

**BANKA**  
**SLOVENIJE**

EVROSISTEM

**Pregled  
makroekonomskih  
gibanj z  
napovedmi**

junij 2026

# BANKA SLOVENIJE

EVROSISTEM

Naslov: Pregled makroekonomskih gibanj z napovedmi

Številka: junij 2026

Izdajatelj:

Banka Slovenije

Slovenska 35, 1505 Ljubljana, Slovenija

[www.bsi.si](http://www.bsi.si)

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

Napovedni del publikacije skladno s postopkom priprave  
napovedi v okviru ESCB temelji na podatkih in informacijah,  
dostopnih do 27. maja 2026, v analizi tekočih gospodarskih  
gibanj pa so upoštevani podatki do vključno 5. junija 2026.

Gradivo je bilo obravnavano na seji Sveta Banke Slovenije  
12. junij 2026.

© Banka Slovenije

ISSN 2820-3011

Besedilo ni lektorirano.

This publication is also available in English.

## Kazalo

<b>Povzetek</b>	<b>4</b>
<b>1 Trenutna gospodarska gibanja in predpostavke</b>	<b>7</b>
1.1 Mednarodne razmere z zunanjimi predpostavkami	7
1.2 Domače gospodarsko okolje	10
<b>2 Napovedi</b>	<b>18</b>
2.1 Gospodarska aktivnost	19
Okvir 2.1.1: <b>Vpliv negotovosti na zasebno potrošnjo</b>	26
Okvir 2.1.2: <b>Napovedi salda in dolga države</b>	28
Okvir 2.1.3: <b>Dobički podjetij in odziv poslovnih investicij na kombinirane stroškovne šoke</b>	30
Okvir 2.1.4: <b>Vpliv sprememb stroškovne konkurenčnosti na izvoz blaga</b>	33
2.2 Trg dela	35
Okvir 2.2.1: <b>Vpliv minimalne plače na rast povprečne plače</b>	37
2.3 Inflacija	39
Okvir 2.3.1: <b>Posredni in neposredni učinki ponudbenega naftnega šoka na domačo inflacijo</b>	43
<b>3 Tveganja in negotovosti</b>	<b>45</b>
3.1 Alternativni scenarij napovedi	46
Okvir 3.1.1: <b>Vpliv gibanja cen sredstev na zasebno potrošnjo: porazdelitveni vidik za Slovenijo in evrsko območje</b>	49
<b>4 Primerjava med institucijami</b>	<b>52</b>
<b>5 Statistična priloga</b>	<b>54</b>
<b>6 Seznam kratic</b>	<b>56</b>

## Povzetek

*Po nizki rasti BDP v letu 2025 gospodarsko okrevanje letos zavirajo povečana geopolitična negotovost in okrepljeni inflacijski pritiski. Glede na napoved bo rast BDP letos dosegla 1,9 %, preden se v 2027 in 2028 povzpne na 2,2 %. Negotove kratkoročne obete bo letos spremljala povišana, 3,6-odstotna inflacija, ki se bo s pričakovanim umirjanjem cen energentov in domačih stroškovnih pritiskov v letih 2027 in 2028 postopno nižala proti 2,3 % oziroma 2,0 %.*

**Rast BDP je bila v začetku leta spodbudna, vendar negotovost, povezana z razmerami na Bližnjem vzhodu, poslabšuje kratkoročne obete.** V prvem četrtletju se je gospodarska aktivnost tekoče okrepila za 0,7 %, medletno pa za 3,0 %, s čimer je rast v Sloveniji precej presegla povprečje evrskega območja. Pri tem je bila spodbudna zlasti široko osnovana rast dodane vrednosti, ki je poleg dejavnosti, vezanih na domačo porabo, kazala tudi krepitev predelovalne industrije in izvoza blaga. Pozitivna gibanja z začetka leta so od aprila izpostavljena izrazitemu povečanju negotovosti, rasti stroškov surovin in slabšim gospodarskim obetom v naših glavnih partnericah znotraj EU. Poleg pričakovanega vpliva na investicijsko in izvozno aktivnost prvi kazalniki za drugo četrtletje kažejo tudi umirjanje zasebne potrošnje ob manjšem zaupanju potrošnikov. To bo v naslednjih četrtletjih prispevalo k prehodni upočasnitvi gospodarske rasti.

**Gospodarska rast bo letos temeljila predvsem na domačem trošenju,** ob stabilizaciji mednarodnih razmer pa se bo v naslednjih letih postopno krepila in postala bolj uravnotežena. Kupno moč gospodinjev bo kljub obnovljenim inflacijskim pritiskom podpirala visoka rast plač, povezana z uskladitvijo minimalne plače, plačno reformo v javnem sektorju in še vedno tesnim trgom dela. Zasebna potrošnja bo zato ostala razmeroma robustna, vendar bo sprva zaostajala za rastjo realnega razpoložljivega dohodka zaradi povečanega previdnostnega varčevanja ob poslabšanem zaupanju potrošnikov. K rasti bo pomembno prispevala tudi državna potrošnja, zlasti zaradi izvajanja zakona o dolgotrajni oskrbi in rasti zaposlenosti v javnem sektorju. Nasprotno se bodo investicije v osnovna sredstva v prvih dveh letih zmanjšale. Letos bo do upada prišlo pri podjetjih zaradi visoke negotovosti, okrepljenih stroškovnih pritiskov in nizke izkoriščenosti proizvodnih zmogljivosti, prihodnje leto pa v državnem sektorju zaradi zaključevanja programa EU za okrevanje in odpornost. Z izboljšanjem zunanjega okolja se bosta postopno krepila izvoz in investiranje, vendar bodo hitrejša okrevanja še naprej omejevali slabši pogoji menjave in naraščajoči stroški dela. Ob takšnih gibanjih napoved rasti BDP znaša 1,9 % letos ter 2,2 % v letih 2027 in 2028.

**Rast zaposlenosti je bila v začetku leta še razmeroma ugodna, vendar negotovost glede gospodarskih obetov in tesnost trga dela slabšata srednjeročne obete.** V prvem četrtletju se je zaposlenost ponovno povečala, vendar predvsem zaradi nadaljnje krepitve zaposlenosti v državnem sektorju. Ta bo ostala pomemben dejavnik rasti tudi v napovednem obdobju, medtem ko bo rast zaposlenosti v zasebnem sektorju precej skromnejša. Skupna zaposlenost se bo glede na napovedi letos povečala za 0,4 %, v letih 2027 in 2028 pa za 0,2 %. Stopnja brezposelnosti bo v prihodnjih letih ostala nizka, v povprečju 3,9-odstotna, kar bo ohranjalo veliko pomanjkanje delavcev. To potrjujejo tako anketni kazalniki kot tudi visoko število prostih delovnih mest. Tesne razmere na trgu dela bodo še naprej omogočale razmeroma visoko rast plač. Ta bo letos 7,2-odstotna, predvsem zaradi zvišanja minimalne plače, in bo presegala rast

produktivnosti dela, kar bo dodatno povečevalo stroškovne pritiske. V naslednjih dveh letih se bo rast plač postopno umirjala na 4,8 % oziroma 4,4 %.

**Inflacija bo letos ponovno višja, na kar bodo vplivali tako zunanji dejavniki kot vztrajni domači stroškovni pritiski.** Razmere na Bližnjem vzhodu so se v Sloveniji že odrazile v cenovnih gibanjih aprila in maja, ko se je inflacija glede na prvi del leta pospešila za več kot eno odstotno točko. Višje cene energentov in vmesnih proizvodov v mednarodnih dobavnih verigah bodo povišano inflacijo ohranjali tudi v nadaljevanju leta. K temu bodo prispevali tudi domači dejavniki, povezani z visoko rastjo stroškov dela, z državnimi investicijami spodbujeno gradbeno aktivnostjo in s še vedno robustnim zasebnim trošenjem. V skladu s tem pričakujemo, da bo inflacija v Sloveniji letos znašala 3,6 %. V letih 2027 in 2028 se bo z 2,3 % in 2,0 % postopno približevala dvo-odstotnemu cilju cenovne stabilnosti, a bo gibanje med cenovnimi skupinami ostalo precej raznoliko. Medtem ko ob terminskih cenah nafte in močnih učinkih osnove pričakujemo zniževanje cen energentov, se bo rast cen storitev ohranjala nad tremi odstotki. To bo posledica zapoznelega usklajevanja s preteklimi stroškovnimi pritiski in nadaljnjo krepitvijo domačega povpraševanja, ki bo omogočala prenos v končne cene.

**Domače in zunanje makroekonomsko okolje spremljajo okrepljena tveganja, ki bi lahko prispevala k nižji gospodarski rasti ob višji inflaciji od napovedane.** Osrednja napoved v naslednjih četrletjih predpostavlja postopno umiritev vojaških napetosti na Bližnjem vzhodu, njihovo daljše vztrajanje pa bi se prek višjih cen energentov in surovin, motenj v dobavnih verigah, šibkejšega svetovnega povpraševanja, večje negotovosti in finančnega stresa prelilo v nižje investicije ter dodatno poslabšanje razmer v izvoznem sektorju. Hkrati bi ponudbeni šoki lahko sprožili širše in nelinearne inflacijske pritiske, ki bi jih v domačem okolju dodatno krepila rast plač nad produktivnostjo. Vse pomembnejša postajajo tudi javnofinančna tveganja. Ob močni rasti izdatkov lani in letos se bo primanjkljaj države v letu 2026 približal referenčni vrednosti 3 % BDP, v nadaljevanju obdobja pa jo bo po napovedih tudi presegel. To bo prekinilo zniževanje deleža dolga v BDP in dodatno zmanjšalo fiskalni prostor za odziv na morebitne šoke v okolju povečanih geopolitičnih tveganj. Dodatni ukrepi brez ustreznega financiranja bi lahko javnofinančni položaj nadalje poslabšali, zaostri pogoje financiranja, večali potrebo po prilagajanju porabe in omejili proticiklično vlogo fiskalne politike.

**Glavna sporočila tokratnih napovedi temeljijo na aktualnih analitičnih okvirjih, tveganje vztrajanja konflikta na Bližnjem vzhodu pa je obravnavano v alternativnem scenariju.** Vojna se trenutno odraža predvsem v višjih cenah energentov, pri čemer je v napovedih na podlagi naših empiričnih ocen upoštevan tudi učinek njihovega postopnega prelivanja v druge cenovne skupine. Na realno gospodarstvo je vpliv za zdaj omejen zlasti na povečano negotovost, ki zavira investicije podjetij, analiza v publikaciji pa potrjuje tudi njen negativen vpliv na zasebno potrošnjo, predvsem trajnih dobrin. Inflacijske pritiske na kupno moč bo letos sicer blažila visoka rast plač, podprta z nadpovprečno uskladitvijo minimalne plače, ki bo skupaj z učinki prelivanja v višje plačne razrede po naših ocenah prispevala k za približno dve odstotni točki višji rasti povprečne plače. Ker bo rast plač prehitela rast produktivnosti, se bodo povečali pritiski na konkurenčnost, kar bo glede na modelske ocene, upoštevane v napovedi, upočasnilo okrevanje rasti izvoza za približno 0,8 odstotne točke letno. Osrednja napoved predvideva postopno umirjanje konflikta na Bližnjem vzhodu, ob njegovem daljšem vztrajanju pa bi bila v alternativnem scenariju povprečna rast BDP v obdobju 2026–2028 za 0,6 odstotne točke nižja kot v osrednji napovedi, inflacija pa za približno eno odstotno točko višja. Blaženje teh učinkov bi oteževal omejen fiskalni prostor, saj bo, kot prikazuje okvir o gibanju javnih financ, primanjkljaj že v osrednji napovedi presegel 3 % BDP.

Tabela 1: Napovedi makroekonomskih gibanj v Sloveniji, 2026–2028

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Napovedi						
								Δ	2026 jun.	Δ	2027 jun.	Δ	2028 jun.	Δ
<b>Cene</b>	<i>letna rast v %</i>													
Cene življenjskih potrebščin (HICP)	1,7	-0,3	2,0	9,3	7,2	2,0	2,5	0,0	<b>3,6</b>	1,3	<b>2,3</b>	0,1	<b>2,0</b>	0,0
HICP brez energentov in hrane	1,9	0,8	0,8	5,9	6,7	2,8	2,4	0,1	<b>2,8</b>	0,7	<b>2,6</b>	0,3	<b>2,2</b>	0,3
HICP energenti	0,8	-10,8	11,3	24,8	2,2	-2,3	-1,6	0,0	<b>11,1</b>	9,5	<b>-2,6</b>	-2,6	<b>-2,1</b>	-2,4
HICP hrana	1,6	2,7	1,0	10,6	11,8	2,0	4,9	-0,2	<b>1,9</b>	-1,3	<b>4,0</b>	1,0	<b>3,3</b>	0,5
<b>Gospodarska aktivnost</b>	<i>letna rast v %</i>													
BDP (realni)	3,5	-4,1	8,4	2,7	2,4	1,7	1,1	0,1	<b>1,9</b>	-0,3	<b>2,2</b>	-0,2	<b>2,2</b>	0,1
Zasebna potrošnja	5,5	-6,1	11,3	3,9	-0,0	3,8	1,7	0,2	<b>2,4</b>	-0,6	<b>2,8</b>	0,3	<b>2,3</b>	0,0
Potrošnja države	1,9	4,1	6,2	-0,6	2,1	7,3	1,6	0,0	<b>3,8</b>	0,0	<b>2,1</b>	0,3	<b>1,6</b>	0,1
Bruto investicije v osnovna sredstva	4,9	-7,2	11,9	4,7	5,5	-0,3	4,1	2,9	<b>-0,2</b>	-3,1	<b>-1,2</b>	-1,6	<b>2,7</b>	-0,1
Zasebne bruto investicije v osnovna sredstva	4,2	-9,5	9,9	2,6	5,3	0,9	1,5	1,8	<b>-0,4</b>	-3,3	<b>1,6</b>	-0,9	<b>3,0</b>	0,0
Državne bruto investicije v osnovna sredstva	8,1	2,2	19,3	11,7	6,2	-3,6	12,2	6,1	<b>0,5</b>	-2,2	<b>-9,2</b>	-3,3	<b>1,9</b>	-0,1
Izvoz blaga in storitev (realno)	4,5	-8,5	14,1	7,4	-1,9	2,3	0,3	0,1	<b>1,5</b>	-1,6	<b>3,3</b>	-1,6	<b>3,5</b>	-1,2
Uvoz blaga in storitev (realno)	4,7	-9,1	17,8	9,3	-4,5	4,3	2,1	1,0	<b>2,8</b>	-1,5	<b>2,9</b>	-1,6	<b>3,6</b>	-1,3
<b>Prispevki k realni rasti BDP</b>	<i>odstotne točke</i>													
Domača potrošnja (brez zalog)	4,1	-3,8	9,2	2,8	1,5	3,3	2,1	0,7	<b>2,0</b>	-0,9	<b>1,7</b>	-0,1	<b>2,1</b>	0,0
Neto izvoz	0,3	-0,3	-1,3	-0,8	2,0	-1,3	-1,4	-0,7	<b>-0,9</b>	-0,2	<b>0,4</b>	-0,2	<b>0,1</b>	0,0
Spremembe zalog	-0,9	0,1	0,5	0,8	-1,5	-0,2	0,3	-0,1	<b>0,9</b>	0,9	<b>0,0</b>	0,0	<b>0,0</b>	0,0
<b>Trg dela</b>	<i>letna rast v % (kjer ni navedeno drugače)</i>													
Stopnja anketne brezposelnosti (v %)	4,5	5,0	4,7	4,0	3,7	3,7	3,9	0,2	<b>4,0</b>	0,4	<b>3,8</b>	0,3	<b>3,8</b>	0,3
Zaposlenost	2,4	-0,7	1,3	2,9	1,5	0,5	-0,4	0,1	<b>0,4</b>	0,2	<b>0,2</b>	-0,3	<b>0,2</b>	-0,3
Povprečna sredstva na zaposlenega	5,2	3,8	8,0	4,9	9,6	6,2	7,9	-0,1	<b>7,2</b>	2,1	<b>4,8</b>	0,4	<b>4,4</b>	0,2
Produktivnost	1,0	-3,4	7,0	-0,2	0,9	1,3	1,5	0,0	<b>1,6</b>	-0,4	<b>2,0</b>	0,1	<b>2,0</b>	0,4
Stroški dela na enoto proizvoda (nominalno)	4,2	7,5	0,9	5,2	8,7	4,9	6,3	-0,1	<b>5,5</b>	2,4	<b>2,8</b>	0,3	<b>2,4</b>	-0,2
<b>Plačilna bilanca</b>	<i>letna rast v % (kjer ni navedeno drugače)</i>													
Tekoči račun: v mrd EUR	3,1	3,4	1,8	-0,5	3,0	3,1	2,5	-0,7	<b>2,6</b>	-0,4	<b>3,1</b>	-0,5	<b>3,3</b>	-0,9
v % BDP	6,4	7,3	3,5	-0,9	4,8	4,5	3,5	-0,9	<b>3,6</b>	-0,5	<b>4,0</b>	-0,6	<b>4,1</b>	-1,0
Pogoji menjave*	0,5	0,7	-2,1	-3,1	3,6	1,4	0,9	-0,2	<b>-0,5</b>	-1,3	<b>0,2</b>	0,0	<b>0,2</b>	0,0

Vir: SURS, Eurostat, napovedi Banke Slovenije.

Opomba: \* Na podlagi deflatorjev nacionalnih računov. Δ: razlika med tokratnimi napovedmi in napovedmi v gradivu [Pregled makroekonomskih gibanj z napovedmi, december 2025](#), Banka Slovenije.

V prvem četrtletju je bila domača gospodarska rast spodbudna. Domače okolje je še naprej podpiralo rast končne potrošnje in investicij. Hkrati je blagovni izvoz okrevljal ob povišanju proizvodnje predelovalnih dejavnosti. Ob visoki negotovosti ocen in nihajnosti kratkoročnih kazalnikov pričakujemo, da se bo tekoča gospodarska rast v drugem četrtletju prehodno umirila zaradi zaostrenih geopolitičnih razmer, stroškovnih pritiskov in šibkejšega mednarodnega okolja.

## 1.1 Mednarodne razmere z zunanjimi predpostavkami

***Čeprav so učinki vojne na Bližnjem vzhodu že vidni v izbranih gospodarskih kazalnikih in predstavljajo tveganje za svetovno gospodarsko aktivnost, se je ta v prvem četrtletju okrepila.***

Gospodarska aktivnost v pomembnejših gospodarstvih se je v prvem četrtletju povečala, predvsem zaradi ugodnih gibanj v prvih dveh mesecih leta, medtem ko so bili učinki vojne na Bližnjem vzhodu v omejenem obsegu zajeti v marčnih podatkih. V ZDA se je tekoča gospodarska rast po šibkejšem predhodnem četrtletju zvišala na 0,4 %, k njej pa so največ prispevale investicije, povezane z umetno inteligenco, in zasebna potrošnja. Ta se ob povečani negotovosti in vnovični krepitvi inflacije sicer že nekoliko umirja. Po ponovnem odprtju zvezne vlade je k rasti prispevala tudi državna potrošnja, medtem ko je neto menjava s tujino delovala zaviralno, predvsem zaradi hitrejše rasti uvoza. Na Japonskem se je gospodarstvo povečalo za 0,5 %, pri čemer je bila rast široko osnovana in nad tržnimi pričakovanji. V Združenem kraljestvu je tekoča rast znašala 0,6 %, podprta je bila zlasti z investicijami ter potrošnjo gospodinjstev in države. Kitajsko gospodarstvo se je okrepilo za 1,3 % kljub še naprej šibki domači potrošnji, povezani predvsem s krizo v nepremičninskem sektorju.

Vojna na Bližnjem vzhodu ter z njo povezani višji stroški energentov in povečana negotovost v drugem četrtletju zavirajo rast svetovne gospodarske aktivnosti. Po izrazitejšem marčnem upadu se je sestavljeni kazalnik PMI aprila nekoliko zvišal, maja pa ohranjal pri 51,8 indeksne točke, a še naprej ostaja pod povprečjem preteklega leta. Aktivnost v storitvenih dejavnostih se je po marčnem poslabšanju nekoliko okrepila, predvsem zaradi ugodnejših gibanj v poslovnih in finančnih storitvah. Nasprotno se je v storitvah, usmerjenih k potrošnikom, znova zmanjšala, kar je povezano z visoko negotovostjo in višjimi cenami energentov. V predelovalnih dejavnostih se aktivnost še naprej povečuje, hkrati pa se ohranja razkorak med razmeroma ugodnimi tekočimi kazalniki proizvodnje in slabšimi pričakovanji podjetij. Odpornost proizvodnje lahko deloma odraža predčasno naročanje zaradi pričakovanih daljših dobavnih rokov in višjih cen, medtem ko slabša pričakovanja kažejo poslabšane obete zaradi geopolitične negotovosti. Na povečana tveganja v proizvodnih verigah opozarja tudi indeks pritiskov v svetovnih dobavnih verigah (GSCPI), ki se je aprila zvišal na najvišjo raven po juliju 2022.

Po junijskih napovedih ECB naj bi se svetovna gospodarska rast brez evrskega območja letos zaradi posledic vojne na Bližnjem vzhodu nekoliko upočasnila. V primerjavi z marčnimi napovedmi je bila popravljen na 3,0 % (slika 1.1.1, levo). V naslednjih letih naj bi se znova postopoma okrepila, na 3,2 % leta 2027 in 3,3 % leta 2028.

## **Za evrsko območje anketni kazalniki nakazujejo nadaljnje krčenje gospodarske aktivnosti v drugem četrtletju.**

Gospodarska aktivnost evrskega območja se je v prvem četrtletju četrtletno zmanjšala za 0,2 %, vendar krčenje v veliki meri odraža močan upad irskega gospodarstva, ki se je po revidiranih podatkih zmanjšalo za 12,1 %<sup>1</sup> (slika 1.1.1, desno). Brez Irske je rast evrskega gospodarstva znašala 0,2 %. K rasti so prispevale neto menjava s tujino (0,3 odstotne točke) ter državna in zasebna potrošnja (po 0,1 odstotne točke), investicije v osnovna sredstva pa so rast zavirale (-0,1 odstotne točke). Po dejavnostih je večina rasti izhajala iz storitev in industrije. Med večjimi gospodarstvi evrskega območja je najvišjo rast ponovno dosegla Španija (0,6 %), predvsem ob podpori domačega povpraševanja. V Nemčiji in Italiji je bila rast zmernejša, pri 0,3 %, medtem ko se je v Franciji gospodarstvo skrčilo (-0,1 %) ob zmanjšanju zasebne potrošnje in investicij.

Tekoči anketni kazalniki kažejo, da se učinki vojne na Bližnjem vzhodu in z njo povezanih visokih cen energentov že odražajo v gospodarski aktivnosti. Sestavljeni kazalnik PMI se je maja dodatno znižal v območju krčenja, na 48,5 indeksne točke. To odraža predvsem krčenje v storitvah, ki je posledica višjih stroškov gospodinjstev ob dražjih energentih in upadu zaupanja. V predelovalnih dejavnostih se je aktivnost sicer še povečala, vendar manj kot aprila. Umirjanje rasti je povezano predvsem s šibkejšim povpraševanjem in zmanjšanjem novih naročil, kar kaže postopno izzvenevanje učinkov predčasnega naročanja zaradi pričakovanj o višjih cenah in motnjah v dobavi. Tveganja v predelovalnih dejavnostih tako ostajajo povezana s stroškovnimi pritiski ter s podaljševanjem dobavnih rokov vhodnih surovin in motnjami v svetovnih logističnih tokovih.

Podobno sliko kažeta kazalnika gospodarskega razpoloženja ZEW in Evropske komisije. Aprila sta se močno poslabšala, maja pa nekoliko izboljšala, vendar ostala precej pod ravnmi pred začetkom aktualne vojne. V primerjavi z obdobjem po začetku vojne v Ukrajini leta 2022 je trenutno poslabšanje skupnega razpoloženja manj izrazito. Kljub temu močan padec zaupanja potrošnikov in nekoliko manj izrazito poslabšanje zaupanja v storitvenih dejavnostih – ob nižjih začetnih ravneh – nakazujeta šibkejše povpraševanje potrošnikov. To bi lahko v primerjavi s prejšnjo energetske krizo omejilo prenos trenutnega šoka v inflacijo.

Skupna inflacija evrskega območja se je od začetka vojne na Bližnjem vzhodu maja okrepila tretji mesec zapored in dosegla 3,2 %. Medtem ko se je inflacija hrane umirila na 2,0 %, medletna rast cen energentov drugi mesec zapored vztraja nad 10 %, maja pa se je povzpela na 10,9 %, pri čemer je pospešek ob siceršnjih tekočih pocenitvah na mesečni ravni odražal učinek lanske nižje osnove. K zvišanju skupne inflacije je tokrat največ prispeval porast storitvene inflacije (na 3,5 %), ki je izhajal tako iz tekočih podražitev kot pozitivnega učinka nižje lanske osnove.<sup>2</sup> Pospešitev osnovne inflacije na 2,5 % je dodatno podpirala višja medletna rast cen neenergetskega industrijskega (v nadaljevanju: drugega) blaga (0,9 %).

Momentum<sup>3</sup> osnovne inflacije se je maja nadalje okrepil, povišane stroškovno-inflacijske pritiske pa nakazujejo tudi višje pričakovane vhodne in prodajne cene, kratkoročna

<sup>1</sup> Četrtletni padec BDP na Irskem je bil v veliki meri posledica gibanj v dejavnostih, v katerih prevladujejo multinacionalna podjetja. Gibanja v domačem gospodarstvu so bila ugodnejša, kar kaže kazalnik modificiranega domačega povpraševanja (MDD), ki se je v prvem četrtletju povečal za 0,6 %.

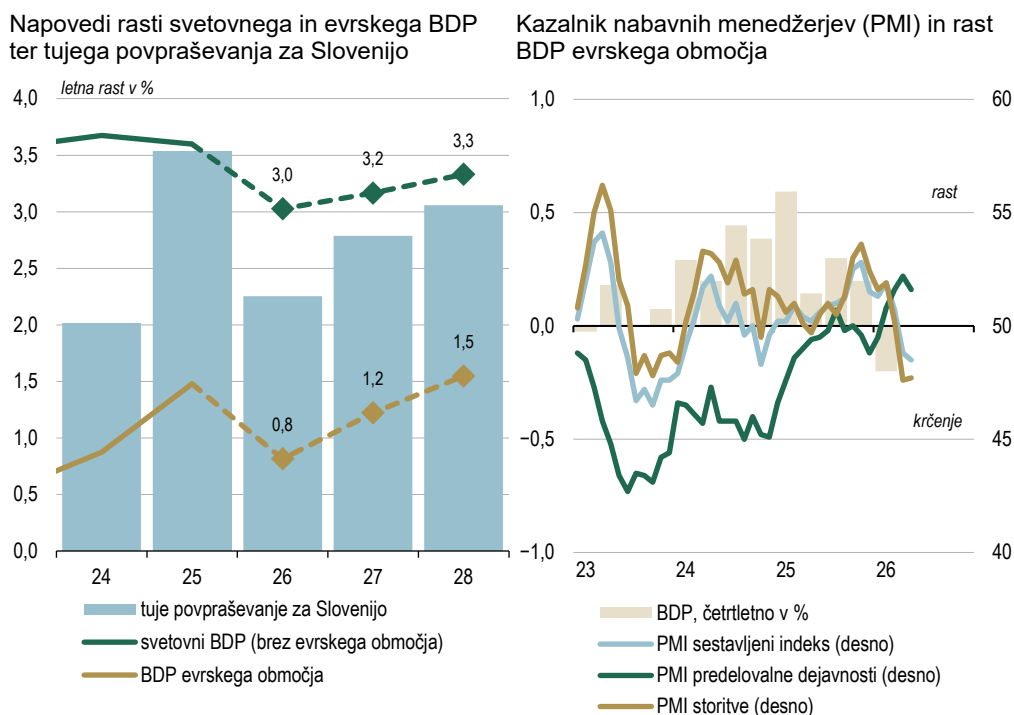
<sup>2</sup> Maja 2025 je bila tekoča rast cen storitev nizka, potem ko je bila aprila nadpovprečno visoka glede na pretekla leta zaradi koledarsko kasnejše velike noči in z njo povezanih podražitev storitvenih komponent vezanih na potovanja (zračni potniški promet, počitniški paketi ter nastanitve).

<sup>3</sup> Kazalnik inflacijskega momentuma je izračunan kot anualizirana stopnja rasti sezonsko prilagojenega indeksa cen storitev s primerjavo ravnih cen v zadnjih treh mesecih s povprečno ravno v predhodnih treh mesecih.

inflacijska pričakovanja ter gibanje uvoznih cen.<sup>4</sup> Kljub temu širši nabor kazalnikov – vključno z merami osnovne inflacije, inflacijo energetske občutljivih proizvodov, momentumom inflacijskega šoka in inflacijo proizvodov, občutljivih na denarno politiko – do vključno aprila še ne kaže srednjeročnih inflacijskih pritiskov primerljivih z začetkom vojne v Ukrajini.<sup>5</sup> Na potencialno počasnejši prenos energetskega šoka kot po začetku vojne v Ukrajini kaže več okoliščin, kot so šibkejša izhodiščna raven inflacijskih pritiskov ob izbruhu šoka, manj akomodativna naravnost ekonomskih politik in razmeroma manjše motnje v dobavnih verigah.<sup>6</sup>

Po junijskih napovedih strokovnjakov ECB se bo gospodarska rast evrskega območja letos zaradi posledic vojne na Bližnjem vzhodu upočasnila na 0,8 %. K temu bodo prispevali predvsem nižja kupna moč gospodinjstev zaradi višjih cen energentov ter prek povečane negotovosti počasnejša rast investicij in mednarodne menjave. Nato naj bi se rast v letih 2027 in 2028 postopoma okrepila na 1,2 % in 1,5 %. V primerjavi z decembrskimi napovedmi, v katerih učinki vojne še niso bili upoštevani, to pomeni revizijo navzdol za 0,4 oziroma 0,2 odstotne točke za leti 2026 in 2027, medtem ko je bila napoved za leto 2028 popravljena navzgor za 0,1 odstotne točke. Skupna inflacija se bo letos zvišala na 3,0 %, predvsem zaradi višjih cen energentov. Ob pričakovanem izzvenenju energetskega šoka naj bi se nato postopoma umirila na 2,3 % v letu 2027 in 2,0 % v letu 2028. Glede na decembrske napovedi je bila inflacija za leti 2026 in 2027 popravljena navzgor za 1,1 oziroma 0,5 odstotne točke, napoved za leto 2028 pa je ostala nespremenjena.

Slika 1.1.1:  
**Makroekonomski obeti v mednarodnem okolju in gospodarske razmere v evrskem območju**



Vir: ECB, Bloomberg, Eurostat, preračuni Banke Slovenije. Zadnji podatek desno: BDP – prvo četrtletje 2026, PMI – maj 2026.

<sup>4</sup> Povišani stroškovno-inflacijski pritiski so razvidni v zadnjih kazalnikih vhodnih in prodajnih cen PMI, kazalnikih Evropske komisije glede pričakovanih prodajnih cen in enoletnih inflacijskih pričakovanj potrošnikov, enoletnih tržnih inflacijskih pričakovanj ter Eurostatovih uvoznih cenah.

<sup>5</sup> **Kazalniki osnovne inflacije** vključujejo mere, ki izključujejo volatilne komponente (npr. inflacija brez energentov in hrane), osamelce (npr. tehtana mediana) in prehodna gibanja (npr. PCCI). **Inflacija energetske občutljivih proizvodov** vsebuje cenovna gibanja zgolj tistih proizvodov osnovne inflacije, za katere energenti predstavljajo nadpovprečno breme v stroškovni strukturi glede na pripadajoči agregat storitev ali drugega blaga. **Momentum inflacijskega šoka** meri razmerje med utežjo proizvodov v košarici HICP, ki glede na lasten avtoregresijski proces v zadnjih treh mesecih persistentno presenečajo navzgor ali navzdol. **Inflacija proizvodov občutljivih na denarno politiko** zajema 40 % proizvodov osnovne inflacije z največjim kumulativnim odzivom na šok denarne politike merjenim z lokalnimi projekcijami.

<sup>6</sup> Za obsežnejšo primerjavo narave in okoliščin energetskega šoka v zadnjih dveh krizah glej [A tale of two energy crises - initial conditions matter](#).

**Junjske predpostavke mednarodnega okolja predvidevajo višje cene energentov in primarnih surovin, šibkejšo rast svetovne gospodarske aktivnosti, nižjo rast tujega povpraševanja za Slovenijo ter ostrejšje pogoje financiranja.**

Vojna na Bližnjem vzhodu se v glavnih predpostavkah zunanjega okolja<sup>7</sup> odraža predvsem prek višjih cen energentov in surovin. Povprečna cena nafte bo letos z 82,5 evra za sod za tretjino višja kot lani, v prihodnjih letih pa bo postopoma upadala. Podražitve energentov se ob okrepljenih pritiskih v dobavnih verigah kažejo tudi v višjih cenah primarnih surovin. Ob povečani negotovosti in ohlajanju svetovne gospodarske aktivnosti se bo rast tujega povpraševanja za Slovenijo letos nekoliko upočasnila, v prihodnjih letih pa zopet okrevala, vendar ostala pod dolgoročnim povprečjem.<sup>8</sup> V primerjavi z decembrskimi predpostavkami so predvideni tudi tesnejši pogoji financiranja in rahla apreciacija evra proti ameriškemu dolarju (tabela 1.1.1).

Tabela 1.1.1 : Predpostavke mednarodnega okolja

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Predpostavke		
							2026	2027	2028
Svetovna rast gospodarske aktivnosti brez EO (v %)	-1,9	7,0	3,6	3,6	3,7	3,6	3,0	3,2	3,3
Rast gospodarske aktivnosti v EO (v %)	-6,1	6,4	3,7	0,5	0,9	1,5	0,8	1,2	1,5
Tuje povpraševanje za Slovenijo (rast v %)	-9,0	11,5	8,8	-0,4	2,0	3,5	2,3	2,8	3,1
Nafta (USD/sod)	42,0	70,8	102,3	83,6	81,2	69,1	96,9	82,2	77,1
Nafta (EUR/sod)	36,8	59,9	97,2	77,3	75,1	61,2	82,9	70,4	66,0
Nafta (USD/sod, rast v %)	-34,7	68,6	44,5	-18,3	-2,9	-14,9	40,1	-15,1	-6,2
Tečaj EUR/USD	1,1	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2
3-mesečni Euribor (v %)	-0,4	-0,5	0,3	3,4	3,6	2,2	2,4	2,8	2,7
Primarne surovine (rast v %)	2,3	41,9	6,3	-12,3	9,2	5,8	3,0	0,8	-1,9

Vir: ECB, preračuni Banke Slovenije.

## 1.2 Domače gospodarsko okolje

**Gospodarska rast se je v prvem četrtletju medletno okrepila ob nadaljnji podpori investicij in končne potrošnje na domačem trgu, negativni prispevek zunanje menjave pa se je ob krepitvi izvoza zmanjšal.**

V prvem četrtletju se je gospodarska aktivnost nadalje povečala, in sicer za 0,7 % glede na četrtletje prej, medletna rast pa se je pospešila na 3,0 % in s tem precej preseгла povprečje evrskega območja. Ob nizki primerjalni osnovi iz lanskega leta je k temu pomembno prispeval manj negativni prispevek neto menjave s tujino, ki je znašal -0,5 odstotne točke (slika 1.2.1, levo). Pri tem poudarjamo okrepitev izvoza blaga kljub dodatnim zaostritvam razmer v mednarodnem okolju marca, kar bi lahko odražalo tudi predčasna naročila ob negotovosti glede dobavnih verig v prihodnjih mesecih.

Zasebna potrošnja je ob dvigu minimalne plače in uvedbi obveznega zimskega regresa ostala stabilen dejavnik rasti. Bila je široko osnovana in se okrepila na tekoči in medletni ravni. K medletni rasti BDP je prispevala 1,4 odstotne točke. Ob rasti zaposlenosti v

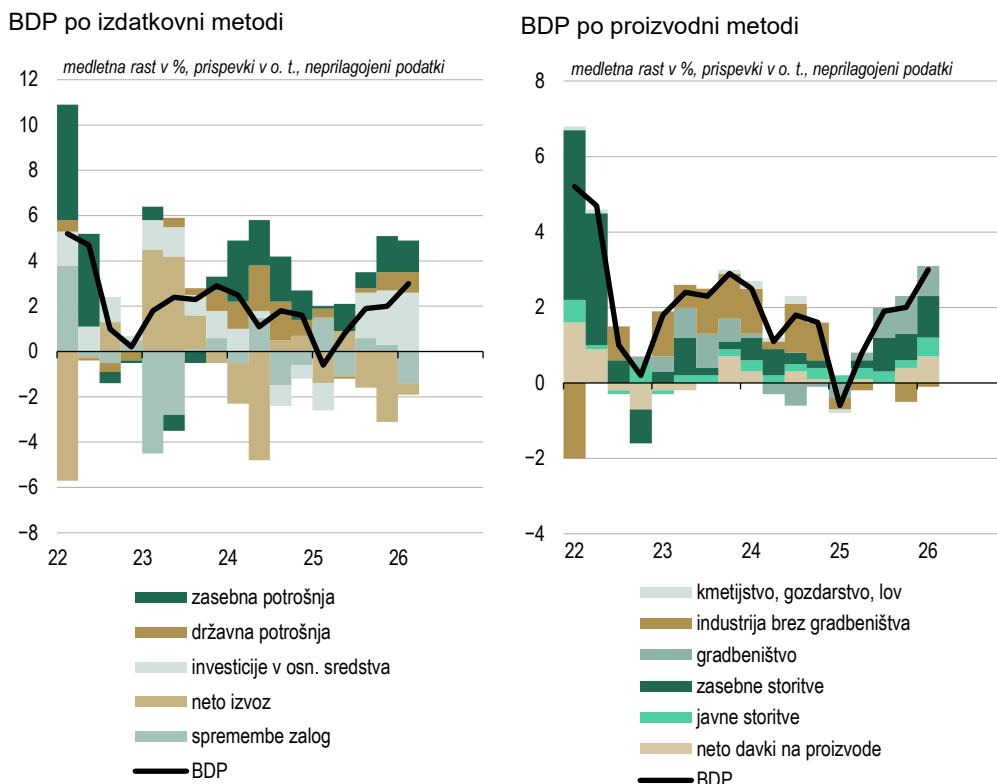
<sup>7</sup> Predpostavke mednarodnega okolja temeljijo na informacijah s presečnim datumom 21. maj 2026. Predpostavke tujega povpraševanja za Slovenijo in zunanje tehnične predpostavke srednjeročnih napovedi, na katerih temeljijo napovedi Banke Slovenije, so pripravljene znotraj skupnega procesa priprave napovedi strokovnjakov Evrosistema. Več informacij o uporabljeni metodologiji je na voljo v zadnji izdaji napovedi na spletnih straneh [ECB](#).

<sup>8</sup> Letna rast tujega povpraševanja za Slovenijo je bila med letoma 2007 in 2025 v povprečju 3,0-odstotna.

sektorju država in višjih izdatkih za dolgotrajno oskrbo se je povečala tudi državna potrošnja, ki je h gospodarski rasti prispevala dodatnih 0,9 odstotne točke.

Medletna rast bruto investicij v osnovna sredstva se je še nekoliko pospešila in dosegla 12,6 % ter tako k rasti BDP prispevala 2,6 odstotne točke. Rast je temeljila predvsem na nadaljnji krepitvi investicij v opremo in stroje ter na državnih investicijskih projektih, podprtih tudi z evropskimi sredstvi. Zaradi negativnega prispevka sprememb zalog je bil skupni prispevek bruto investicij k rasti BDP nižji in je znašal 1,2 odstotne točke.

Slika 1.2.1: Domača gospodarska rast



Vir: SURS. Zadnji podatek: prvo četrtletje 2026.

**Rast dodane vrednosti so poganjali predvsem zasebne storitve in gradbeništvo, ob določenih znakih okrevanja v predelovalnih dejavnostih.**

Skupna dodana vrednost je bila v prvem četrtletju medletno večja za 2,6 %. K rasti so največ prispevale zasebne storitve z 1,1 odstotne točke (slika 1.2.1, desno), pri čemer so izstopale predvsem storitve z višjo dodano vrednostjo na zaposlenega, kot so informacijske, finančne ter strokovne in tehnične storitve. Mesečni kazalniki kažejo tudi visoko rast aktivnosti v gostinstvu. Razmere v trgovini in transportu so bile manj ugodne, saj mesečni podatki nakazujejo medletno stagnacijo prodaje v trgovini na drobno kljub marčnemu skoku prodaje goriv, ter upad aktivnosti v transportu in skladiščenju. To je bilo med drugim povezano z zgostitvijo nakupov na bencinskih črpalkah pred napovedanim dvigom cen tekočih goriv, kar se je v aprilu že odrazilo v mesečnem padcu prihodkov v tem segmentu. Dodana vrednost javnih storitev se je ob povečani potrošnji države medletno okrepila za 2,5 % in k rasti BDP prispevala 0,5 odstotne točke.

Med posameznimi dejavnostmi je k rasti BDP največ prispevalo gradbeništvo (0,8 odstotne točke), kjer se je dodana vrednost ob šibki primerjalni osnovi medletno povečala

za 15,0 %, predvsem zaradi večjega obsega specializiranih gradbenih del. Četrtno je dodana vrednost upadla, kar kaže umirjanje aktivnosti po izraziti rasti ob koncu lanskega leta.

Ob okrepitvi izvoza blaga so se razmere na začetku leta izboljšale tudi v predelovalnih dejavnostih, kjer se je po lanskem padcu dodana vrednost povečala za 1,4 %. Mesečni podatki o industrijski proizvodnji kažejo, da so rastle predvsem panoge z nižjo tehnološko zahtevnostjo proizvodov, medtem ko je proizvodnja v tehnološko zahtevnejših panogah upadla (slika 1.2.2, levo). V preostalih industrijskih dejavnostih, zlasti v energetiki, se je aktivnost močno skrčila, tako da je bil skupni prispevek industrije k rasti BDP rahlo negativen (-0,1 odstotne točke).

---

***Zaostrene mednarodne razmere se v podatkih za drugo četrtno kažejo predvsem kot cenovni šok, njihov vpliv na gospodarsko aktivnost pa ostaja omejen, ob sicer povečani mesečni nihajnosti anketnih kazalnikov.***

Gospodarska klima se je po aprilskem poslabšanju maja znova približala dolgoletnemu povprečju (slika 1.2.2, desno). Zaupanje potrošnikov se je nekoliko izboljšalo, vendar ostalo pod ravno prvega četrtna in lanskim povprečjem. Kazalnik zaupanja se je zvišal tudi v vseh dejavnostih, v trgovini in drugih storitvah celo nad raven prvega četrtna. V predelovalnih dejavnostih se je razpoložnje izboljšalo ob sicer manjšem obsegu novih naročil in še vedno vztrajno nižji izkoriščenosti proizvodnih zmogljivosti v primerjavi s petletnim obdobjem pred pandemijo. V gradbeništvu je izstopalo predvsem zmanjšanje zaznane negotovosti, pri potrošnikih in v večini dejavnosti pa se povišana pričakovanja glede prihodnjih podražitev vztrajno ohranjajo.

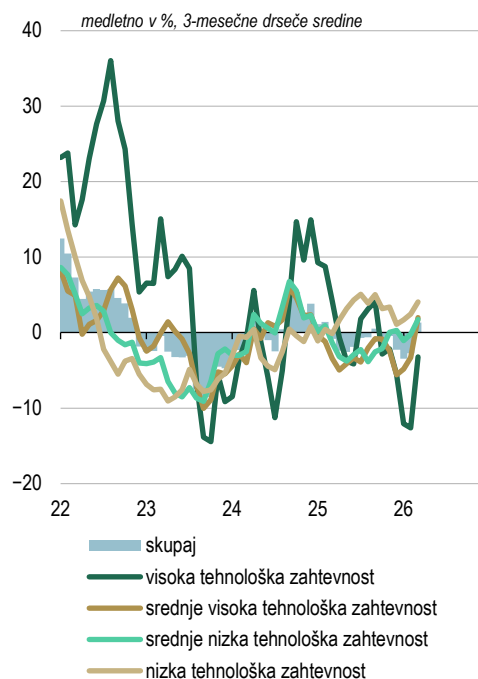
Razpoložljivi visokofrekvenčni kazalniki za drugo četrtno nakazujejo nekoliko previdejšo potrošnjo gospodinjstev ob povišani anketni negotovosti finančnega stanja, medtem ko so posamezni signali iz nekaterih dejavnosti, usmerjenih na domači trg, ugodnejši. Realna vrednost potrjenih davčnih računov je bila v prvih dveh mesecih drugega četrtna medletno manjša za 1,6 %, vrednost kartičnih plačil pa večja za 1,7 %, vendar je bila rast počasnejša od prvega četrtna. V trgovini se je aprila realna prodaja motornih vozil medletno povečala za 4,5 %, prodaja v trgovini na drobno pa za 2,1 %.<sup>9</sup> Tudi v gostinstvu podatki o turističnih prenočitvah v prvih dveh mesecih drugega četrtna nakazujejo nadaljnjo rast, saj je bilo število prenočitev medletno večje za 7,0 %. Ugodni ostajajo tudi obeti v gradbeništvu, saj se je pripadajoča površina gradbenih dovoljenj za stavbe do aprila letos precej povečala.

---

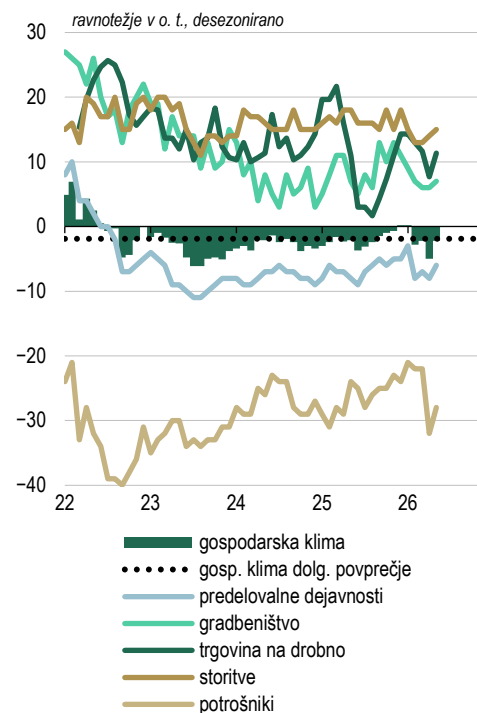
<sup>9</sup> Pri trgovini na drobno so se še naprej močno krepili realni prihodki prodaje motornih goriv z 12,3-odstotno medletno rastjo.

Slika 1.2.2: Aktivnost predelovalnih dejavnosti in kazalniki zaupanja

Proizvodnja predelovalnih dejavnosti po tehnološki zahtevnosti



Kazalniki zaupanja



Vir: SURS, preračuni Banke Slovenije. Zadnji podatek levo: marec 2026, desno: maj 2026.

Opomba: Na sliki levo medletne rasti temeljijo na 3-mesečnih drsečih sredinah kazalnikov proizvodnje. Na sliki desno je dolgoletno povprečje za gospodarsko klimo izračunano za obdobje 2010–2025. Zaradi nihajnosti so podatki trgovine na drobno predstavljeni v 3-mesečnih drsečih sredinah.

Trenutna povprečna vrednost modelskih ocen četrtletne rasti BDP za drugo četrtletje znaša 0,3 % (slika 1.2.3, levo). Ocena je nižja od dolgoročnega povprečja četrtletne rasti, hkrati pa jo spremlja izrazita negotovost. Ta izvira iz omejenega nabora mehkih kazalnikov, ki so v prvih dveh mesecih drugega četrtletja močno nihali. Po izrazitem padcu gospodarske klime aprila se je ta maja spet odbila. Poleg izpostavljene negotovosti anketnih kazalnikov za drugo četrtletje na oceno močno vpliva tudi marčni obseg prodaje v trgovini in storitvah, ki v pomembnem delu odraža enkratne učinke povečanih nakupov na bencinskih črpalkah pred najavljeno podražitvijo goriv.

**Realni izvoz in uvoz blaga sta bila v prvem četrtletju medletno večja kljub poslabšanju pogojev blagovne menjave, medtem ko se je storitvena menjava skrčila.**

Presežek tekočega računa je v prvem četrtletju znašal 2,3 % BDP, kar je za 0,4 odstotne točke manj kot pred letom. K njegovemu zmanjšanju je največ prispeval večji primanjkljaj v blagovni menjavi, ki se je povečal zaradi hitrejše količinske rasti uvoza od izvoza blaga ter nekoliko poslabšanih pogojev menjave (slika 1.2.3, desno). Anketni kazalniki konkurenčnega položaja na trgih držav EU in zunaj EU ostajajo neugodni, kar nakazuje nadaljnje slabšanje konkurenčnosti podjetij (več o tem v okvirju 2.1.4).

Kljub šibkejšim zunanjetrgovinskim tokovom januarja se zaostreno mednarodno dogajanje še ni bistveno odrazilo v podatkih obsega blagovne menjave v prvem četrtletju. Nominalni blagovni izvoz je bil medletno večji za 1,4 % (realno za 0,7 %), uvoz pa za 1,9 % (realno za 1,5 %), predvsem zaradi močnejših tokov v marcu, kar bi lahko delno

kazalo tudi predčasno povečan obseg menjave ob negotovosti glede pretočnosti dobavnih verig v prihajajočih mesecih zaradi geopolitičnih napetosti.<sup>10</sup>

Približno dve tretjini rasti blagovnega izvoza je prispeval izvoz v države EU. Rast je bila geografsko razpršena, saj se je z izjemo Nemčije in Avstrije, nominalni izvoz povečal v vse druge največje trgovinske partnerice.<sup>11</sup> K rasti izvoza zunaj EU je največ prispeval večji izvoz v Rusijo, predvsem medicinskih in farmacevtskih proizvodov, ki se je medletno povečal za 29 %. Medicinski in farmacevtski proizvodi predstavljajo pomemben delež blagovnega izvoza (15 %), njihov skupni izvoz pa je bil v prvem četrtletju medletno večji za desetino. Povečal se je tudi izvoz cestnih vozil<sup>12</sup> (za 4,8 %) ter industrijskih in električnih strojev (za 3,0 %).

K skupni rasti uvoza blaga je največ prispevala 10,9-odstotna rast uvoza iz držav zunaj EU, medtem ko se je uvoz iz držav EU zmanjšal za 0,5 %, predvsem uvoz nafte in naftnih derivatov iz Italije. K rasti uvoza je največ prispevalo 8,7-odstotno povečanje uvoza strojev in transportnih naprav, med katerimi je bila rast najizrazitejša pri cestnih vozilih iz Španije (57 %), ter električnih strojih in napravah iz Kitajske (48 %).<sup>13</sup> Povečanje uvoza iz Kitajske je lahko deloma povezano tudi s kopičenjem zalog pred morebitno uvedbo novih omejitev EU, ki so namenjene povečanju odpornosti dobavnih verig, zmanjšanju tveganj zaradi koncentracije dobave in kreptivi ekonomske varnosti.<sup>14</sup>

Nominalni izvoz storitev je bil v prvem četrtletju medletno večji za 2,8 %, uvoz pa za 3,3 %. Kljub ugodnim gibanjem se je realni izvoz storitev zmanjšal za 2,9 %, uvoz pa za 1,3 %, predvsem zaradi izrazitega cenovnega učinka. K rasti nominalnega izvoza storitev so največ prispevali zavarovalne storitve in potovanja, ki so bila medletno večja za 5,2 %. Dnevni podatki za prva dva meseca drugega četrtletja kažejo nadaljnjo rast izvoza potovanj, saj je bilo število prenočitev tujih turistov medletno večje za 8,6 %.<sup>15</sup> Največji delež izvoza storitev, skoraj tretjino, še naprej predstavlja transport, ki je ostal medletno skoraj nespremenjen (0,9 %). Na uvozni strani se je povečal uvoz potovanj (8,6 %), medtem ko se je uvoz transportnih storitev zmanjšal za 2,7 %, od tega pomorskega transporta blaga za petino.<sup>16</sup> Presežek storitvene menjave je ostal podoben kot pred letom. Njegov najpomembnejši vir ostajajo transportne storitve, ki ustvarijo skoraj dve tretjini presežka.

Saldo primarnih dohodkov je v prvem četrtletju podobno kot lani izkazoval presežek, ki je znašal 13 mio EUR, vendar je bil medletno manjši za 19,2 mio EUR. To je bilo predvsem posledica nižjih prejetih obresti države ob hkratnem povečanju izdatkov za obresti. Primanjkljaj sekundarnih dohodkov se je zmanjšal za 21 mio EUR, predvsem zaradi višjih neto premij neživiljenjskih zavarovanj.

<sup>10</sup> Tudi v aprilu je bil nominalni izvoz medletno večji za 4,8 %, uvoz pa za 15,7 %. Pri tem se je izvoz naftnih derivatov povečal za 92 %, uvoz pa za 166 % (oboje predvsem z državami zunaj EU). Brez nafte in naftnih derivatov bi bil izvoz aprila medletno večji za 1,7 %, uvoz pa za 6,6 % ([SURS, Izvoz in uvoz brez poslov oplenitenja](#)).

<sup>11</sup> V prvem četrtletju je bil izvoz blaga večji v Hrvaško (2,8 %), Italijo (1,3 %), Francijo (6,1 %), Poljsko (3,8 %) in Madžarsko (9,4 %).

<sup>12</sup> Pri tem se je izvoz cestnih vozil v Veliko Britanijo skoraj podvojil, v Srbijo je bil večji za 47 %, v Francijo pa za 14 %.

<sup>13</sup> Uvoz blaga iz Kitajske se je medletno povečal za 27,9 %, pri čemer je bil uvoz strojev in transportne opreme večji za 31,4 %. Na ravni EU se je uvoz blaga iz Kitajske medletno povečal za 2,5 %, pri tem uvoz strojev in transportne opreme za 10,7 %.

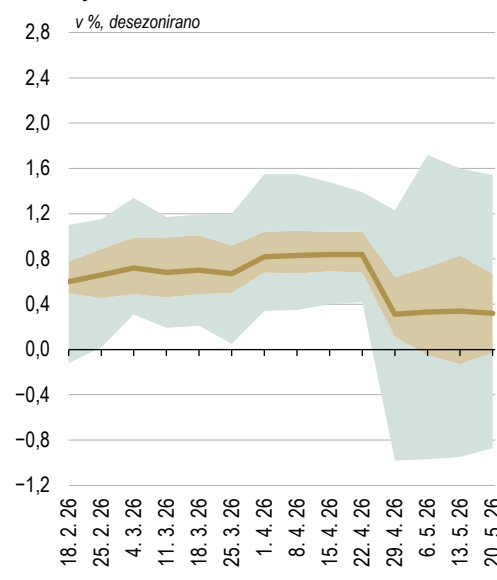
<sup>14</sup> EU napoveduje razširitev uvoznih kvot in zaščitnih carin na celotne industrijske sektorje, kot so kemikalije, kovine in čiste tehnologije. Preučuje se tudi uvedba zahtev glede razpršitve dobavnih verig, ki bi omejile nakup ključnih komponent od posameznega dobavitelja na 30–40 %, preostala dobava pa bi morala biti razpršena na več dobaviteljev iz različnih držav. To bi lahko podražilo končne izdelke ([Finance, 2026](#), [Global Banking & Finance Review, 2026](#)). Poleg tega se bo s 1. julijem 2026 ukinita oprostitev carin za pakete pod 150 EUR, zato so kitajska podjetja že povečala število skladišč in distribucijskih centrov znotraj EU ([Svet EU, Carra Globe, 2026](#), [Ecommerce News, 2026](#)).

<sup>15</sup> SURS, [turizem dnevno](#).

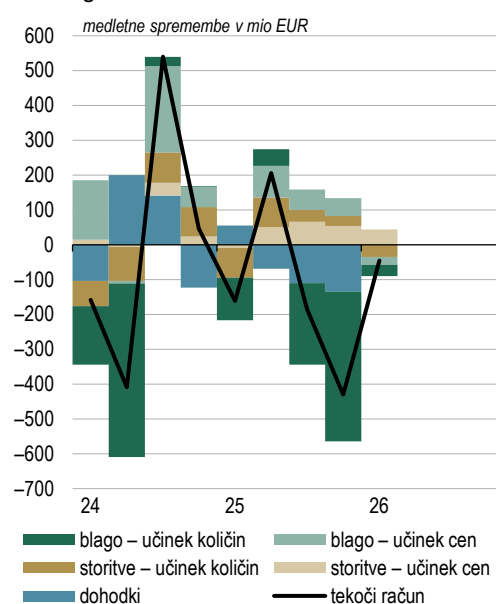
<sup>16</sup> Uvoz pomorskega transporta blaga se je zmanjšal že v januarju in februarju (za 19,7 % in 28,3 %), torej pred zaprtjem Hormuške ožine v marcu.

Slika 1.2.3: **Modelska ocena kratkoročne rasti BDP in tekoči račun**

Modelske ocene četrtnete rasti BDP – drugo četrtnete 2026



Prispevek cen in količin h gibanju salda tekočega računa



Vir: SURS, Banka Slovenije, ocene Banke Slovenije.

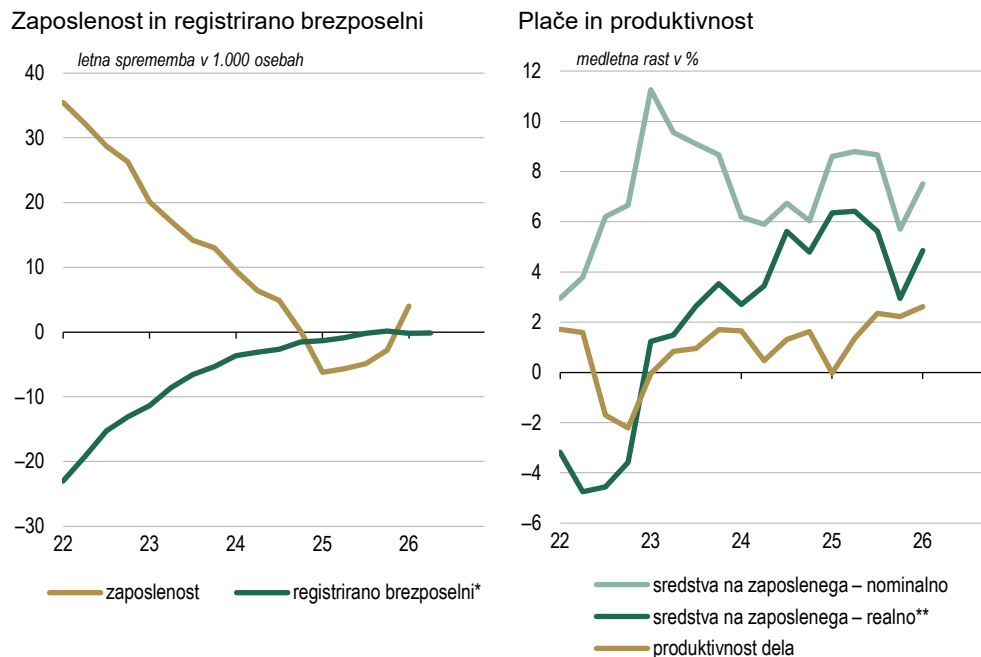
Opomba: Na sliki levo zlati interval predstavlja vrednosti med 25. in 75. percentilom vseh ocen, zeleni pa interval med najnižjo in najvišjo oceno. Črta predstavlja povprečno modelsko oceno četrtnete rasti BDP za drugo četrtnete 2026. Datum ocene: 20. 5. 2026. Na sliki desno je učinek pogojev menjave izračunan kot razlika med nominalno in realno menjavo na podlagi podatkov plačilne bilance in cenovnih indeksov nacionalnih računov.

### **Trg dela ostaja robusten, realna rast plač pa višja od rasti produktivnosti.**

Po lanskem krčenju se je zaposlenost v prvem četrtnetu letos medletno povečala za 0,4 % (slika 1.2.4, levo). Med dejavnostmi so k rasti največ prispevale pretežno javne storitve ter strokovne, znanstvene, tehnične in druge raznovrstne poslovne dejavnosti, medtem ko je bilo krčenje največje v predelovanih dejavnostih in v združeni dejavnosti trgovine, prometa in gostinstva. Desezonirani podatki pričakovanega zaposlovanja kažejo, da se je povpraševanje po delovni sili v pomladnih mesecih umirjalo in bilo le še pol odstotne točke nad dolgoletnim povprečjem. Najvišje je ostalo v gradbeništvu. Kljub temu trg dela ostaja tesen, kar se odraža v še vedno visokem pomanjkanju delovne sile in nizki registrirani brezposelnosti. Ta je bila maja medletno nižja za 0,3 % in je znašala 43.060 oseb, kar je manj kot tisoč oseb nad zgodovinskim minimumom iz junija lani. Stopnji brezposelnosti se medletno nista bistveno spremenili; registrirana je bila marca 4,6-odstotna, anketna pa je v prvem četrtnetu znašala 4,1 %.

Rast plač, merjena s sredstvi za zaposlene na zaposlenega, je bila v prvem četrtnetu medletno 7,5-odstotna (slika 1.2.4, desno). Kljub visokemu, 16-odstotnemu povišanju minimalne plače, ki je podrobneje analizirano v okvirju 2.2.1, je bila rast plač zaradi izteka baznega učinka dviga plač v javnem sektorju iz januarja lani za dobro odstotno točko nižja kot pred letom. V zasebnem sektorju je znašala 7,5 %, v pretežno javnih storitvah pa 7,3 %. Kljub najvišji medletni rasti produktivnosti v zadnjih štirih letih (2,6 %), kar je ob lanki nizki osnovi predvsem posledica medletne rasti BDP, je ta v prvem četrtnetu še vedno zaostajala za realno rastjo plač (4,9 %).

Slika 1.2.4: Izbrani kazalniki trga dela



Vir: SURS, ZRSZ, preračuni Banke Slovenije. Zadnji podatek levo: zaposlenost – prvo četrletje 2026, registrirano brezposelni – drugo četrletje 2026\*, desno: prvo četrletje 2026.

Opomba: \* Podatek za registrirano brezposelne osebe je sestavljen iz povprečja treh mesecev v četrletju. Za drugo četrletje 2026 sta na voljo aprilski in majski podatek. \*\* Realna rast sredstev za zaposlene na zaposlenega je izračunana z deflatorjem HICP.

### **Naglo povišanje inflacije v preteklih mesecih izhaja predvsem iz cen energentov, še naprej pa ostaja povišana tudi storitvena inflacija.**

Medletna rast cen življenjskih potrebščin, merjena s HICP, se je maja znova okrepila, na 3,8 %. V primerjavi z aprilom je bila višja za 0,4 odstotne točke, glede na marec pa že za 1,4 odstotne točke (slika 1.2.5, levo). Pospešitev v zadnjih dveh mesecih izhaja predvsem iz cen naftnih derivatov kot posledica zvišanja cen surove nafte na svetovnih trgih zaradi vojne na Bližnjem vzhodu. Cene naftnih derivatov so se aprila tekoče povišale za 20,3 %, maja pa so se ob veliki nihajnosti veleprodajnih cen tekoče znižale za 2,0 %.<sup>17</sup> Na njihovo gibanje so v tem obdobju vplivali tudi ukrepi Vlade RS pri trošarinah in prispevku CO<sub>2</sub>.<sup>18</sup> Tudi skupne cene energentov so bile maja tekoče rahlo nižje, za 1,4 %, njihova visoka medletna rast pa pri 17,1 % (aprila 15,6 %) poleg podražitev v zadnjih mesecih podprta tudi z učinkom osnove. Ta je izhajal zlasti iz cen naftnih derivatov, ki so v istem obdobju lani tekoče upadale.<sup>19</sup>

Cene hrane kljub višjim cenam goriv za zdaj ostajajo razmeroma stabilne. Njihova medletna rast se je maja le rahlo okrepila, na 2,0 %, pri čemer tekoče podražitve predelane in nepredelane hrane niso izstopale od običajnih sezonskih gibanj za maj. Cene gnojil na svetovnih trgih, ki so po energetskem šoku poskočile, so se do konca maja znatno umirile, kar blaži prenos višjih cen energentov v končne cene hrane.<sup>20</sup> Kljub temu so se spremenjene razmere v svetovnem gospodarstvu že odrazile vzdolž proizvodnih

<sup>17</sup> Gre za oceno, pridobljeno na podlagi podatkov *Weekly Oil Bulletin* in objave SURS o indeksu cen življenjskih potrebščin za maj 2026. Vključuje cene bencina, dizla in kurilnega olja.

<sup>18</sup> Ocenjujemo, da so ti ukrepi znižali medletno rast cen celotne košarice življenjskih potrebščin marca za 0,1 odstotne točke, aprila za 0,9 odstotne točke in maja za 0,8 odstotne točke. Ob tem velja poudariti, da se je okoljska dajatev CO<sub>2</sub> 2. junija 2026 vrnila na izhodiščno raven, tako da bo marca, aprila in maja 2027 pozitivno vplivala na medletno rast cen. To predstavlja približno polovico velikosti ukrepov. Razporeditev preostalega dela pozitivnega učinka osnove na medletno rast cen, ki izhaja iz trošarin, pa bo odvisna od hitrosti vračanja na ravni pred 10. marcem 2026.

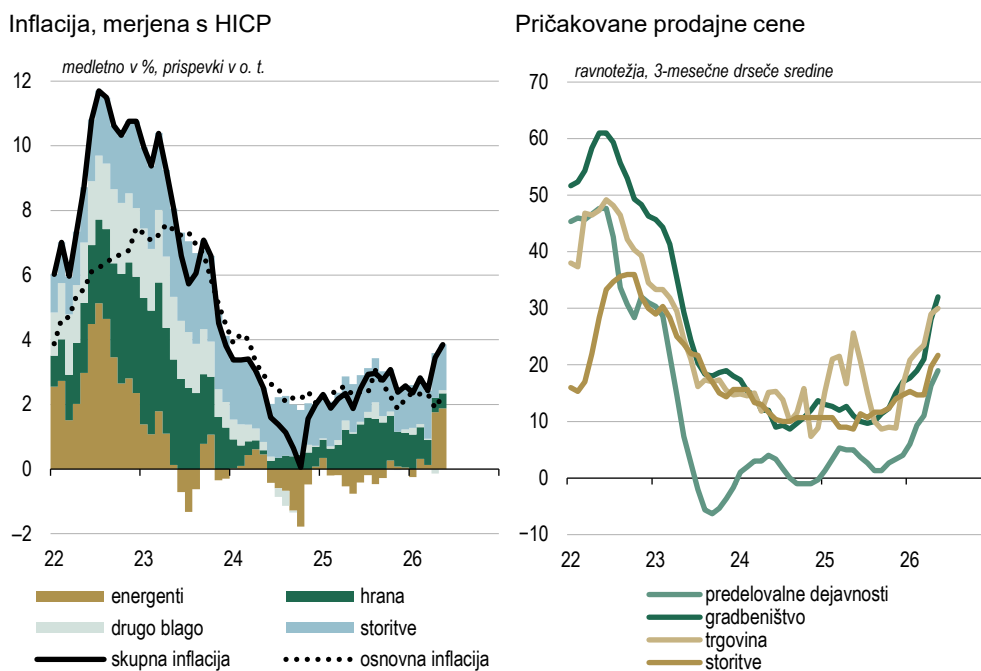
<sup>19</sup> Tekoči padec cen je bil predvsem odraz pričakovanega manjšega povpraševanja ob napovedih uvedbe carin ameriške administracije in hkratnega povečanja črpanja držav članic OPEC+.

<sup>20</sup> Svetovne cene dušikovih gnojil so se po približno 60-odstotnem povišanju ob koncu maja vrnila na februarске ravni (*Trading Economics*).

verig, kjer se povečani cenovni pritiski kažejo v višjih cenah kmetijskih vhodnih proizvodov, zlasti dušikovih gnojil, ter v višjih uvoznih cenah energentov in surovin.<sup>21</sup>

Poleg pospeška rasti cen energentov se je znova okrepila tudi osnovna inflacija, tj. rast cen brez energentov in hrane. Ta se je maja povišala na 2,3 % (aprila 1,9 %), s čimer se je vrnila na ravni iz prvega četrletja. Aprilsko znižanje je izhajalo predvsem iz cen drugega blaga, še posebej oblačil in obutve.<sup>22</sup> Sicer osnovna inflacija še naprej v največji meri izhaja iz cen storitev, ki so bile maja medletno višje za 3,9 %. Rast cen storitev pri podobnih ravneh vztraja že od konca leta 2024, podprta z robustnim domačim povpraševanjem in visoko rastjo stroškov dela. Ob tem nadaljnjo vztrajnost storitvene inflacije nakazuje gibanje inflacijskega momentuma, ki se je v zadnjih štirih mesecih okrepil za več kot eno odstotno točko, čeprav je medletna rast cen storitev ostala razmeroma stabilna. Na prisotnost nakopičenih cenovnih pritiskov opozarjajo tudi anketni kazalniki, saj kažejo opaznejše povečanje deleža podjetij, ki kratkoročno pričakujejo hitrejšo rast prodajnih cen (slika 1.2.5, desno). Pričakovanja glede nadaljnje rasti cen bi lahko poganjali še vedno robustno domače povpraševanje, zapoznelo vgrajevanje rasti stroškov dela v končne cene in postopno prehajanje dražjih energentov v druge cenovne skupine.

**Slika 1.2.5: Domača cenovna gibanja in poslovne tendence**



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

Opomba: Na sliki desno so zaradi velike volatilnosti podatkov pri trgovini prikazane šestmesečne drseče sredine. Pričakovane prodajne cene se nanašajo na obdobje prihodnjih treh mesecev.

<sup>21</sup> Marca so bila dušikova gnojila tekoče dražja za 24,3 %.

<sup>22</sup> Medletna rast cen drugega blaga se je z 0,1 % marca letos aprila zmanjšala na -0,5 %. Večino spremembe, 0,4 odstotne točke, pojasnijo cene oblačil in obutve, ki se gibljejo tipično sezonsko in zato lahko pri njih občasno pride do posameznih zamikov v sezonskih vzorcih. Maja se je medletna rast cen drugega blaga pri 0,3 % vrnila na ravni z začetka leta.

---

## **Rast javnofinančnih odhodkov je presegla rast prihodkov, kar je vodilo v povečanje primanjkljaja.**

Primanjkljaj konsolidirane bilance javnega financiranja je v prvih štirih mesecih znašal 397 mio EUR, kar je za 111 mio EUR več kot v istem obdobju lani. V dvanajstmesečnem obdobju do aprila je dosegel 2,6 % BDP, kar je nekoliko več kot ob koncu leta 2025 (2,5 % BDP). Glavnina primanjkljaja izhaja iz državnega proračuna, kjer je v prvih štirih mesecih znašal 420 mio EUR. Po prvih podatkih do vključno maja se je primanjkljaj državnega proračuna še povečal, in sicer na 890 mio EUR (v primerjavi s 561 mio EUR v istem obdobju lani).

Prihodki konsolidirane bilance javnih financ so bili letos do aprila medletno višji za 11,4 %. K njihovi rasti so največ prispevali prihodki iz prispevkov za socialno varnost, kar odraža za javne finance ugodne razmere na trgu dela in uvedbo prispevka za dolgotrajno oskrbo julija 2025. Med davčnimi prihodki je bila najizrazitejša rast pri davku od dohodkov pravnih oseb zaradi poravnave obračunov davka za preteklo leto v aprilu. Povečali so se tudi prihodki od domačih davkov na blago in storitve, kar je povezano z rastjo zasebne potrošnje. Izstopala je rast prihodkov od davka na dodano vrednost, aprila pa so bili medletno višji tudi prihodki od trošarin. Pomemben prispevek k skupni rasti prihodkov so predstavljala sredstva iz proračuna EU, ki so bila višja za 172 mio EUR, predvsem zaradi prilivov iz programa EU za okrevanje in odpornost (NGEU). Ti so letos znašali 175 mio EUR, medtem ko jih lani v istem obdobju ni bilo. Aprila je bil plačan tudi davek na bilančno vsoto bank in hranilnic, uveden za financiranje obnove po poplavih.

Odhodki konsolidirane bilance javnih financ so se povečali še hitreje kot prihodki, in sicer za 12,2 %. K njihovi rasti so največ prispevali močno povečani stroški dela, ki so bili medletno višji za 11,7 %. To je posledica postopnega uveljavljanja plačne reforme, zvišanja minimalne plače, rasti števila zaposlenih in napredovanj. Učinek letošnje 0,9-odstotne uskladitve plač z inflacijo bo viden v podatkih za maj, ob izplačilu aprilskih plač. Povečali so se tudi transferji posameznikom in gospodinjstvom. Izdatki za pokojnine so bili medletno višji za 6,0 %, predvsem zaradi redne 4,2-odstotne uskladitve pokojnin in rasti števila upokojencev, občutno pa so se povečala tudi nadomestila za brezposelnost.<sup>23</sup> Investicijski odhodki in transferji so bili medletno višji za 19,4 %, kar kaže okrepljeno investicijsko dejavnost države. Opazno so se povečala tudi tekoča plačila drugim izvajalcem javnih služb, ki niso posredni proračunski uporabniki, ter sredstva za oblikovanje rezerv.

## 2

## Napovedi

Po prehodni umiritvi gospodarske rasti, povezani z učinki vojne na Bližnjem vzhodu, se bo rast BDP v obdobju napovedi od konca leta 2026 postopno krepila in v letih 2027 in 2028 ustalila nad dvema odstotkoma. Močnejše okrevanje bo omejevala poslabšana

---

<sup>23</sup> Poleg redne 4,2-odstotne uskladitve pokojnin februarja s proračunom za januar je bila maja izplačana še izredna 1-odstotna uskladitev pokojnin s proračunom od marca dalje. Povečanje izdatkov za nadomestila za brezposelnost je posledica zakonskih sprememb. Od 1. januarja 2026 najnižji znesek denarnega nadomestila za brezposelnost znaša 70 % bruto minimalne plače (1.037,32 EUR bruto), najvišji pa 130 % minimalne plače (1.926,44 EUR bruto), medtem ko je bil prej največji znesek omejen na 892 EUR bruto. V prvih štirih mesecih so bila izplačila za brezposelnost medletno višja za 27,3 %.

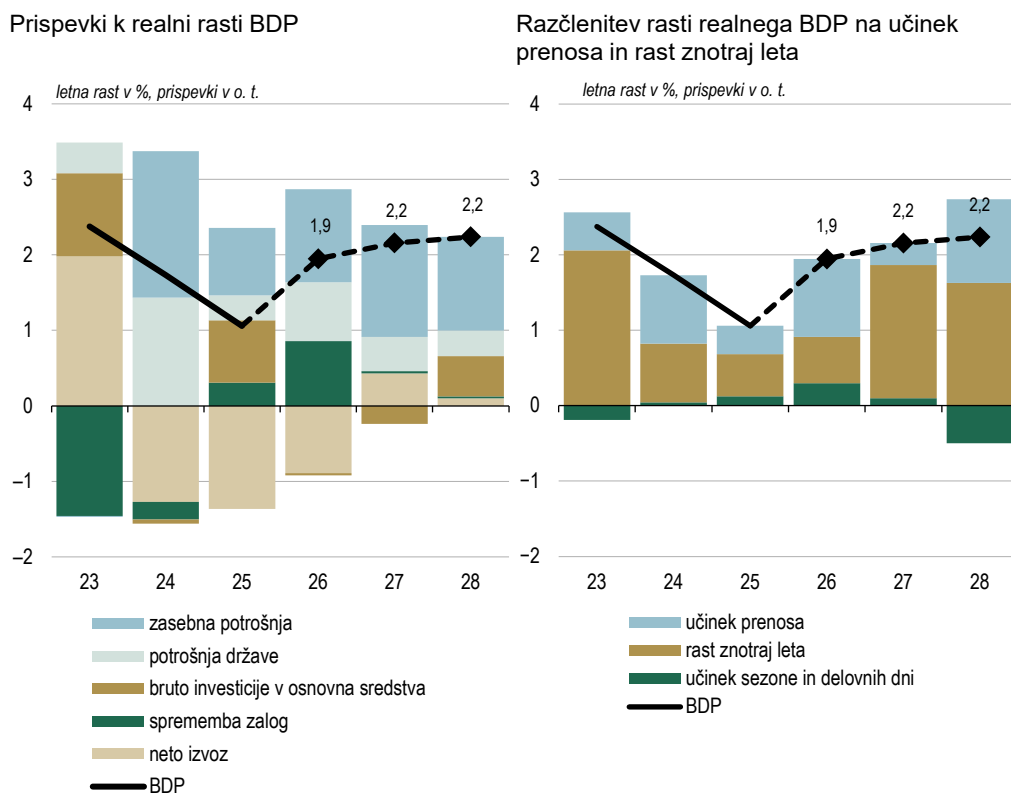
zunanja konkurenčnost, predvsem kot posledica visoke rasti stroškov dela, kljub nekoliko manj tesnemu trgu dela in skromni rasti zaposlenosti. Domače gospodarstvo se bo tako soočalo s prepletom zunanjih in domačih stroškovnih pritiskov, ki bodo letos ponovno prispevali k višji inflaciji, v nadaljevanju pa zavirali njeno hitrejše umirjanje.

## 2.1 Gospodarska aktivnost

**Rast BDP bo letos znašala 1,9 %, pri čemer bosta učinke razmer na Bližnjem vzhodu blažila spodbuden začetek leta in prenos gospodarske aktivnosti iz preteklega leta. Ob stabilizaciji mednarodnega okolja se bo rast v letih 2027 in 2028 okrepila na 2,2 %.**

V kratkoročnem obdobju bodo gospodarska gibanja pogojena z dogajanjem na Bližnjem vzhodu. Čeprav se ti učinki glede na razpoložljive kazalnike za drugo četrletje kažejo predvsem kot cenovni šok in v manjši meri kot šok na realno gospodarstvo, v napovedih predpostavljamo, da se bo gospodarska rast v letošnjem drugem in tretjem četrletju prehodno umirila. K temu bo največ prispevala negotovost, ki bo skupaj z višjimi vhodnimi stroški šibila aktivnost tudi v naših trgovinskih partnericah. Ob teh dejavnikih bo neto menjava s tujino letos negativno prispevala h gospodarski aktivnosti, medtem ko bodo investicije pretežno stagnirale. Rast bo tako ohranjala domača potrošnja. Na strani države bo povezana predvsem z izvajanjem zakona o dolgotrajni oskrbi in rastjo zaposlovanja v sektorju država. Realna rast plač bo ob razmeroma robustnem trgu dela obenem blažila pritiske energetskega šoka na kupno moč gospodinjstev, kar bo podpiralo tudi rast zasebne potrošnje. S predvideno stabilizacijo razmer v mednarodnem okolju bo v letih 2027 in 2028 postopno okrevala aktivnost v izvoznem sektorju gospodarstva, s čimer bo rast BDP postajala bolj uravnotežena in s tem ponovno višja (slika 2.1.1).

Slika 2.1.1: Razčlenitev rasti BDP



---

**Ob povečani negotovosti in slabšem zaupanju potrošnikov bo rast zasebne potrošnje letos zaostajala za rastjo razpoložljivega dohodka, vendar bo pri 2,4 % ostala razmeroma robustna. V preostanku napovednega obdobja se bo gibanje obeh kategorij znova bolj uskladilo, rast zasebne potrošnje pa bo nekoliko višja, 2,6-odstotna.**

Ugodna gibanja zasebne potrošnje na začetku leta so zakrivala razhajanja v temeljnih dejavnostih. Medtem ko je dohodek gospodinjstev, podprt z zamaknjenim učinkom obveznega zimskega regresa in izrazitim zvišanjem minimalne plače, še naprej podpiral trošenje, se je zaupanje potrošnikov februarja in marca rahlo poslabšalo. Negotovost in energetska šok sta padec zaupanja aprila in maja še poglobila, kar bo skupaj z višjo inflacijo in pritiski na razpoložljiv dohodek omejevalo zasebno potrošnjo v preostanku leta, ko se bo njena rast po pričakovanih umirila. Vpliv na kupno moč bo izrazitejši pri gospodinjstvih z nižjimi dohodki in z višjo nagnjenostjo k potrošnji, ki jih rast cen osnovnih dobrin in storitev sorazmerno bolj prizadene.<sup>24</sup>

Inflacijske pritiske bo sicer blažila močna rast plač, vendar se bo rast realnega razpoložljivega dohodka zaradi šibkejšega zaupanja in previdnostnega varčevanja le deloma prelila v večjo zasebno potrošnjo. Ob višji negotovosti bodo gospodinjstva po pričakovanih odlagala zlasti večje nakupe in povpraševanje po trajnih dobrinah, kar potrjujejo naše empirične ocene v okvirju 2.1.1. Posledično bo rast zasebne potrošnje letos dosegla 2,4 %, kar je za 0,7 odstotne točke manj od decembrske napovedi. Kljub bolj zaostrenim pogojem financiranja<sup>25</sup> se bo ob predpostavljenem postopnem izzvenevanju negotovosti zaupanje potrošnikov v nadaljevanju napovednega obdobja izboljševalo, kar bo skupaj z nadaljnjo realno rastjo dohodka prihodnje leto pospešilo rast zasebne potrošnje na 2,8 %. Leta 2028 se bo ta skladno z gibanjem realnega razpoložljivega dohodka umirila na 2,3 % (slika 2.1.2, levo).

Stopnja varčevanja gospodinjstev se je lani po ocenah zvišala na 15,5 %, letos pa se bo ob umirjeni rasti zasebne potrošnje in hkratni vztrajni rasti realnega razpoložljivega dohodka dodatno zvišala na 16,3 %, kar je 2,8 odstotne točke nad dolgoročnim povprečjem. To odraža predvsem previdnostno varčevanje in odlaganje večjih nakupov zaradi povečane negotovosti in posledično poslabšanega zaupanja potrošnikov. Kljub krepitvi zasebne potrošnje od prihodnjega leta naprej bo stopnja varčevanja gospodinjstev ostala razmeroma visoka, saj se bo zaupanje ob izzvenevanju negotovosti izboljševalo le postopoma, del dohodka pa bo še naprej namenjen varčevanju oziroma naložbam. V povprečju obdobja 2027–2028 bo znašala 15,8 %, kar je 2,3 odstotne točke nad dolgoročnim povprečjem (slika 2.1.2, desno).

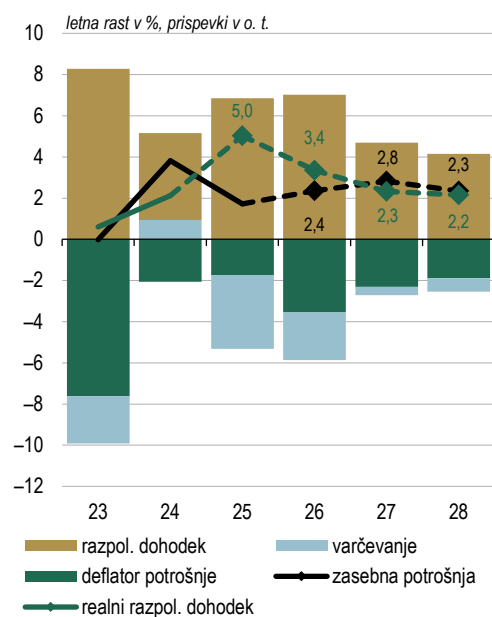
---

<sup>24</sup> Pregled strukture potrošnje in inflacije po dohodkovnih razredih gospodinjstev je predstavljen v okvirju 6.1 publikacije [Pregled makroekonomskih gibanj, januar 2024, Banka Slovenije](#).

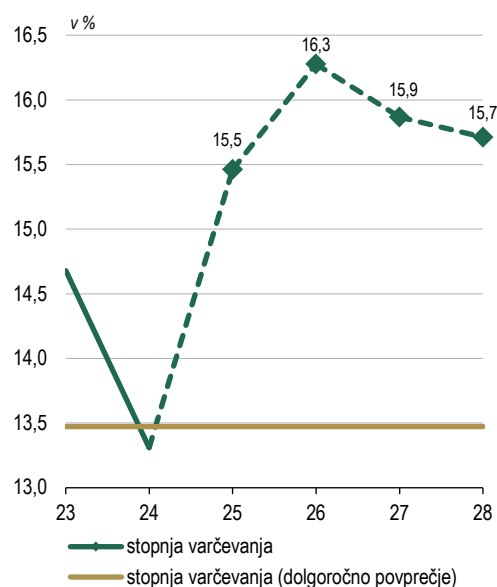
<sup>25</sup> Vpliv šokov ponudbe posojil na zasebno potrošnjo v Sloveniji je podrobneje predstavljen v okvirju 3.3 publikacije [Pregled makroekonomskih gibanj, marec 2026, Banka Slovenije](#).

Slika 2.1.2: Razčlenitev rasti zasebne potrošnje in stopnja varčevanja gospodinjstev

Razčlenitev rasti zasebne potrošnje



Stopnja varčevanja gospodinjstev



Vir: SURS, preračuni in napovedi Banke Slovenije.

Opomba: Podatki o razpoložljivem dohodku in stopnji varčevanja so na voljo le do leta 2024. Na sliki desno je dolgoročno povprečje izračunano za obdobje 1995–2025 brez obdobja Covid-19 (2020–2021) in znaša 13,5 %.

**Državna potrošnja bo gospodarsko rast podpirala predvsem letos, medtem ko jo državne investicije po lanskem pomembnem prispevku v obdobju napovedi ne bodo spodbujale.**

Državna potrošnja bo zaradi uveljavljanja dolgotrajne oskrbe in rasti zaposlenosti letos močnejše porasla, v povprečju napovednega obdobja pa pričakujemo 2,5-odstotno rast. Z uveljavitvijo pravice do dolgotrajne oskrbe v institucijah decembra 2025 in postopnim širjenjem dolgotrajne oskrbe na domu, uvedene julija lani, se letos dodatno povečujejo izdatki za dolgotrajno oskrbo, kar prispeva k višji državni potrošnji. Hkrati se nadaljuje rast zaposlenosti v državnem sektorju, ki se je v prvem četrtletju še okrepila. V nadaljevanju napovednega obdobja je pričakovati zmernejšo realno rast državne potrošnje. Nominalna rast potrošnje države bo visoka predvsem letos in tudi prihodnje leto, kar bo poleg izdatkov za dolgotrajno oskrbo v še večji meri odražalo visoko rast sredstev za zaposlene, povezano s plačno reformo, nadaljnjim povečevanjem zaposlenosti in drugimi dejavniki.<sup>26</sup> Ob koncu napovednega obdobja se bo – z izzvenevanjem učinkov uvedbe dolgotrajne oskrbe in zaključkom programa NGEU v letu 2026 – njena rast upočasnila.

Državne investicije bodo imele v obdobju napovedi približno nevtralen učinek na gospodarsko rast, saj se učinki zaključevanja programa NGEU postopoma iztekajo. Čeprav se bodo letos še povečale, bo njihov prispevek k rasti gospodarske aktivnosti le rahlo pozitiven zaradi visoke pretekle osnove. Delež investicij v BDP se bo s tem ohranjal blizu lanske rekordne ravni, pri približno 5,5 %. Rast investicijskega trošenja države bo letos podprta z zaključevanjem projektov iz programa NGEU in običajnim

<sup>26</sup> Plačna reforma, sprejeta konec leta 2024, predvideva zvišanje plač v šestih korakih. Dva sta bila izvedena že lani, sledita zvišanji plač junija in decembra letos, nato pa še julija 2027 in januarja 2028. Sredstva za zaposlene se bodo v napovednem obdobju najbolj povečala letos, kar je poleg učinkov plačne reforme tudi posledica zvišanja minimalne plače, rasti zaposlenosti in aprilske uskladitve s preteklo inflacijo v višini 0,9 %. Revizija rasti plač navzgor v napovednem obdobju je predvsem posledica letošnje visoke rasti minimalne plače in višje inflacije od predhodnih ocen (plače se bodo v letu 2027 uskladile z inflacijo za razliko nad 1,6-odstotno rastjo in v letu 2028 za razliko nad 1,0-odstotno rastjo).

učinkom intenzivnejše izvedbe naložb pred volitvami, zlasti lokalnimi. Leta 2027 bo prispevek investiranja države k rasti BDP negativen, saj bodo učinki NGEU in predvolilnega obdobja večinoma izzveneli. Pričakujemo, da se bodo investicije ponovno krepile in prispevale k rasti BDP v letu 2028, kar bo spodbujeno s predvidenim pospešenim črpanjem sredstev iz nove finančne perspektive EU. Dodatno bodo državne investicije v celotnem obdobju napovedi podprte z večjimi vlaganji v obrambo, medtem ko se bo postopno zmanjšal obseg obnove po poplavih avgusta 2023. Realna rast državnih investicij bo po napovedih letos znašala 0,5 %, leta 2027 pričakujemo upad za 9,2 %, leta 2028 pa ponovno rast v višini 1,9 %. Naložbe države bodo skozi celotno obdobje ostale razmeroma visoke, v povprečju pri okoli 5 % BDP.

---

***Zaradi zahtevnih razmer na glavnih izvoznih trgih in povečane negotovosti se bodo zasebne investicije letos zmanjšale, nato pa le postopoma krepile ob vztrajanju stroškovnih pritiskov in strožjih pogojih financiranja.***

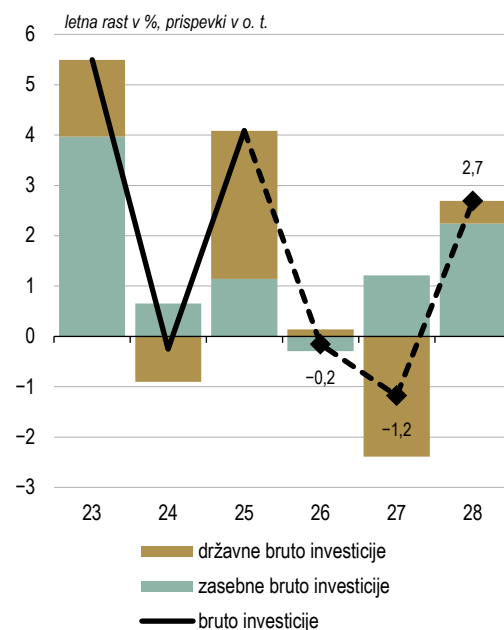
Po razmeroma solidni investicijski aktivnosti podjetij v prvem četrtletju je zaostrovanje geopolitične napetosti na Bližnjem vzhodu ponovno povečalo negotovost v mednarodnem okolju. Ob previdnejših pričakovanjih za preostanek leta in izrazito negativnem prispevku prenosa iz leta 2025 bo padec poslovnih investicij letos 1,1-odstoten, kar bo najpomembneje prispevalo k skupnemu padcu zasebnih investicij v višini 0,4 % (slika 2.1.3, levo). Upočasnitev rasti poslovnih investicij v drugi polovici leta potrjujejo tudi oslabljeni anketni kazalniki zaupanja v predelovalnih dejavnostih v prvih mesecih drugega četrtletja. Podjetja poročajo o nižjih pričakovanjih glede proizvodnje in novih naročil ter o vztrajno nižji izkoriščenosti proizvodnih zmogljivosti v primerjavi z obdobjem pred pandemijo. Med glavnimi omejitvenimi dejavniki poslovanja navajajo negotove gospodarske razmere, pomanjkanje usposobljenih delavcev in nezadostno tuje povpraševanje. Ker precejšen delež podjetij poroča, da namerava investirati manj kot lani, ostajajo prisotna tveganja za nižjo rast od napovedane.

Stanovanjske investicije bodo pod vplivom izrazitejše oživitve cikla gradnje stanovanjskih stavb, ki se je začel v začetku leta, in ugodnega prispevka prenosa iz leta 2025 letos večje za 3,6 %. Krepitev stanovanjske gradnje se kaže v ugodnejših mesečnih podatkih vrednosti opravljenih gradbenih del, večjem številu izdanih gradbenih dovoljenj za stanovanjske stavbe in razmeroma stabilnih anketnih kazalnikov v gradbeništvu kljub negotovim razmeram v mednarodnem okolju. Pospešena gradnja stanovanj sicer ne bo zadostovala za odpravo obstoječega neravnovesja med ponudbo in povpraševanjem, zato bo rast cen nepremičnin ostala visoka. Povpraševanje po stanovanjskih nepremičninah še naprej podpirajo rast realnega dohodka gospodinjstev in naložbeni motivi.

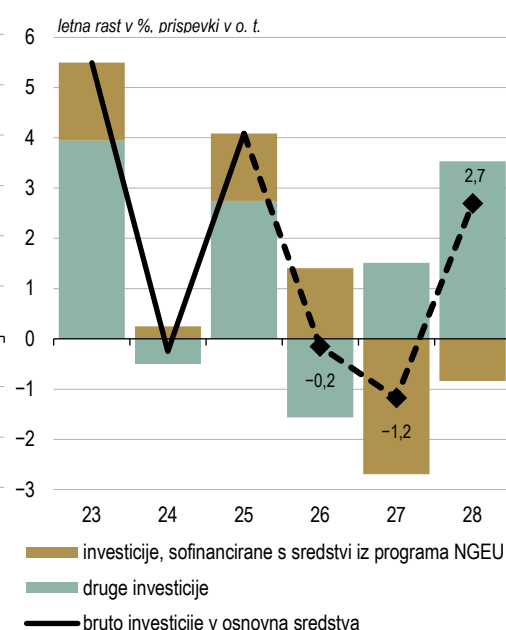
V letih 2027 in 2028 se bo rast zasebnih investicij okrepila, vendar počasneje, kot je bilo predvideno decembra. Pomembno vlogo pri tem bodo imeli naraščajoči pritiski na stroškovno konkurenčnost podjetij, ki bodo izhajali iz prenosa višjih cen energentov po stroškovni verigi in visokih stroškov dela. Zaradi negotovosti ter povišanih inflacijskih pritiskov in pričakovanega zaostrovanja denarne politike bodo v primerjavi s preteklimi leti manj ugodni tudi pogoji zadolževanja za podjetja in gospodinjstva. Investicijska aktivnost bo v zadnjih dveh letih napovednega obdobja dodatno omejena tudi zaradi ključka črpanja sredstev iz programa NGEU (slika 2.1.3, desno). Ob upoštevanju navedenih dejavnikov bo rast zasebnih investicij v letih 2027 in 2028 znašala 1,6 % in 3,0 %, kumulativno pa bo v celotnem obdobju napovedi zaostala za rastjo BDP, kar predstavlja tveganje za nadaljnje strukturno upočasnjevanje rasti produktivnosti.

Slika 2.1.3: Razčlenitev rasti bruto investicij v osnovna sredstva in ocena vpliva sredstev iz programa NGEU

Razčlenitev rasti bruto investicij v osnovna sredstva



Razčlenitev rasti investicij, sofinanciranih s sredstvi iz programa NGEU



Vir: SURS, Ministrstvo za finance, URSOO, ocene in napovedi Banke Slovenije.

### **Razmere v izvoznem sektorju ostajajo zahtevne, zato bo prispevek neto menjave s tujino h gospodarski rasti v obdobju napovedi pretežno nevtralen.**

Izvozni sektor se sooča s številnimi izzivi in povečanimi tveganji, ki izhajajo iz šibke gospodarske aktivnosti in nadaljnega poslabševanja gospodarske klime v ključnih izvoznih partnericah,<sup>27</sup> vztrajajoče negotovosti v mednarodni trgovini in domačih stroškovnih pritiskov na konkurenčnost. To se odraža v izvozni intenzivnosti podjetij, merjeni z deležem čistih prihodkov od prodaje na tujih trgih v celotnih prihodkih, ki se je konec lanskega leta precej poslabšala, v prvem četrtletju letos pa sicer nekoliko izboljšala, vendar ostala nižja kot pred letom (slika 2.1.4, levo).

Nekaj optimizma je bilo v začetku letošnjega leta zaznati tudi pri kazalnikih izvoznih naročil in tujega povpraševanja, vendar sta oba še vedno kazala šibko mednarodno okolje. S konfliktom na Bližnjem vzhodu se je negotovost spet povečala, pričakovano okrevanje rasti tujega povpraševanja pa zamaknilo v prihodnje leto. Hkrati podjetja še naprej poročajo o okrepljenem pritisku konkurenčnega uvoza, zlasti iz Kitajske, ki se podobno kot na tretjih trgih od leta 2023 postopno krepi in vse bolj odraža konkurenco v tradicionalnih izvoznih dejavnostih EU.<sup>28</sup>

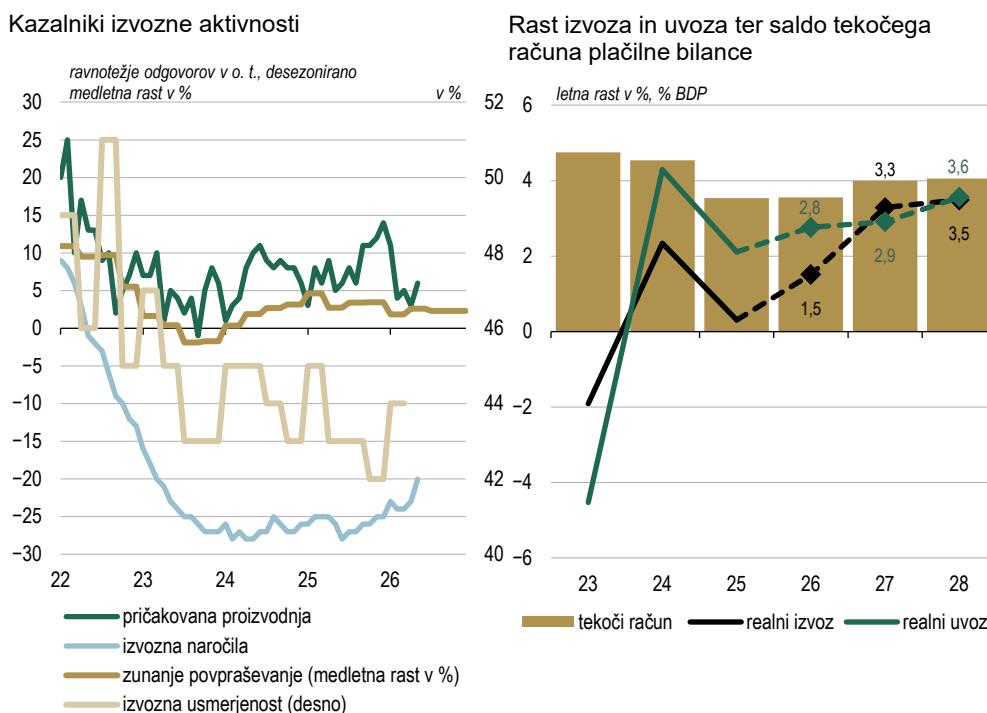
V takšnih razmerah bo rast izvoza v letu 2026 dosegla 1,5 % (slika 2.1.4, desno), kar je 1,6 odstotne točke manj od decembrske napovedi in pod predvideno rastjo tujega povpraševanja. Podobno je bila napoved rasti uvoza popravljena navzdol za 1,5 odstotne točke na 2,8 %, kar odraža šibkejšo domačo porabo od predvidene, manjši obseg naložb in sorazmerno znižanje na podlagi uvozne vsebnosti izvoza. Prispevek neto menjave s tujino k rasti BDP bo tako letos negativen (−0,9 odstotne točke).

<sup>27</sup> Tehtano povprečje kazalnika gospodarske klime v Nemčiji, Italiji, Avstriji, Franciji in na Hrvaškem, pri čemer smo za uteži uporabili izvoz blaga v prejšnjem letu.

<sup>28</sup> Več o spremembah konkurenčnih pritiskih Kitajske v okvirju 5.1, Pregled makroekonomskih gibanj, april 2026, Banka Slovenije.

Ob postopni stabilizaciji razmer v mednarodnem okolju in skladno s predvidenim gibanjem tujega povpraševanja se bo rast izvoza v letu 2027 pospešila na 3,3 % in se v letu 2028 še okrepila, na 3,5 %. Kljub temu bo pridobivanje tržnih deležev v obdobju napovedi počasnejše od dolgoročnega povprečja, saj bodo še močnejšo krepitev izvoza zavirali stroškovni pritiski na konkurenčnost (vpliv poslabšane konkurenčnosti na izvoz podrobneje preučujemo v okvirju 2.1.5). S krepitvijo domačega povpraševanja in izvozne aktivnosti se bo krepila tudi rast uvoza, ki bo glede na napovedi leta 2027 znašala 2,9 % in leta 2028 3,6 %. Ob tovrstnih gibanjih bo od leta 2027 naprej neto prispevek menjave s tujino spet pozitiven, vendar bo ostal razmeroma skromen.

Slika 2.1.4: Mednarodna menjava



Vir: ECB, SURS, napovedi Banke Slovenije.

Opomba: Na sliki levo je kazalnik izvozne usmerjenosti izračunan iz podatkov v izkazu poslovnega izida kot razmerje med čistimi prihodki od prodaje na tujem trgu (AOP115 + AOP118) in čistimi prihodki od prodaje (AOP110). Zadnji podatek: maj 2026 oziroma 1. četrtnje 2026 za izvozno usmerjenost.

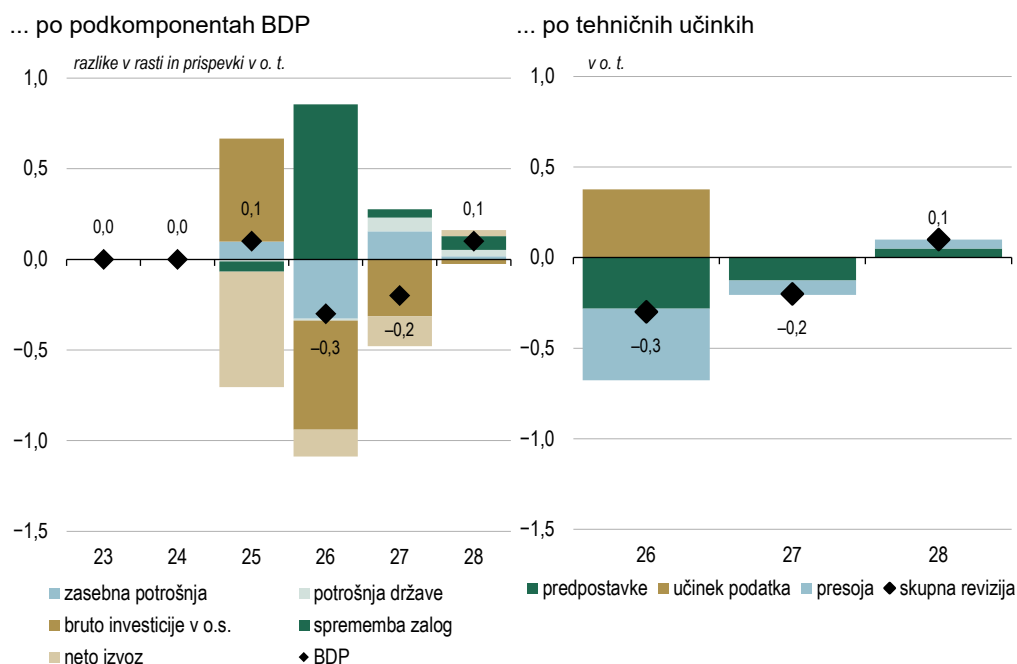
**V primerjavi z decembrom je junjska napoved gospodarske rasti v letih 2026 in 2027 nižja za 0,3 in 0,2 odstotne točke, v letu 2028 pa višja za 0,1 odstotne točke.**

Popravek napovedi rasti BDP za leto 2026 odraža predvsem povečano geopolitično negotovost zaradi razmer na Bližnjem vzhodu, ki krepí inflacijske pritiske in poslabšuje mednarodno okolje. V primerjavi z decembrskimi napovedmi se ti dejavniki ob okrepljenih stroškovnih pritiskih in nizki izkoriščenosti proizvodnih zmogljivosti kažejo predvsem v negativnem prispevku mednarodne menjave in zmanjšanju zasebnih investicij. Ob intenzivnejši rasti lani in razmeroma še bolj omejenem fiskalnem prostoru v primerjavi z decembrom za letos pričakujemo tudi nižjo rast državnih investicij. Hkrati pričakujemo nekoliko bolj zadržano rast zasebne potrošnje ob šibkejšem zaupanju gospodinjstev in večjem previdnostnem varčevanju. Negotove razmere glede stroškov energentov in zanesljivosti dobav se odražajo tudi v spremenjenem prispevku zalog (slika 2.1.5, levo).

Z izboljšanjem razmer v mednarodnem okolju se v letu 2027 pričakuje okrevanje rasti izvoza in investicij podjetij, vendar bo rast obeh komponent skromnejša od predvidene decembra. S tem je tudi pričakovana rast BDP za 0,2 odstotne točke nižja od predhodne napovedi. K temu prispevajo predvsem slabši pogoji menjave, vključno z apreciacijo menjalnega tečaja, naraščajoči pritiski na stroškovno konkurenčnost in zaostreni pogoji financiranja. Negativno revizijo rasti investicij in izvoza bo deloma ublažila nekoliko višja rast zasebne potrošnje, ki bo v primerjavi z decembrom okrepljena ob pričakovanem izboljšanju zaupanja ter sproščanju presežnega varčevanja iz letošnjega leta. Hkrati pričakujemo, da bo z naslednjim letom rast zasebne potrošnje bolj usklajena z rastjo razpoložljivega dohodka, ki je v napovednem obdobju ob predvidenem gibanju plač nekoliko višja kot decembra. Napoved gospodarske rasti za leto 2028 ostaja glede na decembrsko napoved razmeroma nespremenjena, v veliki meri pa je ohranjena tudi njena struktura.

S tehničnega vidika je popravek, ob razmeroma robustnih tekočih kazalnikih, predvsem posledica revizije predpostavk zunanje okolja in dodatne, za napovedano rast negativne, ekspertne presoje. Ta se nanaša zlasti na drugo in tretje četrtletje letos, ko pričakujemo precej nižjo tekočo gospodarsko rast od kratkoročnih modelskih ocen. Te trenutno temeljijo na omejenem naboru mehkih kazalnikov za april in maj, ki kažejo veliko nihajnost gospodarske klime in prihodkov od prodaje, kar se kaže tudi v veliki negotovosti modelskih ocen (glej sliko 1.2.3, levo). Vpliv spremenjenih predpostavk in učinek prenosa letos predpostavljene nižje rasti se odražata tudi v reviziji napovedi za leto 2027 (slika 2.1.5, desno).

Slika 2.1.5: Revizija napovedi gospodarske rasti



Vir: SURS, ECB, preračuni in napovedi Banke Slovenije.  
Opomba: Za obdobje 2023–2025 je prikazana revizija podatkov SURS.

***Negotovost lahko pomembno vpliva na potrošniške odločitve gospodinjstev, in sicer prek večjega previdnostnega varčevanja in odlaganja trošenja, zlasti pri večjih in redkejših nakupih.*<sup>29</sup>**

Ta kanal je posebej pomemben v trenutnih razmerah, ko kljub močnemu povečanju realnega razpoložljivega dohodka ob koncu lanskega in začetku letošnjega leta zaznavamo znake tekočega umiranja potrošnje, kar se odraža v povečani stopnji varčevanja gospodinjstev.<sup>30</sup> V tem kontekstu okvir kvantitativno ocenjuje vpliv negotovosti na zasebno potrošnjo in njene glavne komponente v Sloveniji.

Literatura ponuja več empiričnih pristopov merjenja negotovosti.<sup>31</sup> Za potrošnjo gospodinjstev je posebej pomembna negotovost, ki jo zaznavajo gospodinjstva, zlasti kadar izhaja iz domačega makroekonomskega okolja.<sup>32</sup> Analiza zato uporablja anketni kazalnik negotovosti za Slovenijo, ki je opisan v Gabrovšek (2026),<sup>33</sup> saj tovrstni kazalniki zajemajo negotovost, vgrajeno v pričakovanja gospodinjstev in podjetij in so zato posebej uporabni za analizo potrošniškega vedenja, ki temelji na razpršenosti njihovih odgovorov glede pričakovanega stanja gospodarstva v prihajajočih mesecih. Večja razpršenost in razhajanje v odgovorih kažeta večjo negotovost glede makroekonomskega okolja v Sloveniji.

Vpliv šokov negotovosti je ocenjen z bločno eksogenim BVAR-modelom na četrletnih podatkih za obdobje 2003–2025. Modeli so ocenjeni ločeno za skupno zasebno potrošnjo in njene glavne komponente: trajne dobrine, netrajne dobrine in storitve. Vsaka specifikacija vključuje domači in zunanji blok, pri čemer domači blok vsebuje kazalnik negotovosti, medletno rast realnega razpoložljivega dohodka, medletno rast ustrezne spremenljivke potrošnje in inflacijo (HICP), zunanji blok pa senčno obrestno mero ECB (Krippner, 2013) in medletno rast tujega povpraševanja po slovenskih proizvodih.<sup>34</sup> Spremenljivke, vključene v domači blok, zajemajo temeljne dejavnike zasebne potrošnje, medtem ko zunanji blok vključuje kontrolne spremenljivke, povezane s pogoji financiranja in stanjem mednarodnega makroekonomskega okolja. Po Cushmanu in Zhaju (1997) so bile uvedene bločno eksogene omejitve, ki preprečujejo vpliv domačih spremenljivk na zunanje. Šok negotovosti je identificiran rekurzivno z razčlenitvijo Cholesky, pri čemer je kazalnik negotovosti v domačem bloku razvrščen na prvo mesto.<sup>35</sup> To omogoča takojšen vpliv šoka negotovosti na dohodek, potrošnjo in inflacijo, medtem ko se negotovost na inovacije v teh spremenljivkah odziva z zamikom. Zaradi izrazite volatilnosti potrošnje med Covidom-19 so rezultati ovrednoteni z dvema alternativnima

<sup>29</sup> Oba transmissijska kanala preučevana v okvirju – motiv previdnostnega varčevanja (Kimball, 1990; Carroll, 1997) in učinek realnih opcij, ki je posebej izrazit pri nakupih večjih vrednosti (Bernanke, 1983; Dixit in Pindyck, 1994) – sta v empirični literaturi izpostavljena kot glavna mehanizma učinkovanja negotovosti na zasebno potrošnjo.

<sup>30</sup> Realni razpoložljivi dohodek naj bi se leta 2025 povečal za 5,0 %, medtem ko se je realna zasebna potrošnja povečala le za 1,7 %. Letos naj bi se rast realnega razpoložljivega dohodka umirila na 3,4 %, kar je po zgodovinskih merilih še vedno visoko, zasebna potrošnja pa naj bi se povečala za 2,4 %. Stopnja varčevanja gospodinjstev naj bi se leta 2025 zvišala na 15,5 %, letos pa naj bi se dodatno povečala na 16,3 % in se s tem ohranila nad dolgoročnim povprečjem pred pandemijo, ki je znašalo 13,3 %. Podobna gibanja so bila opažena v evrskem območju, kjer stopnja varčevanja gospodinjstev od leta 2022 vztrajno presega povprečje pred pandemijo.

<sup>31</sup> Pregled meril negotovosti in njihovih makroekonomskih učinkov je dostopen v Bloom (2014); modelska merila makroekonomske negotovosti, ki temeljijo na pogojni volatilnosti napovednih napak, so dostopna v Jurado, Ludvigson in Ng (2015); novičarski indeks negotovosti ekonomske politike je dostopen v Baker, Bloom in Davis (2016); anketno-napovedna merila negotovosti in nestrinjanja pa v Bachmann, Elstner in Sims (2013) ter Lahiri in Sheng (2010).

<sup>32</sup> Relevantnost negotovosti, kot jo zaznavajo gospodinjstva, potrjujejo Coibion in drugi (2024), ki kažejo, da odzive trošenja gospodinjstev poganja zaznana makroekonomska negotovost in ne zgolj pričakovanja prvega momenta.

<sup>33</sup> Gabrovšek (2026), *Uncertainty indicators for the Slovenian economy*, Banka Slovenije.

<sup>34</sup> Dolžina odloga je izbrana na podlagi Schwarzovega oziroma Bayesovega informacijskega kriterija (SC/BIC).

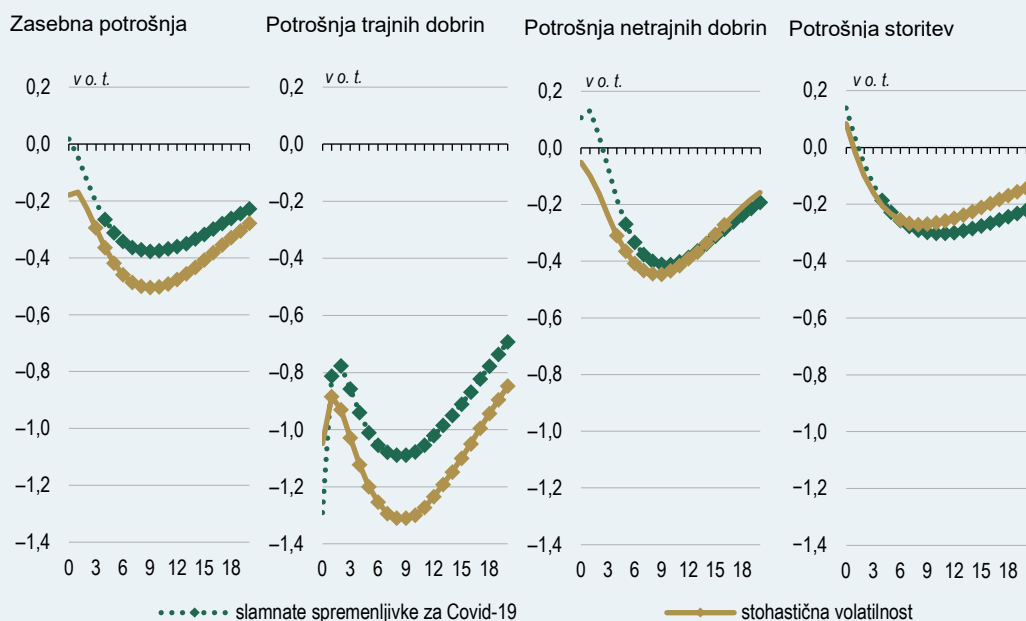
<sup>35</sup> Bloom (2009) in Jurado, Ludvigson in Ng (2015).

obravnavama pandemičnih opazovanj: stohastično volatilnostjo in slamnatimi spremenljivkami za Covid-19.<sup>36</sup>

**Rezultati kažejo, da je negotovost pomemben dejavnik zasebne potrošnje v Sloveniji, pri čemer so učinki po komponentah trošenja neenakomerni.**

Rezultati so med specifikacijami skladni in kažejo, da se zasebna potrošnja ob šokih zaznane negotovosti zmanjša. Po šoku negotovosti v višini enega standardnega odklona, ki postopoma izzveni v obdobju dveh let, se medletna rast realne zasebne potrošnje postopoma znižuje, največji negativni odziv pa doseže po enem letu, ko je nižja za približno 0,5 odstotne točke (slika 2.1.1.1). Učinek nato skladno z izzvnevanjem šoka postopoma slabi, ocenjeni odziv pa ostaja na delu horizonta pomemben, saj kredibilni interval ne vključuje ničle. Agregatni rezultati prikrivajo neenakomernost vpliva negotovosti med posameznimi komponentami potrošnje. Najizrazitejši odziv je zaznan pri trajnih dobrinah, kjer največji upad znaša približno 1,1 odstotne točke. Njihova potrošnja se po šoku močno in vztrajno zmanjša, kar je skladno z mehanizmom realnih opcij, po katerem gospodinjstva ob povečani negotovosti lažje odložijo večje in redkejše nakupe. Negativno se odzoveta tudi potrošnja netrajnih dobrin in potrošnja storitev, vendar bolj postopno in manj izrazito, saj ti izdatki v večji meri vključujejo osnovne življenjske potrebščine oziroma izdatke z nižjo elastičnostjo povpraševanja. To nakazuje, da zaznana negotovost ne vpliva le na diskrecijske nakupe večjih vrednosti, temveč tudi na širše trošenje gospodinjstev, kar je skladno z najnovejšimi ugotovitvami ankete ECB o pričakovanjih potrošnikov.<sup>37</sup>

**Slika 2.1.1.1: Odziv zasebne potrošnje in njenih komponent na šok negotovosti**



Vir: Ocene Banke Slovenije.

Opomba: Slika prikazuje medijski odziv medletne rasti agregatne realne zasebne potrošnje in njenih komponent na anketni šok negotovosti v višini enega standardnega odklona. Rombi označujejo horizonte, pri katerih 68-odstotni kredibilni interval, opredeljen s 16. in 84. percentilom posteriorne porazdelitve, ne vključuje ničle.

<sup>36</sup> Specifikacija s stohastično volatilnostjo omogoča, da se variance šokov skozi čas spreminjajo, skladno z literaturo VAR-SV (Primiceri, 2005). Alternativna specifikacija vključuje pulzne slamnate spremenljivke za Covid-19, ki zajemajo izjemne padce in vrhove potrošnje v obdobju pandemije ter upoštevajo posebnosti posameznih komponent zasebne potrošnje med pandemijo Covid-19.

<sup>37</sup> Glej Coibion in drugi (2024).

Te ugotovitve pomagajo pojasniti, zakaj lahko zasebna potrošnja ostane zadržana tudi ob ugodnih gibanjih realnega dohodka gospodinjstev. Večja negotovost lahko pomembno vpliva na zaupanje gospodinjstev, kar se odraža v višji stopnji varčevanja in odlaganju potrošnje na bolj predvidljivo obdobje, zlasti pri večjih diskrecijskih nakupih trajnih dobrin. Ti rezultati so upoštevani v osrednji napovedi, po kateri bo zasebna potrošnja letos ob povišanju negotovosti, povezani s konfliktom na Bližnjem vzhodu, zaostajala za rastjo realnega razpoložljivega dohodka. Morebitno vztrajanje ali povečanje negotovosti predstavlja negativno tveganje za rast potrošnje v srednjeročnem obdobju, saj bi lahko zasebna potrošnja še naprej zaostajala za pričakovano rastjo realnega dohodka tudi naslednje leto in bi s tem bila nižja od trenutne osnovne napovedi. Osnovno napovedjo, podprto z rastjo realnega dohodka. Nasprotno bi hitrejša razrešitev negotovosti v makroekonomskem okolju oslabila previdnostne motive za varčevanje, okrepila zaupanje in prispevala k hitrejšemu in bolj uravnoteženemu okrevanju trošenja gospodinjstev.

### Okvir 2.1.2: Napovedi salda in dolga države

**Primanjkljaj države bo ob nadaljnjem izvajanju plačne reforme in uvajanju dolgotrajne oskrbe ter sprejetih energetskih ukrepov prihodnje leto presegel 3 % BDP. Dolg države se bo v napovednem obdobju ohranjal okoli 65 % BDP.**

Primanjkljaj države se bo v napovednem obdobju povečeval in naj bi prihodnje leto presegel 3 % BDP (slika 2.1.2.1, levo). K njegovemu povečanju bodo v celotnem napovednem obdobju največ prispevali nadaljnje izvajanje plačne reforme,<sup>38</sup> postopno uveljavljanje pravic iz dolgotrajne oskrbe in manj ugodne ciklične razmere. Dodatno ga bodo povečali energetski ukrepi, ki jih je vlada sprejela kot odziv na vojno na Bližnjem vzhodu in visoke cene nafte, katerih učinek bo znašal približno 0,2 % BDP letno.<sup>39</sup> Naraščali bodo tudi izdatki za obresti, ki bodo po ocenah leta 2028 dosegli 1,5 % BDP, medtem ko so lani znašali 1,3 % BDP.

V primerjavi z decembrskimi napovedmi v celotnem napovednem obdobju pričakujemo višji primanjkljaj države. Izhodišče je manj ugodno, saj je bil lanski primanjkljaj večji od pričakovanj, med drugim zaradi precej višje rasti investicij države. Hitreje od predhodnih ocen naraščajo tudi plače oziroma sredstva za zaposlene, med drugim kot posledica letošnje visoke rasti minimalne plače in navzgor popravljenih inflacijskih pričakovanj, ki vplivajo na usklajevanje plač v javnem sektorju. Napoved vključuje tudi višje izdatke za obrambo v skladu z ocenami iz Letnega poročila o napredku.<sup>40</sup> Kljub pričakovanemu začasnemu upadu državnih investicij prihodnje leto zaradi zaključevanja programa NGEU bo njihov delež v BDP ostal razmeroma visok.

<sup>38</sup> V celotnem napovednem obdobju plače in zaposlenost v sektorju država naraščajo hitreje kot v zasebnem sektorju. V prvem letu izvajanja plačne reforme se je delež sredstev za zaposlene državnega sektorja v BDP povečal za 1,1 odstotne točke BDP, kar je poleg reforme posledica uvedbe zimskega regresa, rasti zaposlenosti, napredovanj in drugih dejavnikov. Ocenjujemo, da se bo delež v obdobju napovedi še povečal za skoraj odstotno točko BDP, k čemur bodo poleg nadaljnega izvajanja plačne reforme prispevali rast zaposlenosti, zvišanje minimalne plače, usklajevanja z inflacijo, napredovanja ter v letu 2026 tudi lani uvedeni prispevek za dolgotrajno oskrbo.

<sup>39</sup> Sprejeti ukrepi vključujejo znižanje trošarin na bencin, dizel in kurilno olje ter začasno znižanje okoljske dajatve za onesnaževanje zraka z emisijo ogljikovega dioksida na goriva. Trošarini na dizel (0,33 EUR na liter) in kurilno olje (0,07875 EUR na liter) sta na najnižji dovoljeni ravni, medtem ko je trošarina pri bencinih višja (0,42625 EUR na liter v primerjavi z najnižjo dovoljeno 0,359 EUR na liter). V napovedih predpostavljamo, da bodo trošarine ostale na teh ravneh v celotnem napovednem obdobju. Okoljska dajatev na goriva je bila med 24. marcem in 11. majem 2026 začasno ukinjena, med 12. majem in 1. junijem 2026 pa znižana na 25,9 EUR na tono emisij.

<sup>40</sup> [Letno poročilo o napredku 2026](#) je vlada Evropski komisiji posredovala konec aprila 2026.

Delež dolga države v BDP se bo ustalil okoli 65 %, njegovo zniževanje pa se bo ob koncu obdobja napovedi ustavilo zaradi naraščajočih primarnih primanjkljajev in višjih izdatkov za obresti, ki jih gospodarska rast ne bo več v celoti nevtralizirala (slika 2.1.2.1, desno). Nadaljnje znižanje dolga bi bilo mogoče ob koriščenju trenutno visokih likvidnostnih rezerv države.

Naša ocena primanjkljaja države za letos je z 2,9 % nižja od vladne iz Letnega poročila o napredku 2026, kjer je bil ocenjen na 3,4 % BDP, a naj bi ga z varčevalnimi ukrepi, ki jih je načrtovala še prejšnja vlada, znižali na 2,9 % BDP. Evropska komisija za letos in prihodnje leto pričakuje nekoliko ugodnejša gibanja kot vlada, in sicer primanjkljaj v višini 3,3 % oziroma 3,5 % BDP. Naše ocene so bližje ocenam Fiskalnega sveta, ki prav tako predvideva preseganje referenčne vrednosti 3 % BDP od prihodnjega leta dalje in primanjkljaj v višini okoli 3,5 % BDP leto zatem. Ocene dolga države so med institucijami precej usklajene in se gibljejo okoli 65 % BDP, ob koncu obdobja napovedi pa vse nakazujejo njegovo rast.

---

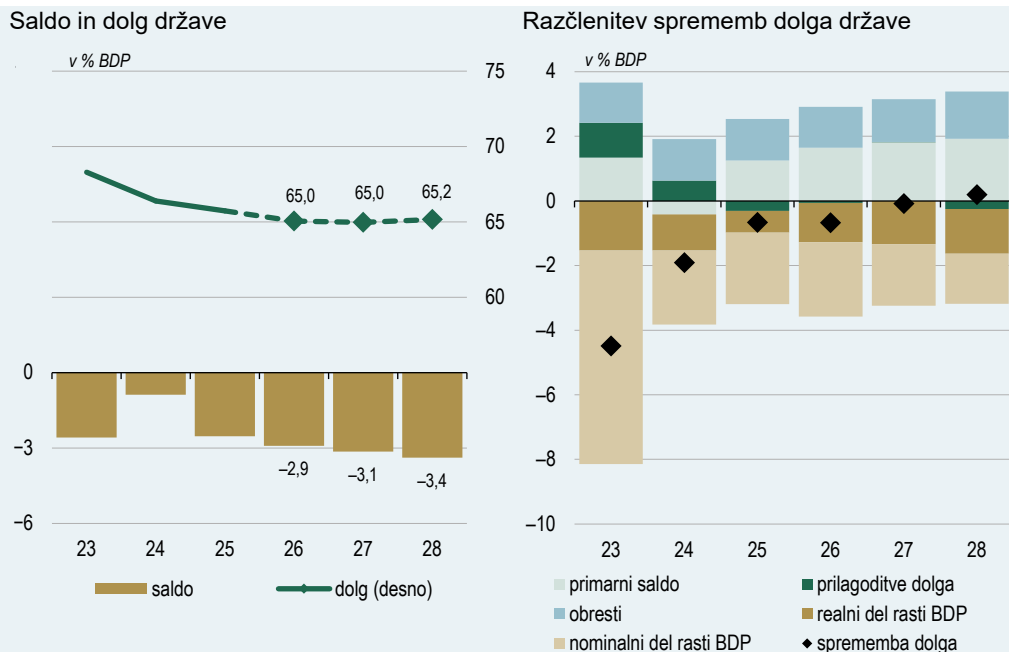
***Tveganja za vzdržnost javnih financ so se povečala. Na novo izhajajo iz morebitne uveljavitve ukrepov Zakona o interventnih ukrepih za razvoj Slovenije in konflikta na Bližnjem vzhodu, pri čemer je hkrati treba zagotoviti tudi spoštovanje fiskalnih pravil EU.***

Napovedano naraščanje primanjkljaja nad referenčno vrednostjo 3 % BDP povečuje potrebo po konsolidaciji javnih financ tako zaradi spoštovanja fiskalnih pravil kot tudi zaradi ustvarjanja fiskalnega prostora za obvladovanje številnih tveganj, ki so se od decembrskih napovedi še okrepila. Med domačimi dejavniki tveganj izstopa morebitna uveljavitev ukrepov iz Zakona o interventnih ukrepih za razvoj Slovenije, usmerjenih predvsem v davčne razbremenitve, ki bi zmanjšali prihodke države in povečali primanjkljaj, pri čemer za njihovo nevtralizacijo (še) ni predvidenih ukrepov. Na strani zunanjih dejavnikov tveganj izstopajo energetske ukrepi, povezani s konfliktom na Bližnjem vzhodu, ter dodatni pritiski na rast izdatkov za obrambo. Za te ukrepe do vključno leta 2028 velja nacionalna odstopna klavzula od fiskalnih pravil.<sup>41</sup> Predvsem letos so še prisotna tudi tveganja, povezana z lokalnimi volitvami, ki običajno vodijo v večje investicijske izdatke. Še vedno poteka tudi obnova po poplavih leta 2023. Čeprav se za ta namen v posebnem skladu zbirajo namenska sredstva, se bodo povečane davčne davjatve iz tega naslova iztekle leta 2028, medtem ko bi lahko obnova in z njo povezani izdatki trajali dlje. Dodatno negotovost predstavlja tudi uveljavljanje sistema dolgotrajne oskrbe, kjer prihaja do zamikov zlasti pri zagotavljanju oskrbe na domu. Pri programu NGEU se pričakuje, da bo črpanje sredstev v celoti izpeljano do zaključka tega instrumenta letos.<sup>42</sup> Rast primanjkljaja in večje odstopanje od referenčne vrednosti 3 % BDP lahko vodita tudi v zaostritev pogojev zadolževanja na finančnih trgih, pri čemer izdatki za obresti že zdaj prispevajo približno polovico k primanjkljaju. Na daljši rok ostajajo prisotna tudi tveganja povezana s staranjem prebivalstva in s tem povečanimi pritiski na javne finance.

<sup>41</sup> V okviru nacionalne odstopne klavzule je v obdobju 2025–2028 dovoljeno, da je kazalnik očiščenih odhodkov za največ 1,5 % BDP letno višji od zahtevanega v potrjenem Srednjeročnem fiskalno-strukturnem načrtu, če je ta presežek posledica višjih izdatkov za obrambo. Omenjeni kazalnik je ključen za spremljanje izpolnjevanja fiskalnih pravil. Več o odstopni klavzuli je na voljo na povezavi [Nacionalna odstopna klavzula za nacionalne izdatke](#), glede možnosti vključitve energetskih ukrepov v nacionalno odstopno klavzulo pa v [sporočilu Evropske komisije](#) v spomladanskem paketu priporočil državam članicam.

<sup>42</sup> Skladno z aprila odobreno peto spremembo programa NGEU predvideno črpanje posojil znaša 469 mio EUR, črpanje nepovratnih sredstev pa 1.613 mio EUR, oboje ostaja enako tudi v vladnem predlogu šeste spremembe. Koriščenje sredstev programa NGEU skupaj s šestim zahtevkom za izplačilo (41 mio EUR neto), ki je bil poslan na Evropsko komisijo konec marca, bi ob odobritvi omenjenega zahtevka znašalo 87 %. Zahtevke za izplačilo preostanka sredstev mora biti na Evropsko komisijo poslan do konca septembra, cilji in reforme pa zaključene do konca avgusta letos.

Slika 2.1.2.1: Saldo in dolg ter razčlenitev dejavnikov sprememb dolga države



Vir: SURS, preračuni in napovedi Banke Slovenije.

### Okvir 2.1.3: Dobički podjetij in odziv poslovnih investicij na kombinirane stroškovne šoke

**Investiranje podjetij v Sloveniji je v precejšnji meri odvisno od notranjih virov financiranja. V okolju povišanih stroškovnih pritiskov je dobičkonosnost podjetij lahko pomemben dejavnik spodbujanja oziroma zaviranja naložb.**

Predhodna analiza Banke Slovenije<sup>43</sup> je pokazala, da slovenska podjetja v primerjavi s povprečjem evrskega območja razmeroma velik delež dobičkov namenjajo investicijam. Takšno investicijsko vedenje podjetij lahko odraža kombinacijo dejavnikov, kot so na primer razmeroma močnejše zanašanje podjetij v Sloveniji na lastne vire financiranja in večja ciklična naravnost investiranja podjetij, ki je pogojena s trenutno in pričakovano dobičkonosnostjo. V tem kontekstu predstavlja daljše obdobje počasnejše rasti dobičkov pomembno omejitev za investicije, saj zmanjšuje obseg razpoložljivih sredstev za povečevanje kapitala. Tovrsten vidik je še posebej relevanten v trenutnih razmerah, ko se slovenska podjetja soočajo s povečano negotovostjo v mednarodnem okolju, visokimi stroški energije, povezanimi s konfliktom na Bližnjem vzhodu, ter naraščajočimi stroški dela. Medtem ko so bili učinki negotovosti že obravnavani v predhodni analizi Banke Slovenije,<sup>44</sup> imajo preostali stroškovni šoki potencial, da vidno znižajo profitne marže podjetij in s tem zmanjšajo obseg zadržanih dobičkov, ki so na voljo za financiranje investicij.

Glede na navedeno se analiza v tem okvirju osredotoča na vprašanje, ali dobičkovni režim vpliva na srednjeročni odziv poslovnih investicij v Sloveniji ob sočasnem delovanju dveh izbranih stroškovnih šokov: ponudbenega šoka nafte<sup>45</sup> in šoka minimalne

<sup>43</sup> Pregled poslovnih investicij slovenskih podjetij v mednarodni primerjavi je predstavljen v okvirju 3.2 publikacije [Pregled makroekonomskih gibanj, marec 2026, Banka Slovenije](#).

<sup>44</sup> Analiza vpliva negotovosti na investicijsko aktivnost slovenskih podjetij je predstavljen v okvirju 2.1.1 publikacije [Pregled makroekonomskih gibanj z napovedmi, junij 2025, Banka Slovenije](#).

<sup>45</sup> Šok se nanaša na nepričakovane informacije o spremembah v ponudbi nafte, kot opredeljuje Känzig, D. R. (2021). [The Macroeconomic Effects of Oil Supply News: Evidence from OPEC Announcements](#). *American Economic Review*, 111(4),

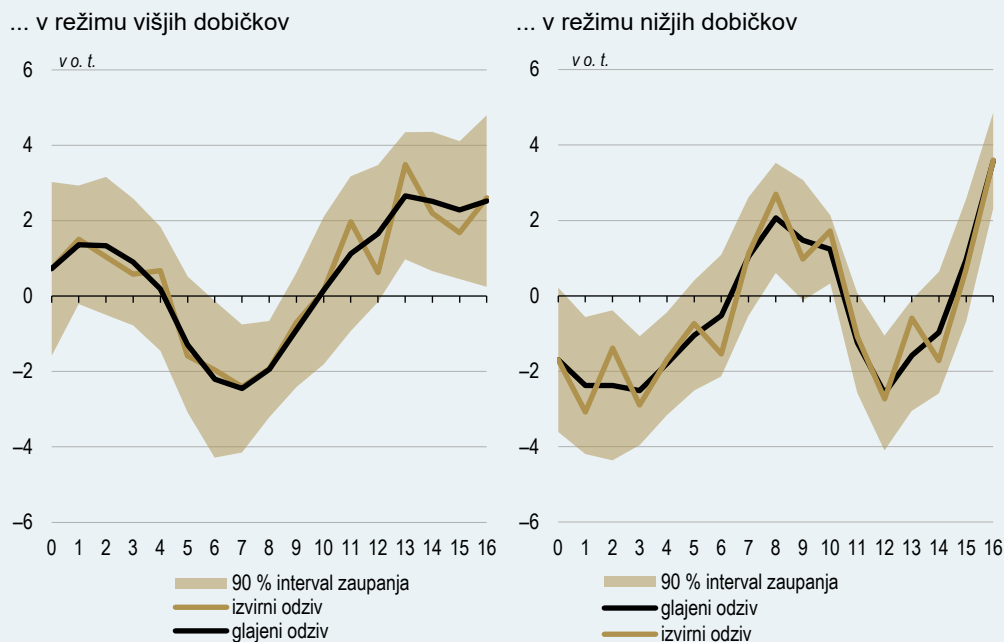
plače, opredeljenega kot odstopanje zakonsko določene spremembe minimalne plače od rasti nominalne produktivnosti. Empirični okvir temelji na lokalnih projekcijah, pri čemer so odzivi poslovnih investicij ocenjeni ločeno za obdobja razmeroma visoke in nizke rasti dobičkov.<sup>46</sup> Dobičkovno okolje je opredeljeno z odkloni medletne rasti dobičkov od mediane vzorca.<sup>47</sup> Poleg analize vpliva posameznega stroškovnega šoka uporabljena specifikacija omogoča tudi oceno morebitnih nelinearnih učinkov, ki izhajajo iz sočasne pojave obeh obravnavanih šokov.

Za vsako obdobje  $h$  je ocenjena naslednja enačba:

$$y_{t+h} = \alpha_h + \beta_h^H o_t \pi_{t-1}^H + \beta_h^L o_t \pi_{t-1}^L + \gamma_h^H m w_t \pi_{t-1}^H + \gamma_h^L m w_t \pi_{t-1}^L + \delta_h^H o_t m w_t \pi_{t-1}^H + \delta_h^L o_t m w_t \pi_{t-1}^L + \theta_h X_{t-1} + \varepsilon_{t+h}$$

Pri tem  $y_{t+h}$  označuje medletno rast poslovnih investicij v obdobju  $t + h$ ,  $o_t$  standardizirani ponudbeni šok nafte,  $m w_t$  pa standardizirani šok minimalne plače. Spremenljivki  $\pi_{t-1}^H$  in  $\pi_{t-1}^L$  predstavljata režima visoke oziroma nizke rasti dobičkov. Vektor  $X_{t-1}$  vključuje odložene kontrolne spremenljivke, in sicer šoke v ponudbi nafte, šoke minimalne plače, poslovne investicije, realni BDP, investicijski deflator, sestavljeno obrestno mero za posojila nefinančnim družbam, tuje povpraševanje po slovenskem izvozu in negotovost na finančnih trgih, merjeno z indeksom VIX. Skupni učinki obeh stroškovnih šokov so za posamezni režim rasti dobičkov izračunani kot vsota ustreznih koeficientov  $\beta$ ,  $\gamma$  in  $\delta$ .<sup>48</sup>

Slika 2.1.3.1: Odziv poslovnih investicij na ponudbene šoke nafte v različnih dobičkovnih režimih



Vir: SURS, ECB SDW, FRED, spletna stran Diega Känziga.  
Opomba: Odziv na šok enega standardnega odklona je v četrtrletjih.

1092-1125. Uporaba konkretnega šoka je v analizi pomembna za razlikovanje sprememb v cenah nafte, ki so posledica manjše ponudbe nafte od šokov, ki se nanašajo na nepričakovano večje povpraševanje po nafti.

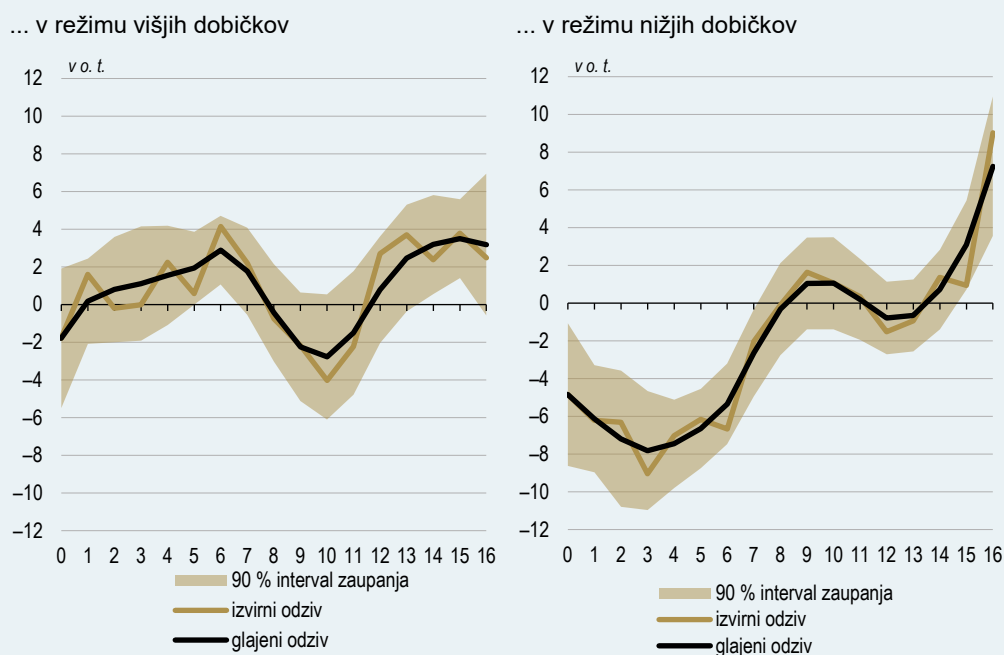
<sup>46</sup> Pristop temelji na Gonçalves, S., Herrera, A. M., Kilian, L., & Pesavento, E. (2024). *State-Dependent Local Projections*. *Journal of Econometrics*, 244(2), 105702. in Lin, H. Y., Hsiao, Y. H., & Yen, Y. M. (2025). *State-Dependent Local Projections—The Dynamic Effects of Regime Transitions*. *Econometric Reviews*, 44(6), 745-769.

<sup>47</sup> Približek dobičkov nefinančnih družb (sektor S.11) je oblikovan na podlagi podatkov nefinančnih sektorskih računov. Opredeljen je kot bruto poslovni presežek skupaj z raznovrstnim dohodkom, zmanjšan za potrošnjo stalnega kapitala. Za pridobitev realnih vrednosti je deflaciran z deflatorjem investicij.

<sup>48</sup> Sestavljene standardne napake so izračunane z delta metodo na podlagi ocenjene HAC-kovariančne matrike koeficientov (Newey & West, 1987; Oehlert, 1992). Za lažjo interpretacijo funkcij impulznega odziva so ocenjeni profili zglajeni s HAC-uteženo metodo najmanjših kvadratov, penalizirano z drugimi diferencami (Eilers & Marx, 1996; Eilers, 2003). Pri tem so upoštewane linearne omejitve, ki ohranjajo tako začetne odzive kot povprečne odzive znotraj blokov štirih četrtrletij. Parameter glajenja je izbran s postopkom posplošene navzkrižne validacije (GCV) (Craven & Wahba, 1978; Golub in drugi, 1979).

Prvi sklop rezultatov se osredotoča izključno na ponudbeni šok nafte. Ocene kažejo, da je njihov vpliv na poslovne investicije pomembno odvisen od rasti dobičkov v gospodarstvu. V obdobjih visoke rasti dobičkov je odziv investicij odpornejši. Ocenjeni povprečni kratkoročni odziv ostane omejen, negativni učinki pa postanejo statistično značilni šele v kasnejšem obdobju in trajajo razmeroma kratek čas (slika 2.1.3.1, levo). To kaže, da višji dobički krepijo sposobnost podjetij za uporabo notranjih virov financiranja in jim omogočajo, da začasna povečanja proizvodnih stroškov absorbirajo brez takojšnjega ter občutnejšega zmanjšanja investicijskih izdatkov. Nasprotno se v obdobjih nizke rasti dobičkov poslovne investicije zmanjšajo že ob samem nastopu šoka in ostanejo statistično značilno pod izhodiščno ravnjo pet četrletij (slika 2.1.3.1, desno). Takšen odziv je predvsem posledica šibkejših notranjih finančnih blažilnikov in strožjih omejitev pri financiranju.

Slika 2.1.3.2: Odziv poslovnih investicij na kombinirane stroškovne šoke v različnih dobičkovnih režimih



Vir: SURS, ECB SDW, FRED, spletna stran Diega Kánziga.  
 Opomba: Odziv na šoke enega standardnega odklona je v četrletjih.

Vloga dobičkov postane še izrazitejša, ko ponudbeni šoki nafte sovpadajo z neugodnimi šoki stroškov dela. Čeprav se v režimu visoke rasti dobičkov negativni povprečni vpliv na investicije okrepi, ostajajo gibanja večinoma skladna s tistimi, ki jih opazimo pri izoliranih naftnih šokih. Delovanje v okolju visoke rasti dobičkov tako zmanjšuje občutljivost podjetij na kombinirane stroškovne šoke, saj jim višji zadržani dobički in ugodnejši bilančni položaj omogočajo učinkovitejše glajenje investicijske aktivnosti skozi čas ter lažjo porazdelitev negativnih učinkov v srednjeročnem obdobju (slika 2.1.3.2, levo).

Nasprotno pa kombinirani stroškovni šoki v režimu nizke rasti dobičkov še izraziteje zmanjšajo profitne marže podjetij, kar dodatno omeji notranja sredstva, razpoložljiva za financiranje investicij, in povzroči izrazitejše kratkoročno krčenje investicij. V primerjavi z odzivom na izolirane šoke v ponudbi nafte je odziv na kombinirane stroškovne šoke tudi vztrajnejši, saj ostane statistično značilen še sedem četrletij po nastopu šoka (slika 2.1.3.2, desno).

### ***Rast stroškov poslovanja povečuje tveganja za izvozno konkurenčnost slovenskega gospodarstva.***

V majhnem in odprtem gospodarstvu, kot je slovensko, imajo lahko spremembe stroškovnih pogojev pomembne posledice za konkurenčnost in izvozno aktivnost. To je posebej relevantno v okolju okrepljenih pritiskov na stroške dela, ki jih v Sloveniji dodatno krepita uvedba obveznega zimskega regresa in 16-odstotno zvišanje minimalne plače. Ob nezadostni rasti produktivnosti lahko to poslabša stroškovno konkurenčnost podjetij. Namen analize je oceniti, kako so se v zadnjem obdobju gibali ključni kazalniki konkurenčnosti in v kolikšni meri lahko rast stroškov dela vpliva na izvozno aktivnost slovenskega gospodarstva.

### ***Gibanja kazalnikov konkurenčnosti in anketnih podatkov za Slovenijo kažejo krepitev cenovnih in stroškovnih pritiskov v začetku leta 2026.***

V prvih štirih mesecih letos je ostal kazalnik cenovne konkurenčnosti Slovenije do evrskih partneric na ravni izpred leta, do skupine 37 trgovinskih partneric pa se je medletno poslabšal za 1,1 %.<sup>49</sup> Gibanja so bila med državami CEE manj ugodna.<sup>50</sup> Kazalnik proizvodne konkurenčnosti Slovenije se je zaradi višjih relativnih proizvodnih cen v tem obdobju poslabšal do evrskih partneric (za 0,7 %) in še izraziteje do širše skupine 37 partneric (za 2,4 %), med državami CEE pa je dosegla manj ugoden položaj le Litva.

Kazalniki stroškovne konkurenčnosti ECB za leto 2026 še niso razpoložljivi, prvi podatki za Slovenijo pa kažejo, da so stroški dela na enoto proizvoda (ULC, angl. Unit Labour Costs) v prvem četrtletju še naprej rasli, vendar počasneje kot v povprečju lanskega leta. Kazalnik stroškovne konkurenčnosti se je lani zaradi višjih relativnih stroškov dela do evrskih partneric poslabšal za 2,3 %, do 37 partneric pa za 3,7 %. Njegovo poslabšanje je bilo eno največjih v evrskem območju. V prvem četrtletju letos so se nominalni ULC v Sloveniji medletno zvišali za 4,8 %, realni pa za 1,9 %, pri čemer je razmeroma visoko, 7,5-odstotno rast plač (sredstev za zaposlene na zaposlenega) deloma blažila ugodna rast produktivnosti dela (5,5 %).

Stroškovna konkurenčnost se bo po pričakovanjih letos še nekoliko poslabšala, saj bo rast stroškov dela na enoto proizvoda ostala povišana zaradi 16-odstotnega dviga minimalne plače, podrobneje analiziranega v okvirju 2.2.1, nadaljevanja plačne reforme javnega sektorja in lanske uvedbe obveznega zimskega regresa. Ob tem lahko agregatni podatki prikrivajo precejšnje razlike med podjetji in dejavnostmi. Na to opozarjajo tudi rezultati ankete GZS, po katerih je 85 % anketiranih podjetij v zadnjem letu doseglo več kot 6-odstotno rast stroškov dela na zaposlenega, več kot polovica pa več kot 10-odstotno. Podjetja kot najpomembnejši dejavnik rasti stroškov dela najpogosteje izpostavljajo dvig minimalne plače, ki naj bi imel po navedbi velike večine pomembne posledice za dobičkonosnost in naročila. Anketa GZS obenem kaže vse bolj omejeno

<sup>49</sup> Skupina 37 trgovinskih partneric združuje članice evrskega območja in 17 partneric zunaj tega območja. Slednje sestavlja šest članic EU zunaj evrskega območja (Češka, Danska, Madžarska, Poljska, Romunija in Švedska) ter 11 drugih (Avstralija, Kanada, Kitajska, Hongkong, Japonska, Norveška, Singapur, Južna Koreja, Švica, ZDA in Združeno kraljestvo).

<sup>50</sup> Med države evrskega območja CEE štejemo Bolgarijo, Estonijo, Hrvaško, Latvijo, Litvo, Slovaško in Slovenijo.

možnost prenosa višjih stroškov v prodajne cene, saj bi dodatne podražitve lahko še oslabilo konkurenčni položaj podjetij. To povečuje verjetnost, da bodo podjetja stroškovne pritiske blažila z zniževanjem marž, omejevanjem investicij, racionalizacijo poslovanja in šibkejšim zaposlovanjem oziroma odpuščanjem.

**Po modelskih ocenah bi poslabšanje stroškovne konkurenčnosti v napovednem obdobju skupni obseg izvoza blaga znižalo za 1,5 %.**

Poleg pregleda gibanja kazalnikov konkurenčnosti v tem okvirju ocenjujemo tudi vpliv sprememb stroškovne konkurenčnosti na izvoz blaga. Ocena temelji na izvozni enačbi, zasnovani po vzoru osrednjega makroekonomskega modela Banke Slovenije – SiQM, kjer namesto izvoznih cen v razmerju z izvoznimi cenami konkurentov uporabimo mero stroškovne konkurenčnosti.<sup>51</sup> Model je ocenjen na četrletnih podatkih za obdobje 2005–2025. Pri tem z metodo najmanjših kvadratov (OLS) najprej ocenimo dolgoročno relacijo med realnim izvozom blaga, tujim povpraševanjem in relativnimi stroški dela na enoto proizvoda (ULC), nato pa odstopanje od te dolgoročne relacije vključimo v kratkoročno enačbo kot člen popravka napak.

V dolgoročni enačbi ocenjujemo naslednjo relacijo:

$$xtr_t^* = a_1 + a_2T + wdr_t + a_3(ULC_t^{SI} - ULC_t^{EA}),$$

kratkoročno gibanje pa je ocenjeno z enačbo:

$$\Delta xtr_t = b_1(xtr_{t-1} - xtr_t^*) + b_2\Delta wdr_t + e_t,$$

kjer je  $xtr_t$  realen izvoz blaga,  $wdr_t$  tuje povpraševanje,  $ULC_t^{SI} - ULC_t^{EA}$  pa je mera stroškovne konkurenčnosti Slovenije glede na evrsko območje.<sup>52</sup> Višja vrednost te spremenljivke pomeni poslabšanje stroškovne konkurenčnosti. Ocenjeni rezultati kažejo, da je 1-odstotno poslabšanje stroškovne konkurenčnosti dolgoročno povezano z 0,8-odstotnim znižanjem realnega izvoza blaga.<sup>53</sup>

Upoštevač ocenjeno elastičnost, vpliv napovedanega poslabšanja stroškovne konkurenčnosti ocenimo z razliko med dvema simulacijama. V osnovni simulaciji je pričakovano gibanje stroškovne konkurenčnosti izpeljano iz napovedi rasti stroškov dela na enoto proizvoda Banke Slovenije in drugih nacionalnih centralnih bank evrskega območja, v alternativni simulaciji pa ostane stroškovna konkurenčnost v obdobju napovedi nespremenjena na ravni iz zadnjega četrletja 2025. Pri ostalih pojasnjevalnih spremenljivkah v obeh simulacijah uporabimo enake napovedane vrednosti oziroma zunanje predpostavke. Razlika med simulacijama prikazuje ocenjeni prispevek napovedanih sprememb stroškovne konkurenčnosti h gibanju izvoza blaga.

V napovednem obdobju je največje poslabšanje stroškovne konkurenčnosti glede na države evrskega območja predvideno za leto 2026 (slika 2.1.4.1, levo). Kljub temu je

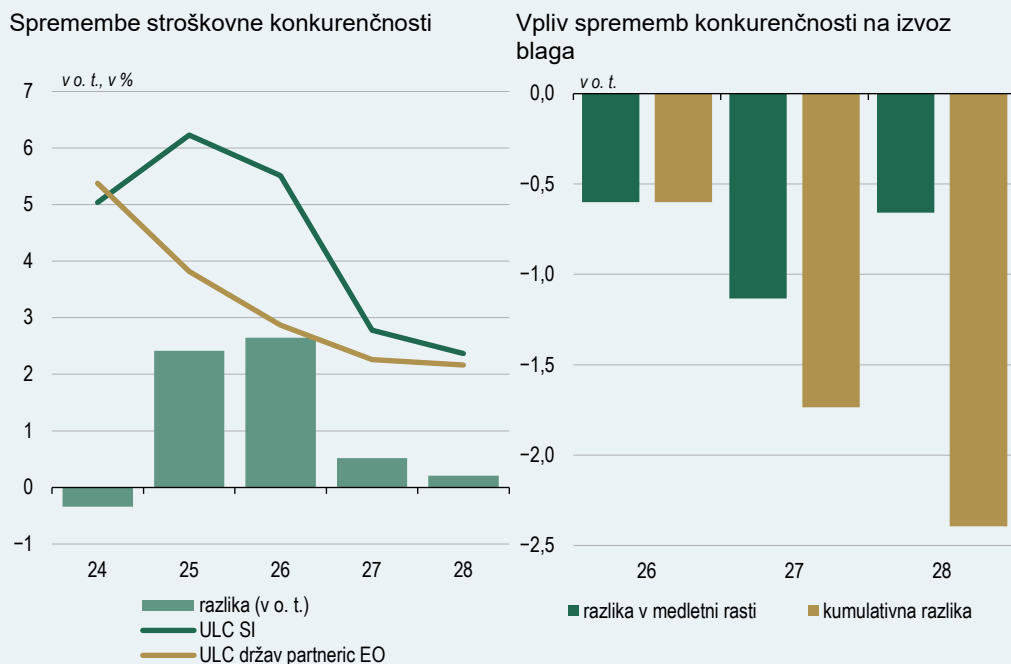
<sup>51</sup> Več o SiQM modelu v [M. Damjanović \(2023\), Slovene Quarterly Macroeconomic Model: Overview and properties. Banka Slovenije.](#)

<sup>52</sup> Stroškovna konkurenčnost proti konkurentom iz evrskega območja je izračunana po vzoru kazalnika [Evropske komisije](#), iz istega vira vzamemo tudi uteži za izračun razmerja, pri čemer za leti 2027 in 2028 upoštevamo vrednosti iz 2026. Pri oceni modela so realen izvoz blaga (iz nacionalnih računov) in domači ULC pridobljeni od SURS, tuje povpraševanje je pridobljeno od ECB, ULC drugih držav pa od drugih centralnih bank evrskega območja. V napovednem obdobju vse podatke, ki jih sicer pridobivamo od SURS, nadomestimo z napovedmi Banke Slovenije, medtem ko za spremenljivke, kjer pri ocenjevanju uporabljamo druge vire, te vire ohranimo tudi v napovednem obdobju.

<sup>53</sup> Ocena je skladna z rezultati [Markič \(2020\)](#), ki za Slovenijo znaša 0,84 %, medtem ko [Bobeica in drugi \(2016\)](#) za vzorec do leta 2013 za slovenski izvoz zunaj evrskega območja ocenjujejo nižjo elastičnost, pri 0,33 %. V mednarodni primerjavi [Keil \(2022\)](#) za enajst držav evrskega območja ocenjuje razpon tovrstnih elastičnosti med 0,3 % in 1,8 %. Ocenjene elastičnosti so tako odvisne od zmožnosti absorpcije stroškovnih pritiskov podjetij skozi rast produktivnosti oziroma znižanje marž.

zaradi postopnega prilagajanja izvoza v modelskem pristopu največja razlika med simulacijama medletnih rasti izvoza blaga vidna šele v letu 2027 (slika 2.1.4.1, desno). V povprečju napovednega obdobja pričakovano poslabšanje konkurenčnosti prispeva k 0,8 odstotne točke nižji napovedani rasti izvoza, kar se ob koncu obdobja odrazi v približno 2,4 % nižjem obsegu izvoza v primerjavi s simulacijo ob predpostavljene nespremenjeni konkurenčnosti glede na zadnje četrletje 2025. Manjša rast izvoza blaga bi tako po naši oceni v povprečju pomenila približno 0,3 odstotne točke manjši prispevek zunanje menjave k letni rasti BDP.

Slika 2.1.4.1: Učinek napovedanih sprememb stroškovne konkurenčnosti



Vir: SURS, ECB, Evropska komisija, ocene Banke Slovenije, napovedi centralnih bank EO.

Opomba: Na sliki desno so prikazane razlike med medletnimi stopnjami rasti realnega izvoza blaga med simulacijo, ki upošteva napovedano gibanje stroškovne konkurenčnosti in simulacijo z nespremenjeno stroškovno konkurenčnostjo. Poleg so kumulativne prej omenjenih razlik skozi napovedno obdobje.

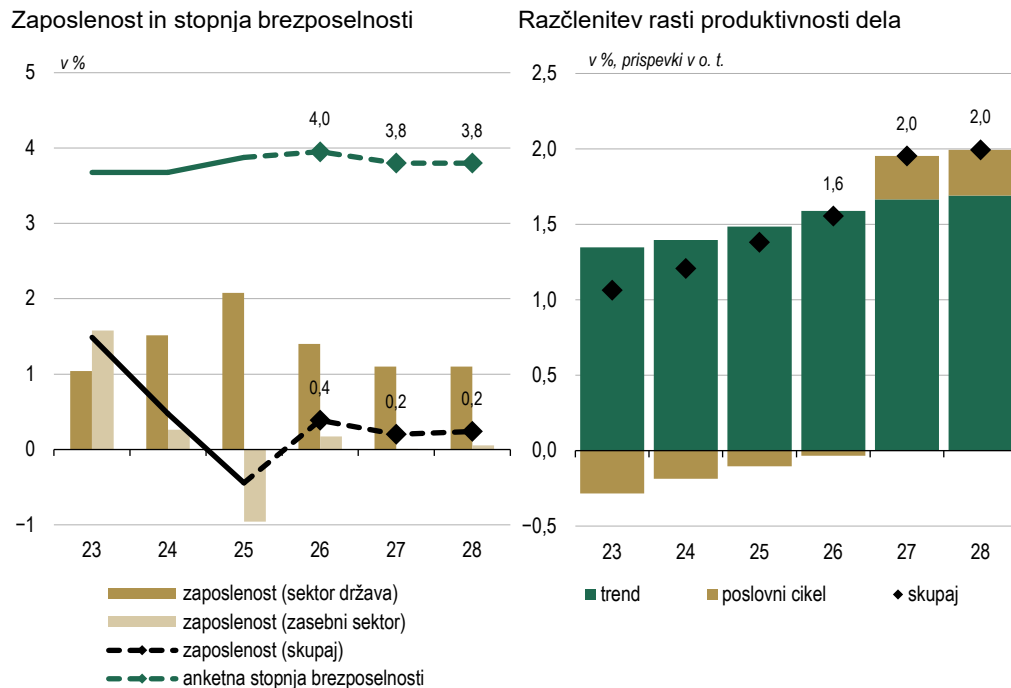
## 2.2 Trg dela

**Rast zaposlenosti bo v obdobju napovedi skromna. Ohranjalo jo bo predvsem zaposlovanje v državnem sektorju.**

Po lanskem padcu se bo zaposlenost letos povečala za 0,4 % (slika 2.2.1, levo). Napoved za tekoče leto je za 0,2 odstotne točke višja kot decembra. K popravljeni oceni največ prispeva nadaljnja rast zaposlenosti v državnem sektorju, ki bo dosegla 1,4 %, medtem ko bo v zasebnem sektorju ostala skromna pri 0,2 %. Na trgu dela se tako nadaljuje razkorak med gibanjem zaposlovanja v državnem in zasebnem sektorju, ki se bo ohranjal čez celotno napovedno obdobje. Rast zaposlenosti še naprej omejuje predvsem pomanjkanje delovne sile, povezano z neugodnimi demografskimi trendi, v zasebnem sektorju pa nanjo pomembno vpliva tudi šibkejšo povpraševanje po delavcih, predvsem v predelovalnih dejavnostih. Ob ohranjanju strukturnih omejitev na trgu dela v obdobju napovedi predpostavljamo razmeroma ugodno rast produktivnosti. Ta bo ob počasnejši gospodarski rasti in višjem zaposlovanju letos sicer nekoliko nižja od

decembrskih pričakovanj, proti koncu napovednega obdobja pa bo okrevala in se ustalila pri 2,0 % (slika 2.2.1, desno). To bo predvsem odraz cikličnih dejavnikov, povezanih s pričakovano krepitvijo gospodarske aktivnosti in izvoza.

Slika 2.2.1: Napovedi trga dela



Vir: SURS, napovedi Banke Slovenije.

### Stopnja brezposelnosti se bo v obdobju napovedi ohranjala na nizkih ravneh.

Stopnja anketne brezposelnosti bo letos znašala 4,0 %, kar je nekoliko več kot v preteklih letih (slika 2.2.1, levo). V nadaljevanju napovednega obdobja pričakujemo njeno postopno znižanje proti 3,8 % v letu 2028. Zgodovinsko nizko raven potrjuje tudi registrirana brezposelnost, ki se v zadnjih letih giblje pri okoli 45 tisoč osebah. To odraža vztrajno pomanjkanje delovne sile in poglobljanje strukturnih neskladij na slovenskem trgu dela, ki so posledica dejstva, da se upokojuje več zaposlenih, kot je priliva mladih na trg dela.<sup>54</sup>

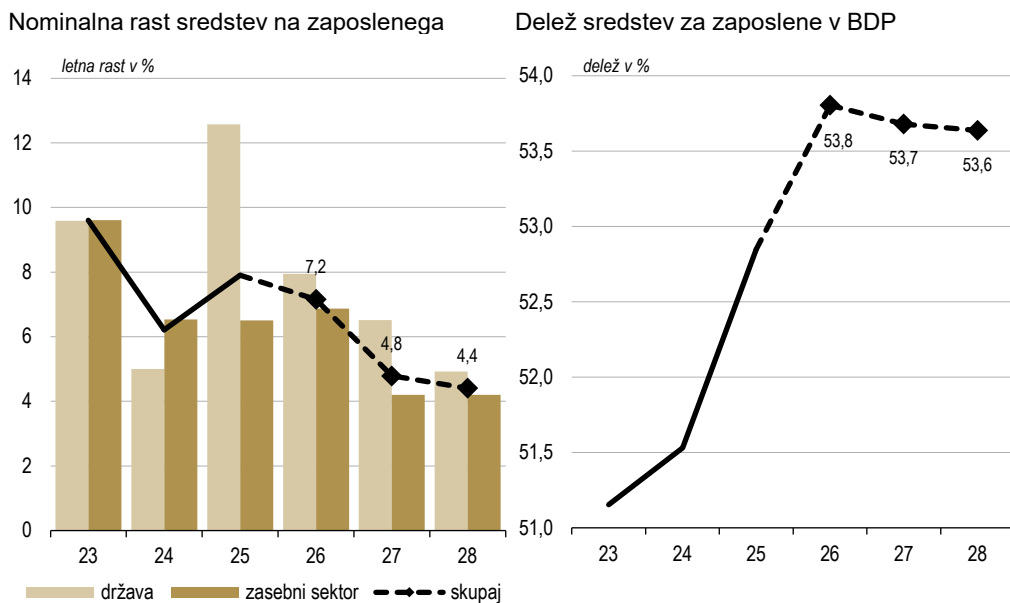
### Rast plač bo letos ostala visoka predvsem zaradi dviga minimalne plače, v obdobju napovedi pa se bo stabilizirala pri bolj vzdržnih ravneh.

Rast plač, merjena s sredstvi za zaposlene na zaposlenega, bo letos ostala razmeroma visoka in bo znašala 7,2 % (slika 2.2.2, levo). To je 2,1 odstotne točke več od decembrske napovedi, predvsem zaradi višje rasti minimalne plače, ki je bila letos 16-odstotna in je precej presegala prejšnja pričakovanja. Poleg neposrednega učinka se ta dvig delno preliva tudi v skupno rast plač prek učinkov prelivanja (glej okvir 2.2.1). K visoki rasti bo prispevalo tudi nadaljnje izvajanje plačne reforme v javnem sektorju, zaradi česar bo rast plač v sektorju država v celotnem obdobju napovedi presegala rast v zasebnem sektorju. V sektorju država bo rast plač letos dosegla 7,9 %, v nadaljevanju

<sup>54</sup> Glej okvir 4.1, Pregled makroekonomskih gibanj, april 2026, Banka Slovenije.

napovednega obdobja pa se bo postopoma umirjala. V zasebnem sektorju bo letos znašala 6,9 %, nato pa se bo stabilizirala na ravneh okoli 4,2 %, ki so skladnejše z dolgoročno vzdržnimi gibanji stroškov dela, ki jih opredeljuje rast produktivnosti. Ob vztrajnem razhajanju realne rasti plač in produktivnosti se bo delež sredstev za zaposlene v BDP letos ponovno povečal in približal 54,0 %, kar predstavlja največ do zdaj (slika 2.2.2, desno).

Slika 2.2.2: **Plače in delež sredstev za zaposlene v BDP**



Vir: SURS, napovedi in preračuni Banke Slovenije.

### Okvir 2.2.1: Vpliv minimalne plače na rast povprečne plače

#### **Rast minimalne plače vpliva na rast povprečne plače predvsem zaradi neposrednih učinkov, medtem ko so učinki prehajanja med plačnimi razredi omejeni.**

Povišanje zakonsko določene minimalne plače v Sloveniji, ki je bilo januarja 2026 s 16,0 % drugo najvišje v zadnjih dveh desetletjih, je ponovno odprlo vprašanje vloge administrativno določenega plačnega dna pri oblikovanju agregatne plačne dinamike. Minimalna plača se je po daljšem obdobju razmeroma visoke rasti januarja letos še občutneje zvišala, pri čemer je bilo razmerje med minimalno in povprečno plačo že pred tem med najvišjimi v državah EU z zakonsko določeno minimalno plačo.<sup>55</sup> V obdobju 2006–2025 se je minimalna plača povečevala bistveno hitreje od povprečne plače, zaradi česar je razmerje med minimalno in povprečno plačo preseglo 50 %.<sup>56</sup> Skladno s tem se je povečeval tudi delež prejemnikov minimalne plače, ki je bil po zadnjih razpoložljivih podatkih v Sloveniji med največjimi v EU. To kaže razmeroma močno plačno kompresijo in visoko koncentracijo zaposlenih v spodnjem delu plačne

<sup>55</sup> Glej Perko in Ročan (2025).

<sup>56</sup> Glej okvir 4.2 v Pregled makroekonomskih gibanj, april 2026, Banka Slovenije.

porazdelitve. Ob takšni strukturi imajo spremembe minimalne plače pomemben vpliv na splošna plačna gibanja.

Mikroekonomska analiza o prelivanju učinkov minimalne plače na preostale plače je za Slovenijo dostopna v [Perko in Rogan \(2025\)](#).<sup>57</sup> Avtorja na podlagi individualnih administrativnih podatkov za zasebni sektor v obdobju 2009–2019 in z uporabo distribucijskega regresijskega pristopa ugotavljata, da se učinki povišanj minimalne plače niso omejili zgolj na prejemnike minimalne plače, temveč so se prenesli tudi na plače zaposlenih nad ravno minimalne plače. Ocenjeni učinki so bili statistično značilni za plače, ki so pred dvigom presegle raven minimalne plače do približno 20 %.

Analiza v tem okvirju navedene ugotovitve dopolnjuje z makroekonomskim oziroma agregatnim pristopom. Uporabljena je metoda lokalnih projekcij, s katero se ocenjuje dinamični odziv sezonsko prilagojene povprečne bruto plače v zasebnem sektorju na dvig v mesečni stopnji rasti zakonsko določene minimalne plače. Specifikacija vključuje odloge povprečne bruto plače v zasebnem sektorju,<sup>58</sup> domače in evrske inflacije, industrijske proizvodnje, stopnje brezposelnosti ter linearni trend. Ocenjevalno obdobje zajema čas od februarja 2005 do decembra 2025.

Rezultati kažejo pozitivno povezanost med dvigi minimalne plače in rastjo povprečnih plač v zasebnem sektorju. Kot je prikazano na sliki 2.2.1.1 levo je pri 1-odstotnem dvigu minimalne plače ocenjeni odziv povprečne bruto plače v zasebnem sektorju v prvem četrletju približno 0,1 odstotne točke. Odziv je največji v drugem četrletju, ko znaša okoli 0,13 odstotne točke, nato pa se v tretjem in četrtem četrletju zniža na nekaj manj kot 0,1 odstotne točke. Ocene so pozitivne v vseh prikazanih horizontih, vendar je treba pri presoji njihove velikosti upoštevati razmeroma široke intervale zaupanja. Če ocenjene odzive mehanično preslikamo na zadnji dvig minimalne plače, ki znaša približno 16 %, ti nakazujejo prispevek k rasti osnovnih plač v zasebnem sektorju v razponu od 1,4 do 2,0 odstotne točke, z najvišjim učinkom v drugem četrletju. Ocenjeni učinki so tako po velikosti pretežno skladni z navzgor popravljenimi napovedmi rasti plač za leto 2026, ki je za 2,1 odstotne točke višja kot v decembrskih napovedih.<sup>59</sup>

Pri razlagi rezultatov je pomembno ločiti neposredni mehanski učinek na povprečno plačo od morebitnih dodatnih učinkov prelivanja na plače nad minimalno plačo. Če približno 15 % zaposlenih v zasebnem sektorju prejema osnovno plačo na ravni minimalne plače, kar je zadnji razpoložljivi podatek iz oktobra 2025, ter razmerje med minimalno in povprečno plačo znaša okoli 50 %, bi 1-odstotni dvig minimalne plače neposredno zvišal povprečno osnovno plačo za približno 0,08 odstotne točke (slika 2.2.1.1, desno).<sup>60</sup> Ocenjeni agregatni odzivi so torej nekoliko višji od mehanskega učinka, zlasti v drugem četrletju, kar je skladno z možnostjo učinkov prelivanja v višje plačne razrede. Majhna razlika med ocenjenim skupnim učinkom in neposrednim učinkom na povprečno plačo tako kaže razmeroma omejene učinke prelivanja.

<sup>57</sup> Glej [Perko in Rogan \(2025\)](#). Minimalna plača - kdo jo prejema, kdo izplačuje in kako vpliva na ostale plače. Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj.

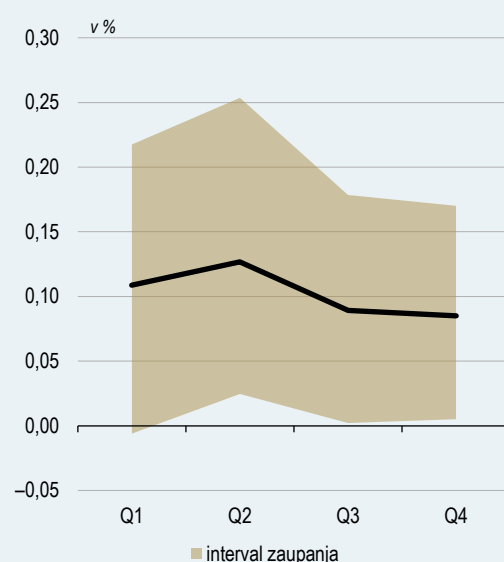
<sup>58</sup> Za statistiko plač uporabljamo podatek o znesku bruto plače za redna izplačila, ta je seštevek izplačil osnovne plače, delovne uspešnosti, dodatkov in nadomestil, ki bremenijo delodajalca.

<sup>59</sup> Tu je pomembno omeniti, da ima minimalna plača vpliv tudi na zimski in letni regres, ki sta upoštevana v naši napovedi rasti plač, medtem ko se predstavljeni model osredotoča zgolj na vpliv bruto plač.

<sup>60</sup> Zanimarjen je neposredni učinek na tiste zaposlene, ki prejemajo plačo v območju med staro in novo določeno minimalno plačo, zato je ocena neposrednega učinka lahko nekoliko podcenjena.

Slika 2.2.1.1: Vpliv minimalne plače na rast povprečne bruto plače v zasebnem sektorju

Odziv povprečne bruto plače na dvig minimalne plače



Razčlenitev učinkov dviga minimalne plače



Vir: Eurostat, preračuni Banke Slovenije.

Opomba: Na sliki desno je prikazana razčlenitev vpliva dviga minimalne plače za 1,0 % na letno rast povprečne bruto plače v zasebnem sektorju, in sicer na posredni in neposredni učinek. Senčeno območje predstavlja razpon odzivov znotraj 95-odstotnega intervala zaupanja.

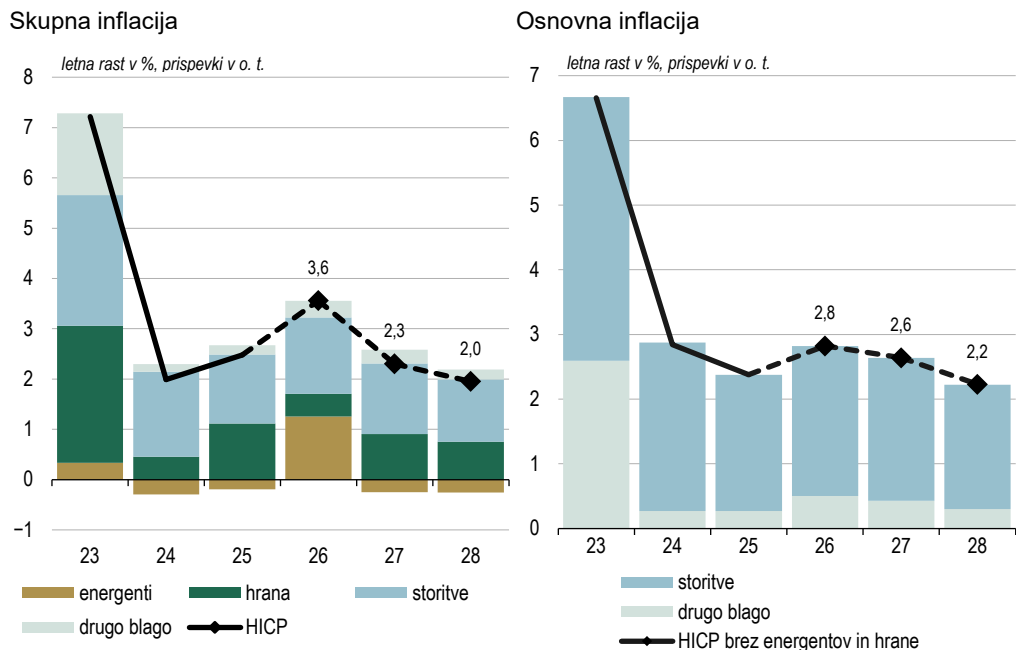
### 2.3 Inflacija

***V letu 2026 pričakujemo pospešitev skupne inflacije na 3,6 %, predvsem zaradi višje rasti cen energentov in tudi okrepljene osnovne inflacije.***

Skupna inflacija, merjena s HICP, je lani dosegla 2,5 % in se v prvem četrtletju letos ohranila blizu te ravni, nato pa začela krepiti. K temu je največ prispevalo zvišanje veleprodajnih cen energentov ob izbruhu vojne na Bližnjem vzhodu, pri čemer je vladno znižanje dajatev na pogonska goriva deloma omililo vpliv na končne potrošniške cene. Tudi v nadaljevanju leta pričakujemo, da bo medletna rast cen energentov ostala povišana, pri čemer se bo ob koncu leta zmanjšal vpliv pogonskih goriv, ki pa ga bo deloma nadomestil višji prispevek rasti cen elektrike. Poleg energentov bosta letos k povišanju skupne inflacije pomembno prispevali tudi komponenti osnovne inflacije, drugo blago in storitve, medtem ko bo rast cen hrane bolj umirjena, predvsem zaradi učinka osnove, ki izhaja iz lanske visoke rasti. Tako pričakujemo, da bo skupna inflacija v letu 2026 znašala 3,6 % (slika 2.3.1, levo).

V nadaljevanju napovednega obdobja se bodo inflacijska gibanja postopoma umirjala: v letu 2027 se bo skupna inflacija predvidoma znižala na 2,3 %, v letu 2028 pa na 2,0 %. Upočasnitev bo predvsem posledica pričakovanega upada cen naftnih derivatov ob umiritvi razmer na Bližnjem vzhodu in nekoliko nižje osnovne inflacije. Kljub temu bo hitrejša približevanje inflacije cilju denarne politike omejevala storitvena inflacija, ki jo bo na povišani ravni ohranjalo prehajanje visokih stroškov dela v končne cene. Hitrejša umirjanje skupne inflacije bodo preprečevali tudi posredni učinki višjih cen energentov na neenergetske komponente inflacije (okvir 2.3.1), še zlasti pri rasti cen hrane. Rast cen drugega blaga bo v celotnem napovednem obdobju ostala omejena (tabela 2.3.1).

Slika 2.3.1: Razčlenitev skupne in osnovne inflacije



Vir: SURS, preračuni in napovedi Banke Slovenije.

Skupna inflacija v Sloveniji bo letos za 0,6 odstotne točke višja od evrske, v nadaljevanju napovednega obdobja pa izenačena. Preseganje bo posledica višje osnovne inflacije doma, v letih 2027 in 2028 pa tudi višje rasti cen hrane. Cene energentov bodo razkorak letos povečevale, v prihodnjih letih pa zmanjševale.<sup>61</sup>

Tabela 2.3.1: Napovedi inflacije

	2023	2024	2025	2026	2027	2028			
				jun.	Δ	jun.	Δ	jun.	Δ
letna rast v %, revizija v o. t.									
<b>Cene življenjskih potrebščin (HICP)</b>	7,2	2,0	2,5	<b>3,6</b>	1,3	<b>2,3</b>	0,1	<b>2,0</b>	0,0
hrana	11,8	2,0	4,9	<b>1,9</b>	-1,3	<b>4,0</b>	1,0	<b>3,3</b>	0,5
energenti	2,2	-2,3	-1,7	<b>11,1</b>	9,5	<b>-2,6</b>	-2,6	<b>-2,1</b>	-2,4
drugo blago	5,4	0,6	0,6	<b>1,1</b>	0,4	<b>1,0</b>	0,4	<b>0,7</b>	0,4
storitve	7,7	4,8	3,8	<b>4,2</b>	1,1	<b>3,9</b>	0,5	<b>3,4</b>	0,4
<b>Kazalniki osnovne inflacije (HICP)</b>									
brez cen energentov in hrane	6,7	2,9	2,4	<b>2,8</b>	0,6	<b>2,6</b>	0,3	<b>2,2</b>	0,3
brez cen energentov in nepredelane hrane	7,8	2,7	2,9	<b>2,5</b>	0,2	<b>2,8</b>	0,4	<b>2,4</b>	0,3
brez cen energentov	8,0	2,6	3,0	<b>2,6</b>	0,2	<b>3,0</b>	0,5	<b>2,5</b>	0,3

Vir: SURS, Eurostat, napovedi Banke Slovenije.

Opomba: Δ – razlika med tokratnimi napovedmi in napovedmi v gradivu [Pregled makroekonomskih gibanj z napovedmi, december 2025](#), Banka Slovenije.

### **Rast cen energentov bo v napovednem obdobju pogojena z učinki vojne na Bližnjem vzhodu na svetovne energetske trge.**

Letos bodo cene energentov glavni dejavnik krepitve skupne inflacije, potem ko so v preteklih dveh letih upadale. Po naših pričakovanjih bo njihova medletna rast zaradi izbruha vojne na Bližnjem vzhodu letos dosegla 11,1 % in k skupni inflaciji prispevala 1,3 odstotne

<sup>61</sup> Podroben opis napovedi inflacije v evrskem območju je na voljo na [povezavi](#).

točke. Ob tem so vladni ukrepi v obliki znižanja dajatev na naftne derivate ta učinek deloma zamejili, pri inflaciji energentov za 5,1, pri skupni inflaciji pa za 0,6 odstotne točke.

Na rast cen energentov bodo vplivale tudi cene elektrike in z njo povezane spremembe pri obračunavanju omrežnine. Rast cen elektrike bo letos spodbujalo nadaljevanje postopnega prehoda na predvideno tarifno postavko za najdražji časovni blok po modelu 50-70-90. Ta v visoki sezoni 2026/27 predvideva 30-odstotno znižanje omrežnine za najdražji časovni blok, potem ko je bilo znižanje v času visoke sezone 2025/26 50-odstotno. Dodatno bo rast višja zaradi izteka 50-odstotnega znižanja prispevka za SPTE+OVE v času visoke sezone 2025/26 in zvišanja tarifnih postavk za omrežnino marca letos. V preostanku napovednega obdobja bodo cene energentov ob pričakovanem umirjanju razmer na Bližnjem vzhodu predvidoma upadale. Po naših pričakovanjih bodo cene energentov v letih 2027 in 2028 medletno nižje za 2,6 % oziroma 2,1 %, vendar bodo ostale višje kot pred začetkom vojne.

Rast cen hrane se bo letos upočasnila na 1,9 %, potem ko je bila lani 4,9-odstotna. Znižanje pripisujemo zlasti učinku osnove, ki izhaja iz lanskih vztrajnih tekočih podražitev. Po podkomponentah bo upočasnitev predvsem posledica nižje rasti cen predelane hrane, glede na lani pa bo nekoliko nižja tudi rast cen nepredelane hrane. Hitrejše umiritev bo preprečevalo pričakovano postopno prenašanje cenovnih pritiskov vzdolž pridelovalno-dobavne verige, ki bo izhajalo iz višjih cen energentov in gnojil. Obenem bodo na oblikovanje cen hrane v napovednem obdobju vplivale tudi veleprodajne cene prehranskih surovin in rast stroškov dela. V skladu s tem pričakujemo, da bodo cene hrane v letih 2027 in 2028 višje za 4,0 % oziroma 3,3 %.

---

### ***Osnovna inflacija bo ob ohranjanju povišane rasti stroškov dela izhajala predvsem iz cen storitev.***

V letu 2026 se bo osnovna inflacija, merjena kot rast HICP brez cen energentov in hrane, okrepila na 2,8 %, potem ko je bila lani 2,4-odstotna. Krepitev bo široko osnovana, saj bosta k njej v približno enaki meri prispevali višji rasti cen storitev in drugega blaga. Tudi v nadaljevanju napovednega obdobja bo osnovna inflacija ostala nad ciljem denarne politike: leta 2027 bo 2,6-odstotna, leta 2028 pa se bo upočasnila na 2,2 % (slika 2.3.1, desno).

Osnovna inflacija bo v celotnem napovednem obdobju izhajala zlasti iz rasti cen storitev, ki bo tudi v prihodnje vztrajala na povišanih ravneh, potem, ko je bila lani 3,8-odstotna. To povezujemo s prehajanjem višjih stroškov dela v končne cene, zlasti pri storitvah javnega značaja, in tudi s posrednimi učinki višjih cen energentov, zlasti na transportne storitve in turizem. V skladu s tem pričakujemo, da bo rast cen storitev letos dosegla 4,2 %, v letih 2027 in 2028 pa se bo upočasnila na 3,9 % oziroma 3,4 %. Trend zniževanja deloma povezujemo s postopnim umirjanjem rasti stroškov dela na enoto proizvoda, ki odraža nižjo rast plač in okrevanje rasti produktivnosti.

Rast cen drugega blaga se bo letos okrepila na 1,1 %, potem ko je bila lani 0,6-odstotna. Na strani ponudbe je to posledica višjih vhodnih stroškov zaradi energetskega šoka, na strani povpraševanja pa bo višjo rast cen, zlasti trajnih dobrin, podpiralo pričakovano okrevanje zasebne potrošnje in naložbene aktivnosti. V skladu s tem pričakujemo, da bo rast cen drugega blaga v letih 2027 in 2028 v povprečju 0,8-odstotna.

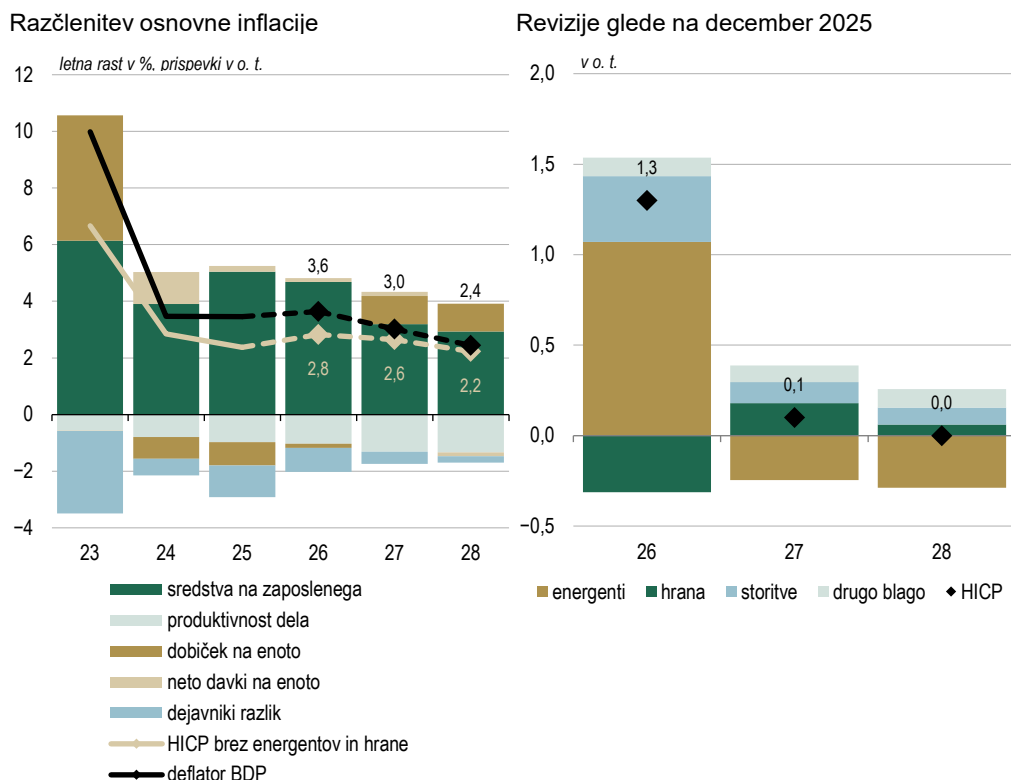
Razčlenitev osnovne inflacije po proizvodnih dejavnikih kaže, da bo ta v napovednem obdobju temeljila zlasti na gibanju stroškov dela, podkrepjenem z izdatnim zvišanjem

minimalne plače januarja letos,<sup>62</sup> v letih 2027 in 2028 pa tudi na rasti dobičkov na enoto proizvoda ob pričakovanem okrevanju gospodarske aktivnosti. Postopno umirjanje osnovne inflacije bo podpiralo zlasti okrevanje produktivnosti dela, medtem ko bo razmeroma visoko raven rasti deflatorja BDP ohranjalo predvsem gibanje deflatorja državne potrošnje ob visoki rasti plač v javnem sektorju (slika 2.3.2, levo).

**Junjska napoved skupne inflacije je v primerjavi z decembrsko za leti 2026 in 2027 višja, za leto 2028 pa ostaja nespremenjena.**

Skupna inflacija bo letos za 1,3 odstotne točke višja od naših decembrskih pričakovanj. To je zlasti posledica višje pričakovane rasti cen energentov, ki odraža gibanje cen surove nafte ter v manjši meri tudi plina in elektrike po začetku vojne na Bližnjem vzhodu. K zvišanju napovedi skupne inflacije je prispevala tudi višja napoved osnovne inflacije, kar povezujemo s hitrejšo rastjo stroškov dela, predvsem zaradi nepričakovano visokega zvišanja minimalne plače na začetku leta in počasnejše rasti produktivnosti dela v primerjavi s predhodnimi napovedmi. Hkrati bo izrazitejše zvišanje skupne inflacije letos omejila napovedana upočasnitev rasti cen hrane, pri čemer je revizija povezana predvsem z rastjo v prvem delu leta, ki je bila pod pričakovanji iz decembrskih napovedi. V nadaljevanju napovednega obdobja bo rast cen energentov nižja kot v decembrski napovedi zaradi učinka osnove, ki bo izhajal iz močnega popravka navzgor letos, medtem ko bodo neenergetske komponente inflacije rasle hitreje. To povezujemo zlasti s posrednimi učinki višjih veleprodajnih cen energentov in prehajanjem višjih stroškov dela v končne cene (slika 2.3.2, desno in okvir 2.3.1).

**Slika 2.3.2: Razčlenitev osnovne inflacije in revizija skupne inflacije**



Vir: SURS, preračuni in napovedi Banke Slovenije.

Opomba: Na sliki levo so uporabljeni sezonsko in koledarsko prilagojeni podatki nacionalnih računov.

<sup>62</sup> Pri tem bo po naših ocenah skupna inflacija v letu 2026 zaradi januarskega zvišanja minimalne plače v povprečju višja za 0,5 odstotne točke.

***Posredni učinki ponudbenih naftnih šokov so pomembni, ker lahko sprva začasno zvišanje cen energije preide v vztrajnejše domače inflacijske pritiske.***

Rast cen nafte najprej mehansko vpliva na skupno inflacijo prek cen goriv in drugih energentov, nato pa se lahko prek proizvodnih stroškov podjetij, stroškov transporta, cen hrane in plačnih pritiskov prenese tudi na druge dele potrošniške košarice. To razlikovanje je pomembno za oceno inflacijskih gibanj, saj neposredni učinki običajno izzvenijo, ko se rast cen energije normalizira, medtem ko lahko posredni učinki inflacijo ohranjajo povišano. Naše ocene kažejo prav takšen vzorec. Neposredni prispevek ponudbenega naftnega šoka k skupni inflaciji po približno letu in pol v veliki meri izzveni, inflacija pa zaradi prenosa v neenergetske komponente ostane povišana daljše obdobje.

Pri ocenjevanju uporabimo šok v pričakovani ponudbi nafte, s čimer sledimo literaturi, ki kaže, da so inflacijski in makroekonomski učinki gibanj cen nafte odvisni od izvora šoka. Takšen pristop omogoča osredotočenje na ponudbeni, stroškovni kanal, pri čemer literatura o prenosu energetske cen kaže, da se učinki na inflacijo ne kažejo le neposredno prek cen energije, temveč tudi posredno prek cen hrane, blaga in storitev.<sup>63</sup>

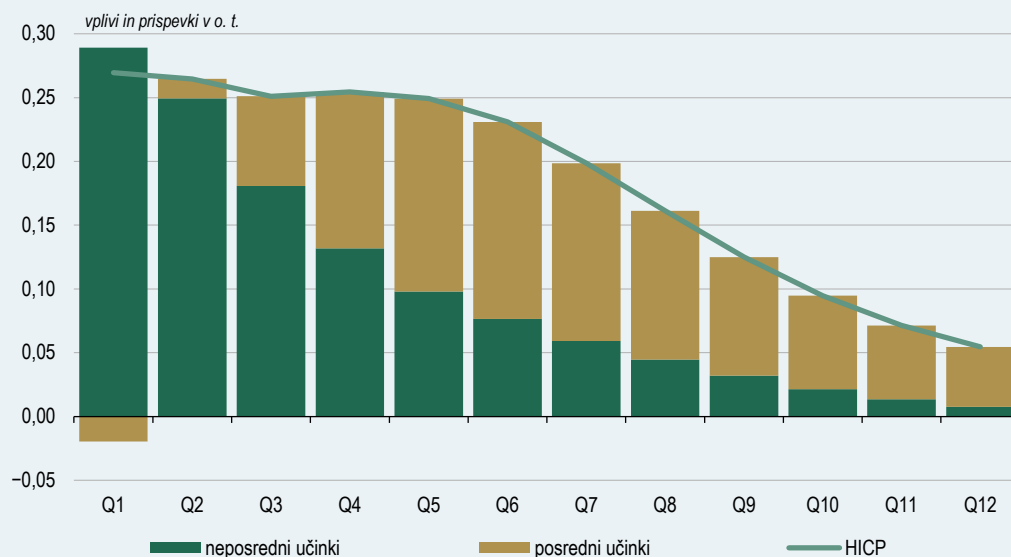
Empirični pristop je namenjen oceni domačega prenosa zunanje identificiranega ponudbenega naftnega šoka. Ta je v modelu obravnavan kot zunanji dejavnik mednarodnih gibanj cen nafte, medtem ko so inflacija goriv, energetska inflacija, inflacija HICP brez energije in rast BDP modelirane skupaj kot domače endogene spremenljivke. Vključitev inflacije goriv v endogeni del modela je namenjena zajemu prve stopnje prenosa zunanjega naftnega šoka v domače cene življenjskih potrebščin. Model nato oceni, kako se ta začetni cenovni impulz pri gorivih prenese v širšo energetska inflacijo, neenergetska inflacijo in gospodarsko aktivnost. Takšna zasnova omogoča ločevanje neposrednega učinka prek energetske komponente od posrednega učinka prek preostalega dela potrošniške košarice.

Ocene kažejo, da se inflacijski učinek šoka v pričakovani ponudbi nafte postopoma premika iz neposrednega energetskega kanala v posredne neenergetske kanale. Neposredni prispevek energentov k skupni inflaciji je najmočnejši ob nastanku nepričakovanega 10-odstotnega dviga cen nafte in znaša približno 0,3 odstotne točke, nato pa se postopoma zmanjšuje ter po letu in pol v veliki meri izzveni (slika 2.3.1.1). Nasprotno se posredni učinek prek neenergetske inflacije krepi bolj postopno, po približno enem letu preseže neposredni učinek in ostane pozitiven v celotnem projekcijskem obdobju. Skupni učinek šoka na inflacijo se zato zmanjšuje le počasi, s približno 0,3 odstotne točke ob njegovem nastanku na približno 0,05 odstotne točke tri leta po njem. Kumulativno v obdobju treh let neposredni učinki višajo skupno raven cen za približno 0,3 %, medtem ko posredni učinki prispevajo še dodatnih 0,25 %. Za boljše razumevanje virov tega vztrajnejšega posrednega učinka je ocenjena tudi razširjena specifikacija, v kateri je inflacija HICP brez energije nadomeščena z njenimi glavnimi komponentami. Ocene nakazujejo, da posredni prenos poteka predvsem prek cen hrane in storitev. Kanal cen

<sup>63</sup> Identifikacija šoka v pričakovani ponudbi nafte (šok novic o ponudbi nafte) je podrobneje opisana v [Känzig, D. R. \(2021\). "The Macroeconomic Effects of Oil Supply News: Evidence from OPEC Announcements." American Economic Review, 111\(4\), 1092–1125.](#)

hrane je skladen s tem, da višji stroški energije povečujejo stroške kmetijske proizvodnje, gnojil, predelave in transporta, medtem ko storitveni kanal verjetno odraža z gorivi povezane dejavnosti, kot na primer transport in turizem, ter postopno prilagajanje stroškov dela in vhodnih dobrin na višje cene energije.

Slika 2.3.1.1: Razčlenitev vpliva 10-odstotnega ponudbenega naftnega šoka na inflacijo



Vir: Ocene Banke Slovenije.

Opomba: Ocene temeljijo na modelu VAR, v katerem so inflacija goriv, energetska inflacija, inflacija HICP brez energije in rast BDP vključene kot endogene spremenljivke. Eksogeni del modela vključuje Känzigov šok v pričakovani ponudbi nafte, rast tujega povpraševanja in svetovni kazalnik razpoloženja. Vse domače spremenljivke so izražene kot medletne stopnje rasti. Ponudbeni šok novice na trgu surove nafte je normaliziran, tako da odraža 10-odstotno podražitev na svetovnem trgu.

Ocenjeni posredni učinki lahko predstavljajo konzervativno oceno, saj linearni model zajema povprečen zgodovinski prenos in ne upošteva odvisnosti odzivov od gospodarskih razmer. V obdobjih visoke in izrazite inflacije lahko podjetja in gospodinjstva več pozornosti namenjajo cenovnim gibanjem,<sup>64</sup> cene se lahko prilagajajo pogosteje, plače pa se lahko močneje odzivajo na preteklo inflacijo. To je skladno z ugotovitvami, da inflacijska pričakovanja vplivajo na vedenje gospodinjstev in podjetij, da se pogostost zviševanja cen povečuje z višjo inflacijo, hkrati pa je prenos ponudbenih energetskih šokov v cene življenjskih potrebščin močnejši.<sup>65</sup> Veliki in vztrajni energetski šoki bi zato lahko povzročili hitrejši in močnejši prenos v cene hrane, storitev in drugih neenergetskih komponent, kot kažejo povprečne zgodovinske ocene. V neugodnem scenariju napovedi (glej poglavje 3.1) okrepljen učinek dalj časa vztrajajočih višjih cen energentov upoštevamo na podlagi dinamične elastičnosti skladne z za en standardni odklon večjim odzivom od medianskega iz modela v tem okvirju.

<sup>64</sup> Glej [Gabrovšek, Pavlič. Media attention on inflation. Banka Slovenije, 2026.](#)

<sup>65</sup> [Weber, M., D'Acunto, F., Gorodnichenko, Y. and Coibion, O. \(2022\). "The Subjective Inflation Expectations of Households and Firms." Journal of Economic Perspectives, 36\(3\), 157–184.](#) [Nakamura, E., & Steinsson, J. \(2008\). Five facts about prices: A reevaluation of menu cost models. The Quarterly Journal of Economics, 123\(4\), 1415-1464.](#) [De Santis, R. A., & Tornese, T. \(2025\). Energy supply shocks' nonlinearities on output and prices. European Economic Review, 176, 105037.](#)

***Tveganja za gospodarsko rast so v napovednem obdobju pretežno negativna, za inflacijo pa ostajajo usmerjena navzgor.***

Med zunanjimi tveganji najbolj izstopa morebitno vztrajanje ali širjenje konflikta na Bližnjem vzhodu. To bi se lahko odrazilo v višjih cenah energentov in njihovem vse močnejšem prehajanju v skupno inflacijo, v motnjah v dobavnih verigah ter povečani makroekonomske in finančne negotovosti. Ti dejavniki bi zniževali kupno moč gospodinjstev in vplivali na njihove odločitve o večjih nakupih. Hkrati bi manj ugodne razmere v mednarodnem okolju in povečana negotovost dodatno zavirali investicije podjetij ter mednarodno menjavo. Makroekonomske učinki takšnega scenarija so podrobneje predstavljeni v poglavju 3.1. Poleg geopolitičnih napetosti bi lahko na izvozni sektor gospodarstva v napovednem obdobju vplivalo tudi ponovno povečanje negotovosti glede trgovinskih politik. Trgovinski dogovor med ZDA in EU namreč ostaja pogojen z uradno ratifikacijo v Evropskem parlamentu, njegovo izvajanje pa je podvrženo odstopnim klavzulam v primeru nespoštovanja dogovorjenih carinskih stopenj ali ozemeljskih groženj članicam EU. Uvedba klavzul o suspenziji je bila neposredni odgovor Evropskega parlamenta na najave grožnje ZDA o višjih carinah in ozemeljski prisvojitvi Grenlandije januarja letos.<sup>66</sup> Poleg geopolitične negotovosti so makroekonomske napovedi oblikovane v obdobju povečane nihajnosti in visokih vrednotenj na svetovnih finančnih trgih. Nenadna prevrednotenja finančnih ali realnih sredstev bi na domače makroekonomske okolje lahko vplivala prek povečane negotovosti v finančnem sistemu, poslabšanja bilanc in dostopnosti do financiranja podjetij ter upada premoženja gospodinjstev. Na zadnji kanal se osredotočamo v okvirju 3.1.1, kjer naša izhodiščna analiza kaže razmeroma majhno neposredno izpostavljenost slovenskih gospodinjstev prevrednotenju sredstev in omejen vpliv na potrošnjo.

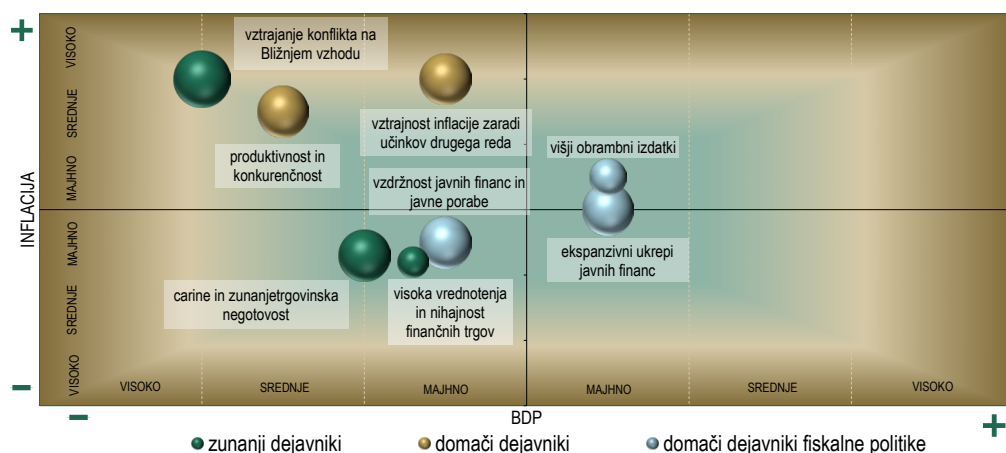
Ob tveganjih iz zunanjega okolja bi se lahko v napovednem obdobju okreplil tudi vpliv domačih strukturnih dejavnikov na gospodarsko rast in inflacijo. Ti izhajajo predvsem iz pritiskov na rast produktivnosti dela, neugodnih demografskih trendov in posledičnega krčenja razpoložljive delovne sile. To se odraža v visoki rasti stroškov dela na enoto proizvoda, ki bo v obdobju napovedi, zlasti letos, prispevala k izrazitejšemu poslabšanju stroškovne konkurenčnosti gospodarstva v primerjavi z drugimi državami EU. Slabšanje konkurenčnosti bo že v obdobju napovedi omejevalo investicije in rast izvoza, kar podrobneje obravnavamo v okvirjih 2.1.3 in 2.1.4. Stroškovni pritiski bi se lahko dodatno okreplili ob počasnejši rasti produktivnosti dela, tudi kot posledici pretekle šibke investicijske aktivnosti, ter ob močnejšem prelivanju inflacije v rast nominalnih plač. Do tega bi lahko prišlo v primeru dalj časa povišane inflacije, zlasti če bi se uresničila geopolitična tveganja in dodatno zvišale cene energentov. Posredne učinke višjih cen energentov in njihovo prehajanje v druge cenovne skupine analiziramo v okvirju 2.3.1.

Uresničitev opisanih tveganj bi lahko zahtevala odločnejše odzivanje države oziroma fiskalne politike za blaženje makroekonomskih posledic. Vendar se fiskalni prostor po hitrem povečanju primanjkljaja lani in ob pričakovanem preseganju referenčne meje 3 % BDP v obdobju napovedi zmanjšuje. Pri tem v napovedih ni upoštevan učinek maja sprejetega Zakona o interventnih ukrepih za razvoj Slovenije, saj njegovo izvajanje

<sup>66</sup> Za podrobnosti glede pogojevanja izvedbe trgovinskega dogovora in glede uvedenih odstopnih klavzul glej [Evropski parlament: EU-US tariffs: tensions, trade deal and what could change](#).

ostaja negotovo zaradi možnosti referendumu v primeru potrditve njegove dopustnosti na ustavnem sodišču. Ukrepi iz zakona, usmerjeni v večanje razpoložljivega dohodka, bi lahko v obdobju napovedi spodbujali gospodarsko rast. To bi lahko dodatno podprlo tudi hitrejše povečevanje obrambnih izdatkov, povezano z doslednejšim izpolnjevanjem zavez do Nata in geopolitičnimi razmerami. Vendar bi obenem takšni ukrepi dodatno obremenjevali javne finance in povečali odstopanje primanjkljaja nad referenčno mejo 3 % BDP.<sup>67</sup> To bi lahko zvišalo stroške financiranja države in drugih subjektov v gospodarstvu, okrepilo pritiske po prilagajanju javne porabe ter zmanjšalo zmožnost ukrepanja ob morebitnih novih šokih. Posledično bi bili srednjeročni učinki na gospodarsko rast lahko negativni. Vpliv na inflacijo ostaja bolj negotov, saj bi dezinflacijske učinke šibkejše gospodarske aktivnosti lahko izničili novi cenovni šoki, na katere pa bi se država zaradi skrčenega fiskalnega prostora težje odzivala.

Slika 3.1: Tveganja napovedi



Vir: Ocene Banke Slovenije.

Opomba: Velikost oznak kaže verjetnost uresničitve tveganja.

### 3.1 Alternativni scenarij napovedi

**Zaostritev vojne na Bližnjem vzhodu bi v napovednem obdobju upočasnila gospodarsko aktivnost in okrepila rast cen.**

Napoved rasti gospodarske aktivnosti in inflacije v Sloveniji je izrazito pogojena s potekom vojne na Bližnjem vzhodu. Osrednja napoved predvideva postopno umiritev razmer in ponovno vzpostavitev ladijskega prometa skozi Hormuško ožino, kar bo po pričakovanjih stabiliziralo razmere na veleprodajnih trgih surovin.

Učinke morebitnega vztrajanja ali zaostritve geopolitičnih razmer na slovensko gospodarstvo ocenjujemo v alternativnem scenariju napovedi. Ta predvideva več kanalov transmisije, po katerih bi se daljši in močnejši šok preival v slovensko gospodarstvo. Ti so povzeti v tabeli 3.1.1. Prvi kanal se nanaša na višje cene surovin, predvsem nafte. Alternativni scenarij temelji na 95. percentilu porazdelitve tržnih pričakovanj glede gibanj cen nafte, ki od tretjega četrtletja letos predvideva približno 60 % višjo raven cen kot osrednja napoved. Ob takšnem povišanju cen predpostavljamo tudi intenzivnejši prenos stroškovnih pritiskov v druge cenovne skupine. Učinek na skupno inflacijo je

<sup>67</sup> Ocene Fiskalnega sveta RS in Evropske komisije kažejo, da bi Zakon o interventnih ukrepih za razvoj Slovenije lahko zviševal primanjkljaj države v BDP za okoli odstotno točko, glej: [Economic forecast for Slovenia - European Commission in Ocena osnutka Letnega poročila o napredku 2026](#).

ocenjen na podlagi zgornjega, na enem standardnem odklonu temelječega, intervala zaupanja modelskih odzivov, ovrednotenih v okvirju 2.3.1.

Vztrajanje konflikta in nestabilni energetske trgi bi vplivali tudi na dalj časa trajajočo negotovost v svetovnem okolju, merjeno z indeksom nihajnosti na finančnih trgih – VIX, ki bi se povišal za 14 indeksnih točk in vztrajal nad osrednjo napovedjo do sredine leta 2027. To bi skupaj z višjimi stroški proizvodnje vplivalo na mednarodno menjavo, katere obseg bi bil za skoraj 2 % manjši kot v osrednji napovedi. Večje makroekonomsko in finančno tveganje bi se preslikalo tudi v ostrejšje pogoje financiranja. Predpostavljene obrestne mere za posojanje podjetjem in gospodinjsvom so v alternativnem scenariju višje za približno 10 bazičnih točk.

Tabela 3.1.1: Opis transmissijskih mehanizmov v alternativnem scenariju

transmissijski kanal	opis mehanizma	povprečni odklon od osnovne napovedi v obdobju napovedi
surovine	Vztrajanje blokade Hormuške ožine in stopnjevanje vojaških napetosti bi ohranjalo višje cene energentov in ostalih surovin. Predpostavka za cene energentov sledi 95. percentilu tržnih pričakovanj. Višje svetovne cene energentov v evrih bi podpirala tudi deprecijacija valutnega tečaja.	cene nafte: +62,7 % cene nenaftnih surovin: +67,7 % nominalni efektivni valutni tečaj: +0,6 % tečaj evra proti amerišskemu dolarju: +0,4 %
okrepljen prenos višjih cen energentov v druge cene	Pospešena rast vhodnih stroškov povzroči kompresijo dobičkovnih marž, kar podjetja prisili v pogostejše prilagajanje prodajnih cen. Občutnejša izguba kupne moči ob tesnem trgu dela povzroči intenzivnejšo indeksacijo plač.	V povprečju napovednega obdobja je upoštevan 1,5-kratnik običajnega odziva skupne inflacije na višje cene energentov. Multiplikator temelji na intervalu zaupanja na podlagi enega standardnega odklona od medianskega odziva, ocenjenega v okvirju 2.3.1.
mednarodna menjava	Slabšanje gospodarske aktivnosti v naših največjih trgovinskih partnericah, ki je podprto s povečanjem svetovne negotovosti, višjimi vhodnimi stroški in omejitvami pri dobavljanju surovin.	raven zunanega povpraševanja za Slovenijo: –2 %
pogoji financiranja	Zaostritev pogojev financiranja sledi višji svetovni negotovosti prek zvišanja premij za tveganje.	obrestne mere za nefinančna podjetja: +10,8 b. t. pribitek na donosnost podjetniških obveznic: +34,7 %
domači dejavniki	Višja negotovost in slabši obeti v svetovnem okolju upočasnjujejo rast domače gospodarske aktivnosti prek odlaganja investicij.	indeks nihajnosti na finančnih trgih – VIX: +3,9 indeksnih točk v povprečju napovednega obdobja
proizvodne omejitve	Raven potencialnega proizvoda upade, saj višje veleprodajne cene nafte znižujejo razpoložljivost energentov, kar krepi inflacijske pritiske prek manjših proizvodnih zmogljivosti in okrnjene ponudbe dobrin.	raven potencialnega proizvoda ob koncu napovednega obdobja: –1,5 %

Vir: ECB, preračuni Banke Slovenije.

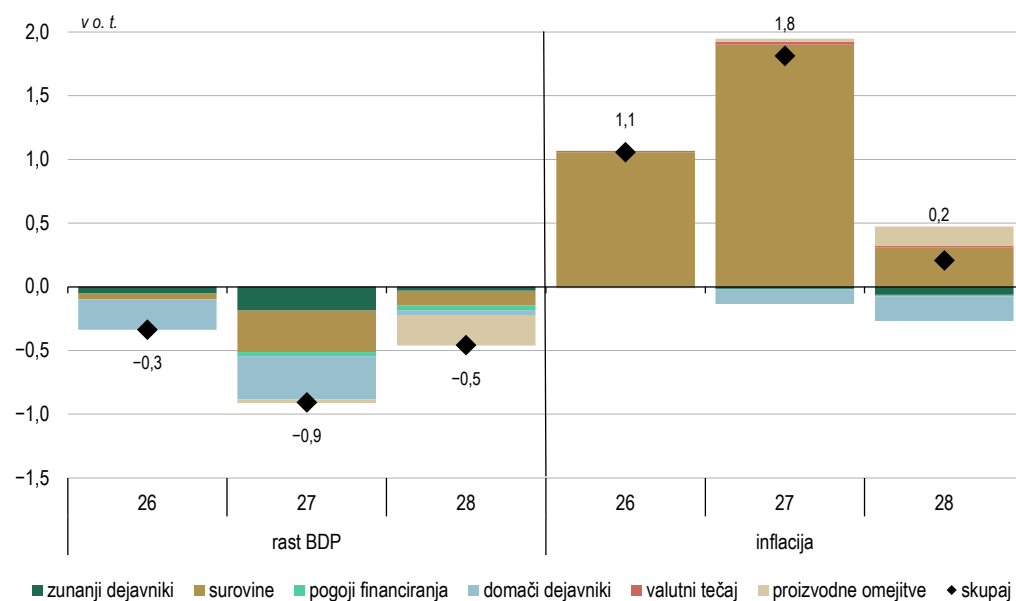
Poleg šibkejšega tujega povpraševanja in ostrejših finančnih pogojev bi višja negotovost obenem neposredno vplivala na domače povpraševanje prek odlaganja investicij.

Neposredni učinek negotovosti na zasebne investicije je ocenjen prek satelitskega modela.<sup>68</sup> Dodatno v alternativnem scenariju poleg cenovnih učinkov surovinskega šoka upoštevamo še vpliv na proizvodno zmogljivost gospodarstva.<sup>69</sup>

Ob uresničitvi alternativnega scenarija bi bila letna rast gospodarske aktivnosti v povprečju napovednega obdobja nižja za 0,4 odstotne točke, skupna inflacija pa višja za 1,0 odstotne točke. Pri tem bi bil učinek najbolj izrazit v letu 2027, v letu 2028 pa bi postopoma izzzvenel (slika 3.1.1).

Scenarij predvideva široko osnovano upočasnitev gospodarske aktivnosti. K njej bi prispevali vsi dejavniki, zlasti nižje domače povpraševanja ob višji negotovosti na finančnih trgih in ohlajanje zunanjega povpraševanja. V letu 2027 bi rast še dodatno upočasnjevali cenovni pritiski, vezani na višje veleprodajne cene energentov in hrane, skupna rast BDP pa bi bila za 0,9 odstotne točke nižja kot v osnovni napovedi. Na gospodarsko aktivnost bi v obdobju napovedi prav tako vse bolj vplivale zmanjšane proizvodne zmogljivosti gospodarstva zaradi vztrajajočih višjih cen in manjše razpoložljivosti energentov v proizvodnji. Hkrati bi višja inflacija v celotnem napovednem obdobju izhajala predvsem iz prehajanja višjih veleprodajnih cen energentov in hrane v končne cene, proti koncu obdobja pa tudi zaradi proizvodnih omejitev. Obenem bi izrazitejše povečanje rasti cen preprečevali deflacijski učinki ohlajanja domačega in tujega povpraševanja. Nasprotno bi bil vpliv zaostritve finančnih pogojev in deprecijacije evrskega tečaja po naših ocenah omejen (slika 3.1.1).

Slika 3.1.1: Scenarij dodatne zaostritve vojne na Bližnjem vzhodu



Vir: preračuni Banke Slovenije.

<sup>68</sup> Satelitski model temelji na rekurzivno identificirani vektorski avtoregresiji, ki vključuje četrletno rast investicij, četrletno rast svetovnega povpraševanja za Slovenijo in indeks finančne negotovosti – VIX. Nabor spremenljivk odraža predpostavko, da se višja negotovost na finančnih trgih na gospodarsko aktivnost v Sloveniji odrazi zlasti prek rasti zasebnih investicij, pri čemer kontroliramo za vpliv negotovosti na zunanje okolje in tuje povpraševanje. S pomočjo pogojne napovedi smo po vzoru Waggoner in Zha (1999) oblikovali alternativno pot indeksa VIX in na podlagi tega ocenili učinek povečane negotovosti na investicijsko aktivnost podjetij in s tem domače gospodarsko okolje.

<sup>69</sup> Zmanjšanje proizvodnih zmogljivosti ocenjujemo na podlagi modificirane proizvodne funkcije v osrednjem makroekonomskem modelu Banke Slovenije – SiQM. Prilagoditev namesto standardne Cobb-Douglas proizvodne funkcije, z delom in kapitalom kot edinima sredstvom proizvodnje, predpostavi nafto kot dodatno vhodno sredstvo v prilagojeni funkcijski obliki s konstantnimi elastičnostmi zamenljivosti med energetskimi in neenergetskimi sredstvi proizvodnje. V takšni modelski strukturi višje cene energentov znižujejo razpoložljivost energentov in s tem potencialni proizvod.

***Cene sredstev lahko vplivajo na zasebno potrošnjo prek učinka premoženja gospodinjestev, pri čemer se ti učinki razlikujejo glede na vrsto sredstev in premoženjski razred imetnikov.***

Trenutno makroekonomsko okolje zaznamujejo vztrajnejši inflacijski pritiski, povišana geopolitična in trgovinska negotovost, povečana nihajnost finančnih trgov ter tveganje za nadaljnjo zaostritev pogojev financiranja. V takšnih razmerah so gibanja cen sredstev pomembna, ker neposredno vplivajo na vrednost premoženja gospodinjestev in lahko prek učinkov premoženja, kreditne sposobnosti ter zaupanja vplivajo na potrošnjo. Čeprav je potrošnja praviloma bolj občutljiva na dohodek kot na premoženje, lahko izrazite spremembe cen stanovanj in delnic pomembno vplivajo na domače povpraševanje. Njihova intenzivnost je med drugim odvisna od vrste sredstva, ki ustvarja prirast premoženja, in položaja imetnikov sredstev v porazdelitvi premoženja.<sup>70</sup>

V tem kontekstu okvir ocenjuje, kako lahko spremembe premoženja gospodinjestev, ki izhajajo iz gibanja cen sredstev, vplivajo na zasebno potrošnjo v Sloveniji in evrskem območju, pri čemer se osredotoča na dve vprašanji. Prvič, kolikšno je implicitno zmanjšanje neto premoženja po porazdelitvi premoženja ob hipotetičnem znižanju cen stanovanjskih nepremičnin in delnic? Drugič, kolikšen je neposredni učinek na skupno zasebno potrošnjo, brez širših kanalov splošnega ravnotežja, ki izhaja iz teh deflacionalnih sprememb premoženja, tako po porazdelitvi kot na agregatni ravni?<sup>71</sup>

***Razlike v sestavi in likvidnosti sredstev vzdolž porazdelitve premoženja pomenijo, da so gospodinjestva različno izpostavljena šokom cen sredstev.***

Podatki o porazdelitvi premoženja obeh gospodarstev v Sloveniji in evrskem območju kažejo, da imajo gospodinjestva v spodnjih 90 % premoženjske porazdelitve večino premoženja v stanovanjskih nepremičninah, medtem ko so nestanovanjska finančna sredstva večinoma v obliki vlog, izpostavljenost do delnic in investicijskih skladov pa je omejena, zlasti v Sloveniji. Nasprotno imajo gospodinjestva na vrhu porazdelitve bolj razpršene portfelje, ki vključuje poslovno premoženje, delnice in investicijske sklade, zato so bolj občutljiva na spremembe cen delnic na finančnih trgih.<sup>72</sup>

Te razlike v portfeljih se odražajo v raznoliki občutljivosti na spremembe cen sredstev vzdolž porazdelitve premoženja. Enostavni multiplikator finančnega vzvoda<sup>73</sup> kaže, da bi hipotetično 10-odstotno znižanje cen stanovanjskih nepremičnin trenutno zmanjšalo

<sup>70</sup> O kanalu učinkov premoženja glej [Modigliani in Brumberg \(1954\)](#) ter [Ando in Modigliani \(1963\)](#). Za dokaze o heterogenih učinkih premoženja glede na vrsto sredstva in premoženjski položaj glej [Case, Quigley in Shiller \(2005\)](#), [Slacalek \(2009\)](#), [Carroll, Slacalek in Tokoku \(2014\)](#) ter [Kaplan, Moll in Violante \(2018\)](#).

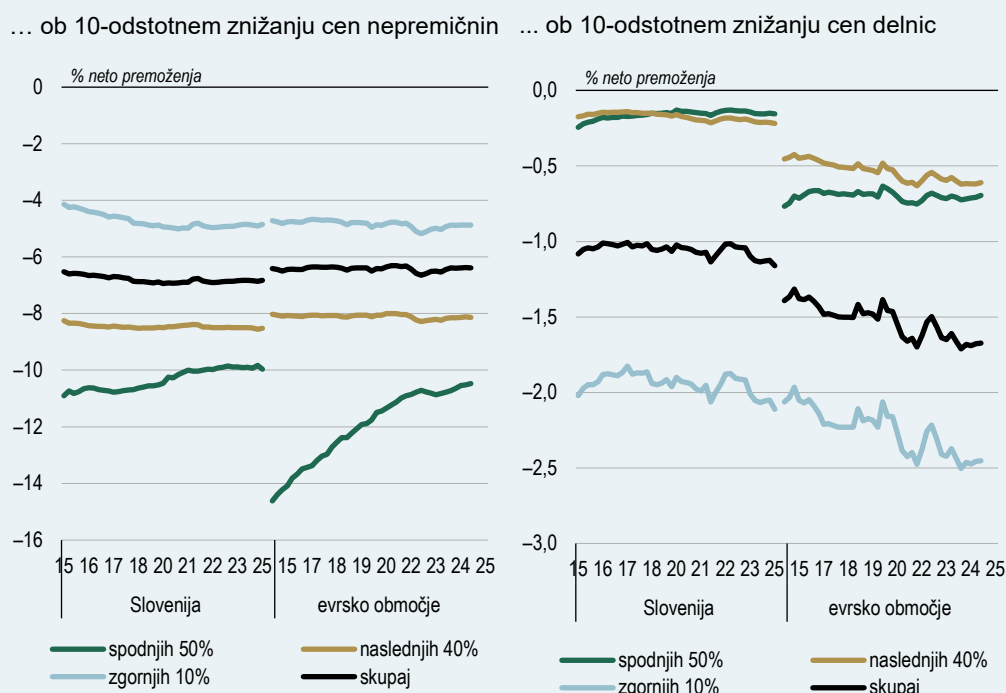
<sup>71</sup> Za odgovor na prvo vprašanje analiza združuje porazdelitvene račune premoženja ([Distributional Wealth Accounts, DWA](#)) in četrtletne sektorske račune ([Quarterly Sector Accounts, QSA](#)). Za odgovor na drugo vprašanje analiza združuje realne priraste neto premoženja, ki izhajajo iz hipotetičnih šokov cen sredstev, z mejnimi nagnjenostmi k potrošnji, specifičnimi za premoženjske skupine in vrste sredstev. Glej [Introducing the Distributional Wealth Accounts for euro area households, ECB Economic Bulletin, Issue 5/2024](#).

<sup>72</sup> Glej Eksperimentalni statistični podatki o porazdelitvi premoženja gospodinjestev, na spletni stran [Finančni računi, Banka Slovenije](#).

<sup>73</sup> Multiplikator ocenjuje mehanski učinek hipotetičnega zvišanja oziroma znižanja cen sredstev na neto premoženje gospodinjestev in gibanje tega učinka skozi čas, pri čemer ne upošteva posrednih kanalov, kot je prerazporejanje portfeljev. Glej [Introducing the Distributional Wealth Accounts for euro area households, ECB Economic Bulletin, Issue 5/2024](#).

neto premoženje spodnjih 50 % gospodinjstev za skoraj 10 % tako v Sloveniji kot v evrskem območju, v primerjavi s približno 4–5 % pri zgornjem decilu (slika 3.1.1.1, levo). Nasprotno bi 10-odstotno znižanje cen delnic, pri čemer so upoštevane tudi neposredne in posredne izpostavljenosti do lastniških instrumentov prek investicijskih skladov in pokojninskih shem, prizadelo predvsem zgornji decil, pri katerem bi se neto premoženje zmanjšalo za približno 2,5 % v evrskem območju in za približno 2 % v Sloveniji (slika 3.1.1.1, desno). Učinek na spodnjih 90 % gospodinjstev bi bil precej manjši, približno 0,6 % v evrskem območju in praktično zanemarljiv v Sloveniji, zaradi omejene neposredne in posredne izpostavljenosti do delnic.

Slika 3.1.1.1: Spremembe neto premoženja po porazdelitvi premoženja ob 10-odstotnem znižanju cen sredstev



Vir: ECB, Eurostat, SURS, preračuni Banke Slovenije.

Opomba: Občutljivost premoženja na 10-odstotno znižanje cen stanovanjskih nepremičnin in delnic je izračunana na podlagi deležev stanovanjskega premoženja in lastniških instrumentov v neto premoženju. Lastniški instrumenti vključujejo neposredne in posredne izpostavljenosti, vključno s kotirajočimi delnicami, finančnim poslovnim premoženjem ter izpostavljenostmi prek investicijskih skladov in pokojninskih shem. Posredne izpostavljenosti so ocenjene z uporabo agregatnih statistik vpogleda skozi strukturo portfeljev. Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrtletje 2025.

### Ocenjeni neposredni učinek hipotetičnih zmanjšanj premoženja zaradi znižanja cen sredstev na potrošnjo je negativen, vendar na agregatni ravni zmeren, z neenakomernimi učinki vzdolž porazdelitve premoženja.

V skladu z empirično literaturo se predpostavlja, da se mejne nagnjenosti k potrošnji (MPC) z višino premoženja zmanjšujejo in da so pri stanovanjskem premoženju višje kot pri delniškem premoženju.<sup>74</sup> Višja MPC pri stanovanjskem premoženju ne odraža

<sup>74</sup> Realni prirasti premoženja so izračunani z deflacijom nominalnega povečanja neto premoženja, ki izhaja iz šoka cen sredstev, z deflatorjem končne potrošnje gospodinjstev. Kalibracija MPC temelji na Arrondel, Lamarche in Savignac (2015), Fagereng, Holm in Natvik (2021), Garbinti in drugi (2024), Kaplan in Violante (2014), Slacalek, Tristani in Violante (2020) ter Muellbauer (2008). O unovčevanju stanovanjskega kapitala glej Muellbauer (2008) ter Aron in drugi (2012). Slovenske mejne nagnjenosti k potrošnji so kalibrirane na spodnjem robu razpona za evrsko območje, kar odraža omejeno udeležbo v delniških naložbah zunaj zgornjega decila, omejeno unovčevanje stanovanjskega kapitala in visok delež lastnikov stanovanjskih nepremičnin brez hipotekarnega dolga. Uporabljeni letni razponi MPC, v centih na 1 EUR prirasta premoženja, so: spodnjih 50 % – stanovanjsko premoženje 1–2 centa za evrsko območje in 0,5–1,5 centa za Slovenijo, pri čemer so imetja delnic v obeh primerih zanemarljiva; srednjih 40 % – stanovanjsko premoženje 0,5–1,5 centa za evrsko območje in 0,3–1 centa za Slovenijo ter delniško premoženje 0,5–1,5 centa za evrsko območje in 0,2–0,8 centa za Slovenijo; zgornjih 10 % – stanovanjsko premoženje 0,5–1 centa za evrsko območje in 0,2–1 centa za Slovenijo ter delniško premoženje 0,1–0,5 centa v obeh primerih. Oceni sta ilustrativna učinka prvega kroga v delnem ravnotežju, izpeljana iz kalibracije MPC na mikro podatkih, in se nahajata v zgornjem delu razpona literature. Ocene iz agregatnih časovnih serij za evrsko območje so praviloma manjše in pogosto statistično neločljive od nič (ECB, Economic Bulletin 1/2020).



Neposredni potrošniški učinek zaradi znižanja cen delnic je precej manjši, čeprav se je skozi čas povečal, zlasti v evrskem območju (slika 3.1.1.2, desno). 10-odstotno znižanje cen delnic bi agregatno zasebno potrošnjo znižalo za približno 0,1 % v Sloveniji in za nekaj več kot 0,2 % v evrskem območju. V evrskem območju je učinek majhen v primerjavi z učinkom znižanja cen stanovanjskih nepremičnin in skoraj v celoti zgoščen v zgornjem decilu, deloma pa je opazen tudi v srednjem delu premoženjske porazdelitve. V Sloveniji ostaja učinek majhen tudi pri najpremožnejših gospodinjstvih, pri drugih pa je zanemarljiv. To odraža omejeno vlogo delnic v portfeljih gospodinjstev, čeprav se njihova vloga pri zgornjem decilu skozi čas povečuje.

Te ugotovitve so pomembne za makroekonomske obete ter za denarno in makrobonitetno politiko, saj kažejo, da imajo gibanja cen stanovanjskih nepremičnin širše posledice za bilance stanja in potrošnjo gospodinjstev kot primerljiva gibanja cen finančnih sredstev.<sup>77</sup> Ta asimetrija je posebej izrazita v Sloveniji, kjer stanovanjske nepremičnine prevladujejo v portfeljih gospodinjstev tudi v zgornjem delu porazdelitve. Ocene je kljub temu treba razumeti kot računovodske neposredne učinke delnega ravnotežja in ne kot celovite makroekonomske učinke, saj ne upoštevajo prestrukturiranja portfeljev, obratnih učinkov dohodka in širših kanalov splošnega ravnotežja, ki lahko okrepijo odzive potrošnje.

## 4

## Primerjava med institucijami

***V primerjavi z mediano napovedi izbranih mednarodnih institucij Banka Slovenije v obdobju 2026–2028 pričakuje za 0,1 odstotne točke nižjo rast BDP, medtem ko je njena napoved rasti cen življenjskih potrebščin v povprečju za 0,1 odstotne točke višja od mediane.***

Zadnje razpoložljive napovedi gospodarske rasti za obdobje 2026–2028 kažejo podobna pričakovanja mednarodnih institucij glede gibanja ekonomske aktivnosti (slika 4.1, levo). Za letošnje leto institucije v primerjavi s predhodnimi napovedmi pričakujejo nekoliko manj ugodne gospodarske obete, predvsem zaradi povečane geopolitične negotovosti, povezane z razmerami na Bližnjem vzhodu. Ob postopni stabilizaciji razmer v mednarodnem okolju v naslednjih letih večina institucij, z izjemo GZS in WIIW, pričakuje rast gospodarske aktivnosti okoli 2,2 %, kar je nekoliko pod ocenjeno stopnjo rasti proizvodnega potenciala slovenskega gospodarstva. Najvišjo gospodarsko rast v letu 2026 napovedujejo Consensus, EBRD, GZS, IMF in UMAR, vse z napovedmi v višini 2,0 %. Napoved Banke Slovenije, ki ravno tako kot napovedi EK in OECD znaša 1,9 %, je za 0,1 odstotne točke nižja od mediane vseh napovedi za tekoče leto. Najnižjo gospodarsko rast predvideva WIIW, in sicer 1,7 %.

V letu 2027 najvišjo rast gospodarske aktivnosti pričakuje WIIW v višini 2,4 %, kar je za 0,2 odstotne točke nad mediano vseh napovedi za obravnavano leto. Sledijo EK, Banka Slovenije, EBRD, OECD, Consensus in IMF z napovedmi v višini 2,3 %, 2,2 %

<sup>77</sup> Pomen trga stanovanjskih nepremičnin za makrobonitetno stabilnost je že vključen v oceno finančne stabilnosti, ki jo pripravlja Banka Slovenije.

oziroma 2,1 %. Napoved Banke Slovenije je enaka mediani vseh napovedi, ki znaša 2,2 %. Najnižjo rast BDP napovedujeta UMAR in GZS, in sicer 2,0 % oziroma 1,8 %.

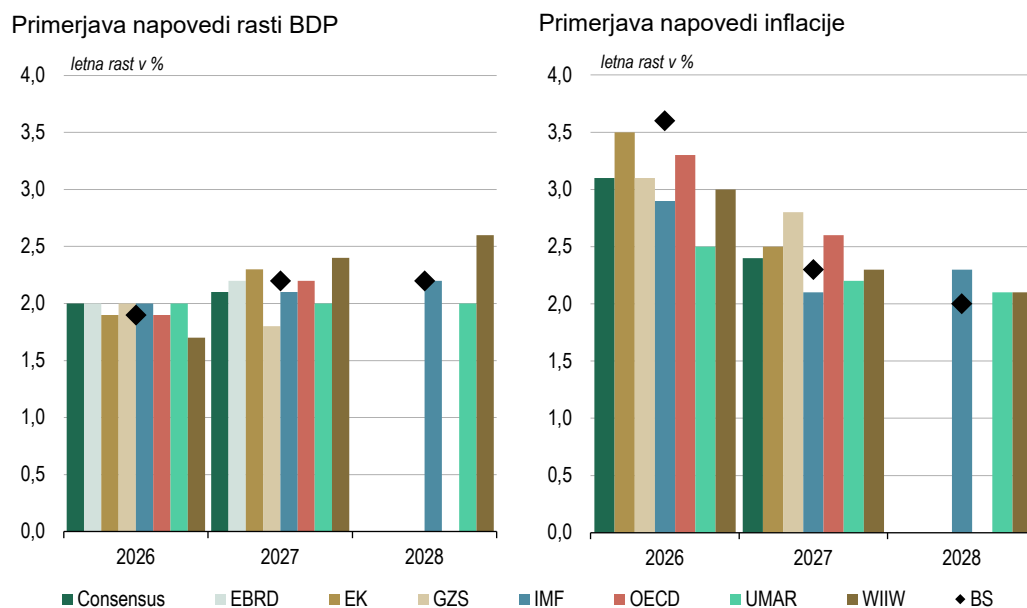
Za leto 2028 so na voljo napovedi gospodarske rasti štirih institucij. Napoved Banke Slovenije v višini 2,2 % je enaka mediani vseh napovedi za obravnavano leto.

Večina institucij, z izjemo UMAR, za leto 2026 napoveduje opaznejšo pospešitev inflacije (slika 4.1, desno). K temu bodo prispevale predvsem višje cene energentov, zlasti nafte, katerih učinek se bo v prihodnjih letih deloma prelil tudi v preostale komponente inflacije. Posledično bo medianska stopnja rasti cen življenjskih potrebščin ostala nekoliko nad ciljem denarne politike. Najvišjo inflacijo v letošnjem letu napoveduje Banka Slovenije, in sicer 3,6 %, kar je za 0,5 odstotne točke več od mediane vseh napovedi. Sledijo EK, OECD, Consensus in GZS z napovedmi v višini 3,5 %, 3,3 % oziroma 3,1 %, medtem ko najnižjo rast cen življenjskih potrebščin pričakujejo WIIW, IMF in UMAR, in sicer 3,0 %, 2,9 % oziroma 2,5 %.

V letu 2027 najvišjo inflacijo napovedujejo GZS, OECD in EK, in sicer 2,8 %, 2,6 % oziroma 2,5 %. Sledijo Consensus, Banka Slovenije, WIIW in UMAR z napovedmi v višini 2,4 %, 2,3 % oziroma 2,2 %. Napoved Banke Slovenije je enaka mediani vseh napovedi za obravnavano leto, ki znaša 2,3 %. Najnižjo rast cen življenjskih potrebščin napoveduje IMF, in sicer 2,1 %.

Za leto 2028 so tudi pri inflaciji na voljo napovedi štirih institucij. Najvišjo inflacijo pričakuje IMF (2,3 %), najnižjo pa Banka Slovenije (2,0 %), kar je za 0,1 odstotne točke manj od mediane vseh napovedi za obravnavano leto.

Slika 4.1: Primerjava napovedi BDP in inflacije med institucijami



Vir: Napovedi – Consensus Economics (maj), EBRD (junij), EK (maj), GZS (april), IMF (april), OECD (junij), UMAR (februar), WIIW (april), Banka Slovenije (junij).

Tabela 5.1: Ključni makroekonomski kazalniki na mesečni ravni, Slovenija

	2024	2025	12 mes. do mar. 26	3 mes. do mar. 25	3 mes. do mar. 26	2026 jan.	2026 feb.	2026 mar.	2026 apr.	2026 maj.	
<b>Gospodarska gibanja</b>											
	<b>ravnotežje odgovorov v odstotnih točkah</b>										
Kazalnik gospodarske klime	-2,7	-2,0	-1,8	-2,3	-1,6	0,2	-2,8	-2,2	-5,0	-2,2	
- predelovalne dejavnosti	-7,8	-6,6	-6,3	-7,0	-6,0	-3,0	-8,0	-7,0	-8,0	-6,0	
	<b>medletna rast v %</b>										
Industrijska proizvodnja: - skupaj	-1,2	-1,9	-2,0	-0,6	-1,3	-7,4	-3,5	7,4	...	...	
- predelovalne dejavnosti	0,9	-1,4	-0,8	-1,2	1,1	-7,1	0,5	10,0	...	...	
Gradbeništvo: - skupaj	-9,4	10,1	16,7	-8,9	20,7	8,2	22,5	29,6	...	...	
- stavbe	-12,6	9,1	14,2	-4,2	15,7	3,4	17,0	26,8	...	...	
Trgovina in druge zasebne storitve - skupaj	1,9	1,6	2,7	-0,4	4,2	1,5	4,0	7,4	...	...	
Trgovina z motornimi vozili in popravila	6,7	5,3	6,0	1,6	4,5	-3,2	5,8	11,8	...	...	
Trgovina na drobno brez vozil	0,7	1,0	0,5	2,0	0,1	-1,5	-3,5	5,9	...	...	
Druge zasebne storitve	1,4	1,8	3,4	-1,2	5,6	2,9	6,6	6,9	...	...	
<b>Trg dela</b>	<b>medletna rast v %</b>										
Povprečna bruto plača	6,2	5,9	5,9	7,1	7,1	6,7	7,2	7,3	...	...	
- zasebni sektor	7,1	3,9	4,5	5,2	7,4	7,2	7,8	7,4	...	...	
- javni sektor	4,6	9,4	8,2	10,6	6,1	5,5	5,9	6,8	...	...	
Povprečna realna neto plača <sup>1</sup>	1,8	2,6	2,2	4,8	3,2	3,0	3,0	3,7	...	...	
Stopnja registrirane brezposelnosti (v %)	4,6	4,6	4,6	4,9	4,9	5,0	4,9	4,6	...	...	
Registrirane brezposelne osebe	-5,6	-1,2	-0,7	-2,6	-0,4	-0,7	-0,4	-0,2	-0,4	-0,3	
Delovno aktivno prebivalstvo	1,1	-0,3	-0,2	-0,3	-0,0	-0,0	-0,0	-0,0	...	...	
- storitve pretežno zasebnega sektorja	1,1	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	...	...	
- storitve pretežno javnega sektorja	1,2	1,1	1,4	0,9	1,8	1,9	1,8	1,7	...	...	
<b>Gibanje cen</b>	<b>medletna rast v %</b>										
HICP	2,0	2,5	2,6	2,1	2,5	2,4	2,8	2,4	3,4	3,8	
- storitve	4,8	3,8	3,8	4,0	3,9	3,7	3,9	4,1	3,8	3,9	
- industrijsko blago brez energentov	0,5	0,6	0,6	0,4	0,4	0,8	0,3	0,1	-0,5	0,3	
- hrana	2,0	4,9	5,2	2,7	4,1	4,6	4,3	3,3	1,9	2,0	
- energenti	-2,3	-1,6	-1,5	-0,2	0,6	-2,1	2,8	1,1	15,6	17,1	
Kazalnik osnovne inflacije <sup>2</sup>	2,8	2,4	2,4	2,3	2,3	2,4	2,3	2,3	1,9	2,3	
<b>Tekoči račun plačilne bilance</b>	<b>v % BDP</b>										
Saldo tekočega računa	4,5	3,5	3,4	2,7	2,3	2,9	2,2	1,7	...	...	
1. Blago	0,6	-0,2	-0,3	-0,0	-0,3	0,0	1,2	-2,1	...	...	
2. Storitve	5,5	5,6	5,5	4,3	4,0	3,8	3,4	4,8	...	...	
3. Primarni dohodki	-1,1	-0,6	-0,6	0,2	0,1	1,0	-0,5	-0,2	...	...	
4. Sekundarni dohodki	-0,5	-1,3	-1,2	-1,7	-1,5	-1,9	-1,9	-0,7	...	...	
	<b>nominalna medletna rast v %</b>										
Izvoz blaga in storitev	2,1	2,0	1,6	3,2	1,7	-2,8	1,5	5,8	...	...	
Uvoz blaga in storitev	2,5	2,8	2,0	5,3	2,2	-3,4	1,2	7,9	...	...	
<b>Javne finance</b>	2024	2025	12 mes. do apr. 26	2025 jan.-apr.		2026 jan.-apr.					
Konsolidirana bilanca <sup>3</sup>	mio EUR		% BDP	medl. rast v %	mio EUR	medl. rast v %	mio EUR	medl. rast v %			
Prihodki	27.918	29.659	42,6	8,2	9.263	5,3	10.315	11,4			
Davki	24.547	25.964	37,2	7,3	8.534	5,6	9.407	10,2			
Prejeta sredstva iz EU	1.040	1.248	2,0	48,0	145	-35,6	317	118,8			
Ostali	2.331	2.447	3,4	1,4	584	17,9	591	1,2			
Odhodki	28.871	31.433	45,2	10,2	9.549	7,9	10.712	12,2			
Tekoči odhodki	12.910	14.139	20,5	11,2	4.361	8,9	4.975	14,1			
- plače in drugi izdatki zaposlenim	6.539	7.473	10,7	15,7	2.363	7,2	2.641	11,7			
- izdatki za blago in storitve	4.368	4.596	6,6	6,5	1.340	6,4	1.483	10,7			
- obresti	793	836	1,2	-2,3	541	21,7	574	6,1			
Tekoči transferji	12.794	13.765	19,6	8,2	4.409	7,2	4.813	9,1			
- transferji posameznikom in gospodinjstvom	10.397	11.056	15,7	6,9	3.595	5,4	3.849	7,1			
Investicijski odhodki, transferji	2.531	2.809	4,0	14,6	551	2,4	658	19,4			
Saldo	-953	-1.774	-2,6		-286		-397				

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

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

Tabela 5.2: Ključni makroekonomski kazalniki na četrtletni ravni za Slovenijo in evrsko območje

	2023	2024	2025	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	2023	2024	2025	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
	Slovenija							evrsko območje						
								četrtletna rast v %						
<b>Gospodarska gibanja</b>														
BDP				1,0	1,0	0,4	0,7				0,1	0,3	0,2	0,1
- industrija				0,1	-0,0	-0,5	0,6				0,1	-0,1	-0,2	...
- gradbeništvo				5,6	5,0	3,7	-1,2				0,1	0,2	0,8	...
- storitve pretežno javnega sektorja (OPQ)				1,6	0,1	3,8	-3,0				0,1	0,4	0,2	...
- storitve pretežno zasebnega sektorja (brez OPQ)				0,8	1,3	-0,5	1,1				0,2	0,3	0,2	...
Domača potrošnja				0,4	1,4	2,7	-0,7				0,4	0,7	0,3	...
- država				1,8	0,8	1,2	0,2				0,5	0,7	0,5	...
- gospodinjstva in NPISG <sup>1</sup>				0,3	0,2	1,0	0,8				0,3	0,3	0,4	...
- bruto investicije				-1,9	3,3	10,7	-5,8				0,3	1,9	-0,1	...
- bruto investicije v osnovna sredstva				3,2	4,9	2,7	1,5				-1,4	1,2	0,7	...
								medletna rast v %						
BDP	2,4	1,7	1,1	0,8	1,9	2,0	3,0	0,4	0,9	1,4	1,4	1,4	1,4	...
- industrija	6,5	3,8	...	-0,7	-0,0	-2,1	-0,6	-1,7	-0,5	2,1	2,2	2,7	1,4	...
- gradbeništvo	11,8	-3,7	...	3,9	13,3	16,5	15,0	1,7	-1,5	0,6	-0,1	0,9	2,3	...
- storitve pretežno javnega sektorja (OPQ)	0,8	1,8	...	1,9	2,2	1,7	2,5	1,0	1,8	1,2	1,1	1,1	0,9	...
- storitve pretežno zasebnega sektorja (brez OPQ)	1,1	1,2	...	0,9	2,1	2,1	2,5	0,6	0,7	1,4	1,3	1,6	1,6	...
Domača potrošnja	-0,0	3,3	2,6	-0,1	3,8	5,4	3,7	0,0	0,6	2,1	2,5	2,0	2,0	...
- država	2,1	7,3	1,6	-0,7	1,2	3,8	3,9	1,5	2,3	1,6	1,4	1,5	1,7	...
- gospodinjstva in NPISG	-0,0	3,8	1,7	2,3	1,3	3,0	2,8	0,5	1,4	1,5	1,7	1,4	1,5	...
- bruto investicije	-1,6	-1,3	5,5	-4,7	13,1	13,2	5,6	-2,3	-2,8	4,2	5,8	4,1	3,3	...
- bruto investicije v osnovna sredstva	5,5	-0,3	4,1	-0,1	10,0	11,9	12,6	2,5	-2,5	3,0	3,2	3,1	3,4	...
- prispevek zalog k rasti BDP, v o. t.	-1,6	-0,2	0,3	-1,1	0,6	0,3	-1,4	-1,1	-0,1	0,3	0,6	0,3	-0,0	...
<b>Trg dela</b>								četrtletna rast v %						
Zaposlenost				-0,0	0,1	0,1	0,2				0,1	0,2	0,2	0,1
- pretežno zasebni sektor (brez OPQ)				-0,2	-0,0	-0,1	0,1				0,1	0,1	0,2	...
- pretežno javne storitve (OPQ)				0,6	0,5	0,5	0,6				0,2	0,3	0,3	...
								medletna rast v %						
Zaposlenost	1,5	0,5	-0,4	-0,5	-0,4	-0,3	0,4	1,5	1,0	0,7	0,8	0,7	0,7	0,5
- pretežno zasebni sektor (brez OPQ)	1,5	0,1	-1,0	-1,1	-1,0	-0,8	-0,1	1,6	0,8	0,6	0,6	0,5	0,6	...
- pretežno javne storitve (OPQ)	1,6	2,0	1,9	1,9	1,9	2,1	2,3	1,3	1,5	1,3	1,3	1,1	1,1	...
Sredstva za zaposlene na zaposlenega	9,6	6,2	7,9	8,8	8,7	5,7	7,5	5,3	4,5	3,9	4,0	4,0	3,6	...
- pretežno zasebni sektor (brez OPQ)	9,6	6,5	...	7,4	7,9	3,0	7,5	5,5	4,4	3,7	3,9	3,9	3,3	...
- pretežno javne storitve (OPQ)	9,5	5,1	...	13,1	10,9	14,6	7,3	4,8	4,8	4,3	4,2	4,3	4,6	...
Stroški dela na enoto proizvoda, nominalno <sup>2</sup>	8,7	4,9	6,3	7,3	6,2	3,4	4,8	6,5	4,6	3,2	3,4	3,2	2,9	...
Stroški dela na enoto proizvoda, realno <sup>3</sup>	-1,2	1,4	2,8	3,8	2,5	-0,3	1,9	0,3	1,5	0,7	0,8	0,8	0,3	...
ILO stopnja brezposelnosti, v %	3,7	3,7	3,9	3,2	4,2	4,1	...	6,6	6,4	6,4	6,3	6,3	6,2	...
<b>Menjava s tujino</b>								četrtletna rast v %						
Realni izvoz blaga in storitev				-0,6	1,0	-0,3	0,6				-0,4	0,8	-0,4	...
Realni uvoz blaga in storitev				-2,2	1,0	2,5	0,3				-0,1	1,8	-0,2	...
								medletna rast v %						
Realni izvoz blaga in storitev	-1,9	2,3	0,3	0,3	-0,4	0,5	0,7	-1,2	0,5	2,0	0,2	2,9	2,7	...
Realni uvoz blaga in storitev	-4,5	4,3	2,1	-0,9	1,7	4,8	1,5	-2,0	-0,1	3,7	2,5	4,3	4,0	...
Tekoči račun plačilne bilance, v % BDP <sup>4</sup>	4,8	4,5	3,5	4,5	4,2	3,5	3,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	...
Prispevek neto izvoza k rasti BDP, v o. t.	2,4	-1,3	-1,3	0,9	-1,6	-3,1	-0,5	0,4	0,3	-0,6	-1,0	-0,5	-0,5	...
<b>Financiranje</b>								v % BDP						
Bilančna vsota bank	84,9	82,9	84,3	84,3	83,5	84,3	84,3	253,5	251,4	249,5	251,9	250,2	249,5	...
Posojila podjetjem	17,5	16,3	16,4	16,4	16,4	16,4	16,7	33,7	32,7	32,2	32,5	32,4	32,2	...
Posojila gospodinjstvom	19,9	20,1	20,7	20,4	20,6	20,7	20,7	44,9	43,4	42,8	43,0	42,9	42,8	...
<b>Inflacija</b>								v %						
HICP	7,2	2,0	2,5	2,2	2,9	2,7	2,5	5,5	2,4	2,1	2,0	2,1	2,1	2,0
Osnovna (brez energentov, hrane, alkohola in tobaka)	6,7	2,8	2,4	2,4	2,7	2,1	2,3	5,0	2,8	2,4	2,4	2,3	2,4	2,3
<b>Javne finance</b>								v % BDP						
Dolg države	68,3	66,4	65,7	69,5	67,7	65,7	...	86,6	86,6	87,5	87,7	88,0	87,5	...
Saldo države <sup>4</sup>	-2,6	-0,9	-2,5	-1,7	-1,5	-2,5	...	-3,5	-3,0	-2,9	-2,9	-3,0	-2,9	...
- plačilo obresti <sup>4</sup>	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	...	1,7	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	...
- primarni saldo <sup>4</sup>	-1,3	0,4	-1,3	-0,5	-0,3	-1,3	...	-1,8	-1,2	-1,0	-1,0	-1,1	-1,0	...

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

Opomba: Za izračun medletnih stopenj rasti so uporabljeni neprilagojeni podatki, za izračun tekočih stopenj rasti pa desezonirani. (1) Podatki za Slovenijo so izračunani kot razlika desezoniranih podatkov za končno potrošnjo skupaj in končno potrošnjo države. (2) Nominalni stroški dela na enoto proizvoda so količnik med nominalnimi sredstvi za zaposlene na zaposlenega in realno produktivnostjo dela. (3) Realni stroški dela na enoto proizvoda so količnik med nominalnimi sredstvi za zaposlene na zaposlenega ter nominalno produktivnostjo dela. (4) 4-črtletne drseče vsote.

## Kratice

BDP	bruto domači proizvod
BS	Banka Slovenije
BVAR	Bayesov vektorski avtoregresijski model
CEE	države evrskega območja Srednje in Vzhodne Evrope (angl. Central and Eastern Europe)
DDV	davek na dodano vrednost
EBRD	Evropska banka za obnovo in razvoj
ECB	Evropska centralna banka
ECOICOP	evropska klasifikacija individualne potrošnje po namenu
EK	Evropska komisija
EO	evrsko območje
EU	Evropska unija
EUR	evro
Fed	Ameriška centralna banka (angl. Federal Reserve System)
FRED	Federal Reserve Economic Data
GSCPI	kazalnik pritiskov v globalnih dobavnih verigah (angl. Global Supply Chain Pressure Index)
GZS	Gospodarska zbornica Slovenije
HICP	harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin
IMF	Mednarodni denarni sklad
MDD	kazalnik modificiranega domačega povpraševanja
MPC	mejna nagnjenost k potrošnji
NGEU	program EU za okrevanje in odpornost (angl. NextGenerationEU)
OECD	Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj
OLS	metoda najmanjših kvadratov (angl. Ordinary Least Squares)
OPEC+	Organizacija držav izvoznic nafte
PMI	kazalnik nabavnih menedžerjev
RS	Republika Slovenija
SiQM	makroekonomski model Banke Slovenije
SPT+OVE	sektor prometa (SPT) in obnovljivi viri energije (OVE)
SURS	Statistični urad Republike Slovenije
ULC	stroški dela na enoto proizvoda (angl. Unit Labour Costs)
UMAR	Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj
URSOO	Urad Republike Slovenije za okrevanje in odpornost
USD	ameriški dolar (angl. United States Dollar)
VAR	vektorski avtoregresijski model (angl. Vector Autoregression)
VIX	indeks volatilnosti (angl. Volatility Index)
WIIW	Dunajski inštitut za mednarodne ekonomske študije (nem. Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche)
ZDA	Združene države Amerike
ZEW	Center za evropske ekonomske raziskave (nem. Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung)
ZRSZ	Zavod Republike Slovenije za zaposlovanje

## Kratice standardne klasifikacije dejavnosti (SKD 2025)

**A** – Kmetijstvo in lov, gozdarstvo, ribištvo, **01** – Kmetijska proizvodnja in lov ter z njima povezane storitve, **02** – Gozdarstvo, **03** – Ribištvo in akvakultura **B** – Rudarstvo, **05** – Pridobivanje premoga, **06** – Pridobivanje surove nafte in zemeljskega plina, **07** – Pridobivanje rud, **08** – Pridobivanje rudnin in kamnin, **09** – Storitve za rudarstvo **C** – Predelovalne dejavnosti, **10** – Proizvodnja živil, **11** – Proizvodnja pijač, **12** – Proizvodnja tobačnih izdelkov, **13** – Proizvodnja tekstilij, **14** – Proizvodnja oblačil, **15** – Proizvodnja usnja, usnjenih in sorodnih izdelkov iz drugih materialov, **16** – Proizvodnja lesa ter lesenih in plutovinastih izdelkov, razen pohištva, proizvodnja slamatih in pletarskih izdelkov, **17** – Proizvodnja papirja in izdelkov iz papirja, **18** – Tiskarstvo in razmnoževanje posnetih nosilcev zapisa, **19** – Proizvodnja koksa in rafiniranih naftnih proizvodov, **20** – Proizvodnja kemikalij in kemičnih izdelkov, **21** – Proizvodnja farmacevtskih surovin in preparatov, **22** – Proizvodnja gumenih in plastičnih izdelkov, **23** – Proizvodnja nekovinskih mineralnih izdelkov, **24** – Proizvodnja kovin, **25** – Proizvodnja kovinskih izdelkov, razen strojev in naprav, **26** – Proizvodnja računalnikov, elektronskih in optičnih izdelkov, **27** – Proizvodnja električnih naprav, **28** – Proizvodnja strojev in naprav, d. n., **29** – Proizvodnja motornih vozil, prikolic in polprikolic, **30** – Proizvodnja drugih vozil in plovil, **31** – Proizvodnja pohištva, **32** – Druge raznovrstne predelovalne dejavnosti, **33** – Popravila, vzdrževanje in montaža strojev in naprav **D** – Oskrba z električno energijo, plinom, paro in hladnim zrakom, **35** – Oskrba z električno energijo, plinom, paro in hladnim zrakom **E** – Oskrba z vodo; ravnanje z odplakami in odpadki; saniranje okolja, **36** – Zbiranje, prečiščevanje in distribucija vode, **37** – Ravnanje z odplakami, **38** – Zbiranje, odvoz, predelava in odstranjevanje odpadkov, **39** – Saniranje okolja in drugo ravnanje z odpadki **F** – Gradbeništvo, **41** – Gradnja stanovanjskih in nestanovanjskih stavb, **42** – Gradnja inženirskih objektov, **43** – Specializirana gradbena dela **G** – Trgovina, **46** – Trgovina na debelo, **47** – Trgovina na drobno **H** – Prevoz in skladiščenje, **49** – Kopenski prevoz, cevovodni transport, **50** – Vodni prevoz, **51** – Zračni prevoz, **52** – Skladiščenje in spremljajoče prevozne dejavnosti, **53** – Poštna in kurirska dejavnost **I** – Nastanitvene in gostinske dejavnosti, **55** – Nastanitvene dejavnosti, **56** – Dejavnosti strežbe hrane in pijač

**J** – Založništvo, radiodifuzija ter produkcija in distribucija vsebin, **58** – Založništvo, **59** – Dejavnosti produkcije filmov, videofilmov in televizijskih oddaj ter snemanja in izdajanja zvočnih zapisov in muzikalij, **60** – Radijska in televizijska dejavnost, dejavnost tiskovnih agencij in druge dejavnosti distribucije vsebin **K** – Dejavnosti v zvezi s telekomunikacijami, računalniškim programiranjem, svetovanjem, računalniško infrastrukturo in drugimi informacijskimi storitvami, **61** – Telekomunikacijske dejavnosti, **62** – Računalniško programiranje, svetovanje in druge s tem povezane dejavnosti, **63** – Dejavnosti v zvezi z računalniško infrastrukturo, obdelavo podatkov in gostovanjem ter druge informacijske dejavnosti **L** – Finančne in zavarovalniške dejavnosti, **64** – Dejavnosti finančnih storitev, razen zavarovalništva in dejavnosti pokojninskih skladov, **65** – Dejavnost zavarovanja, pozavarovanja in pokojninskih skladov, razen obvezne socialne varnosti, **66** – Pomožne dejavnosti za finančne in zavarovalniške storitve **M** – Poslovanje z nepremičninami, **68** – Poslovanje z nepremičninami **N** – Strokovne, znanstvene in tehnične dejavnosti, **69** – Pravne in računovodske dejavnosti, **70** – Dejavnost uprav podjetij; podjetniško in poslovno svetovanje, **71** – Arhitekturna in inženirska dejavnost, tehnično preizkušanje in analiziranje, **72** – Znanstvena raziskovalna in razvojna dejavnost, **73** – Oglaševanje, raziskovanje trga, stiki z javnostjo, **74** – Druge strokovne, znanstvene in tehnične dejavnosti, **75** – Veterinarstvo **O** – Druge raznovrstne poslovne dejavnosti, **77** – Dajanje v najem in zakup, **78** – Zaposlovalne dejavnosti, **79** – Dejavnost potovalnih agencij, organizatorjev potovanj ter druge storitve rezervacij in druge s potovanji povezane dejavnosti, **80** – Preiskovalne dejavnosti in varovanje, **81** – Dejavnost oskrbe stavb in okolice, **82** – Pisarniške in spremljajoče poslovne storitvene dejavnosti **P** – Dejavnost javne uprave in obrambe, dejavnost obvezne socialne varnosti, **84** – Dejavnost javne uprave in obrambe, dejavnost obvezne socialne varnosti **Q** – Izobraževanje, **85** – Izobraževanje **R** – Zdravstvo in socialno varstvo, **86** – Zdravstvo, **87** – Socialno varstvo z nastanitvijo, **88** – Socialno varstvo brez nastanitve **S** – Kulturne, športne in rekreacijske dejavnosti, **90** – Umetniško ustvarjanje in uprizoritvene umetnosti, **91** – Dejavnost knjižnic, arhivov, muzejev in druge kulturne dejavnosti, **92** – Prirejanje iger na srečo, **93** – Športne in druge dejavnosti za prosti čas **T** – Druge dejavnosti, **94** – Dejavnost članskih organizacij, **95** – Popravila in vzdrževanje računalnikov, izdelkov za široko rabo, motornih vozil in motornih koles, **96** – Osebne storitve **U** – Dejavnost gospodinjstev z zaposlenim hišnim osebjem ter proizvodnja za lastno rabo, **97** – Dejavnost gospodinjstev z zaposlenim hišnim osebjem, **98** – Raznovrstna proizvodnja gospodinjstev za lastno rabo **V** – Dejavnosti eksteritorialnih organizacij in teles, **99** – Dejavnost eksteritorialnih organizacij in teles

#### Kratice držav

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