precej večje od investicij se kaže v skupnem finančnem presežku domačih sektorjev do tujine, ki je konec leta 2015 znašal 5,8 % BDP. Podjetja so v letu 2015 poslovala z visokim dobičkom, ki so ga usmerila večinoma v zmanjšanje dolga, sicer pa predvsem v vpogledne vloge pri bankah. Tudi gospodinjstva so ob rasti zaposlenosti in plač ustvarila za slabo milijardo EUR novih sredstev, ki so jih prav tako še največ deponirala v banke v obliki vpoglednih vlog. V okolju nizkih depozitnih obrestnih mer zasebni sektor tudi zapadle vezane vloge pretvarja v vpogledne: v letu 2015 so se vezane vloge pri bankah zmanjšale za 2,3 mrd EUR, vpogledne pa povečale za 2,8 mrd EUR. Ob takšnih pogojih bančnega varčevanja je bilo v letu 2015 prvič po več letih zaznati tudi rahlo povečanje varčevanja v obliki pokojninskega in življenjskega zavarovanja ter naložb v investicijske sklade. Banke ostajajo previdne. Nadaljuje se krčenje kreditne aktivnosti, po drugi strani pa se ob rasti vlog in zunanjem razdolževanju izboljšuje struktura virov. Vseeno bo v prihodnje potrebna previdnost, saj se zaradi krajšanja ročnosti vlog povečuje nestabilnost strukture virov bank.*

## Investicijsko-varčevalne vrzeli sektorjev

**Že tretje leto zapored se kaže presežek narodnogospodarskega varčevanja nad investicijami, kar se odraža tudi v visokem presežku na tekočem računu plačilne bilance**. Finančni presežek domačih sektorjev do tujine se je tako od leta 2012, ko je bil na ničelni ravni, povečal na 5,8 % BDP v letu 2015. Podjetja so v letu 2015 poslovala z visokim dobičkom, ki so ga usmerila predvsem v zmanjšanje dolga, na strani naložb pa v vpogledne bančne vloge. Ob bistveno nespremenjenih investicijah se je njihov finančni presežek v zadnjih dveh letih ustalil in leta 2015 znašal 5 % BDP. Podjetja so tako že tretje leto zapored neto posojilodajalec, kar ni značilno za ta sektor. Nižja brezposelnost in višja realna masa plač sta kljub višji potrošnji prispevala k večjemu finančnemu

**Slika 5.1: Razmik med varčevanjem in investicijami**




*Vir: Banka Slovenije – nekonsolidirani finančni računi, SURS.*

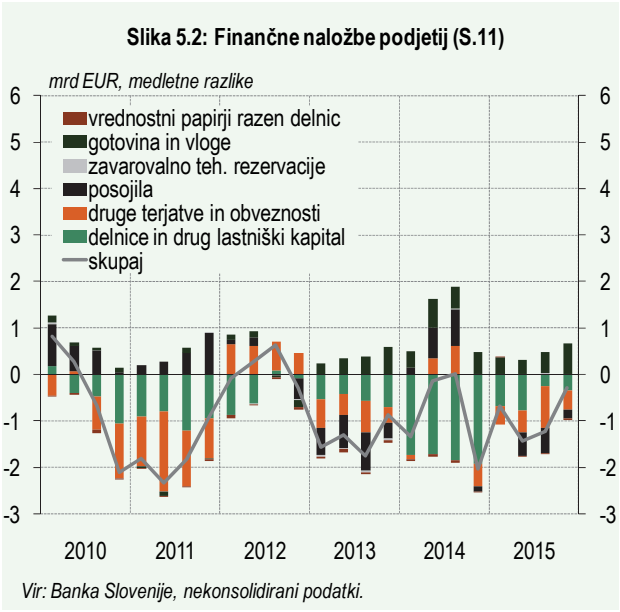
presežku gospodinjstev. Ta je konec leta 2015 znašal 2,6 % BDP. Presežek sredstev so tudi gospodinjstva plasirala večinoma v banke v obliki vpoglednih vlog. Primanjkljaj države in presežek finančnih družb sta se po ukrepih za stabilizacijo bančnega sistema konec leta 2013 vrnila na stabilnejše ravni. Slednji se predvsem zaradi nadaljnjega krčenja bilančne vsote bank postopoma zmanjšuje in je konec leta 2015 znašal 1,2 % BDP. Primanjkljaj države je znašal 2,9 % BDP.

## Podjetja

**Obseg finančnih sredstev podjetij je konec leta 2015 znašal 41,1 mrd EUR in se je glede na konec leta 2014 zmanjšal za 0,3 mrd EUR.** Na to je vplivalo predvsem zmanjšanje medpodjetniškega posojanja, medtem ko se je povečalo posojanje tujini za 0,3 mrd EUR. V letih 2014 in 2015 so podjetja po dolgem času spet poslovala z visokim dobičkom, presežke pa so vložila v glavnem v banke predvsem v obliki vpoglednih vlog, v letu 2015 za 0,7 mrd EUR. Iz naslova dokapitalizacij so se za 0,3 mrd EUR povečale tudi naložbe v lastniški kapital, vendar so negativne vrednostne spremembe v višini 0,7 mrd EUR ta tok več kot nevtralizirale.

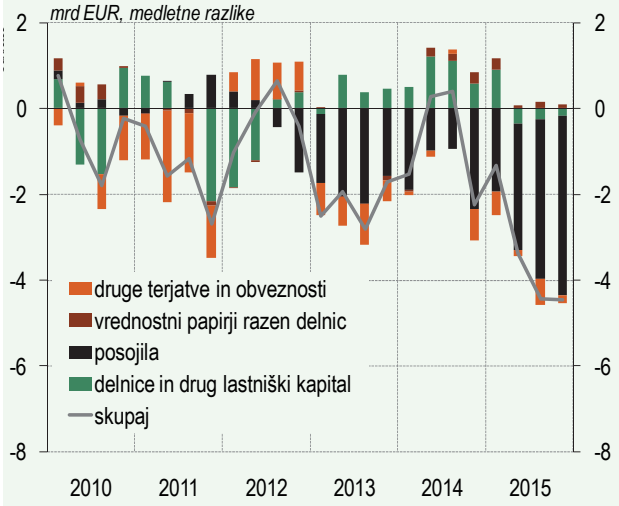
**Finančne obveznosti podjetij so se v letu 2015 zmanjšale za 4,5 mrd EUR na 78,1 mrd EUR, pri čemer je bilo 1,6 mrd EUR zmanjšanja posledica prenosa posojil na DUTB.** Medpodjetniško financiranje s posojili

**Slika 5.2: Finančne naložbe podjetij (S.11)**




*Vir: Banka Slovenije, nekonsolidirani podatki.*

**Slika 5.3: Finančne obveznosti podjetij (S.11)**




*Vir: Banka Slovenije, nekonsolidirani podatki.*

in komercialnimi krediti se je zmanjšalo za 0,6 mrd EUR, za prav toliko pa so se zmanjšala tudi posojila, najeta v tujini. Kljub vztrajnemu zniževanju obrestnih mer za posojila se še vedno nadaljuje razdolževanje pri bankah, v letu 2015 za 1 mrd EUR. Za 0,6 mrd EUR so se zmanjšale tudi obveznosti iz naslova posojil državi. Obveznosti iz lastniškega kapitala so zaradi negativnih vrednostnih sprememb in kljub pozitivnim transakcijam ostale na enaki ravni kot v letu 2014.

## Gospodinjstva

**Finančne naložbe gospodinjstev so se povečale za 0,9 mrd EUR in konec leta 2015 znašale 39,4 mrd EUR.** Polovico povečanja, 0,5 mrd EUR, so gospodinjstva naložila v domače banke v obliki vpoglednih vlog, 0,2 mrd EUR pa so vložila v vezane vloge pri tujih bankah. Zaradi zelo nizkih obrestnih mer gospodinjstva niso več zainteresirana za obnavljanje vezav, zato tudi zapadle vezane vloge le pretvorijo v vpogledne. V letu 2015 se je obseg vezanih vlog gospodinjstev zmanjšal za 0,9 mrd EUR, medtem ko se je obseg vpoglednih vlog povečal za 1,6 mrd EUR. Delež vpoglednih vlog v vseh vlogah gospodinjstev je leta 2008 znašal le dobro tretjino, leta 2015 pa je že presegal polovico. Ob takšnih, manj ugodnih pogojih bančnega varčevanja, je bilo lani prvič po več letih zaznati tudi rahlo povečanje pokojninskega in življenjskega zavarovanja ter naložb v investicijske sklade, skupaj za 0,3 mrd EUR. Kljub temu slovenska

gospodinjstva ostajajo zadržana in namenijo tovrstnim oblikam varčevanja le dobro petino svojih finančnih sredstev. Večino, več kot polovico še vedno vložijo v gotovino in vloge.

**Na prelivanje vlog iz vezanih v vpogledne vplivajo predvsem zelo nizke depozitne obrestne mere, tako v Sloveniji kot tudi v evrskem območju.** Slovenske obrestne mere za kratkoročne vloge so bile v letu 2015 za polovico nižje kot v evrskem območju, medtem ko so bile za dolgoročne vloge primerljive. Še v letu 2013 je bila razlika med obrestnimi merami evrskega območja in Slovenije bistveno večja – obrestne mere za dolgoročne vloge so bile v Sloveniji še enkrat višje.

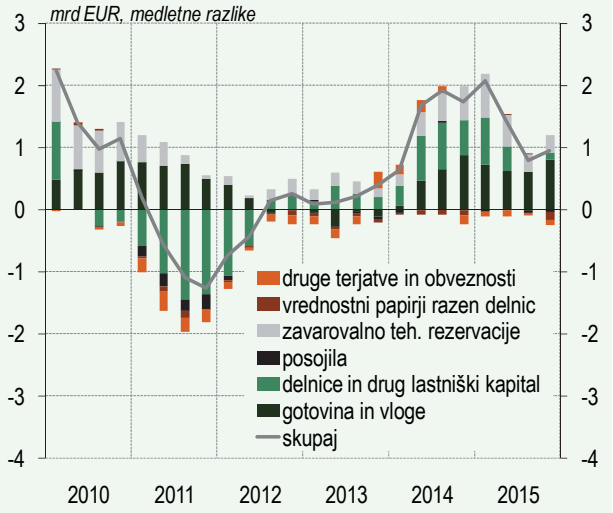
**Zadolženost slovenskih gospodinjstev ostaja kljub ugodnim razmeram financiranja nespremenjena in je v primerjavi z evrskim območjem za polovico nižja.** Zadolženost gospodinjstev, merjena kot razmerje med dolgom in BDP znaša v Sloveniji 28 %, v povprečju evrskega območja pa 59 %. Najpomembnejša oblika zadolževanja so še naprej bančna posojila. Celotne finančne obveznosti gospodinjstev so konec leta 2015 znašale 12,2 mrd EUR.

## Banke

**Banke ostajajo previdne pri naložbah. Njihova finančna sredstva so se zmanjšala za 1,9 mrd EUR na 40,4 mrd EUR, predvsem zaradi krčenja kreditne aktivnosti.** Dana posojila so se zmanjšala za 2,3 mrd EUR, pri čemer so tretjino predstavljali odpisi. Najbolj so se zmanjšala posojila podjetjem. Naložbe v dolžniške vrednostne papirje so konec leta 2015 znašale 9,4 mrd EUR in so se povečale za 0,2 mrd EUR. Večina, 64 % teh naložb je v državne, 31 % pa v tuje dolžniške vrednostne papirje.

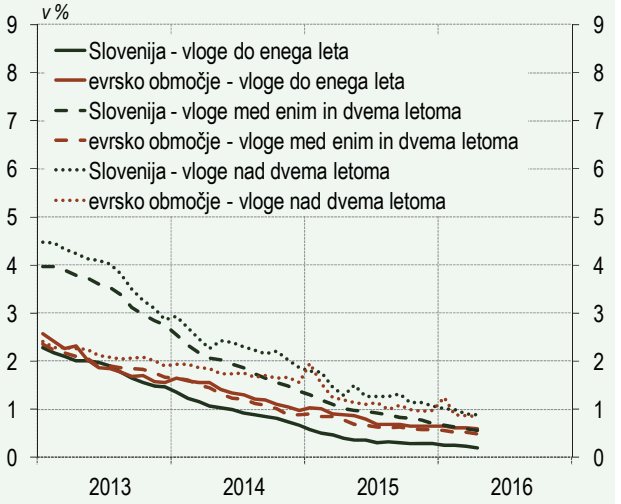
**Rast vlog podjetij in gospodinjstev ter razdolževanje na tujih trgih izboljšuje strukturo virov financiranja.** Vloge nebančnega sektorja so se povečale za 0,5 mrd EUR, pri čemer so podjetja v banke položila za 0,7 mrd EUR vlog, gospodinjstva pa 0,5 mrd EUR. Tujci in država so iz bank dvignili za 0,7 mrd EUR vlog. Kot že omenjeno, deponenti vezane vloge ob sprostitvi prelivajo v vpogledne. V letu 2015 so se vpogledne vloge povečale

**Slika 5.4: Finančne naložbe gospodinjstev (S.14 in S.15)**



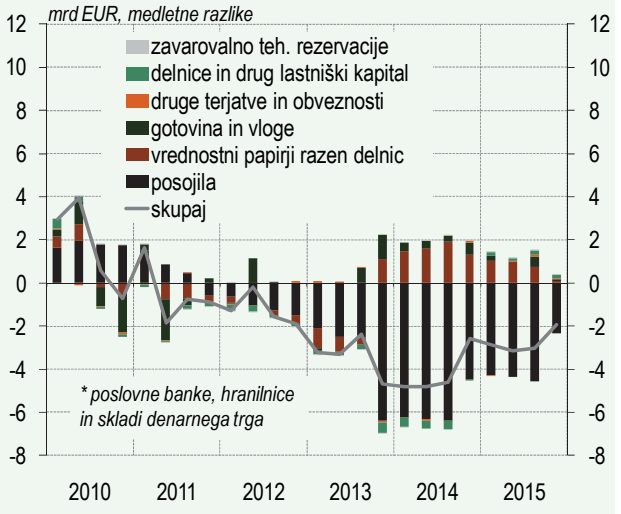

*Vir: Banka Slovenije, nekonsolidirani podatki.*

**Slika 5.5: Obrestne mere za vloge gospodinjstev po ročnosti**




*Vir: ECB, Banka Slovenije.*

**Slika 5.6: Finančne naložbe bank* (S.122 in S.123)**




*Vir: Banka Slovenije, nekonsolidirani podatki.*

## Okvir 5.1: Monetarna politika ECB in njen učinek v času nizkih obrestnih mer

Evrsko območje se že nekaj let nahaja v okolju precedenčno nizkih obrestnih mer. Pomembna vprašanja, ki se ob tem postavljajo z vidika analize monetarne politike in jih ta okvir naslavlja so: a) Kako ustrezno kvantitativno ovrednotiti monetarne spodbude v okolju, v katerem kratkoročne obrestne mere ne zagotavljajo več informacije o stanju monetarne politike, b) kakšen vpliv so nestandardni ukrepi imeli na obrestne mere in realno ekonomijo ter c) kako se je monetarna transmisija spremenila v obdobju nizkih obrestnih mer.

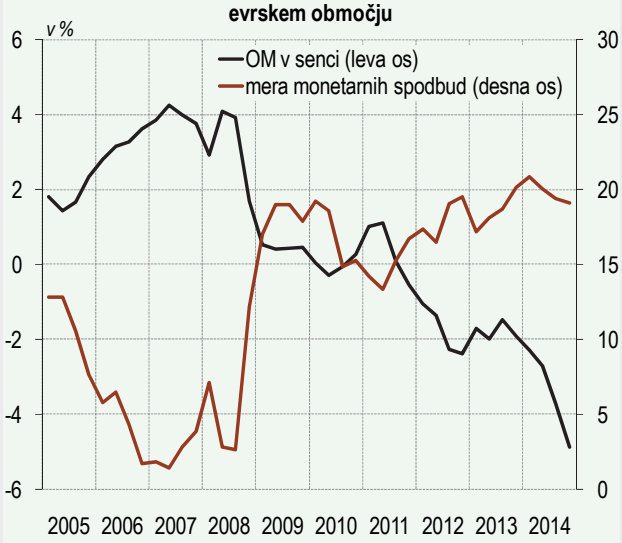
V nedavni literaturi[1] sta širšo podporo dobili dve alternativni meri monetarne politike, in sicer kratkoročna obrestna mera v senci in mera monetarnih spodbud. Prva odraža hipotetično raven kratkoročnih obrestnih mer, ki bi obveljala ob odsotnosti ničelne spodnje meje za obrestne mere, medtem ko druga povzema razliko med pričakovano bodočo dinamiko kratkoročnih obrestnih mer in nevtralno obrestno mero (obrestna mera, ki odraža monetarno politiko, ki ni ekspanzivna in ni kontrakcijska). Oba koncepta sta izpeljana na podlagi ocenjene krivulje donosnosti, ki je zanesljiv indikator bodoče ekonomske aktivnosti ter inflacijskih in monetarnih pričakovanj, ki v osnovi predstavljajta podlago monetarnim odločitvam. Krivuljo donosnosti je skozi čas moč oceniti na podlagi terminskih strukturnih modelov, prilagojenih za ničelno mejo obrestnih mer. Empirična primerjava obeh alternativnih mer kaže na večjo modelsko robustnost in konsistentnost z dejanskimi dogodki monetarne politike ECB pri meri monetarnih spodbud, obrestne mere v senci pa omogočajo tudi analizo pogojev financiranja v posameznih državah članicah evrskega območja. Mera monetarnih spodbud tovrstne informacije, nasprotno, ne nudi, saj na podlagi obrestnih mer individualnih držav, ki odražajo tudi kreditno tveganje, ni mogoče zanesljivo oceniti nevtralne obrestne mere.

Obe alternativni meri monetarne politike sta za evrsko območje orisani v sliki 1 za obdobje do 2014. Pri meri monetarnih spodbud so z ekspanzivno politiko ECB povezane višje vrednosti, ki odražajo večjo razliko med nevtralno obrestno mero in pričakovano dinamiko kratkoročnih obrestnih mer, medtem ko dinamika obrestnih mer v senci sledi običajnim konvencionalnim meram in tako nižje vrednosti povezujemo s stimulativno monetarno politiko.

Predstavljena koncepta nam torej omogočata modeliranje učinkov monetarne politike v času nizkih oziroma ničelnih dejanskih obrestnih mer. Z monetarno vektorsko avtoregresijo (VAR) lahko na ta način ocenimo hipotetično realizacijo makroekonomskih časovnih vrst ob odsotnosti monetarnih šokov,[2] kjer slednje identificiramo s pomočjo alternativne mere monetarne politike. Tovrstna analiza nakazuje, da so nestandardni ukrepi blagodejno vplivali na gospodarsko aktivnost, kar je v sliki 2 razvidno iz v povprečju 0,8 % nižje ravni indeksa industrijske proizvodnje v evrskem območju, ki bi obveljal ob odsotnosti ukrepov monetarne politike med letoma 2008 in 2014. Pozitivni vpliv na gospodarsko aktivnost je bili dosežen ob neznatnih učinkih na splošno raven cen; neodzivnost cen na ukrepe monetarne politike nakazuje na potencialno spremembe v mehanizmu monetarne transmisije v času krize.

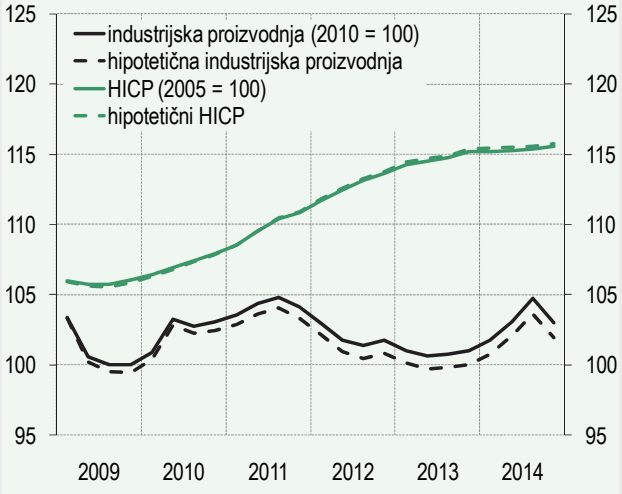
Z vidika posameznih držav evrskega območja so imeli nestandardni ukrepi pozitiven vpliv na izboljšanje pogojev financiranja v državah, ki jih je finančna in gospodarska kriza naj-

**Slika 1: Alternativne mere stanja monetarne politike v evrskem območju**




*Vir: Bloomberg, preračuni Banka Slovenije.*

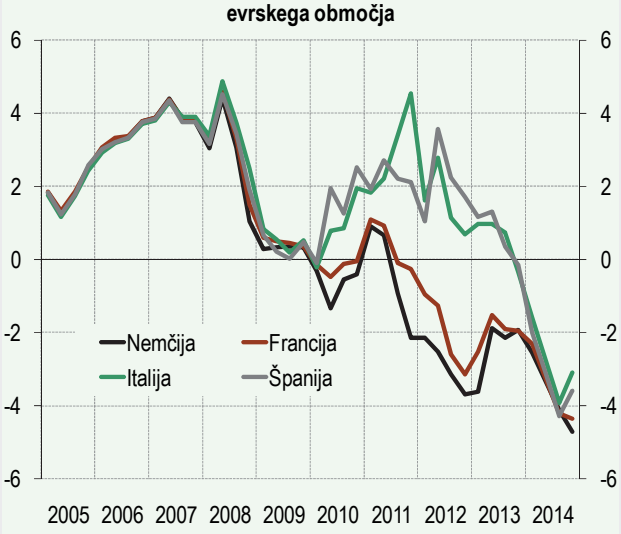
**Slika 2: Hipotetične realizacije makroekonomskih spremenljivk ob odsotnosti monetarne politike**




*Vir: Bloomberg, preračuni Banka Slovenije.*

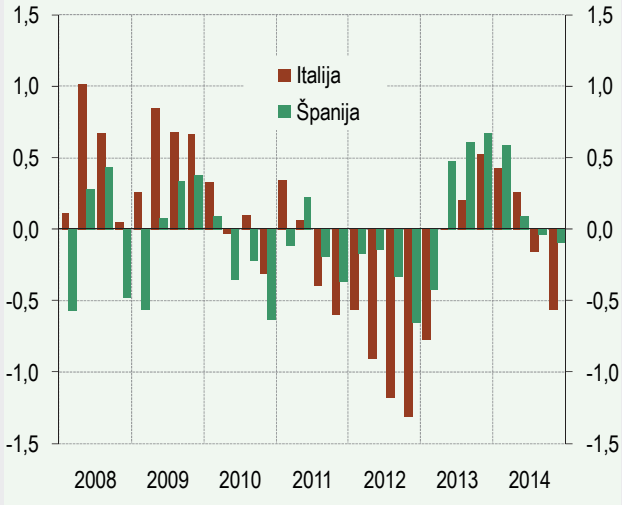
bolj prizadela. Takšne zaključke je moč razbrati iz močne konvergence v obrestnih merah v senci med izbranima perifernima državama evrskega območja, Italijo in Španijo, ter jedrnima državama, Nemčijo in Francijo, ki je kronološko nastopila po uvedbi nestandardnih programov monetarne politike, usmerjenih v dolžniško krizo (slika 3). Slednje je kvantitativno podkrepljeno v sliki 4, ki prikazuje aktiven prispevek šokov skupne monetarne politike, izraženih prek obrestne mere v senci evrskega območja, na znižanje italijanskih in španskih obrestnih mer v senci med drugo polovico leta 2012 in začetkom leta 2014. Izboljšani pogoji financiranja so se v realnem gospodarstvu odrazili z zamikom, s prvimi stimulativnimi učinki zaznanimi v letu 2013. Slika 5 prikazuje, da so učinki skupne monetarne politike bili večji v primeru Italije, medtem ko veliko manjši oziroma neznatni učinki v španskem gospodarstvu nakazujejo na to, da se izboljšani pogoji financiranja niso prenesli v aktivno kreditiranje gospodarstva. To potrjujejo tudi Borstel, Eickmeier in Krippner (2015), ki pokažejo, da se znižani donosi državnih obveznic niso preslikali v nižje marže bančnih posojil.

**Slika 3: OM v senci za posamezne države članice evrskega območja**



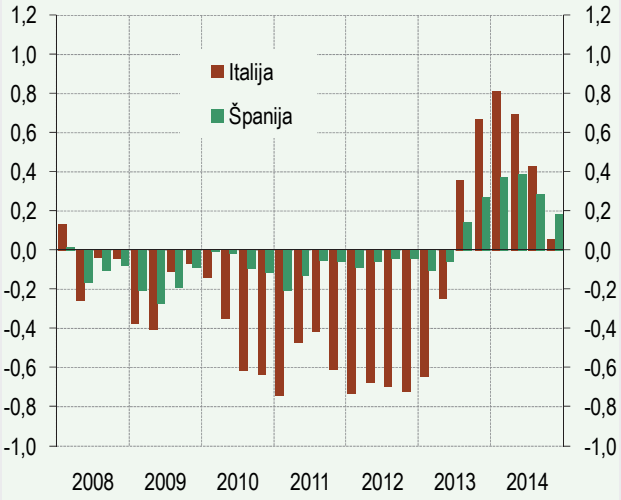

*Vir: Bloomberg, preračuni Banka Slovenije.*

**Slika 4: Vpliv šokov skupne monetarne politike na dinamiko OM v senci**




*Vir: Bloomberg, preračuni Banka Slovenije.*

**Slika 5: Vpliv šokov skupne monetarne politike na rast realnega BDP**




*Vir: Bloomberg, Eurostat, preračuni Banka Slovenije.*

**Tabela 1: Modelska dekompozicija donosov Eonie**

| Program | Datum naznanitve programa | Sprememba v komponenti monetarnih | Sprememba v terminski premiji | Preostala sprememba | Opazovana sprememba donosov |
|---|---|---|---|---|---|
| CBPP | 07.05.2009 | 24 | -1 | 2 | 25 |
| SMP | 10.05.2010 | 12 | -1 | 6 | 16 |
| CBPP2 | 06.10.2011 | 8 | -2 | 0 | 7 |
| OMT | 06.09.2012 | 12 | -5 | 2 | 10 |
| CBPP3 | 04.09.2014 | -6 | 5 | 0 | -1 |
| EAPP | 22.01.2015 | -16 | 11 | -6 | -11 |

*Vir: Bloomberg, preračuni Banka Slovenije.*

Drugače, kot v perifernih državah, nestandardni ukrepi pred letom 2012 niso ustvarili pričakovanega znižanja donosov v preostalem delu evrskega območja. Razloge za to je moč iskati v s strani finančnih trgov pričakovani korekciji monetarne politike v prihodnosti. Na to nakazuje modelska analiza donosov, prikazana v tabeli 6, v kjer je sprememba donosov Eonie z 10-letno ročnostjo razdeljena na terminsko premijo in ocenjeno komponento monetarnih pričakovanj na dan naznanitve nestandardnih ukrepov. Dekompozicija donosov kaže na to, da so trgi prepoznali kredibilno zavezo k trajni ekspanzivni politiki šele s prvima programoma kvantitativnega sproščanja konec leta 2014 in v začetku leta 2015.

[1] Krippner (2015), Wu in Xia (2014), Lombardi in Zhu (2014), Francis in dr. (2014), Claus in dr. (2015) in drugi.
[2] Glej Damjanović in Masten (2016).

## Okvir 5.2: Poslovanje bank v prvih petih mesecih leta 2016

V prvih petih mesecih leta 2016 so se nadaljevali trendi iz preteklega obdobja: krčenje bilančne vsote se umirja, prav tako nadaljnje razdolževanje do tujine in upadanje kreditne aktivnosti. Potrošniška posojila so aprila prešla v območje pozitivne medletne rasti. Še naprej se krepijo vloge gospodinjstev, vendar predvsem vpogledne. Nadaljuje se trend zniževanja obsega in deleža terjatev v zamudi nad 90 dni. Sproščanje oslabitev in rezervacij ugodno vpliva na ustvarjanje pozitivnega poslovnega rezultata.

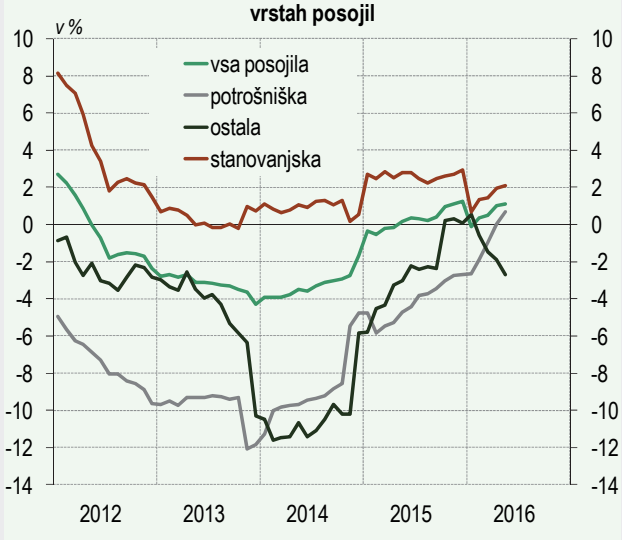
Medletna rast kreditne aktivnosti bank ostaja tudi v prvih petih mesecih 2016 v negativnem območju. Maja so posojila nebančnemu sektorju še naprej zaostajala za 5,8 %, podobno kot decembra. Nadaljuje se okrevanje kreditiranja gospodinjstev pri nizkih stopnjah rasti in rahlo upočasnjevanje negativne dinamike kreditiranja podjetij, sicer še vedno z 11,4-odstotnim medletnim zaostajanjem v maju.

Rast posojil gospodinjstvom se počasi povečuje, maja je dosegla 1,1 %. Obseg teh posojil je maja predstavljal 43-odstotni delež v posojilih nebančnemu sektorju, in od lanskega oktobra naprej v bilancah bank presega obseg posojil nefinančnim družbam. Znižane obrestne mere posojil, nizka zadolženost gospodinjstev in nizke cene nepremičnin pomembno prispevajo k nadaljnji pozitivni rasti stanovanjskih posojil, ki je maja znašala 2,1 %. Navedeni dejavniki so se odrazili tudi pri potrošniških posojilih, pri katerih banke od aprila že beležijo pozitivno medletno rast, maja 0,7 %.

Nadaljuje se razdolževanje bank na grosističnih virih financiranja. V prvih petih mesecih 2016 so banke odplačale 580 mio EUR teh obveznosti, kar je že za dobro polovico manj, kot v enakem obdobju lani. Tudi v prihodnje se bo breme odplačevanja dolga zmanjševalo, ker so banke velik del dolga do tujine že odplačale. Grosistični viri znašajo v strukturi virov bank le še 11 %, kar je zgolj tretjina deleža, ki so ga banke imele v začetku kriznega obdobja. Še naprej pa se povečuje pomen vlog nebančnega sektorja, ki so maja predstavljale že 68 % bančnih virov. Med njimi se letos krepijo predvsem vloge gospodinjstev, ki so se v prvih petih mesecih letos povečale za 455 mio EUR. Njihova medletna rast se je v drugem četrtletju še povečala in dosegla maja 5,2 %. Vendar se v okolju nizkih obrestnih mer nadaljuje spreminjanje ročnostne strukture vlog nebančnega sektorja v smeri rasti vpogledlnih vlog, kar zmanjšuje stabilnost tega vira in bo v prihodnje povečalo zahtevnost upravljanja z likvidnostjo. Banke ohranjajo visoko presežno likvidnost, zmerno naraščajoč delež sekundarne likvidnosti v bilančni vsoti in visok delež prostega sklada finančnega premoženja, ki jim zagotavlja dostop do likvidnih sredstev pri Evrosistemu.

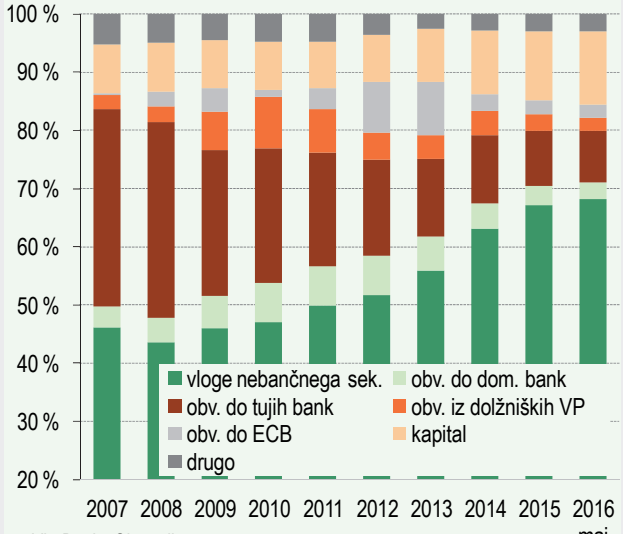
Kakovost kreditnega portfelja bank se še naprej izboljšuje. Nadaljuje se trend zniževanja obsega in deleža terjatev v zamudi nad 90 dni, ob nadaljnjem krčenju posojilne aktivnosti bank. Februarja 2016 se je zaključila nadzorovana likvidacija Factor banke in Probanke s pripojitvijo DUTB. To se je odrazilo kot precejšne znižanje obsega in deleža terjatev v zamudi nad 90 dni (0,5 mrd EUR), a se je trend zniževanja nadaljeval tudi v preostalem delu bančnega sistema. Terjatve v zamudi nad 90 dni so se v letu 2016 znižale za 761 mio EUR na 2,7 mrd EUR in maja predstavljale 8 % razvrščenih terjatev. Po definiciji EBA je delež nedonosnih izpostavljenosti v slovenskem bančnem sistemu marca 2016 znašal 10,8 % in je

**Slika 1: Medletna rast posojil gospodinjstvom, po vrstah posojil**




*Vir: Banka Slovenije.*

**Slika 2: Struktura virov financiranja**



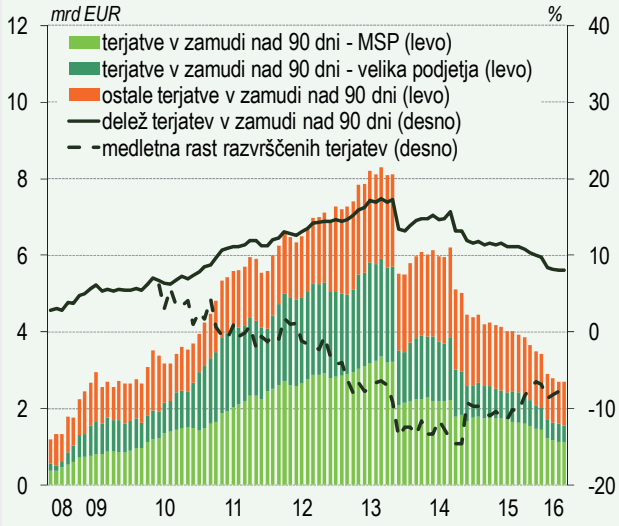

*Vir: Banka Slovenije.*

bil za 3,4 o.t. nižji od prvega poročanja junija 2015. Zniževanje terjatev v zamudi nad 90 dni je tudi posledica aktivnosti bank, ki z restrukturiranji in odpisi zmanjšujejo obseg slabih terjatev. Povečuje se pokritost terjatev v zamudi nad 90 dni z oslabitvami in rezervacijami (maja 68 %) ter kapitalom, s čimer je bančni sistem bolj odporen v primeru neplačil.

Nekateri deli portfelja so bolj obremenjeni z nedonosnimi terjatvami, zlasti majhna in srednja podjetja, v katerih je skoncentrirano 41 % vseh terjatev v zamudi nad 90 dni, ter tujci s 24-odstotnim deležem. Delež terjatev v zamudi nad 90 dni pri gradbeništvu se je v letu 2016 znižal na najnižjo raven od leta 2007, a je še vedno nad povprečjem nefinančnih podjetij. Pri dejavnosti poslovanje z nepremičninami se delež znižuje počasneje, kot v drugih večjih dejavnostih, s čimer je ta dejavnost močno nadpovprečno obremenjena s terjatvami v zamudi nad 90 dni. Manj obremenjena dejavnost je trgovina s 14,4 %, vendar ima zaradi velikosti dejavnosti največji obseg terjatev v zamudi nad 90 dni med nefinančnimi podjetji, ki dosegajo 22-odstotni delež v vseh terjatvah v zamudi pri podjetjih. Močno izboljšanje je v predelovalni dejavnosti, kjer je delež terjatev v zamudi nad 90 dni do maja padel na 7,6 %, obseg pa se je z 1,2 mrd pred prvim prenosom na DUTB znižal na 263 mio EUR.

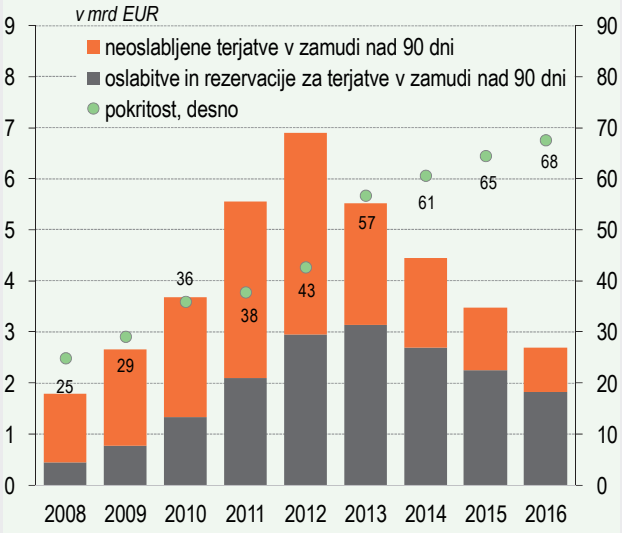
Banke so v prvih petih mesecih 2016 poslovale s solidnim dobičkom pred obdavčitvijo v višini 245 mio EUR. V tem obdobju so neto sproščale oslabitve in rezervacije, kar je odločilno vplivalo na visok dobiček. Na gibanje stroškov oslabitev in rezervacij letos ugodno vplivajo aktivnosti bank v smeri razreševanja slabih terjatev, nizke obrestne mere oziroma ugodni pogoji financiranja in dejstvo, da so banke v preteklih letih oblikovale velik obseg oslabitev. Hkrati pa so banke v okolju nizkih obrestnih mer še naprej izpostavljene razmeroma visokemu dohodkovnemu tveganju. Neto obrestne prihodke bank zmanjšujejo dejavniki, kot so: še vedno prisotno krčenje posojilne aktivnosti bank, zniževanje posojilnih obrestnih mer in donosov za vrednostne papirje. Po drugi strani že močno znižane pasivne obrestne mere in povečan delež vpoglednih vlog dopuščata vse manj prostora za dodatno znižanje obrestnih odhodkov. Nadaljuje se trend počasnega, a vztrajnega zmanjševanja neto obrestne marže, v zadnjih mesecih že nekoliko počasneje, kot v prejšnjih. Do maja 2016 se je neto obrestna marža v primerjavi z letom 2015 znižala samo zelo malo in dosegla 2 %. Z nadaljnjim krčenjem neto obrestnih prihodkov in zniževanjem donosov na vrednostne papirje lahko pričakujemo nadaljnje postopno zniževanje marže. Banke imajo letos nekoliko boljši poslovni rezultat tudi zaradi pozitivne rasti neto neobrestnih prihodkov. Nadaljuje se tudi zmanjševanje operativnih stroškov.

**Slika 3: Razvrščene trejatve v zamudi nad 90 dni**



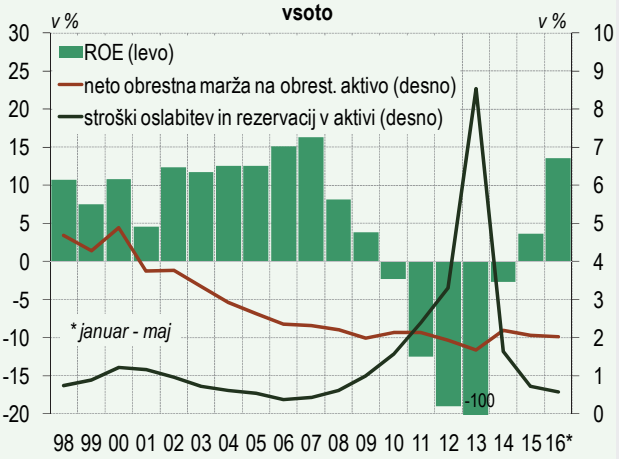

*Vir: Banka Slovenije.*

**Slika 4: Pokritost terjatev v zamudi nad 90 dni z oslabitvami**



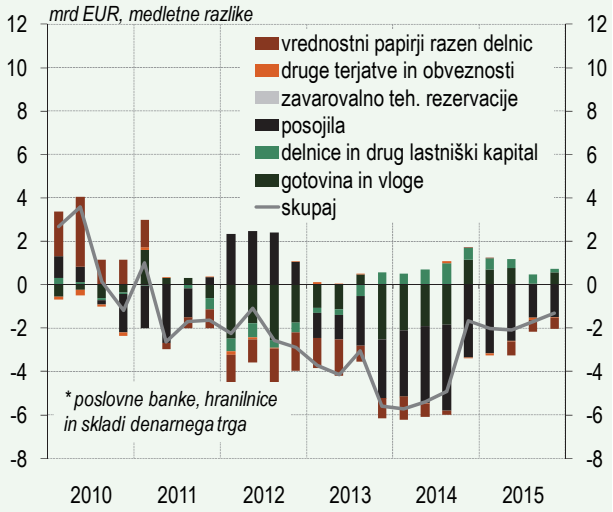

*Vir: Banka Slovenije.*

**Slika 5: Donosnost na kapital, neto obrestna marža na obrestovano aktivo in stroški oslabitev in rezervacij na bilančno vsoto**



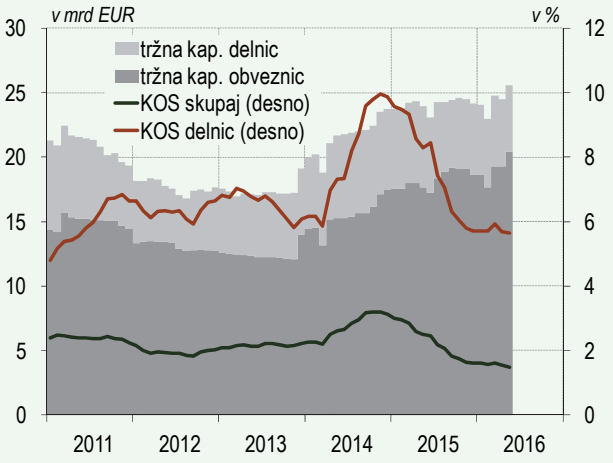

*Opomba:* Neto obrestna marža in stroški oslabitev in rezervacij so izračunani za obdobje zadnjih 12 mesecev.
*Vir: Banka Slovenije.*

**Slika 5.7: Finančne obveznosti bank* (S.122 in S.123)**




*Vir: Banka Slovenije, nekonsolidirani podatki.*

**Slika 5.8: Tržna kapitalizacija in KOS* na LJSE**




*Opomba: * KOS – koeficient obračanja sredstev; razmerje med prometom v zadnjih 12 mesecih in povprečno tržno kapitalizacijo v tem obdobju.*
*Vir: Ljubljanska borza.*

za 2,8 mrd EUR, medtem ko so se vezane vloge zmanjšale za 2,3 mrd EUR. Kljub temu, da vloge predstavljajo najbolj stabilen in pomemben vir financiranja bank, se bodo banke ob močno znižanih ravneh pasivnih obrestnih mer in spreminjanju ročnosti k vpoglednim vlogam soočale z dohodkovnim tveganjem, če se kreditna aktivnost ne bo izboljšala. Prav tako se s tem povečuje nestabilnost strukture virov bank. V letu 2015 so banke zmanjšale svoje obveznosti v obliki posojil v višini 1,5 mrd EUR. Gre za delno odplačevanje obveznosti do ECB in za razdolževanje tako do domačih kot tudi tujih bank. Za 0,5 mrd EUR so se zmanjšale tudi obveznosti iz naslova dolžniških vrednostih papirjev, tako do domačih kot tujih trgov. Konec leta 2015 so finančne obveznosti bank znašale 37,2 mrd EUR in so se zmanjšale za 1,3 mrd EUR.

## Domači finančni trg

**Krčenje števila kotirajočih delnic in plitkost trga na Ljubljanski borzi vse bolj vplivata na dogajanje na domači borzi.** Tržna kapitalizacija delnic je konec maja znašala 5,1 mrd EUR, kar je medletno manj za 18,3 %. Kumulativni promet z delnicami na Ljubljanski borzi je v prvih petih mesecih leta 2016 znašal 115,4 mio EUR, kar je medletno manj za 18,1 %. Glavnina prometa, 90,3 mio EUR, je bila opravljena s štirimi delnicami iz primarne kotacije. Delež tujcev v domačih delnicah je konec maja znašal 27,7 % in je od konca leta 2015 upadel za 1,6 odstotne točke kot posledica umika delnic prevzetih družb iz borznega trgovanja. Borzni indeks SBI TOP je po pozitivnem marcu aprila in maja zabeležil negativen donos, ki se je v juniju še dodatno okrepil zaradi povečanja negotovosti na tujih trgih.

**Promet z obveznicami se je na ljubljanski borzi v prvih petih mesecih leta 2016 medletno močno zmanjšal, tržna kapitalizacija pa se je od konca leta 2015 povečala za 9,6 % na 20,4 mrd EUR.** Na povečanje tržne kapitalizacije obveznic v letošnjem letu je vplivala izdaja nove državne obveznice v marcu in povečanje izdaj dveh državnih obveznic v maju. Kumulativni promet z obveznicami je v prvih petih mesecih leta 2016 znašal 9,4 mio EUR, kar je bilo medletno manj za 38,7 %. Promet z obveznicami je bil izrazito nizek v januarju in maju, medtem ko je promet v preostalih mesecih letošnjega leta le rahlo odstopal od lanskih vrednosti.

# 6 Javne finance

*Slovenija je v letu 2015 primanjkljaj države znižala pod 3 % BDP, s čimer je zagotovila pogoje za izhod iz postopka presežnega primanjkljaja. Letos prehaja v preventivni del Pakta za stabilnost in rast, v okviru katerega mora v letošnjem letu strukturni saldo znižati vsaj za 0,6 % BDP. Za Slovenijo veljajo tudi prehodne določbe glede zniževanja dolga.*

*Načrti v Programu stabilnosti iz aprila 2016 za letošnje leto sledijo tem zahtevam, za prihodnja leta pa je načrtovan manjši strukturni napor od zahtevanega. Evropska komisija je maja ocenila, da obstaja tveganje določenega odklona od priporočene prilagoditve strukturnega salda v letu 2016 in znatnega odklona v letu 2017 ob predpostavki nespremenjenih politik. Prehodne določbe glede dolga naj bi Slovenija v navedenih dveh letih izpolnjevala oziroma večinoma izpolnjevala.*

*Nominalni primanjkljaj države naj bi letos dosegel 2,2 % BDP. Znižanje primanjkljaja v prvem četrtletju odraža rast prihodkov, zlasti iz davkov in prispevkov, medtem ko je bilo znižanje izdatkov posledica krepkega upada investicij države zaradi počasnega začetka črpanja sredstev iz nove EU finančne perspektive. Dolg države je bil ob koncu prvega četrtletja nekoliko višji kot ob koncu lanskega leta in je znašal 83,8 % BDP, kar pa še ne zajema učinkov prestrukturiranja dolga v maju. Tveganja na fiskalnem področju so vezana na potencialno manj ugodna makroekonomska gibanja, na pritiske na rast izdatkov s strani različnih interesnih skupin, na morebitne enkratne dejavnike in tudi na visoko raven implicitnih in potencialnih obveznosti.*

## Primanjkljaj države

**Slovenija je lani izpolnila pogoje za izhod iz postopka presežnega primanjkljaja in letos načrtuje nadaljnje znižanje primanjkljaja države.** V letu 2015 je Slovenija primanjkljaj države znižala na 2,9 % BDP, zaradi česar je Evropska komisija maja predlagala končanje postopka presežnega primanjkljaja. Slovenija s tem prehaja v preventivni del Pakta stabilnosti in rasti, v okviru katerega bo zavezana ustrezno hitro zniževati strukturni primanjkljaj. Zniževanje primanjkljaja države naj bi se nadaljevalo tudi letos, po načrtih vlade naj bi nominalni primanjkljaj dosegel 2,2 % BDP. V Programu stabilnosti je načrtovano tudi ustrezno znižanje strukturnega salda, t. j. v višini 0,6 % BDP. Po ocenah Evropske komisije naj bi primanjkljaj države letos dosegel 2,4 % BDP, strukturno izboljšanje pa 0,2 % BDP, kar je manj od zahtevanih 0,6 % BDP.

**V letošnjem prvem četrtletju so k rasti prihodkov države prispevali predvsem davki in neto socialni prispevki, ki so rasli zaradi ugodnih razmer na trgu dela in nadaljevanja gospodarskega okrevanja.** Prihodki države so bili medletno za 1,1 % višji. Med pomembnejšimi davčnimi prihodki so se najbolj povišali neposredni davki (5,6 %), ki vključujejo dohodnino in tekoče davke na dohodek podjetij. Njihovo rast povezujemo s še naprej ugodnimi razmerami na trgu dela, saj se je zaposlenost povečala za 1,4 %, povprečna sredstva za zaposlene pa še bolj. Na rast davkov od dohodkov podjetij ugodno vpliva nadaljevanje gospodarske rasti. Prihodki iz neto socialnih prispevkov so se zvišali za 2,7 %, posredni davki pa za 2,8 %, pri čemer je bila ocena zasebne potrošnje v tem obdobju manj ugodna kot v nekaj predhodnih četrtletjih. Letos ni prišlo do sprememb davčnih stopenj oziroma obremenitev z davki ali trošarinami, razen manjših sprememb pri trošarinah na energente. Med ostalimi prihodki je bilo medletno predvsem manj kapitalskih transferov, kar je vezano na počasen začetek črpanja sredstev iz proračuna EU iz finančne perspektive 2014–2020.

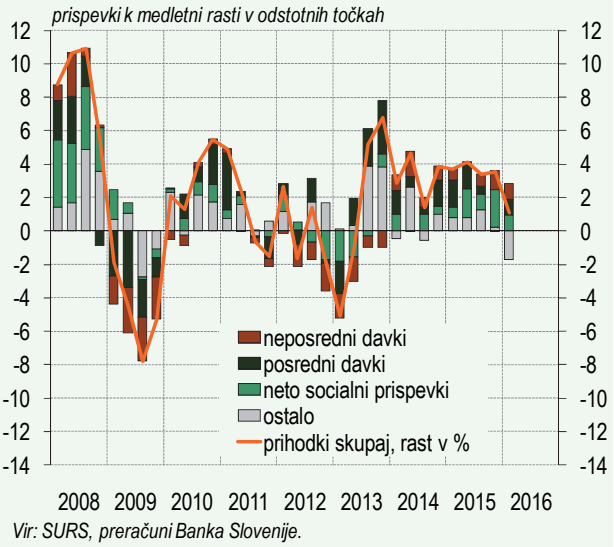
**Tabela 6.1: Primanjkljaj in dolg države v Sloveniji v obdobju 2012–2019**

| | SURS | | | | | Osnutek prorač. načrta | | Program stabilnosti | | | | Evropska komisija | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| v % BDP | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 (1-3) | 2015 | 2016 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2016 | 2017 |
| **Prihodki** | 44,5 | 45,2 | 44,9 | 45,1 | 42,8 | 44,8 | 43,4 | 43,5 | 43,8 | 43,2 | 42,3 | 43,4 | 43,2 |
| **Izdatki** | 48,6 | 60,3 | 49,9 | 48,0 | 46,1 | 47,7 | 45,5 | 45,7 | 45,4 | 44,3 | 42,7 | 45,7 | 45,2 |
| **v tem: obresti** | 2,0 | 2,6 | 3,2 | 3,0 | 3,1 | 3,0 | 2,9 | 2,9 | 2,6 | 2,5 | 2,4 | 2,8 | 2,6 |
| **Neto posojanje (+)/izposojanje (-)** | -4,1 | -15,0 | -5,0 | -2,9 | -3,4 | -2,9 | -2,2 | -2,2 | -1,6 | -1,0 | -0,4 | -2,4 | -2,1 |
| **brez pomoči finančnim inst.** | -3,9 | -4,9 | -4,0 | -2,9 | -3,4 | -2,9 | -2,2 | -2,2 | -1,6 | -1,0 | -0,4 | -2,4 | -2,1 |
| **Strukturni saldo države** | … | … | … | … | … | -1,8 | -1,3 | -1,5 | -1,3 | -1,0 | -0,6 | -2,5 | -2,9 |
| **Dolg** | 53,9 | 71,0 | 81,0 | 83,2 | 83,8 | 84,1 | 80,8 | 80,2 | 78,2 | 76,5 | 73,8 | 80,2 | 78,0 |
| **Realni BDP** *(rast v %)* | -2,7 | -1,1 | 3,0 | 2,9 | 2,5 | 2,7 | 2,3 | 1,7 | 2,4 | 2,3 | 2,3 | 1,7 | 2,3 |

*Vir: SURS (realizacija), Osnutek proračunskega načrta (MF, oktober 2015), Program stabilnosti (MF, april 2016), Evropska komisija (maj 2016).*

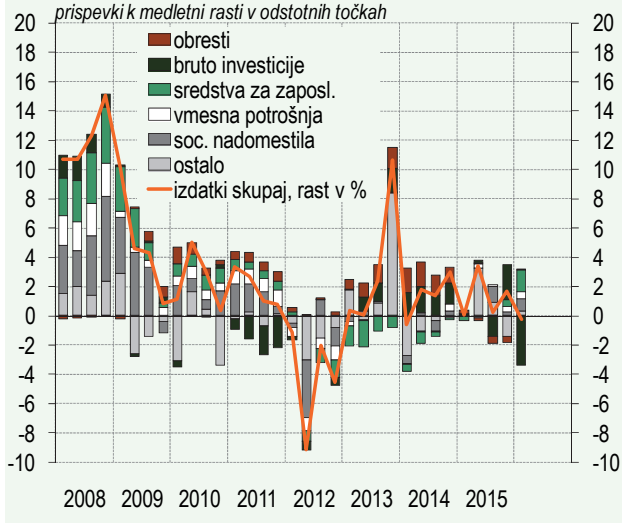
**Izdatki države so se v prvem četrtletju znižali predvsem zaradi izredno velikega znižanja investicij države.** Izdatkov države je bilo medletno manj za 0,2 %, k čemur je prispevalo predvsem 34-odstotno znižanje investicij države. Močno znižanje investicij je bilo pričakovano, po ocenah Ministrstva za finance naj bi se letos zmanjšale za dobro tretjino. Drugi izdatki so večinoma porasli. Sredstva za zaposlene so bila višja za 6,3 % predvsem zaradi izvedbe napredovanj ob koncu lanskega leta, povečalo pa se je tudi število zaposlenih (za 0,6 % medletno, delno kot posledica priključitve Factor banke in Probanke k DUTB, ki je v sektorju države). Prav tako je bila visoka rast sredstev za vmesno potrošnjo,[11] tudi zaradi stroškov, povezanih z begunsko krizo. Socialnih nadomestil je bilo več za 2,0 %. Njihova rast med drugim odseva sprostitev nekaterih ukrepov ob začetku letošnjega leta, ki vključujejo zvišanje denarne socialne pomoči, otroškega dodatka za družine iz petega in šestega dohodkovnega razreda in večje število upravičencev do državne štipendije. Januarja so se za 0,7 % uskladile pokojnine, potem ko več let niso bile usklajene, ali pa le skromno (leta 2015 za 0,1 %). Število upokojencev še naprej raste zmerno (v prvih petih mesecih se je medletno povečalo za 0,3 %).

**Slika 6.1: Prihodki države**




*Vir: SURS, preračuni Banka Slovenije.*

**Slika 6.2: Izdatki države brez pomoči finančnim institucijam**




*Vir: SURS, preračuni Banka Slovenije.*

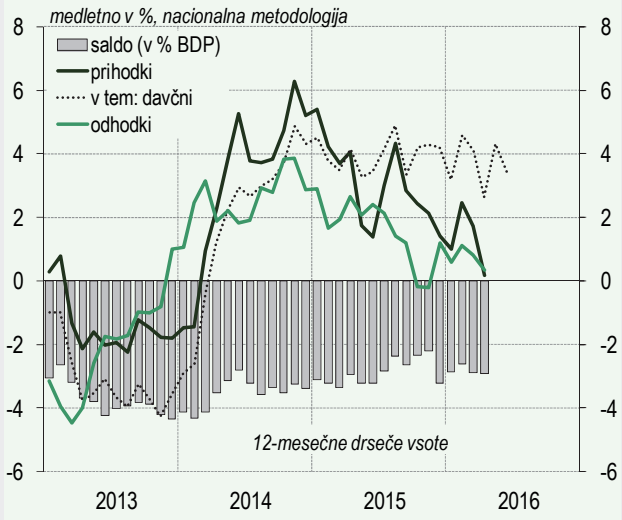
[11] Vmesna potrošnja vključuje izdatke za blago in storitve.

## Okvir 6.1: Javnofinančna gibanja po metodologiji denarnega toka v obdobju januar – april 2016

Primanjkljaj konsolidirane bilance javnih financ se je v prvih štirih mesecih medletno znižal. Znašal je 446 mio EUR. Glede na isto obdobje predhodnega leta so se tako prihodki kot odhodki znižali, kar je povezano z upadom črpanja sredstev iz proračuna EU ob začetku nove finančne perspektive. Sicer so tako davčni kot drugi nedavčni prihodki rasli. Rast prihodkov iz davkov in prispevkov je posledica ugodnih razmer na trgu dela, saj rasteta tako zaposlenost kot povprečna plača, slednje pa omogoča tudi večje trošenje gospodinjstev. Medletno znižanje davkov na blago in storitve do aprila je posledica letošnjega zamika pri vplačilu trošarin iz aprila v maj, pogojenim s koledarjem vplačil. Prihodki iz davkov in prispevkov so se po razpoložljivih podatkih v prvi polovici leta povišali za okoli 3,3 %. Za kar okoli 36 % manj, kot v predhodnem letu, pa je bilo v obdobju januar-april prejetih sredstev iz proračuna EU, saj črpanje sredstev iz nove finančne perspektive le počasi napreduje. Slednje se odraža tudi na odhodkovni strani, kjer v tem obdobju pri investicijskih odhodkih in transferih beležimo 47 % zmanjšanje. Druge večje skupine odhodkov – plače s prispevki, izdatki za blago in storitve ter transferi posameznikom in gospodinjstvom – so medletno porasle.

Saldo je ugodnejši predvsem v proračunu RS in v občinah. V sprejetem proračunu RS je za letos načrtovan primanjkljaj v višini 789 mio EUR, do vključno maja pa je ta znašal 425 mio EUR (lani v istem obdobju 676 mio EUR). Zaradi nižjih investicijskih odhodkov je bil medletno ugodnejši tudi rezultat v zbirnih bilancah občin. Medtem izkazuje ZZZS do maja podoben primanjkljaj kot lani v istem obdobju, ob sorazmerno solidni rasti prihodkov (3,4 %).

**Slika 1: Javnofinančna gibanja**




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

**Tabela 1: Konsolidirana bilanca* javnega financiranja, januar – april 2016**

| | 2015 | zadnjih 12 mesecev do apr.16 | | | 2015 jan.-apr. | 2016 jan.-apr. | apr.16 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | mio EUR | | % BDP | medl. rast, % | mio EUR | | medl. rast, % |
| **Prihodki** | **15.714** | **15.675** | **40,2** | **0,2** | **5.076** | **5.037** | **-0,8** |
| Davki | 13.746 | 13.811 | 35,4 | 2,6 | 4.525 | 4.589 | 1,4 |
| - na blago in storitve | 5.347 | 5.322 | 13,6 | 0,3 | 1.728 | 1.703 | -1,4 |
| - prispevki | 5.474 | 5.548 | 14,2 | 4,1 | 1.794 | 1.869 | 4,1 |
| - dohodnina | 1.986 | 2.004 | 5,1 | 3,7 | 690 | 709 | 2,6 |
| - dohodki pravnih oseb | 595 | 505 | 1,3 | -5,9 | 235 | 145 | -38,1 |
| Prejeta sredstva iz EU | 882 | 771 | 2,0 | -26,5 | 315 | 203 | -35,5 |
| Ostali | 1.085 | 1.094 | 2,8 | -4,6 | 236 | 245 | 3,7 |
| **Odhodki** | **16.956** | **16.814** | **43,1** | **0,3** | **5.626** | **5.483** | **-2,5** |
| Tekoči odhodki | 7.168 | 7.179 | 18,4 | 2,0 | 2.543 | 2.554 | 0,4 |
| - plače in drugi izdatki zaposlenim (s prispevki) | 3.610 | 3.623 | 9,3 | 0,3 | 1.211 | 1.224 | 1,1 |
| - izdatki za blago in storitve | 2.311 | 2.334 | 6,0 | 6,1 | 682 | 705 | 3,3 |
| - obresti | 1.043 | 1.035 | 2,7 | -5,7 | 595 | 588 | -1,2 |
| Tekoči transferji | 7.540 | 7.586 | 19,4 | 0,2 | 2.551 | 2.596 | 1,8 |
| - transferji posameznikom in gospodinjstvom | 6.371 | 6.411 | 16,4 | 1,0 | 2.107 | 2.147 | 1,9 |
| Investicijski odhodki, transferji | 1.815 | 1.662 | 4,3 | -4,2 | 327 | 173 | -47,0 |
| Plačila v proračun EU | 433 | 388 | 1,0 | -6,2 | 206 | 160 | -22,0 |
| **Saldo** | **-1.242** | **-1.138** | **-2,9** | | **-550** | **-446** | |

*Opomba: * Konsolidirane bilance državnega proračuna, proračuna občin, pokojninsko-invalidskega ter obveznega zdravstvenega zavarovanja po načelu plačane realizacije.*
*Vir: Ministrstvo za finance, preračuni Banka Slovenije.*

## Dolg države in poroštva

**Dolg države se je v letošnjem prvem četrtletju nekoliko zvišal.** Ob koncu marca je znašal 32.577 mio EUR oziroma 83,8 % BDP, kar je za 0,6 % BDP več, kot ob koncu lanskega leta. Povečanje je bilo predvsem posledica izdaj dolgoročnih vrednostnih papirjev v prvem četrtletju, ki so več kot nadomestile dospele obveznice. Sredi maja je bilo izvedeno prestrukturiranje dolga, pri čemer je bilo 1,25 mrd dolarskih obveznic nadomeščenih z 1,25 mrd evrskih.

**Poroštva so se v primerjavi s koncem lanskega leta znižala.** Konec prvega četrtletja so poroštva znašala 6,9 mrd EUR oziroma 17,8 % BDP, medtem ko so dosegala konec lanskega leta še 18,3 % BDP. Približno polovica poroštev je vezana na obveznosti družbe DARS d.d. in obveznosti sklada EFSF. Znižanje je bilo rezultat zapadanja obveznosti, ki so jih imetniki poroštev poravnali sami (predvsem DARS d.d. in SID banka). Poroštva spadajo med potencialne obveznosti države, vendar je za 5 % BDP poroštev že vključenih v dolg. Slednje se nanaša na izdane obveznice DUTB ter del poroštev iz sklada EFSF.

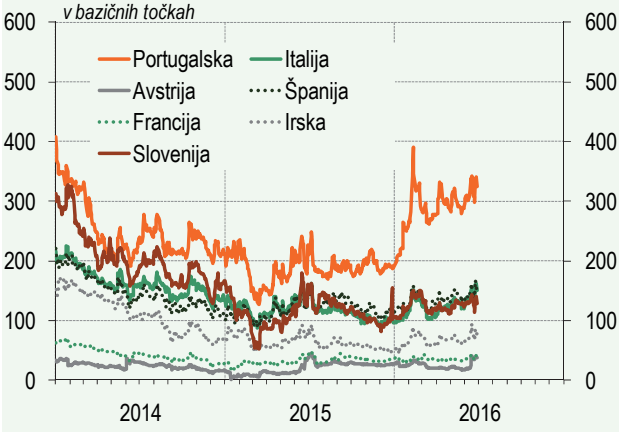
**Ob stimulativnih ukrepih denarne politike ostaja zahtevana donosnost slovenskih državnih obveznic na nizki ravni.** V prvem četrtletju je bilo na finančnih trgih prisotne nekaj nenaklonjenosti tveganju, ki pa je ob najavi dodatnih ukrepov ECB splahnela. Kasneje so pribitki nad primerljivo nemško obveznico in zahtevane donosnosti desetletnih slovenskih državnih obveznic, podobno kot v drugih perifernih državah območja evra, vztrajali na nizkih ravneh. Junija je agencija Standard & Poor's zvišala bonitetno oceno dolgoročnega dolga Slovenije za eno stopnjo z A- na A, kar dodatno prispeva k ohranjanju nizke ravni zahtevanih donosnosti na slovenski državni dolg. Manjše povišanje sredi junija je odražalo negotovosti na finančnih trgih ob referendumu o izstopu iz EU v Veliki Britaniji. Povprečna zahtevana donosnost slovenskih desetletnih obveznic je junija znašala 1,31 %, pribitek nad desetletno nemško obveznico pa 130 bazičnih točk.

## Načrtovano gibanje primanjkljaja države

**Tako nominalni kot strukturni saldo sektorja države naj bi se uravnotežila do leta 2020.** Vlada načrtuje zniževanje nominalnega salda za 0,6 odstotne točke BDP letno, s čimer bi se primanjkljaj države do leta 2019 znižal na 0,4 % BDP. Ukrepi, ki jih za dosego cilja navaja aprilska dopolnitev Programa stabilnosti, zajemajo izboljšanje učinkovitosti pobiranja javnih dajatev (med drugim je z letošnjim letom obvezno davčno potrjevanje računov), posodobitev sistema obdavčitve nepremičnega premoženja, obvladovanje stroškov za plače, socialne transfere in subvencije. V teku so tudi pogajanja s sindikati javnega sektorja glede mase plač v letih 2017-2020. Ta bi se namreč v letu 2017 povečala za okoli 2,5 % že samo na račun ukrepov, izvedenih v letošnjem letu.[12] Zniževanje primanjkljaja lahko otežijo manj ugodna gospodarska gibanja doma in v tujini ter dejavniki enkratne narave (begunska kriza, vpliv transakcij DUTB, sodbe sodišč).

**Po odpravi presežnega primanjkljaja je Slovenija, skladno s preventivnim delom Pakta za stabilnost in rast, zavezana izboljševati strukturni saldo.**[13] Evropska komisija od Slovenije zahteva strukturni napor, t. j. znižanje strukturnega primanjkljaja za 0,6 % BDP tako v letošnjem, kot v prihodnjem letu. Na podlagi pomladan-

**Slika 6.3: Pribitki dolgoročnih državnih obveznic nad nemško**



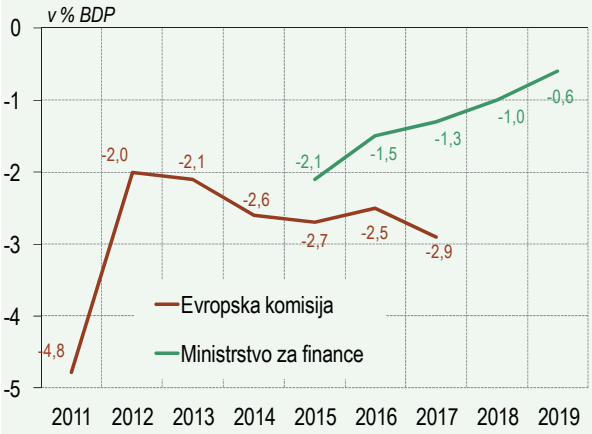

*Vir: Bloomberg, preračuni Banka Slovenije.*
*Opomba: Pribitek je izračunan kot razlika med donosom desetletne državne obveznice in donosom referenčne (nemške) obveznice na dnevni ravni in odraža tveganja, ki jih tržni udeleženci pripisujejo državi.*

[12] Poleg napredovanj ob koncih let 2015 in 2016, bo v letu 2016 potrebnih več sredstev za regres zaposlenim, s 1. 9. 2016 pa bo odpravljeno znižanje vrednosti plačnih razredov. Še naprej ostajajo v veljavi zamrznitev izplačevanja redne delovne uspešnosti, znižano plačilo delovne uspešnosti iz naslova povečanega obsega dela in nižje premije za kolektivno dodatno pokojninsko zavarovanje.
[13] Ciklično prilagojeni saldo javnih financ kaže, kakšen je saldo po izločitvi cikličnih gibanj. Strukturni saldo je izračunan tako, da se poleg ciklične komponente iz salda izločijo še enkratni in drugi začasni ukrepi.

skih napovedi Evropska komisija ugotavlja, da obstaja tveganje določenega odklona od zahtevane prilagoditve za dosego srednjeročnega cilja v letu 2016 in tveganje znatnega odklona v letu 2017 ob predpostavki nespremenjenih politik. Slednje pomeni potrebo po dodatnih ukrepih za zagotovitev izpolnjevanja določb. Za Slovenijo veljajo tudi prehodne določbe glede dolga, ki naj bi jih Slovenija po oceni Evropske komisije letos izpolnjevala, v letu 2017 pa večinoma izpolnjevala. Slovenija tudi še ni uskladila srednjeročnega cilja z zahtevami Pakta stabilnosti in rasti.

**Pripravljajo se strukturne reforme na področju pokojnin, zdravstva in dolgotrajne oskrbe.** Staranje prebivalstva je dejavnik, ki predstavlja tveganje za dolgoročno vzdržnost javnih financ. Do leta 2060 naj bi se v Sloveniji po ocenah iz poročila Evropske komisije Ageing Report 2015 najbolj povečali izdatki za pokojnine, precejšen porast pa je ocenjen tudi pri izdatkih za zdravstvo in dolgotrajno oskrbo. Bela knjiga o dolgoročni vzdržnosti pokojninskega sistema, ki je bila predstavljena aprila letos, prinaša naslednje predloge: (i) podaljšanje upokojitvene starosti na 67 let (ohrani se spodnja meja zavarovalne dobe pri 15 letih), (ii) podaljševanje števila let, ki se štejejo v pokojninsko osnovo na 34 zaporednih najugodnejših let delovne dobe, (iii) letno usklajevanje pokojnin naj bi postopoma prešlo le na uskladitev z inflacijo, (iv) ukinili bi možnost predčasne upokojitve, ohranili pa bonuse za podaljšanje delovne dobe. Spremembe se pripravljajo tudi na področju zdravstva in dolgotrajne oskrbe.

**Slika 6.4: Strukturni primanjkljaj javnih financ v Sloveniji**




*Opomba: Strukturni primanjkljaj, kot ga ocenjuje Ministrstvo za finance, odraža njegovo ciljno dinamiko, ocene Evropske komisije pa samo izvedene ukrepe.*
*Vir: Evropska komisija, Ministrstvo za finance – Program stabilnosti, april 2016.*

# 7 Gibanje cen

*Skupna medletna rast cen, merjenih v HICP, je bila junija z 0,1 % prvič po dveh letih spet pozitivna in prvič po dveh letih ni bila več nižja od inflacije evrskega območja. Osnovna inflacija je dosegla evrsko že maja in jo junija že presegla. Vzroki za ta obrat so različni: počasi se pojavljajo tako zunanji kot domači stroškovni pritiski, medtem ko je še težko oceniti vpliv s strani domačega povpraševanja, saj je bila njegova rast v prvem četrtletju precej šibka.*

## Struktura gibanja cen

**Slovenska negativna medletna rast cen se je nekoliko zmanjšala že maja, junija pa je z 0,1 % že preskočila v pozitivno območje.** V primerjavi z majem se je junijska skupna medletna stopnja povečala za kar 0,6 odstotne točke. Na to so vplivali predvsem veliki poskoki cen hrane in cen storitev. Zmanjšala se je negativna medletna rast cen energentov, ki pa še naprej močno znižuje skupno medletno inflacijo.

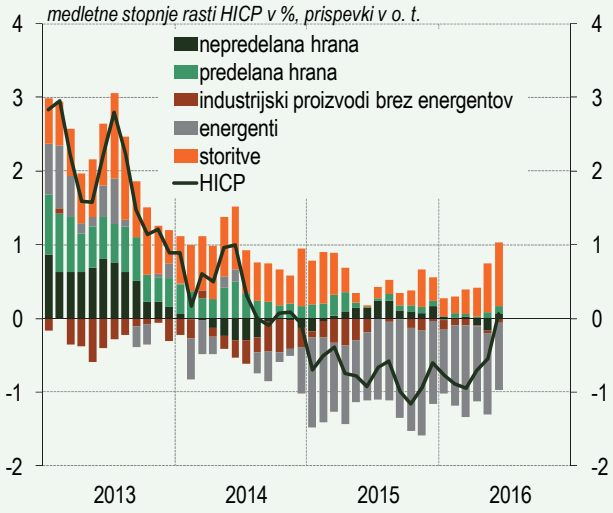
## Makroekonomski dejavniki

**Junija je medletna rast kazalnikov osnovne inflacije presegla rast povprečja evrskega območja za 0,3 odstotne točke.** Osnovna inflacija, merjena s HICP brez energentov, hrane, alkohola in tobaka, je z 0,3 % v prvem četrtletju porasla v drugem na 0,9 % in junija že na 1,2 %, s čimer je presegla stopnjo evrskega območja za 0,3 odstotne točke. Zvišala se je tudi medletna rast drugih dveh kazalnikov osnovne inflacije, predvsem zaradi višje medletne rasti cen storitev, na katero morda že vplivata izboljševanje gospodarskih razmer in krepitev domačih stroškov dela.

**Rast mase plač in zasebne potrošnje se je morda le začela prenašati v rast osnovne inflacije.** Razmere na trgu dela se letos še naprej opazno izboljšujejo; rasteta tako zaposlovanje kot povprečna plača. Zniževanje kazalnika zaupanja iz sredine leta 2015 se je po februarju obrnilo v rahlo rast, v prvi polovici leta so se precej zvišala tudi inflacijska pričakovanja. Na to, da je ta dinamika le še sorazmerno omejena, pa opozarja podatek, da se je rast zasebne potrošnje v povprečju prvega četrtletja letos precej umirila.

**Povišana osnovna inflacija je tudi posledica ponudbenih dejavnikov.** Zvišanje svetovnih cen nafte in energentov vpliva na rast cen nekaterih skupin storitev, predv-

**Slika 7.1: Prispevki k inflaciji**




*Vir: Eurostat, preračuni Banka Slovenije.*

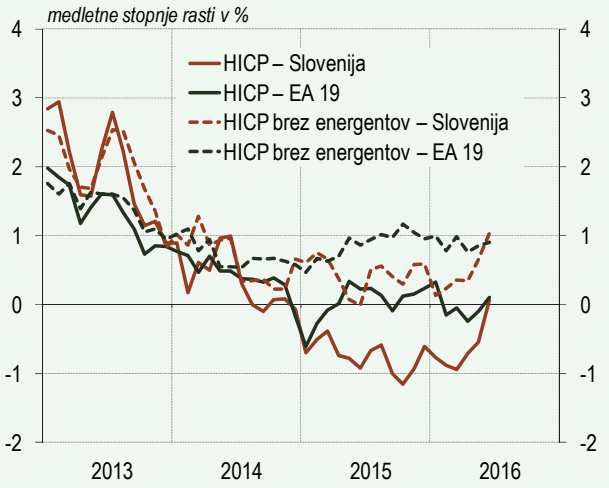
sem letalskega potniškega prevoza in počitnic v paketu. V prvem delu leta se je zaustavilo tudi padanje cen drugih surovin; predvsem cene hrane in neživilskih kmetijskih surovin so nekoliko porasle. V prvem četrtletju je rast stroškov dela na zaposlenega po več kot dveh letih spet presegla rast produktivnosti, tako da je bila rast stroškov dela na enoto proizvoda že pozitivna. Upoštevajoč gibanja na trgih surovin ter zvišanih stroškov dela na enoto proizvoda je mogoče pričakovati tudi postopno krepitev stroškovnih pritiskov.

## Mikroekonomski dejavniki

**Skladno z rastjo cen nafte na svetovnem trgu se počasi zvišujejo cene energentov, čeprav zaenkrat še ob globoko negativni medletni stopnji.** V povprečju drugega četrtletja je znašala medletna rast cen energentov -7,2 %, kar je 0,6 odstotne točke več kot v prejšnjem četrtletju, medtem ko se je v istem obdobju medletno znižanje cen energentov v povprečju evrskega območja povečalo za 0,4 odstotne točke. Poleg rasti cen nafte je k tekočemu zviševanju slovenskih cen naftnih derivatov nekoliko prispevala tudi delna liberalizacija cen derivatov. Nekoliko se je zmanjšala tudi negativna medletna rast cen plina, na drugi strani pa se je znatno pocenilo daljinsko ogrevanje.

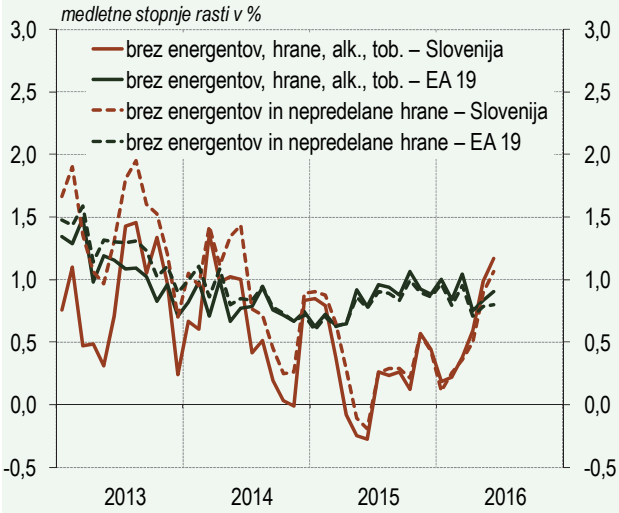
**Po izteku veljavnost uredbe o oblikovanju cen naftnih derivatov lanskega oktobra je ministrstvo za gospodarstvo vladi predlagalo sprostitev cen naftnih derivatov na domačem trgu.** Na podlagi ocene vpliva deregulacije cen se je vlada na začetku aprila odločila za delno sprostitev cen naftnih derivatov, in sicer za liberalizacijo cen 98- in več-oktanskega bencina ter kurilnega olja. Dodatno k rasti cen naftnih derivatov zaradi zviševanja svetovnih cen nafte se je tako maja in junija močneje podražilo kurilno olje, nekoliko močneje od cen 95-oktanskega bencina pa so se zvišale tudi cene 98- in več-oktanskega. V naslednjih mesecih naj bi vlada preučila vplive liberalizacije na proračun in se odločila o morebitni popolni sprostitvi cen goriv na avtocestnem križu. Januarja letos, sočasno s seznanitvijo javnosti o načrtovanih vladnih ukrepih, je močno poskočil anketni kazalnik o

**Slika 7.2: Inflacija**



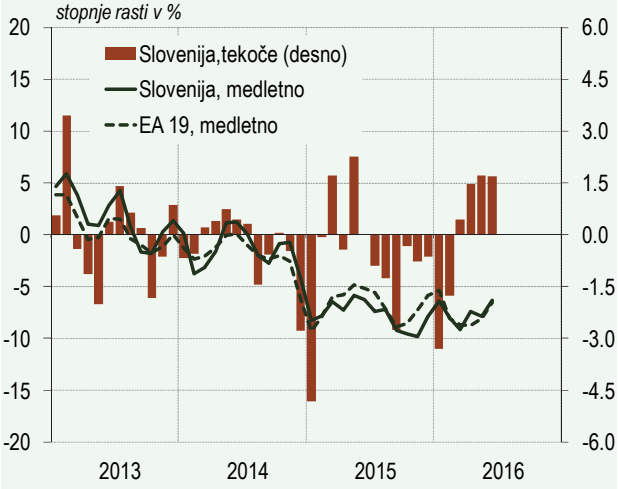

Vir: Eurostat.

**Slika 7.3: Osnovna inflacija**



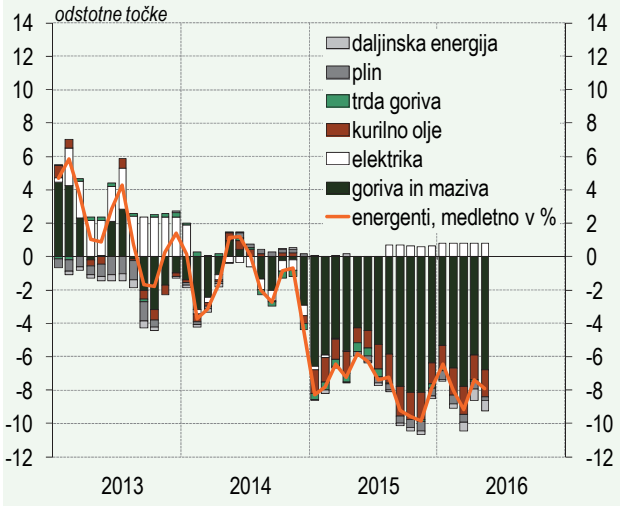

Vir: Eurostat, preračuni Banka Slovenije.

**Slika 7.4: Gibanje cen energentov**



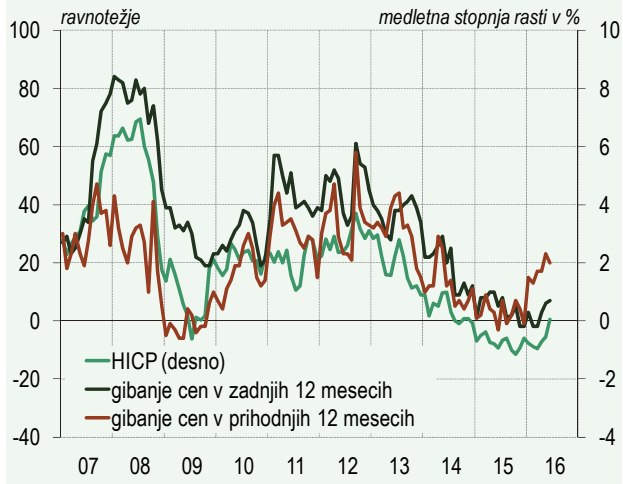

Vir: Eurostat, preračuni Banka Slovenije.

**Slika 7.5: Prispevki k rasti cen energentov**



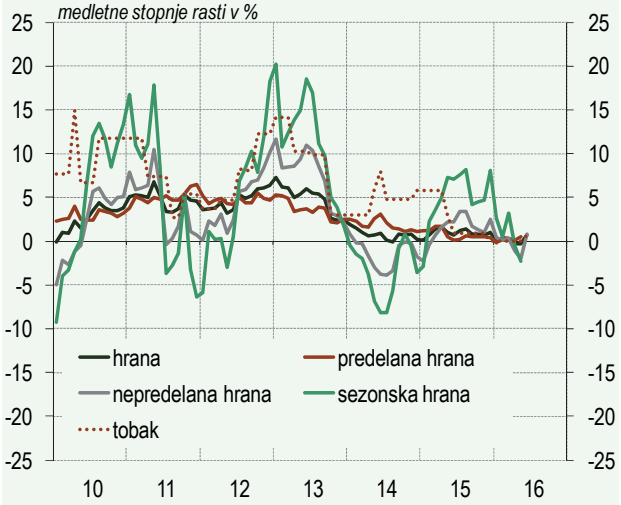

Vir: ECB.

**Slika 7.6: Zaznano in pričakovano gibanje cen iz Ankete o mnenju potrošnikov**



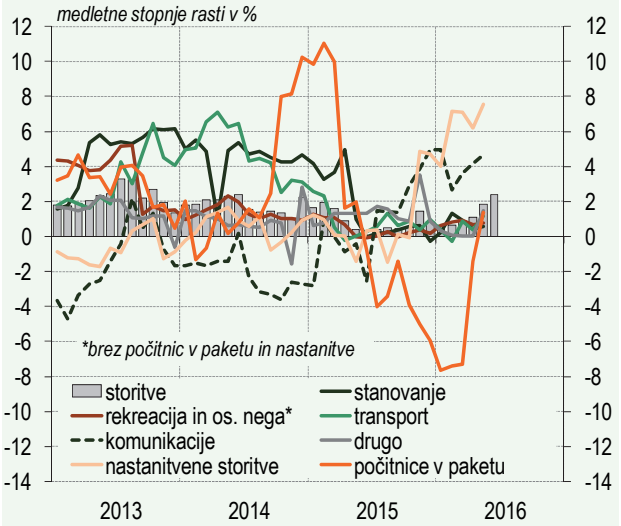

Vir: SURS, Eurostat.

**Slika 7.7: Cene hrane**




Vir: Eurostat, preračuni Banka Slovenije.

**Slika 7.8: Cene storitev**



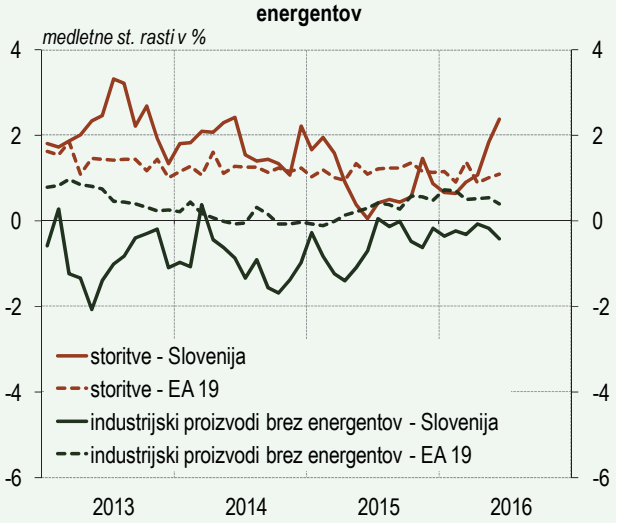

Vir: Eurostat, preračuni Banka Slovenije.

pričakovanem gibanju cen, ki se je v naslednjih mesecih še zvišal.

**Medletna rast cen hrane se je v povprečju drugega četrtletja nekoliko znižala, junija pa je potem močno porasla.** Aprila in maja so padle cene nepredelane hrane medletno globoko pod nič, junija pa poskočile na 0,8 %, predvsem zaradi občutnih podražitev mesa. Rast cen predelane hrane se je povečala že maja in dosegla junija 0,7 %, k čemu so prispevale največ cene kruha in testenin. Skupna rast cen hrane, ki je znašala v prvem četrtletju 0,2 %, je porasla junija na 0,7 %, a je še naprej zaostajala za rastjo v evrskem območju.

**Ugodne gospodarske razmere so se v zadnjih mesecih začele odražati tudi v cenah storitev, katerih rast se je v drugem četrtletju povzpela nad povprečje evrskega območja.** Medletna rast cen storitev se je v primerjavi s prvim četrtletjem zvišala za 1 odstotno točko in v povprečju drugega četrtletja znašala 1,8 %, junija pa že celo 2,4 %. K zvišanju je prispevalo več dejavnikov. Ob pričakovanju prihajajoče ugodne turistične sezone se je po novem večjem dvigu cen v februarju še dodatno zvišala medletna rast cen hotelskih storitev. V zadnjih mesecih so spet nekoliko porasle cene letalskega prevoza in počitniških aranžmajev, morda tudi pod vplivom letošnje rasti cen nafte. Majsko večje zvišanje tarif upravnih taks za nekatere storitve in junijska podražitev zdravstvenih

**Slika 7.9: Cene storitev in industrijskih proizvodov brez energentov**




*Vir: Eurostat, preračun Banka Slovenije.*

storitev pa sta k zvišanju rasti cen storitev prispevala približno 0,4 odstotne točke. V povprečju evrskega območja so se v drugem četrtletju cene storitev medletno zvišale za 1,0 %, kar je 0,8 odstotne točke manj kot v Sloveniji.

**Rast cen industrijskih proizvodov brez energentov se še ni začela višati.** V drugem četrtletju so bile cene v tej skupini medletno nižje za 0,2 %, kar je za še 0,1 odstotne točke manj kot v prvem. H gibanju cen industrijskih proizvodov brez energentov je pozitivno prispevala rast cen oblačil in obutve, ki se od februarja letos počasi krepi. Po drugi strani pa ostaja v zadnjih treh mesecih medletna rast cen avtomobilov v negativnem območju na ravni okrog -3,0 % in se je v primerjavi s prejšnjim četrtletjem še nekoliko znižala. V evrskem območju je medletna rast cen industrijskih proizvodov brez energentov že nekaj časa pozitivna in je v povprečju drugega četrtletja znašala 0,5 %.

## Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih

**Medletna rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih na domačem trgu še naprej beleži padajoč trend.** Zniževanje se je v primerjavi z zadnjim lanskim četrtletjem še poglobilo in je znašalo maja 1,9 %. Razen cen energentov, katerih medletni padec se je v drugem četrtletju nekoliko umiril skladno z umirjanjem medletnega zniževanja svetovnih cen nafte, so k negativnemu trendu prispevale vse skupine. Največ so prispevale cene v pod-

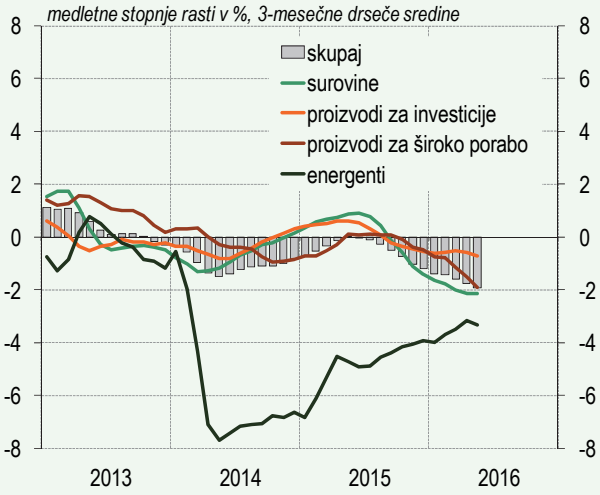
**Tabela 7.1: Struktura HICP in kazalniki gibanja cen**

| | utež | povprečna medletna rast v % | | | | | medletna rast v četrtletju v % | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2016 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 1H16 | 15Q1 | 15Q2 | 15Q3 | 15Q4 | 16Q1 | 16Q2 |
| **HICP** | *100,0%* | 2,8 | 1,9 | 0,4 | -0,8 | -0,6 | -0,5 | -0,8 | -0,8 | -0,9 | -0,9 | -0,4 |
| **Struktura HICP:** | | | | | | | | | | | | |
| **Energenti** | *13,0%* | 9,0 | 1,8 | -1,4 | -7,8 | -7,5 | -7,5 | -6,4 | -7,9 | -9,1 | -7,9 | -7,2 |
| **Hrana** | *22,7%* | 4,7 | 4,9 | 0,8 | 1,0 | 0,1 | 0,7 | 1,1 | 1,2 | 0,8 | 0,2 | 0,1 |
| **predelana** | *15,7%* | 4,7 | 3,6 | 1,8 | 0,8 | 0,3 | 1,4 | 0,7 | 0,4 | 0,5 | 0,2 | 0,4 |
| **nepredelana** | *7,1%* | 4,5 | 7,6 | -1,5 | 1,4 | -0,3 | -0,6 | 2,0 | 2,8 | 1,6 | 0,3 | -0,8 |
| **Ostalo blago** | *27,7%* | -0,2 | -0,9 | -1,0 | -0,6 | -0,3 | -0,8 | -1,1 | 0,0 | -0,4 | -0,3 | -0,2 |
| **Storitve** | *36,5%* | 1,5 | 2,2 | 1,8 | 0,9 | 1,2 | 1,7 | 0,4 | 0,5 | 1,0 | 0,7 | 1,8 |
| **Kazalniki osnovne inflacije:** | | | | | | | | | | | | |
| **HICP brez energentov** | *87,0%* | 1,8 | 2,0 | 0,7 | 0,4 | 0,5 | 0,7 | 0,1 | 0,5 | 0,5 | 0,2 | 0,7 |
| **HICP brez energentov in nepredelane hrane** | *79,9%* | 1,5 | 1,4 | 0,9 | 0,4 | 0,5 | 0,8 | 0,0 | 0,3 | 0,4 | 0,2 | 0,8 |
| **HICP brez energentov, hrane, alk. in tobaka** | *64,3%* | 0,7 | 0,9 | 0,6 | 0,3 | 0,6 | 0,7 | -0,2 | 0,3 | 0,4 | 0,3 | 0,9 |
| **Drugi kazalniki cen:** | | | | | | | | | | | | |
| **Cene ind. proizvajalcev na domačem trgu** | | 1,0 | 0,3 | -1,1 | -0,5 | -1,8 | -0,3 | 0,0 | -0,5 | -1,2 | -1,6 | -2,0 |
| **BDP deflator** | | 0,3 | 0,8 | 0,8 | 0,4 | ... | 0,5 | 0,2 | 0,1 | 1,0 | 1,1 | ... |
| **Uvozne cene**[1] | | 2,1 | -1,5 | -1,1 | -1,3 | ... | -1,4 | -0,1 | -1,5 | -2,2 | -3,2 | ... |

*Opomba: [1] Podatki iz nacionalnih računov.*
*Vir: SURS, Eurostat, preračuni Banka Slovenije.*

skupini trajnega blaga za široko porabo, kjer se je predhodni pozitivni trend na začetku letošnjega leta obrnil navzdol in dosegel maja 2,0-odstotno negativno medletno rast. Na drugi strani pa so se medletno nekoliko manj znižale cene netrajnega blaga za široko porabo in cene proizvodov za investicije.

**Slika 7.10: Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih na domačem trgu**




*Vir: SURS, preračuni Banka Slovenije.*

# 8 Izbrane teme

## 8.1 Nekatere dileme vodenja denarne in fiskalne politike

*Način vodenja fiskalne in monetarne politike se je v zadnjem desetletju precej spremenil. Z začetkom gospodarske in finančne krize v letu 2008 so se tudi države evrskega območja soočile s problemi finančnega sektorja, upada povpraševanja in vzdržnosti državnega dolga. To je privedlo do ukrepanja in prilagoditev tako fiskalne kot denarne politike. Na področju denarne politike so bili poleg postopnega znižanja obrestnih mer, tudi v negativno območje, sprejeti številni nekonvencionalni ukrepi, ki se še vedno dopolnjujejo. Fiskalna politika je bila soočena z naraščajočimi javnofinančnimi primanjkljaji ter z vprašanji vzdržnosti povečanega dolga države. Veliko je bilo sprememb tudi na institucionalnem področju. Po stabilizaciji razmer, za katere je značilna nizka rast aktivnosti in nizka, celo negativna, rast cen, v ospredje vedno bolj stopa potreba po oživitvi gospodarstva evrskega območja.*

*Ukrepanje fiskalne politike v podporo denarni politiki pri stabilizaciji gospodarstva zahteva razpoložljiv fiskalni prostor. Ali ima država tega na razpolago je odvisno tudi od uspešnosti vodenja fiskalne politike v dobrih časih, ko se fiskalni prostor lahko ustvari ali poveča. Pogosto pa fiskalna politika te priložnosti ne izkoristi. Zaradi potrebe po bolj odgovornem vodenju fiskalne politike je – v času krize in po njej – prišlo do večjega poudarka na delovanju fiskalnih pravil in fiskalnih svetov. Pri denarni politiki je nabor nestandardnih ukrepov, ki so namenjeni približevanju inflacijskemu cilju (prek oživljanja povpraševanja in s tem hkrati oživljanja gospodarstva), v obdobju po krizi že zelo širok in intenziven. Treba je upoštevati tudi, da njihov vpliv na gospodarsko rast ni takojšen.*

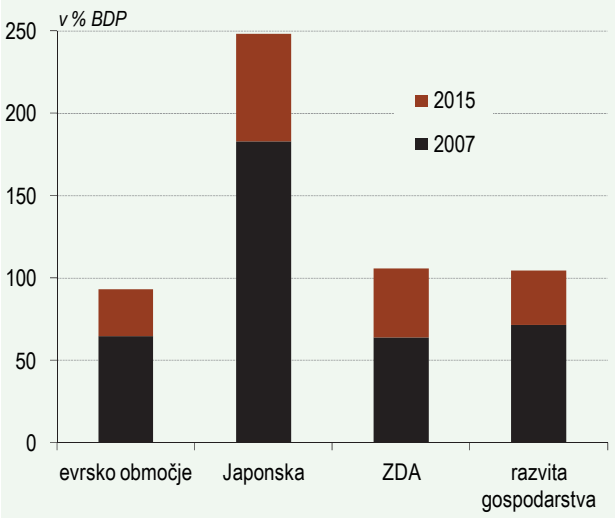
### Denarna in fiskalna politika v krizi

**Makroekonomska politika običajno cilja doseganje vzdržne gospodarske rasti, polne zaposlenosti in cenovne stabilnosti**. Tem primarnim ciljem se v namen ohranjanja stabilnosti pogosto pridružijo še sekundarni kot so ugodna zunanja pozicija, fiskalna vzdržnost in drugi. Fiskalna in denarna politika sta tako primarno osredotočeni na različne cilje – v območju evra monetarna politika primarno cilja inflacijo, fiskalna pa v okviru pravil Pakta stabilnosti in rasti primanjkljaj in dolg države. Za doseganje ciljev uporabljata nabor instrumentov, ki segajo od sprememb davčnega sistema in javnofinančnih izdatkov do sprememb obrestne mere in ponudbe denarja. V obdobju krize se je nabor instrumentov še znatno povečal. Evrsko območje ima enotno denarno politiko, medtem ko je fiskalna politika v rokah posameznih držav, a predmet usklajevanja znotraj Pakta stabilnosti in rasti.

**Zadnja gospodarska in finančna kriza je zajela večino svetovnega gospodarstva.** Japonska se je s podobno situacijo soočala že od 90-ih let, ko so se pojavili problemi nezadostnega povpraševanja, visokega javnega dolga in nizke, tudi negativne, inflacije. V letu 2008 pa je kriza zajela najprej ZDA in potem še evrsko območje, na katerega se v prispevku osredotočamo. V evrskem območju je bila kriza po državah različno močna.

**Odziv denarne politike na krizo je bil obsežen.** Evro območje, katerega ključni cilj je inflacija nekoliko pod vendar blizu 2% letno na srednji rok, se je na krizo, ki je primarno izhajala iz finančnega sistema, ter na čezmerno zniževanje inflacije odzval tako z zniževanjem ključne obrestne mere, kot tudi z uvedbo t. i. nestandardnih ukrepov[14] in z uvajanjem regulatornih sprememb na področju bančništva in makrobonitetnega nadzora.

**Slika 8.1.1: Dolg države**




*Vir: IMF WEO database, April 2016.*

**Na področju javnih financ je bilo opazno naraščanje primanjkljajev ter dolga države.** Tem so sledili konsolidacijski ukrepi, saj so se nekatere države soočile z otežen im financiranjem na finančnih trgih in neizpolnjevanjem fiskalnih pravil, določenih s Paktom o stabilnosti in rasti.

**Zaradi potrebe po oživljanju gospodarske rasti so se pojavile težnje po večjem sodelovanju fiskalne in denarne politike, ki sta bili v obdobju pred krizo pretežno neodvisni druga od druge.** Pri povečanju sodelovanja obeh politik se tako pojavlja več odprtih vprašanj oziroma dilem. Ti se pri denarni politiki nanašajo predvsem na učinkovitost njenih ukrepov za doseganje inflacijskega cilja v razmerah nizkih (tudi negativnih) obrestnih mer, v povezavi s sodelovanjem s fiskalno politiko pa na ohranjanje neodvisnosti centralne banke. Pri fiskalni politiki se ključno vprašanje nanaša na uresničevanje cilja stabilizacije gospodarstva ob hkratnem doseganju vzdržnosti javnih financ ter spoštovanju pravil Pakta stabilnosti in rasti.

[14] Nestandardni ukrepi, ki jih je ECB uporabljala za doseganje primarnega cilja stabilnosti cen ter za spodbujanje delovanja transmisijskega mehanizma denarne politike, zajemajo široko paleto ukrepov t. i. kvantitativnega sproščanja, ter tudi javno nastopanje ECB, s katerim je večkrat vplivala na finančne trge. Odmeven je bil na primer govor predsednika ECB Draghija julija 2012, ko je sporočil, da bo ECB naredila vse, kar je potrebno, da ubrani evro. Julija 2013 pa je ECB sporočila, da bo njena ključna obrestna mera ostala na nizki ravni daljše časovno obdobje, v pristopu, poznanem kot sporočanje prihodnje usmeritve denarne politike (forward guidance). Med ukrepe kvantitativnega sproščanja ECB pa sodijo predvsem:

(1) Povečana kreditna spodbuda (Enhanced Credit Support) sredi leta 2009, kjer je bil še dodatno povečan dostop bank do likvidnosti pri ECB prek operacij dolgoročnejšega refinanciranja.

(2) Program odkupa državnih obveznic na sekundarnem trgu (Securities Markets Programme), kjer je bil dotok centralnobančnega denarja sicer steriliziran, je pa vplival na gibanje donosnosti državnih obveznic. Prvič je bil uveden maja 2010 ter ponovno julija 2011 in nato ukinjen z uvedbo programa dokončnih denarnih transakcij.

(3) Program dokončnih denarnih transakcij (Outright Monetary Transactions, OMT) je bil najavljen septembra 2012, a ni bil nikoli uporabljen.

(4) Dve triletni operaciji dolgoročnega refinanciranja decembra 2011 in februarja 2012.

(5) Ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja (Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTRO), prvič izvedene septembra 2014 in nato četrtletno do junija 2016.

(6) Drugi niz štirih ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja, prvi junija 2016 in nato četrtletno do marca 2017.

(7) Program odkupa vrednostnih papirjev (Asset Purchase Programme, APP), ki vsebuje več ukrepov:

a) Program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja na sekundarnem trgu (Public Sector Purchase Programme, PSPP), najavljen januarja in uveljavljen marca 2015. Odkupljene obveznice so na voljo tudi za posojanje.

b) Program nakupa kritih obveznic (Covered Bond Purchase Programme, CBPP), prvič uveden julija 2009 ter nato novembra 2011 in septembra 2014.

c) Program odkupa listinjenih vrednostnih papirjev (Asset-backed Securities Purchase Programme, ABSPP), uveden septembra 2014.

d) Program odkupa podjetniških obveznic (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP), uveljavljen sredi leta 2016.

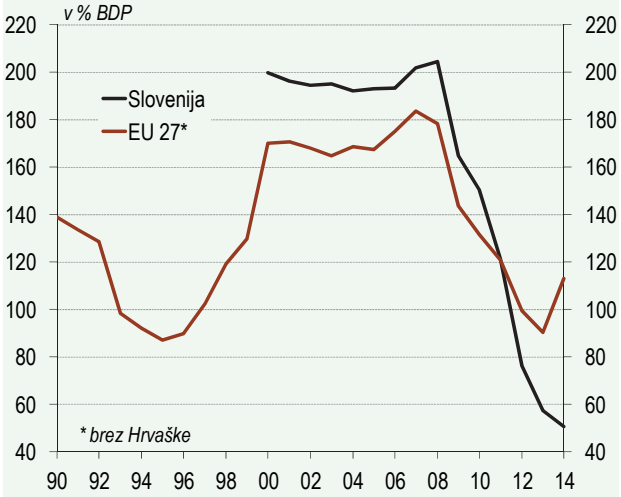
## Fiskalni prostor

**Trenutno je eno pomembnejših vprašanj v razpravah o vodenju ekonomskih politik razpoložljivost fiskalnega prostora (*fiscal space*)**. Gre za vprašanje, ali fiskalna politika lahko prispeva k doseganju ciljev ekonomskih politik oziroma če lahko ukrepa v primeru nepričakovanih dogodkov (npr. ponovne gospodarske recesije), ne da bi bila s tem ogrožena vzdržnost dolga države. Ta se je v zadnji krizi v razvitih gospodarstvih močno povečal tako zaradi izrednih stroškov, povezanih s prestrukturiranjem finančnega sistema, kot zaradi hkratnega precejšnjega poslabšanja primarnih bilanc (Ostry in dr., 2015).

**Pristopov k izračunu fiskalnega prostora je več, v tem prispevku pa se osredotočamo na dva**. Po prvem ocena temelji na izračunu meje dolga, pri drugem pa fiskalni prostor ocenimo z upoštevanjem fiskalnih pravil.[15]

**Po prvem pristopu je fiskalni prostor izračunan kot razlika med mejo dolga (*debt limit*) in trenutno ravnijo dolga države**. Pri tem je meja dolga opredeljena kot kritična točka, nad katero zgodovinsko izkazan fiskalni odziv države na rastoči dolg ni zadosten za ohranitev vzdržnosti dolga (Ostry in dr., 2010, Ghosh in dr., 2013). Pristop torej temelji na ocenjevanju zgodovinskega odziva držav (e) na rast dolga. Velja, da s približevanjem dolga k meji dolga obrestne mere državnih obveznic rastejo. Odziv držav je seveda v sedanjosti lahko drugačen kot je bil v preteklosti (spreminja se tudi z višino dolga). Optimalna raven dolga je nižja od meje dolga, med drugim zaradi previdnostnega motiva, nezanesljivosti ocen o meji dolga in tveganj, ki so vezana na obnavljanje zadolžitve. Ocene v Ostry in dr. (2010) so bile podane za 23 razvitih držav. Mediana meje dolga je pri različnih predpostavkah znašala med 171 % BDP in 192 % BDP. Podobnemu pristopu so sledili Moody's (2014), ECB in OECD. Moody's (Zandi in dr., 2011) navaja, da je glede na zgodovinske izkušnje zaželeno, da imajo države vsaj 125 odstotnih točk BDP fiskalnega prostora. Ocene so namreč občutljive na gospodarske temelje in že majhna sprememba lahko pomeni veliko spremembo v oceni razpoložljivega fiskalnega prostora.

**Slika 8.1.2: Fiskalni prostor za EU 27 in Slovenijo v obdobju 1990 – 2014**




*Vir: Nerlich, Reuter, 2015 (podatki pridobljeni pri avtorjih).*

**Raziskave navajajo, da fiskalni prostor variira med državami in v času**. Ocene ECB (Nerlich, Reuter, 2015), ki so bile narejene na vzorcu 27 držav EU kažejo, da "je močan upad obrestnih mer v času približevanja EMU verjetno prispeval k povečanju fiskalnega prostora v državah, ki so se pridružile evrskemu območju. S finančno krizo in krizo državnih dolgov se je fiskalni prostor številnih držav od leta 2007 naprej zmanjšal, ponekod znatno." Iz tega lahko sklepamo, da kar v določeni točki izgleda kot varna raven dolga, dejansko to ni. Ocena fiskalnega prostora za EU in Slovenijo je prikazana v sliki 8.1.2.

**Drugi pristop k oceni fiskalnega prostora temelji na fiskalnih pravilih, ki veljajo v Evropski uniji**. Izhajamo iz koncepta srednjeročnega fiskalnega cilja (*medium term objective*). Upoštevaje Pakt o stabilnosti in rasti ima država fiskalni prostor le, če je nad tem ciljem (Evropska komisija, 2015), sicer se mora cilju približevati z določeno dinamiko, ki je opredeljena glede na višino njenega dolga in proizvodno vrzel. Upoštevaje zgolj ta kriterij imajo trenutno fiskalni prostor le maloštevilne države evrskega območja. Glede na pomladanske napovedi Evropske komisije imata fiskalni prostor predvsem Nemčija in Luksemburg.

**V času krize se je torej fiskalni prostor držav evrskega območja v glavnem skrčil in za mnoge države velja, da fiskalnega prostora nimajo ali pa je zelo ome-**

[15] Za pregled ostalih metod ocenjevanja fiskalnega prostora glej Nerlich, Reuter (2015).

**jen**. Med večjimi državami evrskega območja naj bi bil fiskalni prostor razpoložljiv le v Nemčiji. Omeniti je treba, da je trenutno fiskalni prostor večji tudi zaradi okolja nizkih obrestnih mer v razmerah ekspanzivne denarne politike.

## Fiskalna pravila

**Fiskalna in gospodarska kriza v območju evra je okrepila vlogo fiskalnih pravil in fiskalnih svetov**. Pri vodenju fiskalne politike se z ekonomskega vidika odločitve sprejemajo glede na dva cilja: stabilizacijo gospodarske rasti in dolgoročno vzdržnost javnih financ. Poleg te ekonomske dileme so odločitve fiskalne politike podvržene tudi drugim vplivom, kot so skrb za volilni rezultat, pritiski lobijev, kompromisi znotraj koalicijskih vlad in podobno. Zaradi omejevanja tovrstnih pritiskov se je v času krize okrepila vloga fiskalnih pravil in fiskalnih svetov (glej sliko 8.1.3). Študije kažejo, da se je s tem fiskalna disciplina izboljšala.[16]

**Fiskalna pravila omejujejo fiskalno politiko s postavljanjem numeričnih mej na določene fiskalne agregate**. Običajno se hkrati postavijo še pravila glede izvajanja proračunskih procesov. Pravila so v osnovi namenjena preprečevanju pretiranega trošenja države, večanju odgovornosti pri sprejemanju odločitev in vzdržnosti fiskalnega položaja države. V denarni uniji so fiskalna pravila tudi okvir za boljšo koordinacijo fiskalne in denarne politike. Kljub temu ima uporaba fiskalnih pravil določene pomanjkljivosti. Te se nanašajo predvsem na omejevanje prostora za vodenje ekspanzivne fiskalne politike v času recesije, na možno napačno postavljanje prioritet zaradi sledenja pravilom in na uporabo "kreativnega računovodstva", ki omogoča, da država pravila zaobide. Numerična pravila delimo v štiri skupine: pravila izravnanega proračuna, pravila o dolgu, pravila o izdatkih in pravila o prihodkih države. Najpogosteje uporabljeno je pravilo izravnanega proračuna, pogosto pa se uporablja tudi kombinacija več pravil hkrati (Schaechter in dr., 2012, Kumar in dr., 2009).

**Fiskalna pravila EU so tako numerična kot proceduralna in razmeroma zelo zapletena**.[17] Zajeta so v Paktu stabilnosti in rasti,[18] v osnovi pa zahtevajo, da je primanjkljaj države pod 3 % BDP, dolg pa pod 60 % BDP oziroma, če je višji, se mora k tej meji dovolj hitro zniževati. V primeru, da države pravil ne izpolnjujejo so v t. i. korektivnem postopku. Če so pravila sicer izpolnjena, a država kljub temu ne dosega srednjeročnega cilja javnih financ,[19] je država v t. i. preventivnem postopku. Slovenija je z letom 2015 izpolnila zahteve iz korektivnega postopka in je prešla letos v preventivni del, v katerem bo potrebno po priporočilih Evropske komisije v letu 2016 znižati strukturni primanjkljaj države za 0,6 % BDP, za prav toliko pa spet v letu 2017.[20] Pravila EU so se v času finančne in gospodarske krize predvsem zaostrovala zaradi skrbi za vzdržnost javnih financ, v zadnjem času, ko prihaja do potrebe po večjem poudarku na stabilizaciji gospodarstva pa postajajo nekoliko bolj fleksibilna.[21]

**S spoznanjem, da tudi fiskalna pravila niso vedno dovolj za odgovornejše vodenje fiskalne politike, je prišlo do ustanavljanja fiskalnih svetov**. Fiskalni sveti so neodvisne institucije, ki imajo predvsem vlogo neodvi-

[16] Glej na primer Debrun in Kinda (2014), Debrun in dr. (2008); European Commission (2006), Nerlich in Reuter (2013), Kumar in dr. (2009), Beetsma in Debrun (2016).

[17] Podrobneje so fiskalna pravila EU razložena v Vade Mecum on the Stability and Growth Pact: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eeip/pdf/ip021_en.pdf.

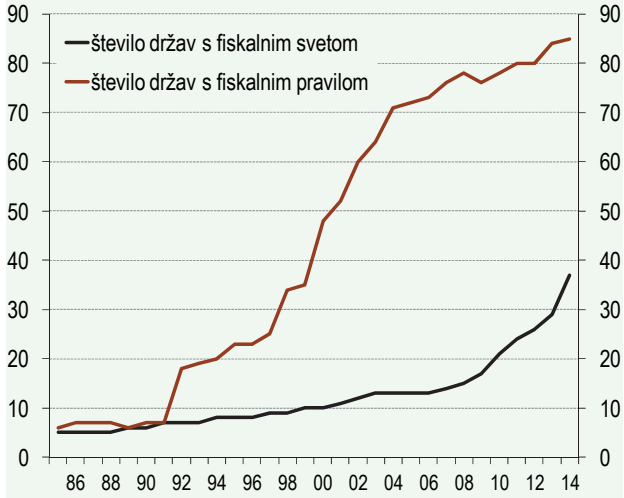
[18] Države podpisnice Pogodbe o stabilnosti, usklajevanju in upravljanju v ekonomski in monetarni uniji, med njimi tudi Slovenija, pa so morale fiskalno pravilo (gre za numerično pravilo, ki sodi v skupino pravil izravnanega proračuna) vnesti tudi v svoje notranje pravne sisteme, po možnosti take, ki so ustavne narave.

[19] Srednjeročni cilj javnih financ je določen za vsako državo posebej glede na njene specifične značilnosti in se lahko spreminja, saj se preverja vsake tri leta. Srednjeročni fiskalni cilj sodi v skupino fiskalnih pravil izravnanega proračuna in je definiran v obliki določene ciljne vrednosti strukturnega salda države (glej Vade Mecum on the Stability and Growth Pact).

[20] Glej: http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2016/csr2016_slovenia_sl.pdf.

[21] Do zaostrovanja je prišlo na primer z uvedbo zakonodaje iz paketov t.i. "šesterčka" leta 2011 in "dvojčka" leta 2013, do večje fleksibilnosti pa na primer z olajšavami pri uvajanju strukturnih reform, glede investicij in z upoštevanjem gospodarskega cikla pri izpolnjevanju fiskalnih pravil. Slednje je bilo podrobneje razloženo januarja 2015 v sporočilu Evropske komisije: http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/index_en.htm.

**Slika 8.1.3: Število držav s fiskalnim pravilom in fiskalnim svetom od leta 1985**




*Vir: MDS.*

sne kontrole fiskalne politike, njenih načrtov in izvajanja ukrepov glede na makroekonomske cilje. Ti so povezani z dolgoročno vzdržnostjo javnih financ ter kratko in srednjeročno ekonomsko stabilnostjo. Preverjajo tudi skladnost fiskalne politike z drugimi uradnimi cilji. Sem sodi na primer preverjanje izpolnjevanja fiskalnih pravil. Pogosto preverjajo tudi makroekonomske napovedi, na katerih temeljijo proračuni, seznanjajo in izobražujejo javnost o fiskalni politiki, pripravljajo raziskave s področja javnih financ in podobno. Vendar je pomembno, da hkrati ne diktirajo ukrepov fiskalne politike, ki morajo zaradi demokratičnih načel ostati v rokah izbranih predstavnikov ljudstva (Debrun in Kinda, 2014, Kumar in dr., 2009, Beetsma in Debrun, 2016). V EU se je povečalo število držav, ki imajo fiskalne svete predvsem po uveljavitvi zahtev iz Pogodbe o stabilnosti, usklajevanju in upravljanju v ekonomski in monetarni uniji, pri čemer Slovenija svoj fiskalni svet še čaka. Sredi letošnjega leta bo začel delovati tudi Evropski fiskalni odbor, ki je nastal na pobudo petih predsednikov[22] in bo imel predvsem svetovalno vlogo ter bo med drugim koordiniral mrežo nacionalnih fiskalnih svetov.

## Delovanje denarne politike

**Ukrepi denarne politike evrskega območja so bili tudi v času krize usmerjeni v doseganje cilja cenovne stabilnosti. tj. inflacije pod ampak blizu 2 % letno**. Standardni ukrepi za doseganje cilja so bili v tem obdobju predvsem povezani z zniževanjem ključne obrestne mere, ECB pa je uvedla tudi vrsto nestandardnih ukrepov, npr. kvantitativno sproščanje in sporočanje prihodnje usmeritve denarne politike. Slednje je namenjeno zmanjšanju negotovosti glede prihodnjih restriktivnih ali ekspanzivnih politik. ECB je tako julija 2013 sporočila, da bo ohranila obrestne mere na trenutni ali še nižji ravni daljše časovno obdobje (ECB, 2013).

**Kvantitativno sproščanje na gospodarsko rast lahko deluje prek različnih kanalov oziroma učinkov**. V splošnem ta ukrep povečuje bilanco stanja centralne banke, praviloma prek nakupov finančnih naložb ali s posojanjem finančnemu sistemu. V grobem avtorji izluščijo sledeče učinke (Joyce in dr., 2011; Krishnamurthy in dr., 2014):

- Učinek signaliziranja prihodnjih ukrepov denarne politike (*forward guidance*), ki deluje tako, da denarna politika sporoča, na primer, da bo ekspanzivna daljše časovno obdobje, s čimer želi vplivati na pričakovanja.

- Premoženjski učinek, ki deluje prek nakupov vrednostnih papirjev s strani centralne banke. Ti zvišajo cene vrednostnih papirjev in znižajo njihove zahtevane donosnosti. S tem poraste vrednost premoženja imetnikov tovrstnih naložb, kar lahko pozitivno vpliva na njihovo trošenje.

- Portfeljski učinek, kjer znižanje donosnosti naložb, ki jih kupuje centralna banka, znižuje donosnosti/zvišuje cene tudi drugih naložb, ker se investitorji selijo iz prvih v druge.

- Likvidnostni učinek, do katerega pride zaradi povečanja likvidnosti papirjev, ki jih kupuje centralna banka. Poveča se tudi količina denarja v finančnem sistemu.

- Učinek na zaupanje, ki deluje prek pričakovanj. Napoved kvantitativnega sproščanja ali samo kvantitativno sproščanje lahko, na primer, pozitivno vpliva na zaupanje gospodinjstev in podjetij in s tem na njihovo trošenje.

- Učinek na bančno posojanje, pri katerem se s centralnobančnimi nakupi finančnih instrumentov povečajo vloge nebančnega sektorja v bankah (tistih, ki finančne naložbe

[22] Five Presidents Report, 2015. Gre za predsednika Evropske komisije, predsednika vrha držav evrskega območja, predsednika evroskupine, predsednika ECB in predsednika Evropskega parlamenta. Poročilo je bilo izdano 22. junija 2015.

prodajajo). S tem se poveča kreditni potencial bank.

- Učinek znižanja premije za tveganje, saj se znižajo zahtevane donosnosti dolgoročnih instrumentov države, kar poveča fiskalni prostor države, ki ga lahko uporabi za bolj ekspanzivno (ali manj restriktivno) fiskalno politiko.

- Učinek na devizni tečaj, ki deluje prek povečane količine denarja. Ta povzroči depreciacijo valute, zato se izboljšata cenovna konkurenčnost in izvoz.

**Zunaj evrskega območja se učinki kvantitativnega sproščanja med državami razlikujejo**. Raziskave kažejo, da je bil učinek kvantitativnega sproščanja v ZDA in v Združenem kraljestvu opazen predvsem pri zniževanju zahtevanih donosnosti državnih obveznic in obveznic zasebnega sektorja (Gagnon in dr., 2011; Altavilla in Giannone, 2014; Williams, 2014; Breedon in dr., 2012). Na Japonskem je bil ta učinek manj izrazit (Gagnon in dr., 2011). Nekatere raziskave ugotavljajo, da je bil ta učinek predvsem v ZDA in na Japonskem relativno kratkotrajen (Wright, 2012, Schenkelberg in Watzka, 2013). Vpliv na bančno kreditiranje je bil različen. V primeru Japonske je prišlo do šibke rasti kreditiranja (Bowman in dr., 2011), medtem ko raziskave za Združeno kraljestvo ne kažejo učinka kvantitativnega sproščanja prek tradicionalnega kanala bančnega posojanja (Butt in dr., 2014). Tudi vpliv na devizni tečaj se razlikuje med raziskavami. Tako Fratzscher in dr. (2013) ugotavljajo, da je v ZDA najprej prišlo do povečanih vlaganj v dolarske vrednostne papirje iz tujih držav (apreciacija dolarja), kasneje pa je bila bolj prisotna menjava dolarjev v druge valute zaradi naložb v bolj donosne nedolarske vrednostne papirje (depreciacija dolarja). Medtem Neely (2015) zaključi, da je kvantitativno sproščanje povzročilo depreciacijo dolarja ter tudi globalno znižanje dolgoročnih obrestnih mer. Glede splošnega vpliva na gibanje gospodarstva pa raziskave za ZDA, Združeno kraljestvo in Japonsko ugotavljajo šibak pozitiven vpliv na gospodarsko rast in povišanje inflacije, ki pa ni nadomestil negativnega učinka zadnje finančno-gospodarske krize (Chen in dr., 2012; Kapetanios in dr., 2012; Bridges in Thomas, 2012; Berkmen, 2012; Schenkelberg in Watzka, 2013).

**Kvantitativno sproščanje v območju evra se odvija v drugačnih okoliščinah kot v ZDA, Združenem kraljestvu ali na Japonskem**. Razlike so predvsem v drugačni strukturi financiranja zasebnega sektorja (večja orientiranost na bančna posojila), pravnih omejitvah (centralnim bankam Evrosistema niso dovoljeni nakupi državnih obveznic na primarnem trgu), težavah financiranja dolga nekaterih perifernih držav po letu 2010, različnem ekonomskem položaju držav območja evra, odsotnosti bančne in fiskalne unije v času krize, razdrobljenosti finančnih trgov znotraj območja evra in odvijanju kvantitativnega sproščanja v okolju nizkih obrestnih mer (Blot in dr., 2015). Namen ukrepov kvantitativnega sproščanja je poleg zvišanja inflacije tudi izboljšanje delovanja transmisijskega mehanizma in spodbujanje bančnega kreditiranja, pri čemer služi oboje tudi doseganju inflacijskega cilja. Govorimo o t. i. kreditnem sproščanju.

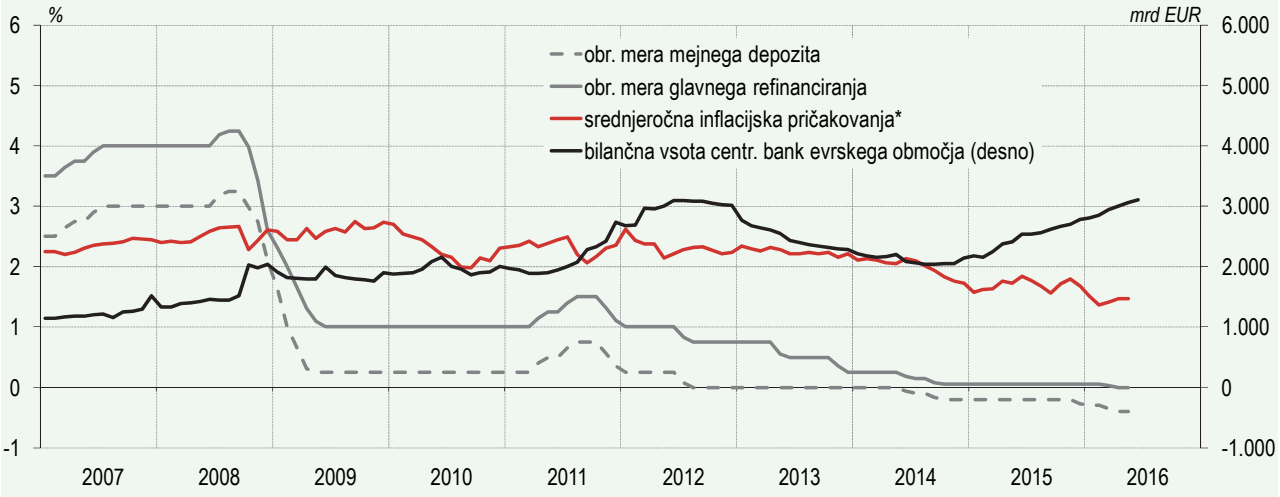
**Znotraj evrskega območja se učinki na gospodarstva kažejo z večjimi zamiki, hitrejši pa je predvsem učinek na zniževanja zahtevanih donosnosti**. Dosedanje raziskave o učinkovitosti ukrepov ECB sicer kažejo na znižanje zahtevanih donosnosti (Pattipeilohy in dr., 2013) in na manjši pozitiven vpliv na kreditno aktivnost (Acharya in dr., 2015), pri tem ko se na drugi strani kažejo le relativno majhni učinki na gospodarsko rast in inflacijo (Giannone in dr., 2012, Gambacorta in dr., 2014). Podobno MDS ugotavlja, da so povzročili zadnji ukrepi ECB, predvsem pomik k večjim nakupom vrednostnih papirjev zasebnega sektorja, pozitivne učinke na pogoje financiranja (npr. znižanje pribitkov državnih obveznic, ohlapnejši posojilni pogoji bank), hkrati pa so povzročili depreciacijo evra ter kratkotrajno zvišanje inflacijskih pričakovanj. Pri tem pa se je kasneje pričakovana inflacija znižala zaradi zniževanja cen nafte in ohlajanja rasti v nekaterih hitrorastočih gospodarstvih, predvsem na Kitajskem. Vpliv sprejetih ukrepov na gospodarsko aktivnost prek povečanega kreditiranja naj bi se po pričakovanjih MDS pokazal šele z daljšim časovnim zamikom, odvisen pa naj bi bil od krepitve pozicije bank (npr. zmanjšanja slabih posojil), novih regulatornih omejitev bančnega sistema, prestrukturiranja podjetij in drugih dejavnikov (IMF, 2015).

**Podobno kot drugi raziskovalci tudi ECB ugotavlja, da je za doseganje inflacijskega cilja ter krepitev učinka ekspanzivne denarne politike na gospodarstvo nujen prispevek drugih politik**. Hkrati poudarjajo, da je pomembna tudi narava šoka, ki vpliva na nizko

inflacijo. Trenutno namreč deluje predvsem šok zniževanja cen nafte, ki je šok s ponudbene strani. Ukrepi denarne politike na povpraševanje in inflacijo v trenutnih razmerah sicer delujejo, vendar z daljšim časovnim zamikom zaradi: (1) slabšega delovanja transmisijskega mehanizma; (2) restriktivnih ukrepov fiskalne politike in njihove pogosto neugodne strukture z vidika gospodarske rasti; (3) razmeroma poznega in počasnega izvajanja ustreznih strukturnih reform; (4) nestabilnega institucionalnega okolja, ki odvrača podjetja od investiranja in povečuje varčevanje iz previdnostnih razlogov (Draghi, 2016).

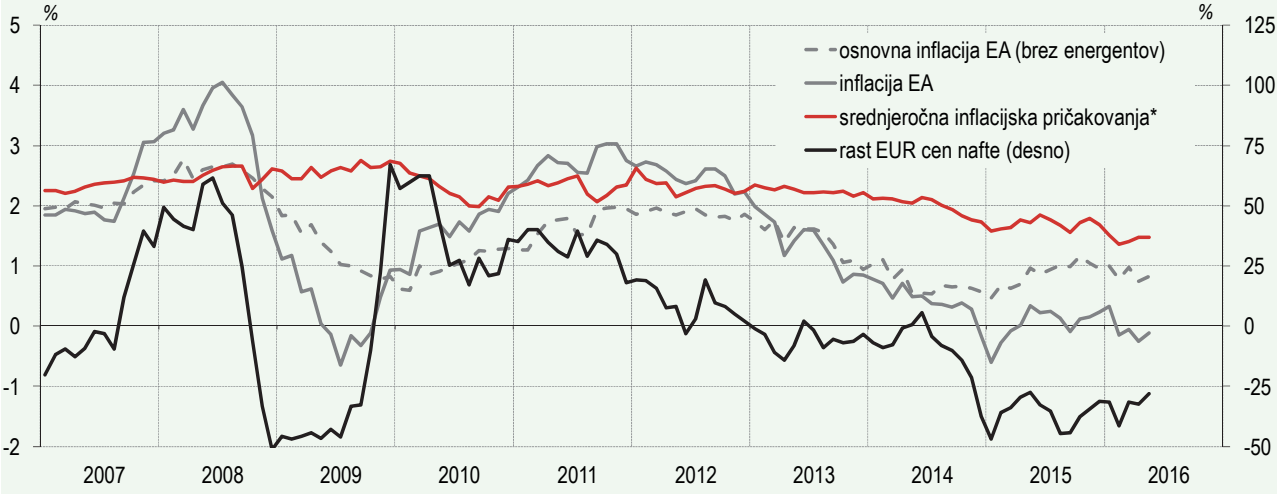
**V zadnjem času se poleg uvajanja nestandardnih ukrepov, denarna politika vse bolj osredotoča tudi na zagotavljanje splošne finančne stabilnosti**. Pomen finančne stabilnosti so s teoretičnimi raziskavami potrdili številni avtorji (na primer Gertler in Karadi, 2013, Leeper in Nason, 2015), saj so prišli do spoznanj, da različna finančna trenja pomembno preoblikujejo transmisijski mehanizem denarne politike in hkrati pomembno vplivajo na delitev tveganj znotraj gospodarstva. Na podlagi teoretičnih odkritij se poskuša opredeliti osnovne finančne kazalnike, ki odsevajo stanje finančne stabilnosti, razdelijo pa se v večje skupine, na primer: različni kreditni agregati, obrestne mere in obrestni razmiki, cene pomembnejših naložb in blaga, podatki o finančnih posrednikih, finančno stanje gospodinjstev, stopnja prevzemanja tveganja in drugi (Vredin, 2015).

**Slika 8.1.4: Ukrepi denarne politike v območju evra**




*Opomba: * Izračunana so iz razlike med 10 in 5-letnimi inflacijskimi zamenjavami (inflation swap).*
*Vir: ECB, Bloomberg.*

**Slika 8.1.5: Gibanje inflacije, osnovne inflacije, cen nafte in inflacijskih pričakovanj v območju evra**




*Opomba: * Izračunana so iz razlike med 10 in 5-letnimi inflacijskimi zamenjavami (inflation swap).*
*Vir: Eurostat, Bloomberg.*

## Nadaljnje usmeritve ekonomskih politik

**Nadaljnja usmerjenost tako fiskalne kot denarne politike v krepitev agregatnega povpraševanja bo v prihodnje ključna.** S pravimi ukrepi se lahko ponovno spodbudi gospodarsko rast, doseže inflacijski cilj ter zniža brezposelnost.

**Temeljnega pomena je nadaljnje poglabljanje povezanosti enotnega trga območja evra v duhu zaključkov poročila petih predsednikov iz junija 2015**.[23] V tem poročilu so predlagani ukrepi, ki pokrivajo štiri področja: (1) Dokončanje ekonomske unije, kjer je mišljeno povečanje konkurenčnosti in strukturne konvergence držav, okrepljeno in bolj usklajeno izvajanje postopkov v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji, večja osredotočenost na zaposlenost in socialne razmere ter temeljitejše usklajevanje gospodarskih politik v okviru prenovljenega evropskega semestra. (2) Vzpostavitev finančne unije, ki vključuje dokončanje bančne unije in pospešeno vzpostavljanje unije kapitalskih trgov. (3) Vzpostavitev fiskalne unije, ki bo skrbela tako za fiskalno vzdržnost kot za fiskalno konsolidacijo. V zvezi s tem je med drugim predvidena tudi ustanovitev evropskega fiskalnega odbora. (4) Tesnejšo politično unijo, ki bi na podlagi demokratične odgovornosti, legitimnosti in institucionalne okrepitve zagotavljala temelje za tri prej omenjena področja. Poglabljanje politične povezanosti bi se izvajalo predvsem prek povečanega dialoga med Evropskim parlamentom in ostalimi institucijami EU (npr. Evropsko komisijo, evroskupino), večjega sodelovanja med evropskim in nacionalnimi parlamenti ter enotnega zunanjega zastopanja evroobmočja, vključevanja medvladnih dogovorov v pravni okvir EU in postopnega uvajanja finančne uprave za evroobmočje. Poglabljanje naj bi potekalo v dveh fazah, obe pa naj bi bili zaključeni do leta 2025. Bolj povezano območje evra bi postalo tudi bolj privlačno za ostale članice EU, da se pridružijo skupnemu denarnemu prostoru. S predlaganimi ukrepi bi se sicer zaupanje v vzdržnost in stabilnost unije povečala, vendar bi v določeni meri prišlo tudi do večje delitve tveganj med državami, kar bi morali spremljati močnejša demokratična udeležba ter večja odgovornost na nacionalni in evropski ravni.

[23] Five Presidents Report, 2015.

**Literatura in viri**

Achary, V. V., Eisert, T., Eufinger, C. & Hirsch, C. (2015). Whatever It Takes: The Real Effects of Unconventional Monetary Policy. 16th Jacques Polak Annual Research Conference (IMF).

Altavilla, C., & Giannonen, D. (2014). The Effectiveness of Non-Standard Monetary Policy Measures: Evidence from Survey Data. ECARES Working Paper No. 30.

Beetsma, R., & Debrun, X. (2016). Fiscal councils: Rationale and Effectiveness, The Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper 11140.

Berkmen, S. P. (2012). Bank of Japan's Quantitative and Credit Easing: Are They Now More Effective? IMF Working Paper 12/2.

Blot, C., Creel, J., Hubert, P., & Labondance, F. (2015). The QE Experience: Worth a Try? OFCE Briefing Paper No. 10.

Bowman, D., Cai, F., Davies, S., & Kamin, S. (2011). Quantitative Easing and Bank Lending: Evidence from Japan. Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, No. 1018.

Breedon, F., Chadha, J. S., & Waters, A. (2012). The Financial Market Impact of UK Quantitative Easing. Oxford Review of Economic Policy, 28(4), p. 702-728.

Bridges, J., & Thomas, R. (2012). The Impact of QE on the UK Economy – Some Supportive Monetarist Arithmetic. Bank of England Working Paper No. 442.

Butt, N., Churm, R., McMahon, M., Morotz, A., & Schanz, J. (2014). QE and the Bank Lending Channel in the United Kingdom. Bank of England Working Paper 511.

Chen, H., Curdia, V., Ferrero, A. (2012). The Macroeconomic Effects of Large-Scale Asset Purchase Programmes. The Economic Journal, 122, p. F289-F315.

Debrun, X., Moulin, L., Turrini, A., Ayuso-i-Casals, J., & Kumar, M. S. (2008). Tied to the Mast? National Fiscal Rules in the European Union, Economic Policy 23 (4): 299–362.

Debrun, X., Kinda, T., Curristine, T., Eyraud, L.,Harris, J., & Seiwald, J., (2013). The Functions and Impact of Fiscal Councils. IMF Policy Paper; July 16, 2013, International Monetary Fund, Washington, DC.

Debrun, X., & Kinda, T. (2014). Strengthening Post-Crisis Fiscal Credibility - Fiscal Councils on the Rise. A New Dataset. IMF Working Paper, 14/58. http://www.imf.org/external/np/fad/council/

Draghi, M. (2012).Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London, 26 July 2012.

Draghi, M. (2016). 5th Annual Tommaso Padoa-Schioppa Lecture by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Brussels Economic Forum, 9 June 2016.

ECB Monetary policy decisions: https://www.ecb.europa.eu/mopo/decisions/html/index.en.html

ECB Monthly Bulletin, Box 1. The governing council's forward guidance on the key ECB interest rates, July 2013.

European Commission (2006). Public Finance Report in EMU: National Numerical Fiscal Rules and Institutions for Sound Public Finances, European Economy No. 3

European Commission (2015). Report on Public Finances in EMU, European Economy Institutional paper 14. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eeip/pdf/ip014_en.pdf

Five Presidents Report (2015). http://ec.europa.eu/priorities/publications/five-presidents-report-completing-europes-economic-and-monetary-union_en

Fratzscher, M., Lo Duca, M., & Straub, R. (2013). On the International Spillovers of US Quantitative Easing. DIW Discussion Papers, No. 1304.

Gagnon, J., Raskin, M., Remache, J., & Sack, B. (2011). The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases. International Journal of Central Banking, 7(10), 3-43.

Gambacorta, L., Hofmann, B., & Peersman, G. (2014). The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy at the Zero Lower Bound: A Cross-country Analysis. Journal of Money, Credit and Banking, 46(4), p. 615-642.

Gertler, M., & Karadi, P. (2013). QE 1 vs. 2 vs. 3…: A Framework for Analyzing Large-Scale Asset Purchases as a Monetary Policy Tool. International Journal of Central Banking, 9(s1), p. 5-53.

Ghosh A. R., Kim J. I., Mendoza E. G., Ostry J. D., & Qureshi M. S. (2013). Fiscal Fatigue, Fiscal Space and Debt Sustainability in Advanced Economies. The Economic Journal 123.

Giannone, D., Lenza, M., Pill, H., & Reichlin, L. (2012). The ECB and the Interbank Market. ECB Working Paper Series, No. 1496.

IMF. (2015). Euro Area Policies (Selected Issues): An Early Assessment of Quantitative Easing.

IMF (2014). Fiscal rules dataset. http://www.imf.org/external/datamapper/FiscalRules/map/map.htm

IMF (2015). Fiscal council dataset. http://www.imf.org/external/np/fad/council/

Joyce, M., Tong, M., & Woods, R. (2011). The United Kingdom's Quantitative Easing Policy: Design, Operation and Impact. Bank of England Quarterly Bulletin (Q3), p. 200-212.

Kapetanios, G., Mumtaz, H., Stevens, I., & Theodoridis, K. (2012). Assessing the Economy-Wide Effects of Quantitative Easing. The Economic Journal, 122, p. F316-F347.

Krishnamurthy, A., Nagel, S., & Vissing-Jorgensen, A. (2014). ECB Policies Involving Government Bond Purchases: Impact and Channels. Memo

Kumar, M., Baldacci, E., Schaechter, A. A., Caceres, C., Kim, D., Debrun, X., Escolano, J., Jonas, J., Karam, P., Yakadina, I., & Zymek, R. (2009). Fiscal Rules—Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances, IMF staff paper.

Leeper, E. M., & Nason, J. M. (2015). Bringing Financial Stability into Monetary Policy. Sveriges Riksbank Working Paper Series, No. 305.

Neely, C. J. (2015). Unconventional Monetary Policy Had Large International Effects. Journal of Banking and Finance, 52, p. 101-111.

Nerlich, C., & Reuter, W. H. (2013). The Design of National Fiscal Frameworks and their Budgetary Impact, ECB Working Paper Series, 1588.

Nerlich, C., & Reuter, W. H. (2015): Fiscal Rules, Fiscal Space and Procyclical Fiscal Policy, ECB Working Paper Series No. 1872.

Ostry, J. D., Ghosh, A. R., Kim, J. I., & Qureshi, M. S. (2010). Fiscal Space. IMF Staff Position Note 10/11.

Ostry, J. D., Ghosh, A. R., & Espinoza, R. (2015). When Should Public Debt Be Repaid? IMF Staff Discussion Note 15/10.

Pattipeilohy, C., Van den End, J. W., Tabbae, M., Frost, J., & de Haan, J. (2013). Unconventional Monetary Policy of the ECB During the Financial Crisis: An Assessment and New Evidence. *DNB Working Paper No. 381.*

Pogodba o stabilnosti, usklajevanju in upravljanju v ekonomski in monetarni uniji: www.consilium.europa.eu/sl/.../treaty-on-stability-coordination-and-governance-tscg/

Schaechter, A., Kinda, T., Budina, N., & Weber, A. (2012). Fiscal Rules in Response to the Crisis—Toward the "Next-Generation" Rules. A New Dataset, IMF Working Paper 12/187 (Washington: International Monetary Fund).

Schenkelberg, H., & Watzka, S. (2013). Real Effects of Quantitative Easing at the Zero Lower Bound: Structural VAR-Based Evidence From Japan. Journal of International Money and Finance, 33, p. 327-357.

Vredin, A. (2015). Inflation Targeting and Financial Stability: Providing Policymakers With Relevant Information. BIS Working Paper No. 503.

Williams, J. C. (2014). Monetary Policy at the Zero Lower Bound: Putting Theory into Practice. Federal Reserve Bank of San Francisco, Hutchison Center on Fiscal & Monetary Policy at Brookings.

Wright, J. H. (2012). What Does Monetary Policy Do to Long-Term Interest Rates at the Zero Lower Bound? Economic Journal, 122, p. F447-F466.

Zandi M., Cheng X., & Packard, T. (2011). Fiscal space. Moody's Analytics, Special Report.

# 8.2 Poslovanje gospodarskih družb in samostojnih podjetnikov po izhodu iz krize

*Slovenska podjetja so v letih 2014 in 2015 poslovala z visokim dobičkom. Če ne upoštevamo dveh podjetij elektrogospodarstva, ki sta zaradi slabih poslovnih odločitev v preteklosti v letu 2015 poslovali z veliko izgubo, je dobiček podjetij v letu 2015 celo presegel dobiček iz leta 2008. Povečala se je zaposlenost, saj so podjetja v letu 2015 nudila 12.600 novih delovnih mest, povečala pa se je tudi produktivnost dela. Da so podjetja v letu po izhodu iz krize močno izboljšala svoje poslovanje kaže tudi za 10 % višja dodana vrednost kot v letu 2013. Tudi s stališča zadolženosti se stanje močno izboljšuje. Podjetja so svoj dolg v primerjavi z letom 2008 zmanjšala za četrtino, ta pa ostaja močno koncentriran. V letu 2015 je največjih 25 dolžnikov bremenila petina (8,7 mrd EUR) celotnega dolga podjetij, največjih 100 dolžnikov pa skoraj tretjina (14 mrd EUR). Izboljšal se je finančni vzvod podjetij, in sicer za 11 odstotnih točk v letu 2015.*

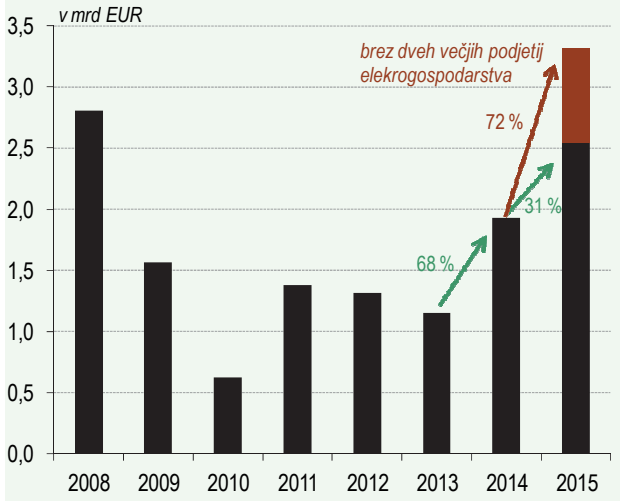
## Poslovanje podjetij v obdobju 2008–2015

**Poslovanje podjetij močno vpliva na gospodarstvo vsake države, bodisi z vidika nudenja delovnih mest, bodisi z vidika ustvarjanja blaginje.** Slovenska podjetja so bila v letu 2007 v obdobju pregrevanja gospodarstva. Gospodarska rast je znašala skoraj 7 %, podjetja pa so se čezmerno zadolževala. Rast dolga slovenskih podjetij se je povečala s povprečnih 11 % v letih 2002–2006 na 26 % v letu 2007. V letih 2008–2009 je sledila globalna finančna kriza, ki je prizadela tudi Slovenijo. Jeseni 2008 je banke prizadel šok zaustavitve delovanja mednarodnih finančnih trgov, ki je preprečil nadaljevanje ter obnavljanje zadolževanja v tujini. Banke so posledično zmanjšale kreditno ponudbo in zaostrile kreditne standarde, kar so podjetja skušala premostiti z zmanjšanjem in spremembo strukture tekočega financiranja. Vendar je bila to le rešitev na kratek rok. V letu 2009 je finančni krizi sledila še vsesplošna gospodarska kriza v Sloveniji. Zmanjševanje gospodarske aktivnosti je znašalo skoraj 8 %, banke pa so nadaljevale s krčenjem kreditiranja.

**Vse to se je odrazilo tudi v celotnih dobičkih (v nadaljevanju dobičkih) podjetij, ki so se v letu 2009 skoraj razpolovili, trajanje in globina gospodarske krize pa sta na dobičke vplivala še bolj v letu 2010, ko so znašali le še dobro petino dobička iz leta 2008.** V letih 2011 in 2012 je sledilo skromno okrevanje gospodarstva z rahlo pozitivno stopnjo rasti BDP, vendar se dobički podjetij ob nadaljnjem krčenju bančnega in medpodjetniškega financiranja, hkrati s slabim odzivanjem na spremenjene razmere, niso povrnili niti na raven tistih iz leta 2009. V teh razmerah so se kmalu začele kazati tudi napake, povezane s slabimi poslovnimi odločitvami v času konjunkture. To je posledično vplivalo na plačilno disciplino podjetij, ki se je bolj kot v medpodjetniškem poslovanju odrazila v bančnih bilancah. Sledila je nova finančna kriza v letih 2012–2013, ki je prinesla bankam največjo izgubo od izbruha krize. Konec leta 2013 se je zato začel proces prestrukturiranja in saniranja domačega bančnega sistema, ki je pozitivno vplival tako na domače gospodarstvo kot tudi na zaupanje tujih investitorjev.

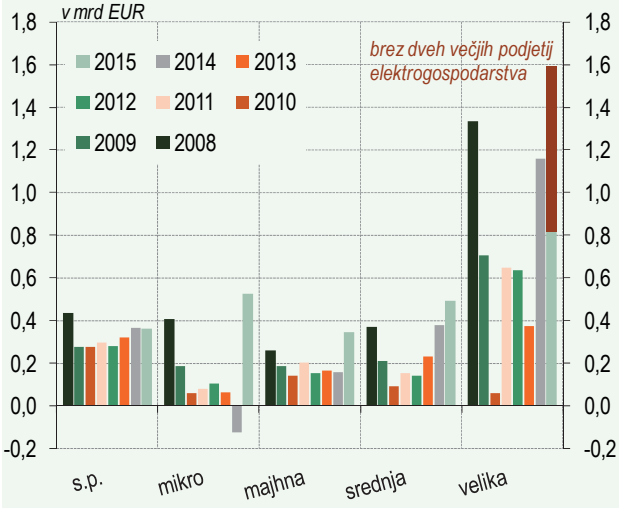
**V letih 2014 in 2015 je sledilo novo okrevanje, ki je močno vplivalo tudi na poslovanje podjetij. Dobiček podjetij se je v teh dveh letih močno povečal, v letu 2014 za 68 % na 1,9 mrd EUR, v letu 2015 pa za 31 % na 2,5 mrd EUR.** Leto 2015 je bilo zaznamovano s posledicami slabih poslovnih odločitev v preteklosti, ki je povzročila večjo izgubo dveh podjetij elektrogospodarstva. Ta

**Slika 8.2.1: Celotni dobiček podjetij**




Vir: AJPES, preračuni Banka Slovenije.

**Slika 8.2.2: Dobiček podjetij po velikostnih razredih**




Vir: AJPES, preračuni Banka Slovenije.

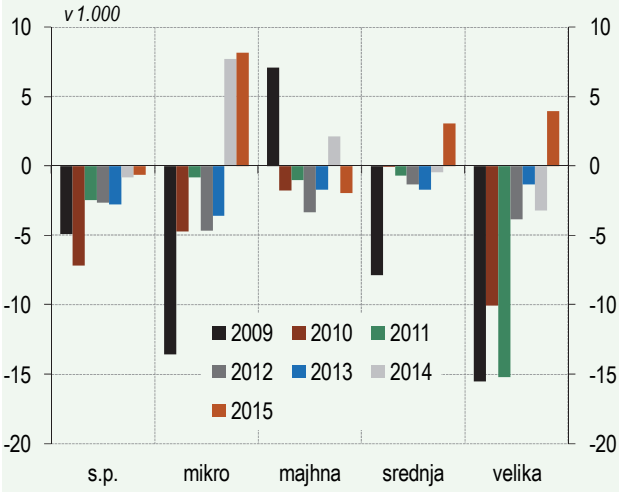
je v letu 2015 znašala 0,8 mrd EUR, medtem ko sta ti dve podjetji v preteklih letih v povprečju poslovali z 0,1 mrd EUR dobička. Če ne upoštevamo te izgube, je dobiček slovenskih podjetij znašal 3,3 mrd EUR in se je povečal kar za 72 %. Dobiček podjetij je v letu 2015 tako celo presegal dobiček iz leta 2008.

## Poslovanje podjetij po izhodu iz krize

**V letu 2015 so prišle do polnega izraza nekatere značilnosti dveh skrajnih polov na lestvici porazdelitve podjetij po velikosti: velikih družb, ki so že od nekdaj gonilo domačega gospodarstva in mikro družb, ki so v tem letu najbolj izboljšale svoje poslovanje.** Majhne in srednje velike družbe so v tem letu prav tako močno izboljšale svoj poslovni rezultat, vendar njihova dinamika poslovanja ostaja relativno stabilna. Kljub delitvi na dva večja pola in nekaj gonilnih paradnih sektorjev pa ne smemo pozabiti tudi na pomembnost samostojnih podjetnikov. Slednjih je skoraj toliko kot vseh gospodarskih družb.

**Čeprav je velikih družb po številu najmanj, zaposlujejo dobro tretjino vseh zaposlenih in ustvarijo skoraj polovico bruto dodane vrednosti (v nadaljevanju dodane vrednosti) v podjetniškem sektorju.** Prav tako ustvarijo največ čistih prihodkov od prodaje, in sicer polovico, obremenjene pa so tudi z najvišjimi stroški tako dela kot tudi blaga, materiala in storitev. So tudi med najbolj zadolženimi, njihov dolg obsega skoraj polovico vsega dolga podjetij oziroma 21 mrd EUR, a ga tudi v največjem obsegu znižujejo – med letoma 2008 in 2015 so zmanjšale obseg dolga za 8,8 mrd EUR oziroma za 30 %. Kljub velikemu obsegu dolga imajo velike družbe tudi večji obseg kapitala v primerjavi z drugimi velikostnimi skupinami, saj je njihov finančni vzvod, merjen kot razmerje med dolgom in kapitalom (razen pri samostojnih podjetnikih), najnižji in znaša 89 %. Dobiček velikih družb znaša skoraj tretjino dobička vseh podjetij in se je v letih 2014 in 2015 močno povečal. Če izvzamemo dve večji družbi elektrogospodarstva, ki sta v letu 2015 izkazali ogromno izgubo, so velike družbe v letu 2015 izkazovale za 1,6 mrd EUR dobička, pri čemer je bil ta z 1,1 mrd EUR

**Slika 8.2.3: Medletna sprememba števila zaposlenih v podjetjih po velikostnih razredih**



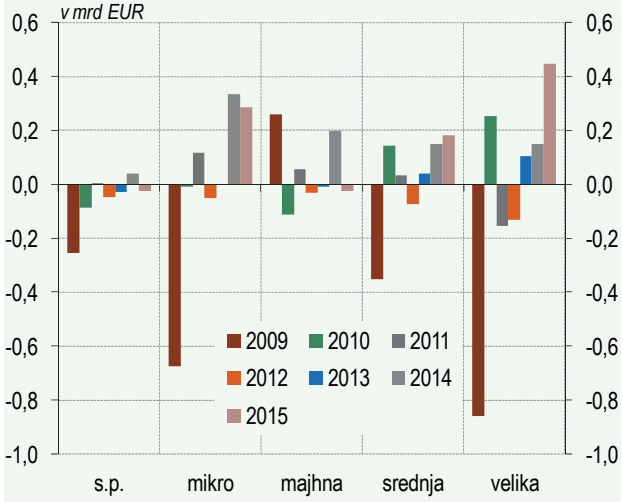

Vir: AJPES, preračuni Banka Slovenije.

**Tabela 8.2.1: Glavni kazalniki poslovanja podjetij**

| | *kot delež v podjetjih v letu 2015* | | | | | *zneski (v mio EUR)* | | | *rast v %* |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | s.p. | mikro | majhna | srednja | velika | družbe | s.p. | podjetja skupaj | 2014/2015 |
| število podjetij | 49 % | 48 % | 2 % | 1 % | 0 % | 64.490 | 62.089 | 126.579 | -3 % |
| število zaposlenih | 9 % | 29 % | 13 % | 15 % | 34 % | 440.320 | 41.005 | 481.325 | 3 % |
| bruto dodana vrednost | 7 % | 21 % | 13 % | 14 % | 45 % | 18.036 | 1.279 | 19.316 | 5 % |
| produktivnost dela* | 31.203 | 29.647 | 39.005 | 38.852 | 52.123 | 40.961 | 31.203 | 40.130 | 2 % |
| čisti prihodki od prodaje | 6 % | 18 % | 12 % | 14 % | 50 % | 78.151 | 4.633 | 82.784 | 3 % |
| stroški blaga, materiala in storitev | 5 % | 18 % | 12 % | 14 % | 52 % | 60.709 | 2.880 | 63.588 | 3 % |
| stroški dela | 6 % | 24 % | 14 % | 16 % | 40 % | 10.824 | 667 | 11.491 | 4 % |
| dolg | 3 % | 28 % | 11 % | 10 % | 48 % | 41.781 | 1.384 | 43.165 | -6 % |
| finančni vzvod | 74 % | 195 % | 117 % | 100 % | 89 % | 74% | 111% | 105% | -11 o.t. |
| neto dobiček iz poslovanja (EBIT) | 11 % | 17 % | 12 % | 16 % | 44 % | 2.938 | 364 | 3.302 | 4 % |
| celotni dobiček | 14 % | 21 % | 14 % | 19 % | 32 % | 2.179 | 361 | 2.540 | 31 % |

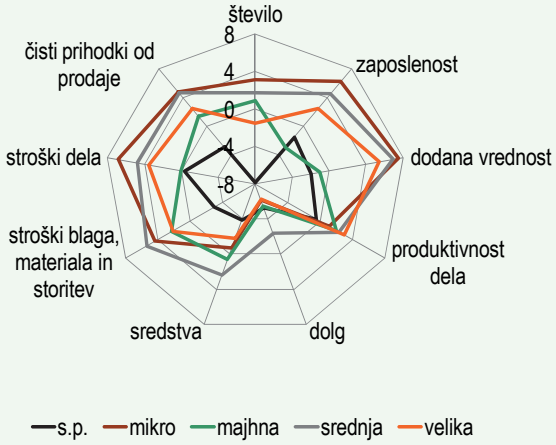
*Opomba: * Produktivnost dela je izračunana kot bruto dodana vrednost na zaposlenega, zneski v EUR.*
*Vir: AJPES, preračuni Banka Slovenije.*

**Slika 8.2.4: Medletna sprememba bruto dodane vrednosti podjetij po velikostnih razredih**




*Vir: AJPES, preračuni Banka Slovenije.*

**Slika 8.2.5: Letna stopnja rasti izbranih kazalnikov v letu 2015**




*Vir: AJPES, preračuni Banke Slovenije.*

že v letu 2014 zelo visok. Po večletnem krčenju zaposlovanja so velike družbe v letu 2015 tudi prvič povečale zaposlovanje, in sicer za skoraj 4.000 novih delovnih mest.

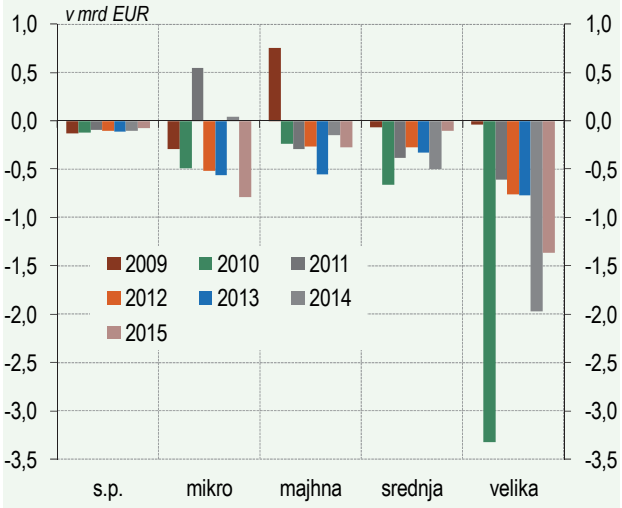
**Število mikro družb, za razliko od ostalih velikostnih razredov, od leta 2008 naprej konstantno narašča. Ker je za njih značilna velika dinamika (veliko vstopov in izstopov iz poslovanja), je kriza na njih močno vplivala. V letu 2014 so mikro družbe izkazovale še za 0,1 mrd EUR izgube, v letu 2015 pa že za 0,5 mrd EUR dobička.** To je več, kot je znašal dobiček mikro družb v prejšnjih šestih letih skupaj. Mikro družbe so v letih 2014 in 2015 tudi najbolj povečale zaposlovanje, v obeh letih skupaj so ustvarile skoraj 16 tisoč novih delovnih mest. Prav tako so močno povečale dodano vrednost, v letih 2014 in 2015 celo bolj, kot so jo povečale velike družbe. To nakazuje na vedno večjo uspešnost in pomembnost mikro družb. Tudi s stališča zadolženosti predstavljajo vedno manjše tveganje. Samo v letu 2015 so zmanjšala svoj dolg za 0,8 mrd EUR, kar je največ v preteklih letih in tudi več, kot so dolg zmanjšale majhne in srednje velike družbe.

**Proces razdolževanja se je odvijal praktično v celotnem obdobju opazovanja, med vsemi velikostnimi razredi in skoraj vsemi panogami, sama zadolženost pa je bila močno koncentrirana.** V letu 2015 je največjih

25 dolžnikov bremenila petina (8,7 mrd EUR) celotnega dolga podjetij, največjih 100 dolžnikov pa skoraj tretjina (14 mrd EUR). Dolg je koncentriran predvsem med velikimi družbami, med panogami pa izstopajo predelovalne dejavnosti, trgovina in promet.

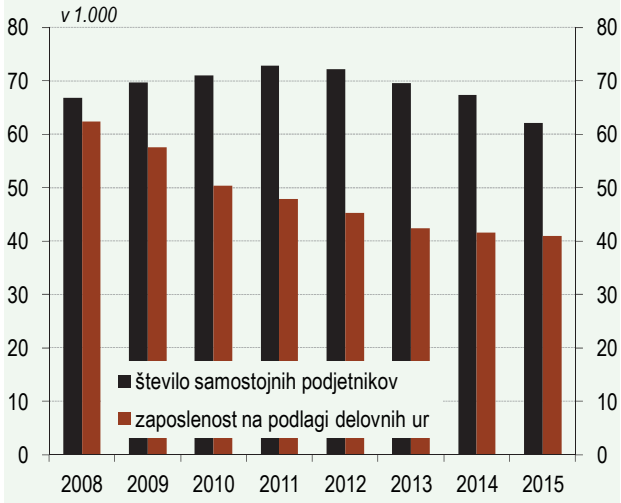
**Samostojni podjetniki so se na krizo odzvali drugače kot družbe, saj je tudi njihovo poslovanje drugačno.** Tudi za njih je značilna visoka frekvenca vstopov in izstopov iz poslovanja, vendar se je njihovo število v različnih obdobjih krize gibalo drugače, kot bi pričakovali. Število podjetnikov je naraščalo ravno v obdobju ohlajanja gospodarstva, vse do leta 2011, v času postopnega okrevanja gospodarstva pa se je začelo zniževati. Po drugi strani pa se je število zaposlenih konstantno zniževalo. To nakazuje na povečevanje atipičnih vrst zaposlitve v obdobju racionalizacije poslovanja in krčenja stroškov dela. Veliko fizičnih oseb je v času prve krize, ki je bila najmočnejša, verjetno registriralo status samostojnega podjetnika le zato, ker jim druga vrsta zaposlitve pri delodajalcu ni bila omogočena.[24] V letih 2014 in 2015 se je stanje začelo izboljševati – zaposlenost v skupini samostojnih podjetnikih je stagnirala, medtem ko se je število podjetnikov zniževalo. To je skupaj z zniževanjem brezposelnosti v gospodarstvu lahko indikator ponovne postopne normali-

**Slika 8.2.6: Medletna sprememba dolga podjetij po velikostnih razredih**



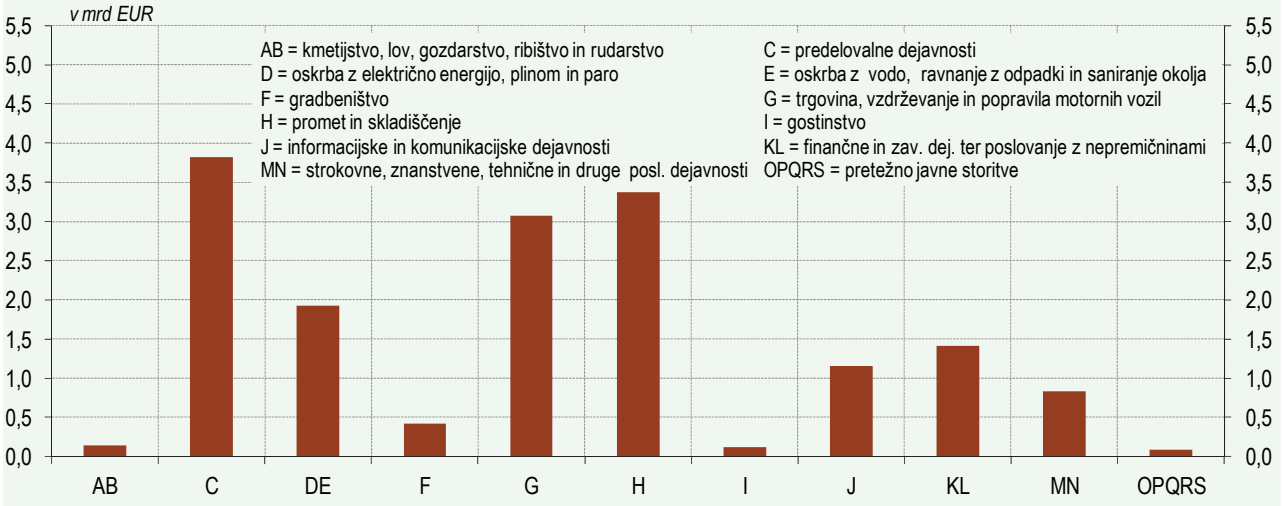

*Vir: AJPES, preračuni Banka Slovenije.*

**Slika 8.2.8: Število samostojnih podjetnikov in zaposlenost**




*Vir: AJPES, preračuni Banka Slovenije.*

**Slika 8.2.7: Obseg dolga največjih 100 dolžnikov po panogah v letu 2015**



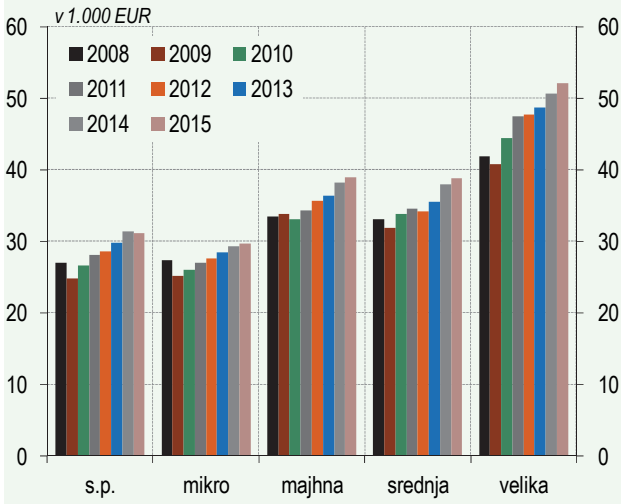

*Vir: AJPES, preračuni Banke Slovenije.*

[24] To ugotavlja tudi Finančna uprava Republike Slovenije in samostojne podjetnike ter podjetja opozarja, da je takšna vrsta zaposlitve nezakonita.

zacije na trgu dela, ki ga spremlja tudi zmanjševanje atipičnih vrst zaposlitev.

**Razen navedene atipične dinamike v krizi so samostojni podjetniki pomemben in stabilen segment gospodarstva. Njihov dobiček, z izjemo leta 2008, je bil skozi vsa leta relativno konstanten in je v letu 2015 predstavljal kar 14 % dobička vseh podjetij.** Tudi ni zanemarljivo, da so prispevali 7 % vse dodane vrednosti med podjetji. Kljub temu, da zaposlujejo desetkrat manj oseb kot družbe, je njihova produktivnost dela zadnjih pet let višja od produktivnosti zaposlenega v mikro družbi. Samostojni podjetniki se tudi ne soočajo s prezadolženostjo, saj njihov dolg znaša le 3 % dolga vseh podjetij oziroma 1,4 mrd EUR. Čeprav gre za sorazmerno majhne zneske, se podjetniki tudi najhitreje razdolžujejo – med letoma 2008 in 2015 so zmanjšali svoj dolg za 35 %. Zaradi tako nizke vrednosti dolga in relativno velikega obsega kapitala (samostojni podjetniki sami odgovarjajo s svojim premoženjem in prosto razpolagajo z gotovino),[25] tudi nimajo težav z visokim finančnim vzvodom. Ta je leta 2015 znašal le 74 %.

**Slika 8.2.9: Produktivnost dela v podjetjih po velikostnih razredih**

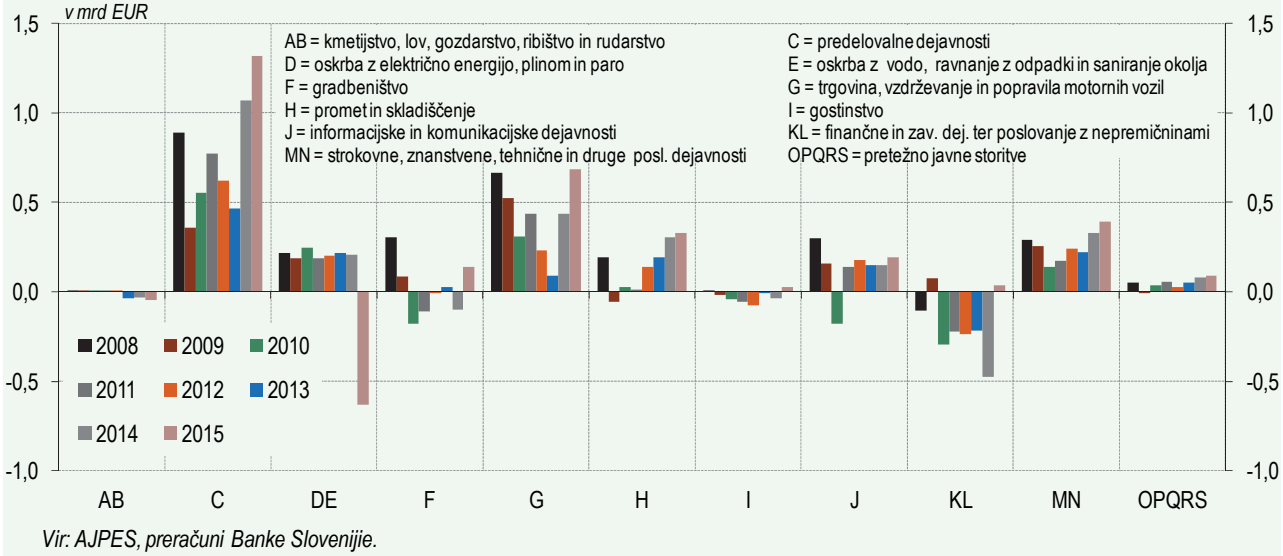



*Vir: AJPES, preračuni Banka Slovenije.*

## Poslovanje podjetij po izhodu iz krize po panogah

**Dodatno k razlikam med velikostnimi razredi podjetij je slovensko gospodarstvo odvisno predvsem od nekaj paradnih panog.** Kljub temu, da je izboljšanje splošnega podjetniškega stanja izhajalo predvsem iz izboljšanja v teh paradnih panogah, je treba omeniti, da so v letu 2015 izboljšale svoje kazalnike v povprečju prav vse panoge. Izjema je bila le energetika, kjer je že omenjena izguba dveh podjetij močno vplivala tako na dobiček kot dodano vrednost in tudi produktivnost dela. Sicer pa so se ti atributi povečali v prav vseh panogah. Povsod se je povečala tudi zaposlenost in v letu 2015 nudila 12.600 novih delovnih mest. Dolg se je zmanjšal v vseh sektorjih, razen v informacijskih dejavnostih, v letu 2015 skupno za 2,6 mrd EUR. Tudi finančni vzvod je nižji v skoraj vseh panogah.

**Slika 8.2.10: Celotni dobiček podjetij po panogah**




*Vir: AJPES, preračuni Banke Slovenije.*

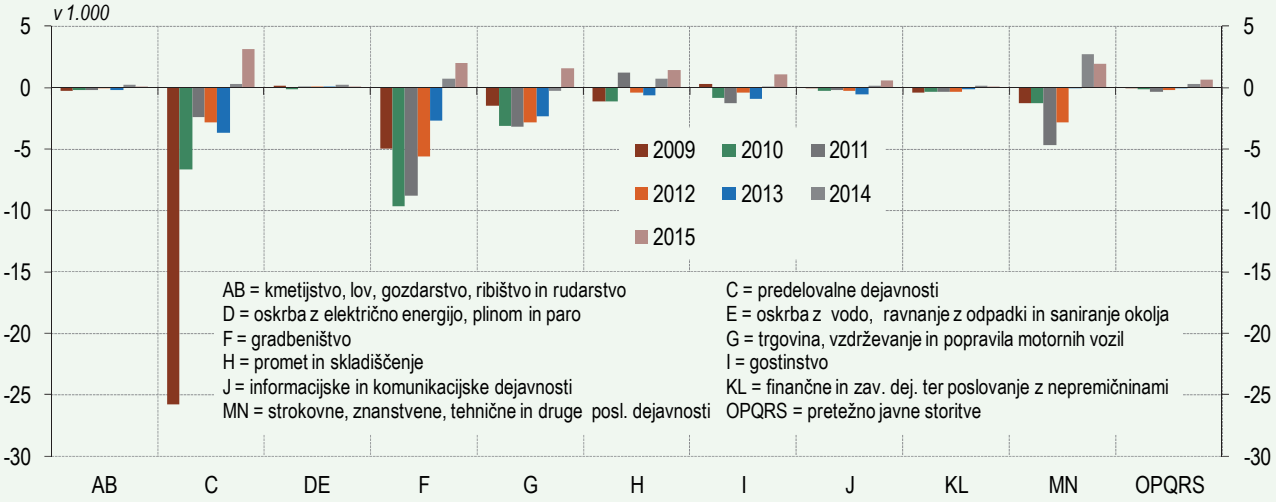
[25] Zaradi tega kazalec finančnega vzvoda pri samostojnih podjetnikih ni najbolj primerljiv s kazalcem pri gospodarskih družbah.

**Glavni paradni panogi slovenskega gospodarstva sta predelovalna dejavnost in trgovina.** Podjetja iz teh panog ustvarijo največ dobička in imajo tudi najvišji prispevek v obliki dodane vrednosti. Ustvarijo največ čistih prihodkov od prodaje in zaposlujejo največ ljudi. Posledično se soočajo tudi z najvišjim dolgom, ki pa je močno koncentriran – polovico dolga ima največjih 150 dolžnikov. Da pa njihov dolg ni toliko problematičen dokazuje nižji finančni vzvod, predvsem podjetij v predelovalnih dejavnostih.

**V letih 2014 in 2015 je bilo vidno tudi bistveno izboljšanje v gradbenem sektorju.** Po velikem odpuščanju v preteklih letih so v letu 2014 in 2015 na novo zaposlili 2.700 ljudi. Prav tako sta se povečali dodana vrednost gradbenih podjetij in produktivnost dela. Podjetja iz gradbenega sektorja so se tudi najbolj razdolžila, v primerjavi z vrhom zadolževanja v letu 2008 so svoj dolg kar razpolovila. Kljub temu, da so tako tudi močno zmanjšala svoj finančni vzvod, je ta z 216 % še vedno najvišji. Gradbena podjetja so se v času krize soočala z največ težavami in posledično tudi poslovala z izgubo. V letu 2015 pa se je njihovo poslovanje izboljšalo, saj so izkazala za 140 mio EUR dobička, k temu pa so najbolj pripomogle mikro gradbene družbe.

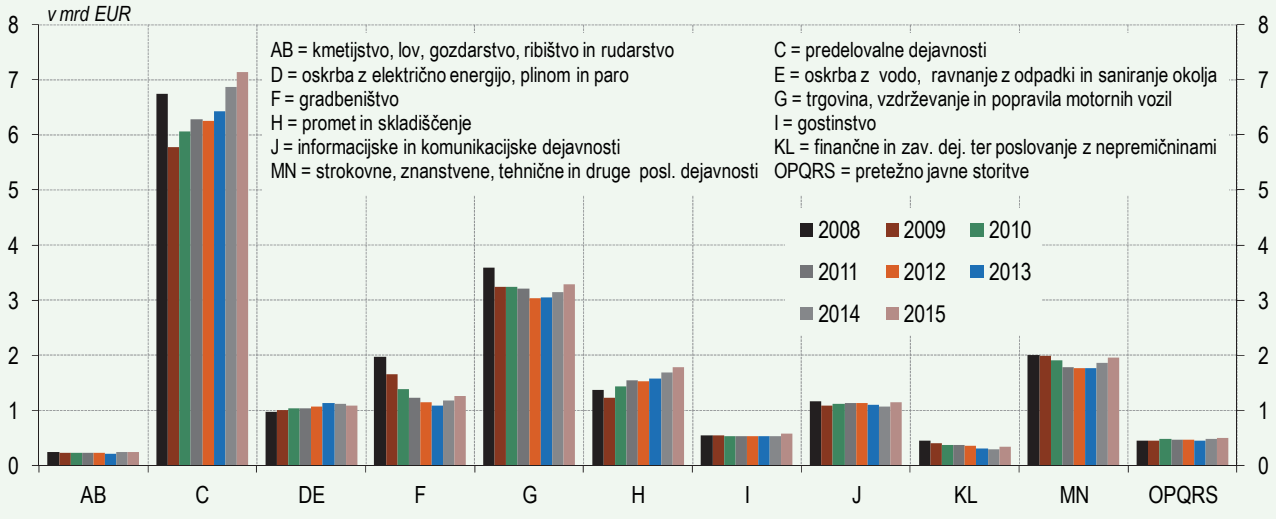
**Finančno krizo so relativno dobro prenesla podjetja iz strokovnih, znanstvenih, tehničnih in drugih poslovnih dejavnosti, ki v zadnjih letih še povečujejo svojo pomembnost v obliki povečanja dodane vrednosti.**

**Slika 8.2.11: Medletna sprememba števila zaposlenih v podjetjih po panogah**




*Vir: AJPES, preračuni Banke Slovenije.*

**Slika 8.2.12: Bruto dodana vrednost podjetij po panogah**




*Vir: AJPES, preračuni Banke Slovenije.*

Podjetja iz teh dejavnosti že od leta 2010 povečujejo svoj dobiček, leta 2015 je bil tretji največji med dejavnostmi in je znašal 0,4 mrd EUR. V zadnjih dveh letih so se ta podjetja tudi močno razdolžila, in sicer za 1 mrd EUR. V teh dveh letih so po dolgoletnem odpuščanju tudi povečala zaposlovanje – za 4.700 novih delovnih mest. Nekoliko se je povečala tudi produktivnost dela, vendar ostaja med najnižjimi.

### Metodologija

### Zajem podatkov

Analiza poslovanja gospodarskih družb in samostojnih podjetnikov temelji na podatkih iz letnih poročil, ki jih družbe in podjetniki v skladu z Zakonom o gospodarskih družbah vsako leto predložijo Agenciji Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve. Običajno samostojni podjetniki niso vključeni v tovrstne analize gospodarskih gibanj, tokrat pa smo se zaradi njihove številčnosti osredotočili še na njihov prispevek h gospodarstvu. Samostojne podjetnike smo primerjali z gospodarskimi družbami, skupaj pa sestavljajo sektor podjetij.

Iz podatkov so izključena podjetja, zaradi katerih bi bil zbirni prikaz poslovanja podjetij glede na značilnost njihovega poslovanja nerealen[26], prav tako pa so izključena podjetja, ki spadajo v sektor države ali sektor finančnih družb. Slednja so navadno zavezana k poročanju svojim krovnim finančnim ali investicijskim institucijam, bodisi zavarovalnicam, investicijskim skladom, pokojninskim skladom itn.

### Definicije

**Število zaposlenih** je izračunano kot povprečno število zaposlenih na podlagi delovnih ur v koledarskem letu, za katere so zaposleni dobili plačo in nadomestilo plače, deljeno s številom možnih delovnih ur v koledarskem letu.

**Bruto dodana vrednost** je izračunana kot kosmati donos od poslovanja, zmanjšan za stroške blaga, materiala in storitev ter druge poslovne odhodke.

**Produktivnost dela** je izračunana kot bruto dodana vrednost na zaposlenega.

**Finančni vzvod** je merjen kot razmerje med dolgom in kapitalom.

**Velikostni razredi** so definirani skladno s 55. členom Zakona o gospodarskih družbah in se delijo na mikro, majhne, srednje in velike na podlagi podatkov dveh zaporednih poslovnih let. Velikost družb se izračunava na podlagi treh meril, pri čemer mora za definicijo velikostnega razredi izpolnjevati vsaj dva od treh:

1. Mikro družba je družba, ki izpolnjuje dve od treh meril:

- povprečno število delavcev v poslovnem letu ne presega 10,
- čisti prihodki od prodaje ne presegajo 2 mio EUR,
- vrednost aktive ne presega 2 mio EUR.

2. Majhna družba je družba, ki ni mikro družba in ki izpolnjuje dve od treh meril:
- povprečno število delavcev v poslovnem letu ne presega 50,
- čisti prihodki od prodaje ne presegajo 8,8 mio EUR,
- vrednost aktive ne presega 4,4 mio EUR.

3. Srednja družba je družba, ki ni mikro in ne majhna družba in ki izpolnjuje dve od treh meril:
- povprečno število delavcev v poslovnem letu ne presega 250,
- čisti prihodki od prodaje ne presegajo 35 mio EUR,
- vrednost aktive ne presega 17,5 mio EUR.

4. Velika družba je družba, ki ni ne mikro, ne majhna in ne srednja družba.

Ker se lahko zgodi, da družbi ne moremo določiti velikosti, ker ne izpolnjuje dveh od treh meril, ampak samo enega (npr. družba lahko po kriteriju zaposlenosti ustreza mikro družbi, po kriteriju prihodkov od prodaje srednji družbi in po kriteriju aktive veliki družbi), smo določili prioritete po naslednjem vrstnem redu: 1. prioriteta: vrednost aktive; 2. prioriteta: vrednost čistih prihodkov od prodaje; 3. prioriteta: povprečno število delavcev. V kolikor po vseh teh korakih družba še vedno nima definirane velikosti (ker v določenem letu ne poroča nobene vrednosti od zahtevanih treh), smo jo določili na podlagi prve možne velikostne oznake v preteklosti.

### Predpostavke

Podjetja so zavezana k poročanju v skladu z Zakonom o gospodarskih družbah in za pravilnost poročanja odgovarjajo sama. V nekaterih primerih podjetja ne poročajo vseh vrednosti, zato je za potrebe izračunavanja kazalnikov in raznih agregatov, za te vrednosti vzeta predpostavka, da znaša nič. Če bi izključili vsa podjetja, ki vrednosti določenih postavk, potrebnih za analizo, ne poročajo, bi se vzorec bistveno zmanjšal in ne bi več odražal stanja celotnega podjetniškega sektorja, ampak le manjšega vzorca. Zato je upoštevana navedena predpostavka, ob zavedanju, da so zaradi tega rezultati lahko nekoliko pristranski.

[26] Izključeni so Slovenski državni holding d.d., Kapitalska družba pokojninskega in invalidskega zavarovanja d.d. in Družba za upravljanje terjatev bank d.d

# 9 Statistična priloga

*V prilogi se nahaja izbor statističnih podatkov, za katere je odgovorna in jih pripravlja Banka Slovenije, zajemajo pa finančne institucije in trge, ekonomske odnose s tujino in finančne račune.*

*Širši nabor statističnih podatkov, ki so prikazani v tabelah statistične priloge, je na razpolago v Biltenu Banke Slovenije in na statističnih spletnih straneh Banke Slovenije, kjer je tudi povezava do časovnih vrst podatkov.*

*Ožja metodološka pojasnila za statistične podatke v tej prilogi se nahajajo na strani 86, podrobnejša pojasnila pa v prilogi biltena Banke Slovenije.*

**Tabela 9.1: Konsolidirana bilanca monetarnih finančnih institucij**

| *mio EUR* | 2012 | 2013 | 2014 | 15Q3 | 15Q4 | 16Q1 | maj 2016 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1.1. Terjatve Banke Slovenije | 5.538 | 4.771 | 7.278 | 5.587 | 5.410 | 5.390 | 5.655 |
| 1.2. Terjatve drugih MFI | 5.797 | 5.165 | 6.680 | 7.744 | 8.263 | 8.143 | 7.846 |
| **1. Terjatve do tujih sektorjev (tuja aktiva)** | **11.335** | **9.936** | **13.958** | **13.331** | **13.673** | **13.533** | **13.502** |
| 2.1. Terjatve BS do centralne države | 221 | 233 | 263 | 1.699 | 2.327 | 2.987 | 3.378 |
| 2.2.1.1. Posojila | 1.131 | 1.083 | 1.149 | 1.142 | 1.298 | 1.285 | 1.265 |
| 2.2.1.2. Vrednostni papirji | 3.926 | 5.480 | 6.105 | 6.158 | 5.814 | 5.737 | 5.589 |
| 2.2.1. Terjatve do centralne države | 5.057 | 6.563 | 7.254 | 7.300 | 7.112 | 7.022 | 6.853 |
| 2.2.2.1. Posojila | 610 | 581 | 671 | 624 | 622 | 601 | 594 |
| 2.2.2.2. Vrednostni papirji | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 2.2.2. Terjatve do ostalega državnega sektorja | 610 | 581 | 671 | 624 | 622 | 601 | 594 |
| 2.2. Terjatve drugih MFI do državnega sektorja | 5.667 | 7.144 | 7.926 | 7.925 | 7.734 | 7.623 | 7.447 |
| 2.3.1.1. Posojila | 18.643 | 14.135 | 11.213 | 10.438 | 10.068 | 9.499 | 9.447 |
| 2.3.1.2. Vrednostni papirji | 827 | 767 | 524 | 504 | 465 | 406 | 422 |
| 2.3.1. Terjatve do nefinančnih družb | 19.470 | 14.902 | 11.737 | 10.942 | 10.533 | 9.905 | 9.870 |
| 2.3.2. Gospodinjstva in neprofitne institucije, ki opravljajo storitve za gospodinjstva | 9.267 | 8.917 | 8.762 | 8.825 | 8.856 | 8.830 | 8.891 |
| 2.3.3.1. Posojila | 1.813 | 1.460 | 1.087 | 890 | 898 | 891 | 827 |
| 2.3.3.2. Vrednostni papirji | 322 | 303 | 408 | 544 | 511 | 506 | 505 |
| 2.3.3. Terjatve do nedenarnih finančnih institucij | 2.135 | 1.763 | 1.495 | 1.434 | 1.409 | 1.397 | 1.332 |
| 2.3. Terjatve do drugih domačih sektorjev | 30.872 | 25.582 | 21.995 | 21.201 | 20.798 | 20.132 | 20.093 |
| **2. Terjatve do domačih nedenarnih sektorjev** | **36.761** | **32.959** | **30.183** | **30.825** | **30.859** | **30.741** | **30.917** |
| **3. Ostala aktiva** | **5.021** | **3.670** | **3.771** | **3.247** | **3.102** | **2.737** | **2.644** |
| **Aktiva skupaj** | **53.116** | **46.565** | **47.912** | **47.403** | **47.633** | **47.011** | **47.063** |
| 1.1. Obveznosti Banke Slovenije | 4.450 | 1.054 | 10 | 0 | 16 | 742 | 193 |
| 1.2. Obveznosti drugih MFI | 10.802 | 8.241 | 7.409 | 6.037 | 5.920 | 5.379 | 5.433 |
| **1. Obveznosti do tujih sektorjev (tuja pasiva)** | **15.252** | **9.294** | **7.419** | **6.037** | **5.936** | **6.122** | **5.625** |
| 2.1.1.1. Bankovci in kovanci (po 1.1.2007 ključ ECB) | 3.997 | 4.189 | 4.673 | 4.812 | 4.956 | 4.902 | 4.931 |
| 2.1.1.2. Depoziti čez noč pri drugih MFI | 8.829 | 8.832 | 10.441 | 12.488 | 13.057 | 13.799 | 14.082 |
| 2.1.1.3.1. Nedenarne finančne institucije | 14 | 15 | 44 | 39 | 9 | 7 | 7 |
| 2.1.1.3.2. Ostali državni sektor | 18 | 28 | 28 | 42 | 53 | 53 | 60 |
| 2.1.1.3. Depoziti čez noč pri BS | 31 | 43 | 71 | 81 | 63 | 61 | 67 |
| 2.1.1. Bankovci in kovanci in vpogledne vloge | 12.858 | 13.065 | 15.185 | 17.381 | 18.075 | 18.761 | 19.080 |
| 2.1.2.1. Obveznosti Banke Slovenije | - | - | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 2.1.2.2. Obveznosti drugih MFI | 10.111 | 9.804 | 9.363 | 7.893 | 7.837 | 7.542 | 7.255 |
| 2.1.2. Vezane vloge | 10.111 | 9.804 | 9.364 | 7.894 | 7.838 | 7.543 | 7.256 |
| 2.1.3. Depoziti na odpoklic do 3 mes. | 63 | 209 | 379 | 391 | 315 | 404 | 520 |
| 2.1. Bankovci in kovanci in vloge do 2 let | 23.032 | 23.078 | 24.929 | 25.666 | 26.229 | 26.708 | 26.857 |
| 2.2. Dolžniški vrednostni papirji, točke/delnice skladov denarnega trga, repo posli | 80 | 80 | 42 | 66 | 56 | 68 | 67 |
| **2. Bankovci in kovanci in instrumenti do 2 let** | **23.112** | **23.157** | **24.971** | **25.732** | **26.285** | **26.776** | **26.923** |
| **3. Dolgoročnejše finančne obveznosti do nedenarnega sektorja (brez centralne države)** | **1.987** | **1.498** | **1.598** | **1.553** | **1.550** | **1.542** | **1.558** |
| **4. Ostala pasiva** | **15.017** | **15.783** | **17.229** | **15.666** | **15.370** | **14.062** | **14.475** |
| **5. Presežek obveznosti med MFI** | **-2.253** | **-3.168** | **-3.305** | **-1.586** | **-1.508** | **-1.491** | **-1.518** |
| **Pasiva skupaj** | **53.116** | **46.565** | **47.912** | **47.403** | **47.633** | **47.011** | **47.063** |

**Tabela 9.2: Bilanca Banke Slovenije**

| *mio EUR* | 2012 | 2013 | 2014 | 15Q3 | 15Q4 | 16Q1 | maj 2016 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1.1. Zlato | 129 | 89 | 101 | 103 | 100 | 111 | 111 |
| 1.2. Terjatve do MDS | 388 | 369 | 392 | 363 | 367 | 398 | 403 |
| 1.3. Tuja gotovina | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 1.4. Posojila, terjatve iz danih vlog | 406 | 373 | 3.031 | 1.015 | 699 | 358 | 431 |
| 1.5. Vrednostni papirji | 4.520 | 3.844 | 3.651 | 4.004 | 4.141 | 4.421 | 4.607 |
| 1.6. Druge terjatve do tujine | 96 | 96 | 103 | 103 | 103 | 103 | 103 |
| **1. Terjatve do tujih sektorjev (tuja aktiva)** | **5.538** | **4.771** | **7.278** | **5.587** | **5.410** | **5.390** | **5.655** |
| 2.1. Terjatve do centralne države | 221 | 233 | 263 | 1.699 | 2.327 | 2.987 | 3.378 |
| 2.2.1. Posojila | 3.982 | 3.682 | 1.098 | 813 | 901 | 906 | 826 |
| 2.2.2. Druge terjatve | 3 | 3 | 3 | 18 | 44 | 87 | 86 |
| 2.2. Terjatve do domačih denarnih sektorjev | 3.985 | 3.685 | 1.101 | 831 | 945 | 993 | 913 |
| 2.3. Terjatve do drugih domačih sektorjev | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| **2. Terjatve do domačih sektorjev (domača aktiva)** | **4.208** | **3.919** | **1.366** | **2.532** | **3.275** | **3.981** | **4.292** |
| **3. Ostala aktiva** | **2.835** | **2.200** | **2.317** | **1.831** | **1.665** | **1.435** | **1.340** |
| **Aktiva skupaj** | **12.581** | **10.890** | **10.961** | **9.950** | **10.349** | **10.807** | **11.288** |
| **1. Bankovci in kovanci** (po 1.1.2007 ključ ECB) | **3.997** | **4.189** | **4.673** | **4.812** | **4.956** | **4.902** | **4.931** |
| 2.1.1.1.1. Čez noč | 1.338 | 1.503 | 1.526 | 1.656 | 1.634 | 1.895 | 2.155 |
| 2.1.1.1.2. Vezane vloge | - | 605 | - | - | - | - | - |
| 2.1.1.1. V domači valuti | 1.338 | 2.108 | 1.526 | 1.656 | 1.634 | 1.895 | 2.155 |
| 2.1.1.2. V tuji valuti | - | - | - | - | - | - | - |
| 2.1.1. Drugi MFI | 1.338 | 2.108 | 1.526 | 1.656 | 1.634 | 1.895 | 2.155 |
| 2.1.2.1.1. Čez noč | 23 | 364 | 2.718 | 1.470 | 1.730 | 1.186 | 1.877 |
| 2.1.2.1.2. Vezane vloge | 1.000 | 1.350 | - | - | - | - | - |
| 2.1.2.1. V domači valuti | 1.023 | 1.714 | 2.718 | 1.470 | 1.730 | 1.186 | 1.877 |
| 2.1.2.2. V tuji valuti | 75 | 73 | 94 | 58 | 60 | 54 | 54 |
| 2.1.2. Državni sektor | 1.098 | 1.787 | 2.812 | 1.528 | 1.789 | 1.239 | 1.931 |
| 2.1.3.1. Nefinančne družbe | - | - | - | - | - | - | - |
| 2.1.3.2. Nedenarne finančne institucije | 16 | 17 | 45 | 40 | 11 | 8 | 8 |
| 2.1.3. Drugi domači sektorji | 16 | 17 | 45 | 40 | 11 | 8 | 8 |
| 2.1. Obveznosti iz vlog do domačih sektorjev | 2.452 | 3.912 | 4.383 | 3.224 | 3.434 | 3.143 | 4.094 |
| 2.2. Obveznosti iz vlog do tujih sektorjev | 4.450 | 1.054 | 10 | 0 | 16 | 742 | 193 |
| **2. Vloge** | **6.902** | **4.966** | **4.393** | **3.224** | **3.450** | **3.885** | **4.287** |
| 3.1. V domači valuti | - | - | - | - | - | - | - |
| 3.2. V tuji valuti | - | - | - | - | - | - | - |
| **3. Izdani vrednostni papirji** | **0** | **0** | **0** | **0** | **0** | **0** | **-** |
| **4. Alokacija SDR** | **252** | **241** | **257** | **270** | **275** | **267** | **272** |
| **5. Kapital in rezerve** | **1.180** | **1.339** | **1.440** | **1.439** | **1.449** | **1.541** | **1.551** |
| **6. Ostala pasiva** | **250** | **156** | **197** | **204** | **220** | **211** | **247** |
| **Pasiva skupaj** | **12.581** | **10.890** | **10.961** | **9.950** | **10.349** | **10.807** | **11.288** |

**Tabela 9.3: Bilanca drugih monetarnih finančnih institucij**

| *mio EUR* | 2012 | 2013 | 2014 | 15Q3 | 15Q4 | 16Q1 | maj 2016 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1.1.1. Gotovina | 261 | 282 | 292 | 262 | 294 | 285 | 282 |
| 1.1.2. Računi in vloge pri BS | 1.338 | 2.108 | 1.526 | 1.656 | 1.634 | 1.895 | 2.155 |
| 1.1.3. Vrednostni papirji BS | - | - | - | - | - | - | - |
| 1.1. Terjatve do BS | 1.599 | 2.390 | 1.818 | 1.918 | 1.928 | 2.180 | 2.437 |
| 1.2.1. Posojila | 3.064 | 2.432 | 1.719 | 1.349 | 1.264 | 1.184 | 1.125 |
| 1.2.2. Dolžniški vrednostni papirji | 620 | 363 | 378 | 246 | 245 | 190 | 242 |
| 1.2.3. Delnice in drugi lastniški deleži | 172 | 117 | 61 | 62 | 62 | 50 | 50 |
| 1.2. Terjatve do drugih MFI | 3.856 | 2.912 | 2.158 | 1.657 | 1.571 | 1.424 | 1.417 |
| 1.3.1. Posojila | 31.465 | 26.176 | 22.883 | 21.920 | 21.742 | 21.106 | 21.023 |
| 1.3.2. Dolžniški vrednostni papirji | 4.139 | 5.702 | 6.352 | 6.397 | 6.050 | 5.994 | 5.864 |
| 1.3.3. Delnice in drugi lastniški deleži | 936 | 849 | 685 | 810 | 739 | 654 | 653 |
| 1.3. Terjatve do nedenarnih sektorjev | 36.540 | 32.727 | 29.920 | 29.127 | 28.531 | 27.754 | 27.540 |
| **1. Terjatve do domačih sektorjev (domača aktiva)** | **41.994** | **38.028** | **33.897** | **32.701** | **32.032** | **31.358** | **31.393** |
| 2.1.1. Gotovina | 23 | 23 | 29 | 33 | 34 | 35 | 36 |
| 2.1.2. Posojila | 1.231 | 1.697 | 2.839 | 2.570 | 2.767 | 2.672 | 2.401 |
| 2.1.3. Dolžniški vrednostni papirji | 590 | 372 | 498 | 666 | 1.027 | 1.043 | 1.067 |
| 2.1.4 Delnice in drugi lastniški deleži | 619 | 559 | 572 | 567 | 567 | 567 | 567 |
| 2.1. Terjatve do tujih denarnih sektorjev | 2.463 | 2.651 | 3.938 | 3.836 | 4.395 | 4.317 | 4.071 |
| 2.2.1. Posojila | 2.770 | 2.530 | 2.135 | 1.766 | 1.602 | 1.462 | 1.401 |
| 2.2.2. Dolžniški vrednostni papirji | 1.234 | 1.378 | 1.878 | 1.776 | 1.870 | 1.946 | 1.955 |
| 2.2.3. Delnice in drugi lastniški deleži | 93 | 273 | 329 | 368 | 396 | 419 | 419 |
| 2.2. Terjatve do tujih nedenarnih sektorjev | 4.097 | 4.181 | 4.342 | 3.910 | 3.868 | 3.827 | 3.775 |
| **2. Terjatve do tujih sektorjev (tuja aktiva)** | **6.559** | **6.833** | **8.279** | **7.744** | **8.263** | **8.143** | **7.846** |
| **3. Ostala aktiva** | **2.234** | **1.455** | **1.399** | **1.321** | **1.321** | **1.210** | **1.214** |
| **Aktiva skupaj** | **50.787** | **46.315** | **43.575** | **41.766** | **41.615** | **40.711** | **40.453** |
| 1.1.1. Vloge, prejeta posojila od BS | 3.982 | 3.682 | 1.098 | 813 | 901 | 906 | 826 |
| 1.1.2. Vloge, prejeta posojila od drugih MFI | 3.122 | 2.440 | 1.733 | 1.362 | 1.301 | 1.249 | 1.168 |
| 1.1.3. Izdani dolžniški vrednostni papirji | 298 | 150 | 93 | 60 | 38 | 17 | 28 |
| 1.1. Obveznosti do denarnih sektorjev | 7.402 | 6.272 | 2.924 | 2.235 | 2.240 | 2.172 | 2.023 |
| 1.2.1.1. Čez noč | 8.664 | 8.542 | 10.129 | 12.090 | 12.661 | 13.347 | 13.635 |
| 1.2.1.2. Vezane vloge | 13.777 | 12.214 | 12.481 | 10.942 | 10.604 | 9.744 | 9.442 |
| 1.2.1.3. Vloge na odpoklic | 67 | 221 | 449 | 491 | 474 | 675 | 675 |
| 1.2.1. Vloge v domači valuti | 22.508 | 20.977 | 23.059 | 23.523 | 23.739 | 23.766 | 23.753 |
| 1.2.2. Vloge v tuji valuti | 521 | 441 | 463 | 578 | 599 | 633 | 635 |
| 1.2.3. Izdani dolžniški vrednostni papirji | 604 | 256 | 176 | 133 | 84 | 70 | 68 |
| 1.2. Obveznosti do nedenarnih sektorjev | 23.633 | 21.674 | 23.698 | 24.234 | 24.422 | 24.469 | 24.455 |
| **1. Obveznosti do domačih sektorjev (domača aktiva)** | **31.036** | **27.946** | **26.622** | **26.469** | **26.661** | **26.643** | **26.478** |
| 2.1.1. Vloge | 7.113 | 4.538 | 3.551 | 2.657 | 2.588 | 2.363 | 2.272 |
| 2.1.2. Izdani dolžniški vrednostni papirji | 1.462 | 1.200 | 1.344 | 983 | 975 | 713 | 713 |
| 2.1. Obveznosti do tujih denarnih sektorjev | 8.575 | 5.738 | 4.895 | 3.640 | 3.563 | 3.076 | 2.985 |
| 2.2.1. Vloge | 1.702 | 2.054 | 2.052 | 1.907 | 1.944 | 1.893 | 1.886 |
| 2.2.2. Izdani dolžniški vrednostni papirji | 104 | 32 | 25 | 27 | 27 | 24 | 23 |
| 2.2. Obveznosti do tujih nedenarnih sektorjev | 1.806 | 2.086 | 2.077 | 1.934 | 1.971 | 1.917 | 1.910 |
| **2. Obveznosti do tujih sektorjev (tuja pasiva)** | **10.381** | **7.824** | **6.972** | **5.574** | **5.535** | **4.992** | **4.895** |
| **3. Kapital in rezerve** | **3.889** | **3.906** | **4.512** | **4.702** | **4.706** | **4.866** | **4.907** |
| **4. Ostala pasiva** | **5.481** | **6.641** | **5.469** | **5.020** | **4.714** | **4.211** | **4.173** |
| **Pasiva skupaj** | **50.787** | **46.315** | **43.575** | **41.766** | **41.615** | **40.711** | **40.453** |

**Tabela 9.4: Obrestne mere novih posojil in vlog v domači valuti gospodinjstev ter nefinančnih podjetij**

| *v % na letni ravni* | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | feb.16 | mar.16 | apr.16 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **1. Obrestne mere novih posojil** | | | | | | | |
| 1.1. Posojila gospodinjstvom | | | | | | | |
| Gospodinjstva, okvirna posojila | 8,75 | 8,53 | 8,20 | 8,04 | 7,99 | 7,98 | 7,97 |
| Gospodinjstva, obrestovana posojila po kred. k. | 8,65 | 8,06 | 8,02 | 7,89 | 7,86 | 7,86 | 7,85 |
| Gospodinjstva, potrošniška posojila, variabilna in do 1 leta fiksna OM | 5,02 | 5,04 | 5,01 | 4,37 | 4,22 | 4,20 | 4,16 |
| Gospodinjstva, potrošniška posojila, fiksna OM nad 1 do 5 let | 7,22 | 7,21 | 7,00 | 5,97 | 5,81 | 5,70 | 5,63 |
| Gospodinjstva, potrošniška posojila posojila, fiksna OM nad 5 let | 7,33 | 7,19 | 7,07 | 5,75 | 5,55 | 5,52 | 5,81 |
| Gospodinjstva, zav. potrošniška posojila, variabilna in do 1 leta fiksna OM | 4,78 | 4,76 | 4,47 | 3,92 | 3,79 | 3,67 | 3,53 |
| Gospodinjstva, zav. potrošniška posojila, fiksna OM nad 1 do 5 let | 6,60 | 6,74 | 6,60 | 5,96 | 5,27 | 5,38 | 5,32 |
| Gospodinjstva, zav. potrošniška posojila, fiksna OM nad 5 let | 6,93 | 7,15 | 6,53 | 5,21 | 5,31 | 4,27 | 5,24 |
| Efektivna obrestna mera, potrošniška posojila | 7,70 | 8,00 | 8,28 | 7,61 | 7,41 | 7,27 | 7,30 |
| Gospodinjstva, stanovanjska posojila, variabilna in do 1 leta fiksna OM | 3,27 | 3,14 | 3,18 | 2,45 | 2,15 | 2,06 | 2,04 |
| Gospodinjstva, stanovanjska posojila, fiksna OM nad 1 do 5 let | 5,61 | 5,54 | 5,65 | 4,02 | 3,38 | 3,38 | 3,18 |
| Gospodinjstva, stanovanjska posojila, fiksna OM nad 5 do 10 let | 5,48 | 5,40 | 5,06 | 3,54 | 2,91 | 2,75 | 2,71 |
| Gospodinjstva, stanovanjska posojila, fiksna OM nad 10 let | 5,47 | 5,17 | 4,87 | 3,28 | 3,15 | 3,03 | 2,93 |
| Gospodinjstva, zav. stanovanjska posojila, variabilna in fiksna OM do 1 leta | 3,27 | 3,11 | 3,16 | 2,44 | 2,10 | 2,06 | 2,04 |
| Gospodinjstva, zav. stanovanjska posojila, fiksna OM nad 1 do 5 let | 5,59 | 5,90 | 5,41 | 3,02 | 3,29 | 2,73 | 2,63 |
| Gospodinjstva, zav. stanovanjska posojila, fiksna OM nad 5 in do 10 let | 5,38 | 5,34 | 5,03 | 3,19 | 2,76 | 2,56 | 2,37 |
| Gospodinjstva, zav. stanovanjska posojila, fiksna OM nad 10 let | 5,80 | 5,71 | 4,87 | 3,25 | 3,08 | 2,96 | 2,88 |
| Efektivna obrestna mera, stanovanjska posojila | 3,63 | 3,48 | 3,55 | 2,97 | 2,79 | 2,70 | 2,67 |
| Gospodinjstva, druga posojila, variabilna in do 1 leta fiksna OM | 5,62 | 5,69 | 5,11 | 3,87 | 3,51 | 3,37 | 3,27 |
| Gospodinjstva, druga posojila, fiksna OM nad 1 do 5 let | 6,64 | 6,51 | 5,96 | 6,48 | 6,41 | 6,06 | 4,88 |
| Gospodinjstva, druga posojila posojila, fiksna OM nad 5 let | 5,83 | 6,42 | 6,44 | 7,67 | 6,96 | 6,60 | 7,20 |
| 1.2. Posojila nefinančnim podjetjem (S.11) | | | | | | | |
| S.11, okvirna posojila | 5,39 | 5,53 | 5,30 | 4,12 | 3,28 | 3,37 | 3,18 |
| S.11, obrestovana posojila po kred. k. | 7,25 | 7,39 | 7,28 | 7,30 | 7,02 | 7,15 | 7,19 |
| S.11, posojila do 0,25 mio EUR, var.in fiksna OM do 3 mesece | 5,69 | 5,55 | 4,81 | 3,69 | 3,41 | 3,21 | 2,96 |
| S.11, posojila do 0,25 mio EUR, fiksna OM nad 3 mesece do 1 leta | 6,40 | 6,44 | 5,77 | 4,09 | 3,64 | 3,64 | 3,19 |
| S.11, posojila do 0,25 mio EUR, fiksna OM nad 1 leto do 3 leta | 6,99 | 6,57 | 5,92 | 4,89 | 4,34 | 4,19 | 4,94 |
| S.11, posojila do 0,25 mio EUR, fiksna OM nad 3 leta do 5 let | 6,94 | 6,28 | 5,93 | 5,79 | 6,13 | 5,79 | 5,76 |
| S.11, posojila do 0,25 mio EUR, fiksna OM nad 5 let do 10 let | 6,94 | 6,70 | 5,82 | 5,15 | 5,89 | 5,32 | 6,48 |
| S.11, posojila do 0,25 mio EUR, fiksna OM nad 10 let | 8,19 | 7,58 | 5,87 | 4,27 | 4,59 | 4,51 | 3,60 |
| S.11, posojila nad 0,25 do 1 mio EUR, variabilna in fiksna OM do 3 mesece | 5,22 | 5,08 | 4,62 | 3,14 | 3,04 | 2,65 | 2,54 |
| S.11, posojila nad 0,25 do 1 mio EUR, fiksna OM nad 3 mesece do 1 leta | 6,04 | 6,00 | 5,29 | 3,38 | 3,01 | 2,71 | 2,75 |
| S.11, posojila nad 0,25 do 1 mio EUR, fiksna OM nad 1 leto do 3 leta | 6,35 | 6,31 | 5,27 | 3,89 | 3,75 | - | 3,11 |
| S.11, posojila nad 0,25 do 1 mio EUR, fiksna OM nad 3 leta do 5 let | 6,77 | 5,60 | 5,97 | 4,23 | 1,39 | 3,05 | 2,22 |
| S.11, posojila nad 0,25 do 1 mio EUR, fiksna OM nad 5 let do 10 let | 5,47 | 5,83 | 5,46 | 3,37 | - | 1,86 | 1,83 |
| S.11, posojila nad 0,25 do 1 mio EUR, fiksna OM nad 10 let | - | 7,50 | 6,32 | 4,07 | 2,73 | - | 3,87 |
| S.11, posojila nad 1 mio EUR, variabilna in fiksna OM do 3 mesecev | 4,21 | 4,21 | 3,94 | 2,90 | 2,28 | 1,79 | 2,65 |
| S.11, posojila nad 1 mio EUR, fiksna OM nad 3 mesece do 1 leta | 5,66 | 5,15 | 4,84 | 3,06 | 2,25 | 2,42 | 1,50 |
| S.11, posojila nad 1 mio EUR, fiksna OM nad 1 leto do 3 leta | 5,70 | 4,07 | 4,60 | 3,53 | - | 1,98 | 2,58 |
| S.11, posojila nad 1 mio EUR, fiksna OM nad 3 leta do 5 let | 4,40 | 4,49 | 4,07 | 1,90 | - | 1,71 | - |
| S.11, posojila nad 1 mio EUR, fiksna OM nad 5 let do 10 let | 5,95 | 3,84 | 4,62 | 1,83 | 3,04 | 1,77 | 1,76 |
| S.11, posojila nad 1 mio EUR, fiksna OM nad 10 let | 4,81 | 4,81 | 2,35 | 3,73 | - | - | 3,04 |
| **2. Obrestne mere novih vlog** | | | | | | | |
| 2.1. Vloge gospodinjstev | | | | | | | |
| Gospodinjstva, vloge čez noč | 0,20 | 0,11 | 0,07 | 0,04 | 0,02 | 0,02 | 0,02 |
| Gospodinjstva, vezane vloge, do 1 leta | 2,31 | 1,86 | 0,98 | 0,37 | 0,25 | 0,24 | 0,20 |
| Gospodinjstva, vezane vloge, nad 1 do 2 leti | 4,06 | 3,46 | 1,90 | 0,96 | 0,63 | 0,59 | 0,55 |
| Gospodinjstva, vezane vloge, nad 2 leti | 4,46 | 3,86 | 2,33 | 1,36 | 0,99 | 0,91 | 0,89 |
| 2.2. Vloge nefinančnih podjetij (S.11) | | | | | | | |
| S.11, vloge čez noč | 0,30 | 0,23 | 0,13 | 0,04 | 0,02 | 0,01 | 0,01 |
| S.11, vezane vloge, do 1 leta | 2,11 | 1,58 | 0,63 | 0,19 | 0,09 | 0,07 | 0,07 |
| S.11, vezane vloge, nad 1 do 2 let | 4,24 | 3,47 | 1,85 | 0,82 | 0,38 | 0,40 | 0,32 |
| S.11, vezane vloge, nad 2 leti | 4,02 | 3,08 | 1,79 | 1,12 | 0,42 | 0,58 | 0,54 |
| 2.3. Vloge na odpoklic gospodinjstev in nefinančnega sektorja skupaj | | | | | | | |
| Vloge na odpoklic z najavo do 3 mesece | 1,52 | 1,22 | 0,82 | 0,21 | 0,09 | 0,09 | 0,07 |
| Vloge na odpoklic z najavo nad 3 mesece | 2,73 | 1,79 | 1,30 | 1,21 | 1,01 | 1,08 | 0,58 |

**Tabela 9.5: Stanje mednarodnih naložb**

| *mio EUR* | | 2012 | 2013 | 2014 | 15Q2 | 15Q3 | 15Q4 | 16Q1 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | **NETO STANJE MEDNARODNIH NALOŽB** (1-2) | **-17.968** | **-16.749** | **-16.496** | **-15.380** | **-14.997** | **-14.931** | **-15.355** |
| **1** | **IMETJA** | **33.547** | **33.392** | **39.437** | **39.941** | **41.067** | **41.032** | **40.709** |
| **1.1** | **Neposredne naložbe** | **7.198** | **6.813** | **6.970** | **7.410** | **7.394** | **7.204** | **6.917** |
| 1.1.1 | Lastniški kapital | 4.184 | 3.795 | 3.769 | 3.849 | 3.908 | 3.910 | 3.468 |
| 1.1.2 | Dolžniški instrumenti | 3.014 | 3.018 | 3.202 | 3.561 | 3.486 | 3.295 | 3.449 |
| **1.2** | **Naložbe v vrednostne papirje** | **11.631** | **11.386** | **12.375** | **13.216** | **13.274** | **14.458** | **14.863** |
| 1.2.1 | Lastniški VP in delnice inv. skladov | 2.532 | 2.755 | 3.193 | 3.525 | 3.229 | 3.482 | 3.332 |
| 1.2.2 | Dolžniški vrednostni papirji | 9.098 | 8.631 | 9.182 | 9.691 | 10.045 | 10.976 | 11.532 |
| **1.3** | **Finančni derivativi** | **151** | **89** | **83** | **63** | **59** | **65** | **65** |
| **1.4** | **Ostale naložbe** | **13.845** | **14.435** | **19.171** | **18.359** | **19.499** | **18.517** | **18.078** |
| 1.4.1 | Ostali lastniški kapital | 370 | 530 | 629 | 644 | 646 | 641 | 640 |
| 1.4.2 | Gotovina in vloge | 5.122 | 5.647 | 10.737 | 9.605 | 10.893 | 10.274 | 9.945 |
| 1.4.3 | Posojila | 4.247 | 4.181 | 3.729 | 3.410 | 3.308 | 3.122 | 2.996 |
| 1.4.4 | Zavarovalne, pok. in stand. jamstvene sheme | 141 | 131 | 141 | 148 | 131 | 129 | 129 |
| 1.4.5 | Komercialni krediti in predujmi | 3.668 | 3.636 | 3.601 | 4.167 | 4.131 | 3.737 | 4.023 |
| 1.4.6 | Ostale terjatve | 297 | 310 | 335 | 384 | 390 | 614 | 345 |
| **1.5** | **Rezervna imetja** | **722** | **669** | **837** | **893** | **841** | **787** | **786** |
| 1.5.1 | Monetarno zlato | 129 | 89 | 101 | 107 | 103 | 100 | 111 |
| 1.5.2 | Posebne pravice črpanja (SDR) | 242 | 220 | 247 | 260 | 259 | 264 | 201 |
| 1.5.3 | Rezervna imetja pri IMF | 146 | 149 | 145 | 125 | 103 | 104 | 196 |
| 1.5.4 | Druga rezervna imetja | 205 | 211 | 345 | 401 | 375 | 320 | 278 |
| **2** | **OBVEZNOSTI** | **51.515** | **50.141** | **55.934** | **55.322** | **56.064** | **55.962** | **56.064** |
| **2.1** | **Neposredne naložbe** | **10.737** | **10.531** | **11.837** | **12.525** | **12.838** | **13.308** | **13.156** |
| 2.1.1 | Lastniški kapital | 7.617 | 7.292 | 8.186 | 8.580 | 9.226 | 9.772 | 9.425 |
| 2.1.2 | Dolžniški instrumenti | 3.120 | 3.240 | 3.651 | 3.945 | 3.612 | 3.536 | 3.731 |
| **2.2** | **Naložbe v vrednostne papirje** | **12.273** | **16.299** | **23.099** | **21.673** | **22.703** | **22.308** | **22.456** |
| 2.2.1 | Lastniški VP in delnice inv. skladov | 737 | 811 | 1.030 | 1.066 | 998 | 1.041 | 1.023 |
| 2.2.2 | Dolžniški vrednostni papirji | 11.536 | 15.488 | 22.069 | 20.607 | 21.705 | 21.266 | 21.434 |
| **2.3** | **Finančni derivativi** | **269** | **150** | **175** | **179** | **170** | **163** | **200** |
| **2.4** | **Ostale naložbe** | **28.236** | **23.161** | **20.822** | **20.944** | **20.353** | **20.183** | **20.252** |
| 2.4.1 | Ostali lastniški kapital | 21 | 23 | 28 | 31 | 32 | 32 | 28 |
| 2.4.2 | Gotovina in vloge | 8.343 | 4.165 | 3.338 | 2.889 | 2.844 | 2.965 | 3.525 |
| 2.4.3 | Posojila | 15.435 | 14.759 | 13.128 | 13.521 | 13.091 | 12.852 | 12.373 |
| 2.4.4 | Zavarovalne, pok. in stand. jamstvene sheme | 239 | 275 | 218 | 215 | 217 | 221 | 221 |
| 2.4.5 | Komercialni krediti in predujmi | 3.788 | 3.527 | 3.427 | 3.571 | 3.441 | 3.431 | 3.399 |
| 2.4.6 | Ostale obveznosti | 159 | 171 | 425 | 446 | 457 | 407 | 438 |
| 2.4.7 | Posebne pravice črpanja (SDR) | 252 | 241 | 257 | 271 | 270 | 275 | 267 |

**Tabela 9.6: Bruto zunanji dolg**

| *mio EUR* | 2012 | 2013 | 2014 | 15Q3 | 15Q4 | 16Q1 | apr.2016 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **SKUPAJ** (1+2+3+4+5) | **42.872** | **41.866** | **46.514** | **45.637** | **44.954** | **45.389** | **44.230** |
| **1 DRŽAVA** | **11.091** | **15.668** | **22.619** | **23.436** | **23.169** | **23.408** | **22.978** |
| **1.1 Kratkoročni, od tega** | **191** | **73** | **664** | **1.386** | **1.507** | **1.266** | **1.198** |
| Dolžniški vrednostni papirji | 163 | 45 | 228 | 13 | 15 | 27 | 27 |
| Posojila | ... | ... | 157 | 1.071 | 1.201 | 936 | 870 |
| Komercialni krediti in predujmi | 28 | 28 | 21 | 45 | 35 | 48 | 49 |
| Ostalo | ... | ... | 257 | 257 | 257 | 256 | 252 |
| **1.2 Dolgoročni, od tega** | **10.900** | **15.595** | **21.956** | **22.050** | **21.662** | **22.142** | **21.780** |
| Dolžniški vrednostni papirji | 10.060 | 14.307 | 20.403 | 20.562 | 20.158 | 20.641 | 20.279 |
| Posojila | 833 | 1.281 | 1.548 | 1.484 | 1.500 | 1.497 | 1.497 |
| **2 CENTRALNA BANKA** | **6.071** | **2.742** | **2.083** | **2.109** | **2.217** | **2.857** | **2.123** |
| **2.1 Kratkoročni, od tega** | **5.820** | **2.500** | **1.826** | **1.838** | **1.942** | **2.590** | **1.854** |
| Gotovina in vloge | 5.820 | 2.500 | 1.825 | 1.838 | 1.942 | 2.590 | 1.854 |
| **2.2 Dolgoročni, od tega** | **252** | **241** | **257** | **270** | **275** | **267** | **268** |
| Posebne pravice črpanja | 252 | 241 | 257 | 270 | 275 | 267 | 268 |
| **3 INSTITUCIJE, KI SPREJEMAJO VLOGE, razen centralne banke** | **9.892** | **7.519** | **6.591** | **5.306** | **5.195** | **4.639** | **4.613** |
| **3.1 Kratkoročni** | **1.470** | **893** | **747** | **610** | **702** | **708** | **716** |
| Gotovina in vloge | 1.148 | 707 | 597 | 448 | 490 | 485 | 498 |
| Dolžniški vrednostni papirji | 164 | 58 | ... | ... | ... | ... | ... |
| Posojila | 138 | 121 | 144 | 148 | 207 | 206 | 200 |
| Komercialni krediti in predujmi | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| Ostalo | 19 | 7 | 6 | 13 | 5 | 17 | 18 |
| **3.2 Dolgoročni** | **8.422** | **6.626** | **5.844** | **4.696** | **4.493** | **3.931** | **3.897** |
| Gotovina in vloge | 1.375 | 958 | 916 | 558 | 534 | 450 | 444 |
| Dolžniški vrednostni papirji | 892 | 837 | 954 | 696 | 652 | 368 | 344 |
| Posojila | 6.152 | 4.800 | 3.941 | 3.407 | 3.301 | 3.110 | 3.106 |
| Komercialni krediti in predujmi | 2 | 3 | 4 | 5 | 7 | 3 | 3 |
| Ostalo | 0 | 29 | 29 | 30 | 0 | 0 | 0 |
| **4 OSTALI SEKTORJI** | **12.697** | **12.698** | **11.570** | **11.175** | **10.837** | **10.753** | **10.711** |
| **4.1 Kratkoročni, od tega** | **4.272** | **4.039** | **3.947** | **4.138** | **3.973** | **4.195** | **4.141** |
| Dolžniški vrednostni papirji | 3 | 4 | 5 | 2 | 0 | 1 | 1 |
| Posojila | 425 | 444 | 453 | 635 | 488 | 739 | 709 |
| Komercialni krediti in predujmi | 3.750 | 3.492 | 3.396 | 3.383 | 3.383 | 3.333 | 3.295 |
| Ostalo | 94 | 100 | 94 | 117 | 102 | 123 | 136 |
| **4.2 Dolgoročni, od tega** | **8.425** | **8.659** | **7.623** | **7.037** | **6.864** | **6.558** | **6.570** |
| Dolžniški vrednostni papirji | 253 | 238 | 480 | 432 | 441 | 397 | 391 |
| Posojila | 7.887 | 8.113 | 6.885 | 6.346 | 6.156 | 5.886 | 5.902 |
| Komercialni krediti in predujmi | 8 | 4 | 6 | 7 | 7 | 16 | 16 |
| Ostalo | 277 | 304 | 252 | 252 | 260 | 260 | 262 |
| **5 NEPOSREDNE NALOŽBE: medpodjetniška posojila** | **3.120** | **3.240** | **3.651** | **3.612** | **3.536** | **3.731** | **3.805** |
| **NETO ZUNANJI DOLG** | **16.563** | **15.644** | **14.750** | **12.416** | **12.020** | **12.184** | **11.903** |

**Tabela 9.7: Plačilna bilanca**

| *mio EUR* | 2013 | 2014 | 2015 | 15Q3 | 15Q4 | 16Q1 | apr.2016 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **I. Tekoči račun** | **1.732** | **2.325** | **1.998** | **641** | **460** | **649** | **347** |
| **1. Blago** | **708** | **1.181** | **1.498** | **424** | **344** | **547** | **177** |
| **1.1. Izvoz blaga** | **21.692** | **22.961** | **24.039** | **5.934** | **6.160** | **6.062** | **2.088** |
| Izvoz f.o.b. | 21.549 | 22.936 | 23.940 | 5.882 | 6.117 | 6.067 | 2.088 |
| Prilagoditev zaobjema | -180 | -188 | -149 | -35 | -5 | -54 | -18 |
| Neto izvoz blaga za preprodajo | 291 | 199 | 231 | 84 | 45 | 43 | 17 |
| Nemonetarno zlato | 32 | 15 | 17 | 4 | 3 | 5 | 0 |
| **1.2. Uvoz blaga** | **20.984** | **21.780** | **22.541** | **5.510** | **5.817** | **5.514** | **1.910** |
| Uvoz c.i.f. | 22.114 | 22.580 | 23.305 | 5.689 | 6.010 | 5.688 | 1.974 |
| Prilagoditev zaobjema | -517 | -160 | -115 | -20 | -27 | -15 | -7 |
| Prilagoditev c.i.f./f.o.b | -642 | -656 | -678 | -166 | -175 | -165 | -57 |
| Nemonetarno zlato | 29 | 15 | 30 | 7 | 8 | 6 | ... |
| **2. Storitve** | **1.732** | **1.697** | **2.019** | **609** | **492** | **459** | **230** |
| **2.1. Izvoz storitev**, od tega | **5.317** | **5.558** | **6.025** | **1.730** | **1.524** | **1.362** | **538** |
| Transport | 1.398 | 1.529 | 1.672 | 420 | 442 | 418 | 149 |
| Potovanja | 2.043 | 2.060 | 2.257 | 798 | 474 | 449 | 199 |
| Gradbene storitve | 280 | 277 | 290 | 76 | 86 | 73 | 28 |
| Telekomunikacijske, računalniške in informacijske storitve | 452 | 457 | 519 | 136 | 144 | 121 | 46 |
| Ostale poslovne storitve | 717 | 779 | 824 | 190 | 242 | 195 | 61 |
| **2.2. Uvoz storitev**, od tega | **3.586** | **3.862** | **4.006** | **1.121** | **1.032** | **903** | **308** |
| Transport | 738 | 814 | 851 | 207 | 232 | 210 | 68 |
| Potovanja | 708 | 745 | 822 | 354 | 154 | 136 | 54 |
| Gradbene storitve | 259 | 234 | 120 | 22 | 19 | 16 | 7 |
| Telekomunikacijske, računalniške in informacijske storitve | 460 | 483 | 533 | 134 | 164 | 107 | 38 |
| Ostale poslovne storitve | 864 | 1.003 | 1.024 | 252 | 297 | 251 | 80 |
| **3. Primarni dohodki** | **-192** | **-125** | **-982** | **-285** | **-252** | **-190** | **-11** |
| **3.1. Prejemki** | **1.117** | **1.396** | **1.632** | **371** | **407** | **332** | **165** |
| Od dela | 495 | 537 | 609 | 149 | 166 | 132 | 54 |
| Od kapitala | 54 | 368 | 501 | 135 | 138 | 111 | 38 |
| Ostali primarni dohodki | 567 | 490 | 522 | 86 | 102 | 89 | 74 |
| **3.2. Izdatki** | **1.309** | **1.521** | **2.614** | **656** | **659** | **523** | **176** |
| Od dela | 106 | 114 | 120 | 32 | 30 | 27 | 11 |
| Od kapitala | 917 | 1.063 | 2.065 | 530 | 515 | 390 | 125 |
| Ostali primarni dohodki | 286 | 344 | 429 | 93 | 113 | 105 | 40 |
| **4. Sekundarni dohodki** | **-516** | **-428** | **-537** | **-107** | **-124** | **-168** | **-49** |
| **4.1. Prejemki** | **632** | **709** | **725** | **173** | **215** | **152** | **52** |
| **4.2. Izdatki** | **1.148** | **1.137** | **1.262** | **280** | **339** | **319** | **101** |

**Tabela 9.8: Plačilna bilanca – nadaljevanje**

| *mio EUR* | 2013 | 2014 | 2015 | 15Q3 | 15Q4 | 16Q1 | apr.2016 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **II. Kapitalski račun** | **187** | **157** | **371** | **127** | **136** | **24** | **-35** |
| **1.** Bruto pridobitve/odtujitve neproizvedenih nefinančnih imetij | -10 | -24 | -37 | 3 | -39 | -7 | -25 |
| **2.** Kapitalski transferi | 197 | 181 | 408 | 124 | 175 | 32 | -10 |
| **III. Finančni račun** | **1.042** | **2.377** | **1.772** | **478** | **168** | **187** | **17** |
| **1. Neposredne naložbe** | **-47** | **-584** | **-1.238** | **-218** | **-628** | **-315** | **-347** |
| Imetja | 24 | 155 | 278 | 23 | -140 | 124 | 11 |
| Lastniški kapital in reinvestirani dobički | -80 | -45 | 165 | 59 | 10 | 21 | -6 |
| Dolžniški instrumenti | 103 | 200 | 113 | -36 | -150 | 103 | 16 |
| Obveznosti | 71 | 739 | 1.516 | 241 | 488 | 439 | 357 |
| Lastniški kapital in reinvestirani dobički | -57 | 791 | 1.803 | 655 | 561 | 311 | 279 |
| Dolžniški instrumenti | 128 | -51 | -287 | -414 | -73 | 128 | 78 |
| **2. Naložbe v vrednostne papirje** | **-4.176** | **-3.968** | **2.929** | **-993** | **1.549** | **584** | **477** |
| Imetja | -467 | 426 | 2.015 | 355 | 971 | 464 | 87 |
| Lastniški kapital in delnice investicijskih skladov | 60 | 127 | 116 | 16 | 34 | -27 | -2 |
| Dolžniški vrednostni papirji | -527 | 299 | 1.900 | 339 | 937 | 491 | 89 |
| Obveznosti | 3.709 | 4.394 | -914 | 1.348 | -578 | -120 | -390 |
| Lastniški kapital in delnice investicijskih skladov | 113 | 101 | 52 | 13 | 13 | 19 | -3 |
| Dolžniški vrednostni papirji | 3.595 | 4.293 | -966 | 1.335 | -591 | -139 | -387 |
| **3. Finančni derivativi** | **32** | **-3** | **28** | **-9** | **10** | **-6** | **6** |
| **4. Ostale naložbe** | **5.227** | **6.843** | **166** | **1.746** | **-697** | **-87** | **-91** |
| **4.1. Imetja** | **632** | **4.815** | **-672** | **1.225** | **-853** | **-75** | **-901** |
| Ostali lastniški kapital | 152 | 84 | 10 | 0 | -2 | 1 | 0 |
| Gotovina in vloge | 564 | 5.037 | -545 | 1.273 | -636 | -387 | -847 |
| Posojila | 1 | -299 | -408 | -27 | -78 | 10 | -31 |
| Zavarovalne, pokojninske in standard. jamst. sheme | -10 | 8 | -8 | -15 | -2 | ... | ... |
| Komercialni krediti in predujmi | 19 | -16 | -4 | -15 | -357 | 306 | -4 |
| Ostale terjatve | -94 | 1 | 283 | 8 | 222 | -4 | -18 |
| **4.2. Obveznosti** | **-4.595** | **-2.028** | **-837** | **-521** | **-156** | **12** | **-810** |
| Ostali lastniški kapital | -29 | 7 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| Gotovina in vloge | -4.169 | -831 | -400 | -37 | 116 | 566 | -728 |
| Posojila | -269 | -1.246 | -315 | -376 | -235 | -491 | -88 |
| Zavarovalne, pokojninske in standard. jamst. sheme | 39 | -54 | 3 | 2 | 4 | ... | ... |
| Komercialni krediti in predujmi | -182 | -144 | -101 | -122 | 9 | -77 | -3 |
| Ostale obveznosti | 16 | 240 | -25 | 12 | -49 | 15 | 11 |
| Posebne pravice črpanja (SDR) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **5. Rezervna imetja** | **5** | **89** | **-113** | **-49** | **-67** | **10** | **-29** |
| **IV. Neto napake in izpustitve** | **-877** | **-105** | **-596** | **-290** | **-428** | **-486** | **-296** |

## Tabela 9.9: Nekonsolidirana stanja finančnih sredstev

| *mio EUR* | 2012 | 2013 | 14Q3 | 14Q4 | 15Q1 | 15Q2 | 15Q3 | 15Q4 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Domači sektor** | | | | | | | | |
| Skupaj | 180.549 | 179.611 | 186.691 | 186.629 | 188.956 | 185.866 | 187.219 | 184.779 |
| Denarno zlato in PPČ | 371 | 309 | 342 | 348 | 340 | 368 | 362 | 363 |
| Gotovina in vloge | 36.336 | 37.061 | 43.983 | 46.009 | 46.545 | 44.012 | 46.690 | 46.560 |
| Dolžniški vredn. papirji | 17.236 | 18.319 | 18.528 | 19.819 | 20.318 | 21.041 | 22.085 | 22.828 |
| Posojila | 54.089 | 49.970 | 46.473 | 44.812 | 44.201 | 42.880 | 41.679 | 39.459 |
| Delnice | 18.457 | 19.529 | 20.672 | 20.175 | 20.684 | 20.212 | 19.369 | 19.713 |
| Drug lastniški kapital | 22.111 | 22.483 | 23.009 | 23.002 | 23.318 | 23.302 | 23.943 | 23.288 |
| Delnice/enote invest. skladov | 2.980 | 3.105 | 3.544 | 3.642 | 4.096 | 3.990 | 3.686 | 3.879 |
| Zavarovanja in pokojninske sheme | 6.454 | 6.541 | 7.065 | 7.132 | 7.449 | 7.478 | 7.366 | 7.406 |
| Drugo | 22.513 | 22.293 | 23.073 | 21.690 | 22.006 | 22.582 | 22.038 | 21.282 |
| **Nefinančne družbe** | | | | | | | | |
| Skupaj | 44.226 | 43.365 | 43.522 | 41.341 | 42.022 | 42.558 | 42.294 | 41.052 |
| Gotovina in vloge | 3.991 | 4.588 | 4.945 | 5.053 | 5.052 | 5.331 | 5.398 | 5.717 |
| Dolžniški vredn. papirji | 248 | 194 | 185 | 184 | 192 | 178 | 160 | 142 |
| Posojila | 6.494 | 6.151 | 6.568 | 6.043 | 6.284 | 6.118 | 6.035 | 5.848 |
| Delnice | 5.198 | 4.525 | 3.297 | 3.063 | 2.934 | 2.914 | 2.836 | 2.896 |
| Drug lastniški kapital | 11.804 | 11.806 | 11.520 | 11.359 | 11.408 | 11.340 | 11.770 | 11.202 |
| Delnice/enote invest. skladov | 123 | 108 | 124 | 108 | 110 | 106 | 98 | 99 |
| Zavarovanja in pokojninske sheme | 416 | 387 | 426 | 408 | 452 | 455 | 458 | 427 |
| Drugo | 15.951 | 15.606 | 16.457 | 15.124 | 15.590 | 16.115 | 15.537 | 14.721 |
| **Denarne finančne institucije** | | | | | | | | |
| Skupaj | 62.094 | 55.703 | 53.910 | 53.221 | 53.273 | 50.569 | 50.401 | 50.657 |
| Denarno zlato in PPČ | 371 | 309 | 342 | 348 | 340 | 368 | 362 | 363 |
| Gotovina in vloge | 6.777 | 7.351 | 9.746 | 10.358 | 10.621 | 7.994 | 7.713 | 7.560 |
| Dolžniški vredn. papirji | 11.483 | 12.086 | 12.077 | 13.241 | 13.387 | 14.230 | 15.041 | 15.973 |
| Posojila | 41.344 | 34.556 | 30.412 | 27.863 | 27.312 | 26.416 | 25.670 | 25.179 |
| Delnice | 1.283 | 846 | 746 | 666 | 671 | 660 | 651 | 641 |
| Drug lastniški kapital | 228 | 186 | 220 | 314 | 509 | 519 | 519 | 490 |
| Delnice/enote invest. skladov | 27 | 12 | 12 | 12 | 12 | 11 | 10 | 9 |
| Zavarovanja in pokojninske sheme | 37 | 35 | 37 | 37 | 37 | 39 | 38 | 38 |
| Drugo | 544 | 322 | 317 | 382 | 384 | 334 | 396 | 404 |
| **Druge finančne institucije** | | | | | | | | |
| Skupaj | 15.205 | 15.225 | 17.463 | 17.368 | 18.224 | 17.846 | 17.291 | 17.325 |
| Gotovina in vloge | 1.350 | 1.096 | 1.382 | 1.316 | 1.504 | 1.468 | 1.292 | 1.212 |
| Dolžniški vredn. papirji | 4.715 | 5.108 | 5.465 | 5.634 | 5.888 | 5.833 | 6.056 | 6.220 |
| Posojila | 3.756 | 3.624 | 3.505 | 3.388 | 3.324 | 3.243 | 3.151 | 3.033 |
| Delnice | 2.629 | 2.598 | 3.619 | 3.580 | 3.816 | 3.694 | 3.387 | 3.427 |
| Drug lastniški kapital | 224 | 196 | 668 | 640 | 634 | 641 | 624 | 612 |
| Delnice/enote invest. skladov | 1.545 | 1.672 | 1.856 | 1.918 | 2.142 | 2.070 | 1.924 | 2.001 |
| Zavarovanja in pokojninske sheme | 225 | 202 | 236 | 218 | 238 | 234 | 210 | 182 |
| Drugo | 762 | 731 | 732 | 675 | 678 | 662 | 648 | 639 |
| **Država** | | | | | | | | |
| Skupaj | 22.726 | 28.631 | 33.640 | 36.274 | 36.407 | 35.676 | 38.287 | 36.371 |
| Gotovina in vloge | 6.062 | 5.985 | 9.191 | 10.369 | 10.339 | 10.061 | 12.955 | 12.347 |
| Dolžniški vredn. papirji | 400 | 598 | 518 | 507 | 515 | 501 | 540 | 368 |
| Posojila | 1.751 | 4.940 | 5.246 | 6.827 | 6.603 | 6.389 | 6.129 | 4.746 |
| Delnice | 6.936 | 9.091 | 10.169 | 10.128 | 10.469 | 10.163 | 9.864 | 10.048 |
| Drug lastniški kapital | 4.245 | 4.560 | 4.851 | 4.904 | 4.946 | 4.956 | 5.153 | 5.179 |
| Delnice/enote invest. skladov | 146 | 163 | 192 | 206 | 233 | 222 | 223 | 244 |
| Zavarovanja in pokojninske sheme | 2 | 2 | 8 | 12 | 15 | 17 | 32 | 23 |
| Drugo | 3.184 | 3.292 | 3.463 | 3.320 | 3.287 | 3.365 | 3.391 | 3.417 |
| **Gospodinjstva in NPISG** | | | | | | | | |
| Skupaj | 36.297 | 36.687 | 38.156 | 38.425 | 39.031 | 39.216 | 38.947 | 39.373 |
| Gotovina in vloge | 18.157 | 18.042 | 18.719 | 18.914 | 19.028 | 19.158 | 19.332 | 19.723 |
| Dolžniški vredn. papirji | 390 | 334 | 283 | 253 | 336 | 299 | 287 | 125 |
| Posojila | 744 | 700 | 743 | 691 | 678 | 713 | 694 | 653 |
| Delnice | 2.410 | 2.469 | 2.841 | 2.739 | 2.795 | 2.780 | 2.631 | 2.701 |
| Drug lastniški kapital | 5.610 | 5.734 | 5.750 | 5.785 | 5.820 | 5.847 | 5.877 | 5.806 |
| Delnice/enote invest. skladov | 1.139 | 1.151 | 1.360 | 1.398 | 1.599 | 1.580 | 1.433 | 1.528 |
| Zavarovanja in pokojninske sheme | 5.774 | 5.914 | 6.358 | 6.457 | 6.707 | 6.734 | 6.628 | 6.736 |
| Drugo | 2.072 | 2.342 | 2.104 | 2.189 | 2.067 | 2.106 | 2.065 | 2.101 |
| **Tujina** | | | | | | | | |
| Skupaj | 52.272 | 51.088 | 56.496 | 57.505 | 58.476 | 56.190 | 56.467 | 56.455 |
| Denarno zlato in PPČ | 252 | 241 | 254 | 257 | 277 | 271 | 270 | 275 |
| Gotovina in vloge | 8.490 | 4.293 | 3.247 | 3.497 | 3.357 | 3.048 | 2.990 | 3.167 |
| Dolžniški vredn. papirji | 11.893 | 15.807 | 22.070 | 22.587 | 22.663 | 20.755 | 21.935 | 21.661 |
| Posojila | 17.261 | 16.697 | 16.042 | 15.676 | 16.165 | 16.168 | 15.420 | 15.129 |
| Delnice | 3.890 | 3.687 | 4.356 | 4.556 | 4.543 | 4.385 | 4.337 | 4.539 |
| Drug lastniški kapital | 4.511 | 4.815 | 5.150 | 5.401 | 5.497 | 5.571 | 5.745 | 6.104 |
| Delnice/enote invest. skladov | 21 | 28 | 22 | 21 | 24 | 24 | 23 | 25 |
| Zavarovanja in pokojninske sheme | 239 | 275 | 228 | 218 | 212 | 215 | 217 | 221 |

**Tabela 9.10: Nekonsolidirana stanja obveznosti**

| *mio EUR* | 2012 | 2013 | 14Q3 | 14Q4 | 15Q1 | 15Q2 | 15Q3 | 15Q4 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Domači sektor** | | | | | | | | |
| Skupaj | 199.232 | 197.350 | 205.056 | 204.959 | 206.549 | 202.653 | 203.184 | 200.728 |
| Denarno zlato in PPČ | 252 | 241 | 254 | 257 | 277 | 271 | 270 | 275 |
| Gotovina in vloge | 39.243 | 35.203 | 37.262 | 38.457 | 38.689 | 37.175 | 38.536 | 39.172 |
| Dolžniški vredn. papirji | 19.871 | 25.359 | 31.699 | 32.858 | 33.026 | 31.731 | 33.622 | 33.154 |
| Posojila | 65.646 | 61.027 | 56.918 | 54.996 | 54.839 | 53.671 | 51.906 | 49.577 |
| Delnice | 19.790 | 20.887 | 22.535 | 22.274 | 22.501 | 21.904 | 21.242 | 21.615 |
| Drug lastniški kapital | 23.639 | 24.199 | 25.048 | 25.395 | 25.802 | 25.903 | 26.645 | 26.412 |
| Delnice/enote invest. skladov | 1.818 | 1.839 | 2.115 | 2.143 | 2.432 | 2.392 | 2.181 | 2.303 |
| Zavarovanja in pokojninske sheme | 6.553 | 6.684 | 7.151 | 7.209 | 7.510 | 7.545 | 7.452 | 7.498 |
| Drugo | 22.422 | 21.909 | 22.073 | 21.371 | 21.473 | 22.061 | 21.330 | 20.723 |
| **Nefinančne družbe** | | | | | | | | |
| Skupaj | 86.546 | 84.839 | 85.035 | 82.591 | 82.559 | 82.309 | 80.600 | 78.137 |
| Dolžniški vredn. papirji | 838 | 818 | 1.040 | 1.088 | 1.128 | 1.163 | 1.192 | 1.179 |
| Posojila | 32.883 | 31.297 | 30.776 | 28.954 | 28.916 | 28.229 | 27.040 | 24.756 |
| Delnice | 14.314 | 14.225 | 14.636 | 14.233 | 14.055 | 13.701 | 13.242 | 13.421 |
| Drug lastniški kapital | 21.910 | 22.453 | 22.754 | 23.013 | 23.165 | 23.272 | 23.900 | 23.652 |
| Drugo | 16.600 | 16.047 | 15.828 | 15.302 | 15.295 | 15.944 | 15.225 | 15.130 |
| **Denarne finančne institucije** | | | | | | | | |
| Skupaj | 57.909 | 50.512 | 48.642 | 48.917 | 48.919 | 46.458 | 46.507 | 47.006 |
| Denarno zlato in PPČ | 252 | 241 | 254 | 257 | 277 | 271 | 270 | 275 |
| Gotovina in vloge | 37.318 | 33.048 | 33.718 | 34.122 | 34.597 | 33.236 | 33.219 | 34.012 |
| Dolžniški vredn. papirji | 2.484 | 1.667 | 1.756 | 1.666 | 1.604 | 918 | 1.223 | 1.149 |
| Posojila | 13.114 | 10.427 | 7.261 | 7.073 | 6.364 | 6.053 | 5.753 | 5.574 |
| Delnice | 3.302 | 3.866 | 4.156 | 4.399 | 4.522 | 4.484 | 4.562 | 4.539 |
| Drug lastniški kapital | 859 | 823 | 912 | 945 | 1.010 | 986 | 994 | 1.005 |
| Delnice/enote invest. skladov | 24 | 36 | 35 | 37 | 36 | 54 | 61 | 56 |
| Drugo | 557 | 404 | 550 | 419 | 510 | 456 | 424 | 396 |
| **Druge finančne institucije** | | | | | | | | |
| Skupaj | 16.303 | 16.069 | 17.669 | 17.573 | 18.239 | 17.916 | 17.300 | 17.306 |
| Dolžniški vredn. papirji | 50 | 39 | 136 | 136 | 138 | 97 | 92 | 73 |
| Posojila | 5.420 | 5.070 | 4.756 | 4.486 | 4.167 | 4.107 | 3.989 | 3.791 |
| Delnice | 1.492 | 1.486 | 2.166 | 2.174 | 2.341 | 2.151 | 2.003 | 2.093 |
| Drug lastniški kapital | 457 | 472 | 886 | 947 | 1.153 | 1.167 | 1.162 | 1.155 |
| Delnice/enote invest. skladov | 1.794 | 1.804 | 2.080 | 2.106 | 2.396 | 2.338 | 2.120 | 2.247 |
| Zavarovanja in pokojninske sheme | 6.553 | 6.684 | 7.151 | 7.209 | 7.509 | 7.545 | 7.452 | 7.498 |
| Drugo | 538 | 513 | 496 | 516 | 534 | 511 | 482 | 448 |
| **Država** | | | | | | | | |
| Skupaj | 25.867 | 33.629 | 41.396 | 43.632 | 44.589 | 43.751 | 46.510 | 46.062 |
| Gotovina in vloge | 1.925 | 2.155 | 3.545 | 4.335 | 4.092 | 3.939 | 5.317 | 5.160 |
| Dolžniški vredn. papirji | 16.500 | 22.835 | 28.767 | 29.967 | 30.156 | 29.552 | 31.115 | 30.753 |
| Posojila | 3.100 | 3.448 | 3.448 | 3.846 | 4.689 | 4.578 | 4.432 | 4.738 |
| Delnice | 682 | 1.309 | 1.577 | 1.469 | 1.583 | 1.568 | 1.435 | 1.562 |
| Drug lastniški kapital | 413 | 451 | 496 | 491 | 474 | 478 | 588 | 600 |
| Drugo | 3.248 | 3.430 | 3.563 | 3.525 | 3.595 | 3.635 | 3.623 | 3.250 |
| **Gospodinjstva in NPISG** | | | | | | | | |
| Skupaj | 12.607 | 12.301 | 12.314 | 12.245 | 12.243 | 12.220 | 12.268 | 12.217 |
| Posojila | 11.128 | 10.785 | 10.677 | 10.637 | 10.705 | 10.704 | 10.692 | 10.718 |
| Drugo | 1.479 | 1.516 | 1.637 | 1.608 | 1.538 | 1.515 | 1.575 | 1.498 |
| **Tujina** | | | | | | | | |
| Skupaj | 33.588 | 33.349 | 38.130 | 39.174 | 40.883 | 39.402 | 40.501 | 40.506 |
| Denarno zlato in PPČ | 371 | 309 | 342 | 348 | 340 | 367 | 362 | 363 |
| Gotovina in vloge | 5.584 | 6.151 | 9.968 | 11.050 | 11.213 | 9.886 | 11.144 | 10.555 |
| Dolžniški vredn. papirji | 9.257 | 8.767 | 8.900 | 9.548 | 9.955 | 10.065 | 10.399 | 11.335 |
| Posojila | 5.704 | 5.640 | 5.597 | 5.492 | 5.526 | 5.376 | 5.192 | 5.012 |
| Delnice | 2.556 | 2.330 | 2.494 | 2.457 | 2.726 | 2.693 | 2.464 | 2.637 |
| Drug lastniški kapital | 2.983 | 3.099 | 3.111 | 3.008 | 3.013 | 2.970 | 3.043 | 2.981 |
| Delnice/enote invest. skladov | 1.184 | 1.294 | 1.451 | 1.520 | 1.687 | 1.623 | 1.528 | 1.602 |
| Zavarovanja in pokojninske sheme | 141 | 131 | 143 | 141 | 151 | 148 | 131 | 129 |
| Drugo | 5.808 | 5.628 | 6.125 | 5.610 | 6.273 | 6.273 | 6.238 | 5.892 |

**Tabela 9.11: Neto finančna sredstva**

| *mio EUR* | 2012 | 2013 | 14Q3 | 14Q4 | 15Q1 | 15Q2 | 15Q3 | 15Q4 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Domači sektor | -18.684 | -17.739 | -18.365 | -18.330 | -17.593 | -16.788 | -15.965 | -15.949 |
| Nefinančne družbe | -42.320 | -41.475 | -41.512 | -41.250 | -40.538 | -39.751 | -38.306 | -37.085 |
| Denarne finančne institucije | 4.186 | 5.191 | 5.268 | 4.304 | 4.354 | 4.111 | 3.894 | 3.651 |
| Druge finančne institucije | -1.098 | -844 | -206 | -205 | -15 | -69 | -9 | 19 |
| Država | -3.142 | -4.998 | -7.756 | -7.358 | -8.182 | -8.075 | -8.224 | -9.691 |
| Gospodinjstva in NPISG | 23.690 | 24.386 | 25.842 | 26.179 | 26.788 | 26.997 | 26.679 | 27.157 |
| Tujina | 18.684 | 17.739 | 18.365 | 18.331 | 17.593 | 16.788 | 15.965 | 15.950 |

**Tabela 9.12: Nekonsolidirane transakcije v finančnih sredstvih – drseče vsote štirih četrtletij**

| *mio EUR* | 2012 | 2013 | 14Q3 | 14Q4 | 15Q1 | 15Q2 | 15Q3 | 15Q4 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Domači sektor** | | | | | | | | |
| Skupaj | -718 | -1.498 | 1.522 | 3.760 | -65 | -2.035 | 2.132 | 887 |
| Denarno zlato in PPČ | -1 | -12 | 17 | 12 | -43 | 0 | 0 | 0 |
| Gotovina in vloge | -1.171 | 777 | 4.405 | 8.795 | 4.154 | 159 | 2.580 | 439 |
| Dolžniški vredn. papirji | -141 | 993 | 822 | 661 | 1.181 | 2.699 | 3.334 | 3.086 |
| Posojila | 1.505 | -3.799 | -4.616 | -4.645 | -4.502 | -4.431 | -3.685 | -3.080 |
| Delnice | 29 | 139 | -284 | -824 | -846 | -540 | -165 | 43 |
| Drug lastniški kapital | 179 | 431 | 359 | 185 | 410 | 333 | 837 | 627 |
| Delnice/enote invest. skladov | 15 | 27 | 92 | 152 | 208 | 235 | 211 | 167 |
| Zavarovanja in pokojninske sheme | 23 | -23 | 145 | 182 | 249 | 217 | 192 | 178 |
| Drugo | -1.155 | -31 | 582 | -758 | -876 | -706 | -1.170 | -573 |
| **Nefinančne družbe** | | | | | | | | |
| Skupaj | -931 | 138 | 1.289 | -409 | -458 | -797 | -465 | 284 |
| Gotovina in vloge | -126 | 579 | 478 | 472 | 358 | 318 | 467 | 673 |
| Dolžniški vredn. papirji | -1 | -16 | -16 | -14 | -20 | -17 | -28 | -36 |
| Posojila | -325 | -207 | 705 | 75 | 110 | -265 | -305 | -193 |
| Delnice | 56 | -6 | -241 | -337 | -334 | -265 | -34 | 100 |
| Drug lastniški kapital | 111 | 110 | -86 | -100 | -28 | -5 | 371 | 248 |
| Delnice/enote invest. skladov | -22 | -20 | -8 | -1 | -5 | -3 | -1 | -3 |
| Zavarovanja in pokojninske sheme | -11 | -41 | 10 | 24 | 20 | 18 | 36 | 23 |
| Drugo | -613 | -261 | 447 | -528 | -558 | -579 | -970 | -529 |
| **Denarne finančne institucije** | | | | | | | | |
| Skupaj | 887 | -3.413 | -3.528 | -1.531 | -1.937 | -2.709 | -1.959 | -1.807 |
| Denarno zlato in PPČ | -1 | -12 | 17 | 12 | -43 | 0 | 0 | 0 |
| Gotovina in vloge | 24 | 613 | 2.274 | 2.936 | 2.038 | -1.307 | -2.081 | -2.849 |
| Dolžniški vredn. papirji | -371 | 512 | 627 | 805 | 987 | 2.424 | 2.893 | 2.764 |
| Posojila | 1.307 | -4.344 | -6.467 | -5.251 | -4.966 | -3.982 | -3.080 | -1.929 |
| Delnice | 3 | -147 | -116 | -208 | -216 | -129 | -54 | 9 |
| Drug lastniški kapital | 47 | 148 | 212 | 155 | 336 | 304 | 313 | 205 |
| Delnice/enote invest. skladov | -52 | -13 | -8 | -4 | -4 | -2 | -2 | -2 |
| Zavarovanja in pokojninske sheme | -4 | -1 | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 | 1 |
| Drugo | -65 | -169 | -68 | 22 | -72 | -17 | 50 | -6 |
| **Druge finančne institucije** | | | | | | | | |
| Skupaj | -329 | 96 | -14 | -116 | 77 | 177 | 72 | 226 |
| Gotovina in vloge | -166 | -270 | 64 | 158 | 216 | 160 | -112 | -122 |
| Dolžniški vredn. papirji | 221 | 305 | 184 | 100 | 361 | 341 | 477 | 493 |
| Posojila | -487 | -92 | -279 | -304 | -298 | -309 | -317 | -192 |
| Delnice | -100 | 75 | -43 | -79 | -104 | 12 | 57 | 49 |
| Drug lastniški kapital | 60 | 13 | 56 | 26 | -7 | -8 | 0 | 15 |
| Delnice/enote invest. skladov | 148 | 74 | 47 | 59 | 85 | 78 | 64 | 31 |
| Zavarovanja in pokojninske sheme | 45 | -24 | 18 | 15 | -17 | -18 | -24 | -34 |
| Drugo | -50 | 14 | -61 | -91 | -160 | -78 | -73 | -14 |
| **Država** | | | | | | | | |
| Skupaj | -112 | 1.525 | 2.911 | 5.023 | 1.397 | 485 | 3.701 | 1.197 |
| Gotovina in vloge | -916 | -71 | 911 | 4.356 | 850 | 392 | 3.705 | 1.925 |
| Dolžniški vredn. papirji | 49 | 191 | 99 | -131 | -86 | -23 | 14 | -122 |
| Posojila | 987 | 866 | 1.405 | 833 | 652 | 116 | 28 | -749 |
| Delnice | 124 | 271 | 204 | -123 | -110 | -90 | -75 | -72 |
| Drug lastniški kapital | -69 | 148 | 147 | 77 | 78 | 10 | 120 | 121 |
| Delnice/enote invest. skladov | 9 | 4 | 14 | 16 | 14 | 13 | 32 | 26 |
| Zavarovanja in pokojninske sheme | 0 | 0 | 5 | 2 | 5 | 3 | 5 | 0 |
| Drugo | -295 | 116 | 125 | -8 | -5 | 65 | -127 | 69 |
| **Gospodinjstva in NPISG** | | | | | | | | |
| Skupaj | -233 | 155 | 864 | 793 | 857 | 808 | 784 | 987 |
| Gotovina in vloge | 14 | -74 | 677 | 874 | 691 | 596 | 601 | 812 |
| Dolžniški vredn. papirji | -38 | 0 | -71 | -99 | -61 | -26 | -22 | -13 |
| Posojila | 24 | -23 | 20 | 1 | 0 | 10 | -11 | -17 |
| Delnice | -54 | -54 | -87 | -77 | -81 | -69 | -58 | -44 |
| Drug lastniški kapital | 31 | 13 | 29 | 27 | 32 | 32 | 32 | 38 |
| Delnice/enote invest. skladov | -69 | -19 | 46 | 83 | 118 | 149 | 119 | 116 |
| Zavarovanja in pokojninske sheme | -7 | 43 | 111 | 138 | 239 | 212 | 172 | 188 |
| Drugo | -133 | 268 | 138 | -152 | -80 | -96 | -49 | -93 |
| **Tujina** | | | | | | | | |
| Skupaj | -111 | -789 | 1.828 | 3.311 | 2.371 | -662 | 423 | -882 |
| Denarno zlato in PPČ | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Gotovina in vloge | 942 | -4.186 | -3.799 | -805 | 111 | -156 | -273 | -350 |
| Dolžniški vredn. papirji | -535 | 3.784 | 5.895 | 4.430 | 1.074 | -1.454 | -79 | -999 |
| Posojila | -650 | -196 | -697 | -1.142 | -549 | -448 | -788 | -731 |
| Delnice | 129 | 54 | 606 | 1.040 | 1.081 | 789 | 587 | 288 |
| Drug lastniški kapital | -26 | -32 | -61 | -51 | 424 | 270 | 803 | 1.036 |
| Delnice/enote invest. skladov | 4 | 2 | -11 | -11 | -4 | 1 | 2 | 3 |
| Zavarovanja in pokojninske sheme | 41 | 39 | -45 | -54 | -59 | -15 | -11 | 3 |

**Tabela 9.13: Nekonsolidirane transakcije v obveznostih – drseče vsote štirih četrtletij**

| *mio EUR* | 2012 | 2013 | 14Q3 | 14Q4 | 15Q1 | 15Q2 | 15Q3 | 15Q4 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Domači sektor** | | | | | | | | |
| Skupaj | -695 | -2.476 | -287 | 1.583 | -2.015 | -4.235 | -128 | -1.364 |
| Denarno zlato in PPČ | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Gotovina in vloge | -313 | -3.988 | -3.293 | 3.170 | 816 | -201 | 1.186 | 644 |
| Dolžniški vredn. papirji | -444 | 5.338 | 7.215 | 4.602 | 1.460 | 61 | 1.838 | 338 |
| Posojila | 683 | -4.031 | -5.223 | -5.723 | -4.907 | -4.800 | -4.391 | -3.660 |
| Delnice | 113 | 271 | 217 | 172 | 184 | 211 | 389 | 197 |
| Drug lastniški kapital | 140 | 248 | 145 | 87 | 777 | 647 | 1.638 | 1.741 |
| Delnice/enote invest. skladov | -109 | -38 | 24 | 39 | 113 | 160 | 145 | 142 |
| Zavarovanja in pokojninske sheme | 35 | 27 | 93 | 121 | 187 | 198 | 189 | 189 |
| Drugo | -801 | -302 | 533 | -884 | -645 | -511 | -1.121 | -954 |
| **Nefinančne družbe** | | | | | | | | |
| Skupaj | -1.197 | -1.681 | -764 | -2.314 | -2.175 | -2.497 | -2.491 | -1.635 |
| Dolžniški vredn. papirji | 63 | 20 | 242 | 288 | 215 | 35 | 122 | 83 |
| Posojila | -937 | -1.389 | -978 | -1.953 | -1.925 | -2.365 | -3.053 | -2.585 |
| Delnice | 136 | 32 | -114 | 54 | 61 | 64 | 235 | 109 |
| Drug lastniški kapital | 124 | 106 | 97 | 155 | 309 | 194 | 1.053 | 1.134 |
| Drugo | -582 | -449 | -12 | -858 | -836 | -425 | -847 | -377 |
| **Denarne finančne institucije** | | | | | | | | |
| Skupaj | -156 | -7.302 | -6.994 | -2.320 | -2.709 | -3.508 | -2.708 | -2.289 |
| Denarno zlato in PPČ | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Gotovina in vloge | 542 | -4.221 | -3.569 | 1.002 | 609 | -227 | -554 | -146 |
| Dolžniški vredn. papirji | -1.678 | -627 | 8 | 14 | -53 | -644 | -530 | -525 |
| Posojila | 1.167 | -2.320 | -3.604 | -3.367 | -3.214 | -2.644 | -1.542 | -1.536 |
| Delnice | -29 | -23 | 131 | 114 | 119 | 120 | 121 | 37 |
| Drug lastniški kapital | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Delnice/enote invest. skladov | -3 | 12 | 9 | 0 | 0 | 20 | 26 | 19 |
| Drugo | -155 | -122 | 30 | -82 | -170 | -132 | -230 | -138 |
| **Druge finančne institucije** | | | | | | | | |
| Skupaj | -389 | -162 | -487 | -635 | -269 | -173 | -30 | 233 |
| Dolžniški vredn. papirji | 0 | -10 | -8 | 1 | 4 | -47 | -52 | -72 |
| Posojila | -344 | -350 | -534 | -694 | -963 | -912 | -785 | -491 |
| Delnice | 5 | 56 | -1 | 3 | 4 | 27 | 33 | 51 |
| Drug lastniški kapital | 16 | 141 | 48 | -68 | 468 | 453 | 474 | 496 |
| Delnice/enote invest. skladov | -106 | -50 | 15 | 39 | 113 | 140 | 119 | 123 |
| Zavarovanja in pokojninske sheme | 35 | 27 | 93 | 121 | 186 | 198 | 189 | 189 |
| Drugo | 4 | 25 | -101 | -36 | -82 | -33 | -8 | -62 |
| **Država** | | | | | | | | |
| Skupaj | 1.387 | 6.937 | 8.079 | 6.923 | 3.245 | 2.043 | 5.152 | 2.331 |
| Gotovina in vloge | -855 | 232 | 275 | 2.168 | 207 | 26 | 1.739 | 791 |
| Dolžniški vredn. papirji | 1.169 | 5.956 | 6.973 | 4.299 | 1.294 | 717 | 2.297 | 851 |
| Posojila | 1.098 | 347 | 94 | 395 | 1.279 | 1.169 | 988 | 871 |
| Delnice | 0 | 205 | 200 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Drug lastniški kapital | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 111 | 111 |
| Drugo | -25 | 197 | 536 | 59 | 464 | 130 | 17 | -293 |
| **Gospodinjstva in NPISG** | | | | | | | | |
| Skupaj | -341 | -268 | -120 | -71 | -106 | -100 | -51 | -4 |
| Posojila | -301 | -317 | -201 | -103 | -84 | -48 | 1 | 80 |
| Drugo | -43 | 47 | 80 | 33 | -22 | -52 | -52 | -84 |
| **Tujina** | | | | | | | | |
| Skupaj | -133 | 188 | 3.637 | 5.487 | 4.321 | 1.538 | 2.683 | 1.368 |
| Denarno zlato in PPČ | -1 | -12 | 17 | 12 | -43 | 0 | 0 | 0 |
| Gotovina in vloge | 85 | 579 | 3.898 | 4.821 | 3.449 | 204 | 1.121 | -555 |
| Dolžniški vredn. papirji | -232 | -561 | -498 | 488 | 794 | 1.183 | 1.417 | 1.749 |
| Posojila | 171 | 36 | -90 | -65 | -144 | -79 | -83 | -151 |
| Delnice | 45 | -78 | 104 | 44 | 51 | 38 | 33 | 134 |
| Drug lastniški kapital | 14 | 151 | 152 | 48 | 57 | -44 | 2 | -78 |
| Delnice/enote invest. skladov | 128 | 67 | 57 | 102 | 92 | 77 | 68 | 28 |
| Zavarovanja in pokojninske sheme | 28 | -10 | 6 | 8 | 3 | 3 | -8 | -8 |
| Drugo | -369 | 16 | -10 | 29 | 62 | 156 | 133 | 249 |

**Tabela 9.14: Neto finančne transakcije – drseče vsote štirih četrtletij**

| *mio EUR* | 2012 | 2013 | 14Q3 | 14Q4 | 15Q1 | 15Q2 | 15Q3 | 15Q4 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Domači sektor | -23 | 978 | 1.809 | 2.177 | 1.950 | 2.200 | 2.260 | 2.251 |
| Nefinančne družbe | 265 | 1.819 | 2.053 | 1.904 | 1.717 | 1.700 | 2.025 | 1.919 |
| Denarne finančne institucije | 1.043 | 3.889 | 3.466 | 789 | 773 | 799 | 749 | 482 |
| Druge finančne institucije | 60 | 257 | 474 | 519 | 346 | 350 | 102 | -8 |
| Država | -1.499 | -5.411 | -5.168 | -1.899 | -1.848 | -1.557 | -1.451 | -1.134 |
| Gospodinjstva in NPISG | 108 | 424 | 984 | 863 | 963 | 908 | 835 | 991 |
| Tujina | 23 | -978 | -1.809 | -2.177 | -1.950 | -2.200 | -2.260 | -2.251 |

# METODOLOŠKE OPOMBE

## Ekonomski odnosi s tujino

Metodologija plačilne bilance in stanja mednarodnih naložb Slovenije temelji na priporočilih šeste izdaje Priročnika za izdelavo plačilne bilance, ki ga je izdal Mednarodni denarni sklad (Balance of Payments and International Investment Position Manual, IMF, 2009). Zunanji dolg temelji na Priročniku za zunanji dolg (External Debt Statistics Guide for Compilers and Users, IMF, 2014), ki ga je prav tako izdal Mednarodni denarni sklad in je usklajen s prej omenjenim priročnikom.

**Plačilna bilanca** je statističen prikaz ekonomskih transakcij med rezidenti določenega gospodarstva ter nerezidenti, ki potekajo v določenem časovnem obdobju. *Transakcija* je interakcija med dvema institucionalnima enotama, ki poteka ob medsebojnem soglasju ali pa je zakonsko utemeljena in pomeni izmenjavo vrednosti ali transfer.

**Stanje mednarodnih naložb** je statistični prikaz vrednosti oziroma stanja finančnih imetij rezidentov, ki so brezpogojne terjatve do nerezidentov določenega gospodarstva ali so v obliki naložbenega zlata, ki služi kot rezervno imetje, ter vrednosti brezpogojnih obveznosti rezidentov do nerezidentov na določen dan.

**Bruto zunanji dolg** je izpeljan iz stanja mednarodnih naložb. Obsega brezpogojne obveznosti, ki zahtevajo plačilo glavnice in/ali obresti v določenem časovnem obdobju v prihodnosti in so hkrati dolg do nerezidenta določenega gospodarstva. **Neto zunanji dolg** je izpeljan iz razlike med terjatvami in obveznostmi tovrstnih instrumentov do nerezidentov. Koncept zunanjega dolga ne vsebuje vrednosti lastniških instrumentov ter finančnih derivativov.

## Statistika finančnih institucij in trgov

Metodologija bilance finančnih institucij temelji na metodologiji Evropske centralne banke (v nadaljevanju ECB) oziroma evro območja. Vir podatkov je statistično poročilo monetarnih finančnih institucij.

Posebnosti metodologije so:

- Sektor monetarnih finančnih institucij (MFI) zajema banke, hranilnice, hranilno-kreditne službe (v nadaljevanju HKS) in sklade denarnega trga.
- Posojila se zajemajo po bruto principu.
- Postavka posojil in vloge ter dolžniški vrednostni papirji – med terjatvami in obveznostmi, in sicer zaradi načina vključitve tržnih/netržnih vrednostnih papirjev v postavke posojila/vloge in vrednostni papirji. Po metodologiji ECB se namreč netržni vrednostni papirji vključujejo med posojila/vloge, tržni pa med dolžniške vrednostne papirje.
- Odnosi po pooblastilu in notranji odnosi so po metodologiji ECB vključeni po neto principu.
- Podatki določenih postavk (posojila, vloge, vrednostni papirji razen delnic in izdani dolžniški vrednostni papirji) so v skladu z zahtevo ECB prikazani po nominalni vrednosti. Nominalna vrednost pri posameznih instrumentih predstavlja znesek glavnice, ki jo dolžnik po pogodbi dolguje upniku:
  - posojila: neodplačana glavnica, niso vključene obračunane obresti, provizije in drugi stroški,
  - vloge: znesek vezanih sredstev, niso vključene obračunane obresti,
  - dolžniški vrednostni papirji: nominalna vrednost.

**Konsolidirana bilanca monetarnih finančnih institucij** prikazuje skupno (konsolidirano) bilanco stanja Banke Slovenije in drugih monetarnih finančnih institucij ob koncu meseca. Medsebojne terjatve in obveznosti sektorjev S.122 in S.121 so izključene. Na pasivni strani bilance so na določenih postavkah izključene obveznosti do domačega sektorja S.1311 in so zajete med ostalo pasivo.

**Bilanca Banke Slovenije** prikazuje bilanco stanja Banke Slovenije ob koncu meseca v skladu z metodologijo ECB.

**Bilanca drugih monetarnih finančnih institucij** prikazuje agregatno bilanco stanja drugih monetarnih finančnih institucij, to je bank, hranilnic, HKS in skladov denarnega trga, ob koncu meseca.

Pravne zahteve glede **statistik obrestnih mer MFI** so določene v Uredbi ECB/2013/34 s spremembo ECB\2014 \30, ki opredeljuje statistične standarde, po katerih morajo monetarne finančne institucije sporočati statistike svojih obrestnih mer. Statistike obrestnih mer MFI se nanašajo na obrestne mere, o katerih se kreditna institucija ali druga institucija sporazumno dogovori s svojo stranko. Nov posel je opredeljen kot nov sporazum med gospodinjstvom ali nefinančno družbo in kreditno ali drugo institucijo. Novi sporazumi vključujejo vse finančne pogodbe, katerih pogoji prvič določajo obrestno mero za depozit ali posojilo, in vsa nova pogajanja glede obstoječih depozitov in posojil.

## Statistika finančnih računov

Metodološko osnovo za sestavo finančnih računov predstavlja ESA 2010 (Evropski sistem računov), ki določa skupne standarde, opredelitve, klasifikacije in računovodska pravila.

Finančni računi prikazujejo stanja in transakcije, ki jih imajo posamezni institucionalni sektorji v posameznih finančnih instrumentih kot terjatve in obveznosti.

**Institucionalne sektorje** predstavljajo domači sektorji in tujina. Med domače sektorje spadajo nefinančne družbe, denarne finančne institucije (centralna banka, družbe, ki sprejemajo vloge, skladi denarnega trga), druge finančne institucije (investicijski skladi, drugi finančni posredniki, izvajalci pomožnih finančnih dejavnosti, lastne finančne institucije in posojilodajalci, zavarovalne družbe, pokojninski skladi), država (centralna država, lokalna država, skladi socialne varnosti), gospodinjstva in NPISG (nepridobitne institucije, ki opravljajo storitve za gospodinjstva).

**Finančne instrumente** predstavljajo denarno zlato in PPČ (posebne pravice črpanja), gotovina in vloge, dolžniški vrednostni papirji, posojila, delnice, drug lastniški kapital, delnice/enote investicijskih skladov, zavarovanja in pokojninske sheme ter drugo (izvedeni finančni instrumenti, druge terjatve oz. obveznosti).

**Transakcije** predstavljajo razliko med povečanji (pridobitve) in zmanjšanji (odtujitve) oz. predstavljajo neto promet v posameznem finančnem instrumentu.

**Neto finančna sredstva** prikazujejo razliko med stanji finančnih sredstev in obveznosti, neto finančne transakcije pa razliko med transakcijami v finančnih sredstvih in obveznostih.

V tabeli so prikazana letna in četrtletna stanja konec obdobja ter letne in četrtletne transakcije (drseče vsote štirih četrtletij). Podatki so nekonsolidirani, kar pomeni, da so vključene tudi terjatve in obveznosti med enotami v okviru institucionalnega sektorja.