BANKA SLOVENIJE

EVROSISTEM

GOSPODARSKA IN FINANČNA GIBANJA

JANUAR 2022

BANKA SLOVENIJE
EVROSISTEM

Naslov: Gospodarska in finančna gibanja
Številka: januar 2022

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

Urednika: Luka Žakelj; mag. Ana Selan

Pri pripravi Gospodarskih in finančnih gibanj so sodelovali:

Noemi Matavulj; Luka Žakelj; mag. Ana Selan; dr. Mojca Lindič; Nika Sosič; Mihaela Štiglic; mag. Andreja Strojan Kastelec; mag. Mojca Roter; dr. Miguel Angel Gavilan Rubio; mag. Aljoša Gruntar; Cilka Ferjančič; Nika Brzin; Nataša Kunc; mag. Aleš Kavrečič; Vida Bukatarević; Romana Jager; Franc Remšak; Goran Obradović

Priprava podatkov, oblikovanje grafikonov in računalniška postavitev:

Nataša Kunc; Nika Brzin

Uporaba in objava podatkov in delov besedila je dovoljena z navedbo vira. Upoštevani so podatki, dostopni do 24. januarja 2022. Gradivo je bilo obravnavano na seji Sveta Banke Slovenije 25. januarja 2022.

This publication is also available in English.

ISSN 2385-9776

Pregled vsebine:

Povzetek 7

1 Gospodarske razmere v evrskem območju 11

2 Denarna politika in finančni trgi 20

3 Domača gospodarska gibanja 25

4 Trg dela 30

5 Tekoči račun plačilne bilance in kazalniki konkurenčnosti 37

6 Finančni položaj podjetij, gospodinjstev in bank 43

7 Gibanje cen 50

8 Javne finance 61

9 Izbrane teme 68

9.1 Analiza učinkov dnevnih bruto tokov nakupov državnih vrednostnih papirjev na pogoje financiranja 68

10 Statistična priloga 74

Pregled slik, tabel in okvirjev:

Slike:

Slika 1.1	Gospodarska klima v pomembnejših državah evrskega območja	12
Slika 1.2	Kazalnik gospodarske klime v članicah evrskega območja v zadnjem četrtletju 2021	12
Slika 1.3	Gospodarska rast članic evrskega območja v tretjem četrtletju 2021	13
Slika 1.4	Raven BDP v pomembnejših državah evrskega območja	13
Slika 1.5	Pomanjkanje delavcev in stopnja brezposelnosti v evrskem območju	13
Slika 1.6	Število novo okuženih s covid-19 in strogost ukrepov, evrsko območje	13
Slika 1.7	Komponente tekočega računa evrskega območja	14
Slika 1.8	Zunanja konkurenčnost evrskega območja do skupine 19 trgovinskih partneric	14
Slika 1.9	Primerjava rasti posojil nebančnemu sektorju med Slovenijo in evrskim območjem	15
Slika 1.10	Medletna inflacija v državah evrskega območja	16
Slika 1.11	Saldo in dolg države v evrskem območju	16
Slika 1.12	JPMorgan kazalnik nabavnih menedžerjev (PMI), svetovno gospodarstvo	17
Slika 2.1	Razlike v umikanju podpore centralnih bank	21
Slika 2.2	Terminske krivulje €STR na izbrane datume	21
Slika 2.3	Delniški indeksi kot indeksne spremembe	21
Slika 2.4	Cene kovin in energentov kot indeksne spremembe ter NEER42	22
Slika 3.1	Kazalnik gospodarske klime v Sloveniji	25
Slika 3.2	Omejitveni dejavniki v Sloveniji	26
Slika 3.3	Razpon medletnih stopenj rasti predelovalnih dejavnosti	26
Slika 3.4	Vrednost kartičnih plačil in dvigov na bankomatih	27
Slika 3.5	Uvozne cene energentov	27
Slika 3.6	Primerjava ravni BDP v Q3 2021 s predkrizno po izdatkovni strukturi v Sloveniji in evrskem območju	27
Slika 3.7	Primerjava ravni BDP v Q3 2021 s predkrizno po proizvodni strani v Sloveniji in evrskem območju	28
Slika 3.8	Proizvodnja predelovalnih dejavnosti po tehnološki zahtevnosti	28
Slika 3.9	Prispevki menjave s tujino k medletni rasti BDP	29
Slika 4.1	Prispevki k medletni spremembi števila delovno aktivnih prebivalcev	31
Slika 4.2	Delovno aktivni brez samozaposlenih kmetov po državljanstvu	31
Slika 4.3	Delež delodajalcev, ki se je srečal s pomanjkanjem ustreznih kadrov	31
Slika 4.4	Število novo okuženih s covid-19 in strogost ukrepov v Sloveniji	31
Slika 4.5	Prosta delovna mesta	33
Slika 4.6	Pričakovano zaposlovanje v naslednjih treh mesecih	33
Slika 4.7	Brezposelnost	33
Slika 4.8	Struktura brezposelnosti	34
Slika 4.9	Povprečna bruto plača na zaposleno osebo	34
Slika 4.10	Povprečne bruto plače po dejavnostih zasebnega sektorja, oktober 2021	35
Slika 4.11	Nominalna masa bruto plač po nacionalnih računih	35
Slika 5.1	Komponente tekočega računa	38
Slika 5.2	Izvozna naročila in pričakovani izvoz v predelovalnih dejavnostih	38
Slika 5.3	Cene industrijskih proizvodov	38
Slika 5.4	Realne in nominalne stopnje rasti izvoza in uvoza blaga	39
Slika 5.5	Saldo storitvene menjave	39
Slika 5.6	Neto primarni dohodki	41
Slika 5.7	Neto sekundarni dohodki	41
Slika 5.8	Zunanja konkurenčnost Slovenije do krovne skupine 39 trgovinskih partneric	41
Slika 5.9	Realni stroški dela na enoto proizvoda	42
Slika 5.10	Realni stroški dela na enoto proizvoda v menjalnem in nemenjalnem sektorju	42
Slika 6.1	Razmik med varčevanjem in investicijami	43
Slika 6.2	Finančne naložbe in obveznosti podjetij	44

Slika 6.3	Primerjava zadolženosti v Sloveniji in evrskem območju	44
Slika 6.4	Finančne naložbe in obveznosti gospodinjstev	45
Slika 6.5	Finančne naložbe in obveznosti bank in skladov denarnega trga	45
Slika 7.1	Pričakovane cene iz Ankete o poslovnih tendencah	50
Slika 7.2	Anketa o mnenju potrošnikov, gibanje cen v prihodnosti	51
Slika 7.3	Prispevki k inflaciji	51
Slika 7.4	Prispevki podskupin k najožjemu kazalniku osnovne inflacije	52
Slika 7.5	Cena nafte in energentov	53
Slika 7.6	Prispevki k rasti cen energentov	55
Slika 7.7	Cene prehrambnih surovin, uvoznih cen in cen proizvajalcev	55
Slika 7.8	Prispevki k rasti cen hrane	55
Slika 7.9	Prispevki k rasti cen industrijskih proizvodov brez energentov	56
Slika 7.10	Cene osebnih avtomobilov	56
Slika 7.11	Prispevki k rasti cen storitev	56
Slika 7.12	Vpliv spremembe uteži na storitveno inflacijo	56
Slika 8.1	Prispevek prihodkov in izdatkov države k medletni spremembi salda sektorja država	61
Slika 8.2	Prihodki države	62
Slika 8.3	Izdatki države brez pomoči finančnim institucijam	62
Slika 9.1.1	Dekompozicija donosnosti 10-letnih z BDP tehtanih obveznic držav evrskega območja	69
Slika 9.1.2	Impulzni odzivi na povečanje nakupov v okviru APP in PEPP za 1 milijardo EUR	71
Slika 9.1.3	Mediana odziva po spremembi nakupov v višini 20 milijard EUR mesečno	72
Slika 9.1.4	Mediana odziva najav o PEPP nakupih na 10-letno donosnost v evrskem območju	73

Tabele:

Tabela 3.1	Gospodarska aktivnost, kazalniki obsega	26
Tabela 4.1	Demografska gibanja, brezposelnost in zaposlenost	32
Tabela 4.2	Stroški dela	36
Tabela 5.1	Komponente tekočih transakcij plačilne bilance	40
Tabela 7.1	Struktura HICP in kazalniki gibanja cen	52
Tabela 7.2	Inflacijski pritiski	54
Tabela 8.1	Primanjkljaj in dolg države v Sloveniji v obdobju 2016–2023	62
Tabela 10.1	Konsolidirana bilanca monetarnih finančnih institucij	75
Tabela 10.2	Bilanca Banke Slovenije	76
Tabela 10.3	Bilanca drugih monetarnih finančnih institucij	77
Tabela 10.4	Obrestne mere novih posojil in vlog v domači valuti gospodinjstev ter nefinančnih podjetij	78
Tabela 10.5	Stanje mednarodnih naložb	79
Tabela 10.6	Bruto zunanji dolg	80
Tabela 10.7	Plačilna bilanca	81
Tabela 10.8	Plačilna bilanca, nadaljevanje	82
Tabela 10.9	Nekonsolidirana stanja finančnih sredstev	83
Tabela 10.10	Nekonsolidirana stanja obveznosti	84
Tabela 10.11	Neto finančna sredstva	84
Tabela 10.12	Nekonsolidirane transakcije v finančnih sredstvih, drseče vsote štirih četrtletij	85
Tabela 10.13	Nekonsolidirane transakcije v obveznostih, drseče vsote štirih četrtletij	86
Tabela 10.14	Neto finančne transakcije, drseče vsote štirih četrtletij	86

Okvirji:

Okvir 1.1	Heterogenost gospodarskega okrevanja med članicami evrskega območja	18
Okvir 2.1	Reforma referenčnih obrestnih mer	23
Okvir 6.1	Poslovanje bank	47
Okvir 7.1	Analiza razširjenosti cenovnih pritiskov v košarici indeksa cen HICP	58
Okvir 8.1	Dolgotrajna oskrba	63
Okvir 8.2	Javnofinančna gibanja po metodologiji denarnega toka	66

Povzetek

Kljub razsežnosti pandemije so bili kazalniki aktivnosti v evrskem območju na visoki ravni tudi ob koncu lanskega leta, tveganja pa ostajajo znatna. *Razmere za poslovanje podjetij so postale zahtevnejše, kar na primer odražata sestavljeni kazalnik PMI in kazalnik gospodarske klime, vendar sta še vedno nad predkriznimi ravnmi. Po dveh četrtletjih več kot dvoodstotne četrtletne rasti naj bi se gospodarska aktivnost v evrskem območju v lanskem zadnjem četrtletju tako umirila, kar naj bi bila predvsem posledica težav zasebnih storitev ob postopnem zaostrovanju omejitvenih ukrepov. Razmere se sicer med panogami močno razlikujejo, saj je agregatni kazalnik zaupanja v predelovalnih dejavnostih in tudi v gradbeništvu decembra dosegel najvišjo vrednost do zdaj kljub pomanjkanju surovin in polizdelkov ter naraščanju proizvodnih stroškov. Poleg teh proizvodnjo ovirajo tudi pomanjkanje delavcev ob vse manjši brezposelnosti, kratkoročno pa tudi odsotnosti z dela zaradi rekordnega števila okužb z omikronom. V razmerah presežnega povpraševanja in močnih cenovnih pritiskov v mednarodnem okolju je inflacija v evrskem območju decembra dosegla 5,0 %, kar je največ do zdaj. V Evrosistemu smo decembra za letos napovedali 4,2-odstotno rast BDP evrskega območja, za leto 2023 pa 2,9-odstotno, medtem ko naj bi se inflacija v tem obdobju znižala na 1,8 %. Napovedi tudi tokrat spremljajo velika tveganja in negotovosti.*

Finančne trge je v lanskem zadnjem četrtletju zaznamoval predvsem hitrejši umik akomodativnosti centralnih bank, kar signalizira tudi ECB, vendar njena naravnanost v očeh tržnih udeležencev ostaja med bolj podpornimi v primerjavi z drugimi centralnimi bankami razvitih držav. *Evrske tržne obrestne mere so se dodatno povišale in razkrivajo, da finančni trgi vidijo možnost izhoda iz okolja negativnih obrestnih mer bistveno hitreje, kot so pričakovali pred pandemijo. Prirast stroškov zadolževanja državnega in zasebnega sektorja v evrskem območju je bil v lanskem zadnjem četrtletju zmeren, dosežene ravni z začetka letošnjega leta pa še vedno primerljive s tistimi pred pandemijo. Finančni pogoji za evrske gospodarske subjekte ostajajo tako dovolj podporni in z njimi tudi pogoji za gospodarsko rast. To se odraža tudi v bančnem kreditiranju nebančnega sektorja, ki je bilo novembra medletno višje za 3,3 %. Visoka rast in volatilnost terminskih cen energentov v lanskem zadnjem četrtletju kažeta na precejšnjo negotovost glede prihodnjega gibanja cen. Kljub temu tržni udeleženci na srednji rok, tj. od leta 2023 naprej, še naprej pričakujejo znižanje evrske letne inflacije nekoliko pod 2,0 %, kar je skladno z zadnjimi napovedmi Evrosistema.*

Po trenutnih podatkih ostaja negativni vpliv poslabšanih epidemioloških razmer tudi na domače gospodarstvo za zdaj razmeroma majhen, tveganja pa so znatna. *Konjunktura v Sloveniji se sicer umirja po zapolnitvi krizne vrzeli BDP, rast pa ob močnem državnem investiranju izrazito poganja domače trošenje, ki je precej močnejše kot v povprečju evrskega območja. Še naprej je visoka tudi rast izvoza. Kljub naraščajočim kazalnikom pomanjkanja delavcev in težavam v dobavnih verigah so ostali mesečni kazalniki aktivnosti v lanskih jesenskih mesecih večinoma spodbudni, saj je bilo zares prizadetih le manjše število panog. Gospodarska klima se je decembra izboljšala, ocene podjetij o moči povpraševanja pa so bile ponovno visoke. Rast aktivnosti se je nadaljevala tudi na prehodu v letošnje leto, saj skupna vrednost kartičnih plačil in dvigov na bankomatih ter število prevoženih kilometrov tovornih vozil po domačih avtocestah ostajata močno nad predkriznimi vrednostmi. Ocenjujemo, da makroekonomska tveganja ostajajo znatna, saj število okuženih dosega nove*

rekorde, s čimer postaja pereča tudi odsotnost z dela, številnim podjetjem resne težave povzročajo visoki stroški energentov, višja inflacija pa lahko zavre zasebno trošenje, saj je oktobra povprečna realna bruto plača medletno že stagnirala.

Ob zgodovinsko najvišji zaposlenosti postajajo težave s pomanjkanjem delavcev v domačem gospodarstvu vse očitnejše. *Število delovno aktivnih oseb je bilo novembra lani ponovno rekordno, rast zaposlovanja pa prisotna v skoraj vseh dejavnostih. Ob hitrem zmanjševanju domače brezposelnosti podjetja vse pogosteje posegajo po zaposlovanju tujih državljanov, ki so lansko jesen prispevali približno polovico k medletni rasti delovno aktivnih oseb brez samozaposlenih kmetov. Naraščajoče zaposlovanje tujih delavcev zavira negativne učinke strukturnih neskladij na domačem trgu dela in posledično zmanjšuje plačne pritiske. Medletna rast povprečne bruto plače se je po zmanjšanju kriznih dodatkov v javnem sektorju upočasnila. Oktobra lani je bila 3,6-odstotna, pri čemer je v zasebnem sektorju ostala nad 5 % in tako za več kot dve odstotni točki nad rastjo iz leta 2019. Ob naraščanju zaposlovanja in ohranjanju relativno visoke rasti povprečnih plač je po statistiki nacionalnih računov v lanskem tretjem četrtletju z 8,2 % ostala visoka tudi medletna rast mase bruto plač.*

Visoke uvozne cene in močna domača poraba se vse očitneje zrcalijo na tekočem računu plačilne bilance. *Blagovni presežek je v enem letu do novembra padel na raven z začetka leta 2013, ko je bilo gospodarstvo z varčevalnimi ukrepi v fazi javnofinančne in plačilnobilančne konsolidacije. K padcu, ki je bil najmočnejši do zdaj, je opazno prispevala visoka rast uvoznih cen, ob kateri je bila medletna nominalna rast blagovnega uvoza lani do novembra kar 27,2-odstotna. S ponovnim pospeškom v novembru je ostal robusten tudi izvoz, ki se je v lanskih prvih enajstih mesecih povečal za 18,2 %. Za predkrizno ravnjo ostaja le izvoz cestnih vozil, saj težave pri dobavi sestavnih delov hromijo tako domačo kot tujo avtomobilsko industrijo. Obenem se močno krepi storitvena menjava, vendar je okrevanje v menjavi potovanj zaradi omejevalnih ukrepov še naprej zgolj postopno in vsaj na kratek rok še vedno precej negotovo. Med dohodki poudarjamo povečane izdatke za dividende z naslova neposrednih tujih naložb. Enoletni presežek na tekočem računu je novembra znašal 1,8 mrd EUR, kar je medletno manj kar za 1,5 mrd EUR. Poleg salda tekočega računa lansko rast domačega povpraševanja odraža tudi neto finančni položaj zasebnega sektorja, saj se je njegova varčevalno-investicijska vrzel začela počasi prevešati v smer investicij.*

Inflacija je bila decembra s 5,1 % najvišja v zadnjih trinajstih letih, povišana rast cen pa je prisotna v čedalje večjem deležu dobrin v košarici HICP. *Delež proizvodov in storitev, katerih rast cen presega 2,0 %, je bil decembra 61,4-odstoten, rast cen pa je beležilo že skoraj 85 % celotne potrošniške košarice. Inflacijo sicer še naprej poganjajo predvsem visoke cene energentov, ki spremljajo hitro svetovno gospodarsko rast in geopolitične napetosti. Zaradi visoke rasti cen kmetijskih proizvodov in prehrambnih surovin so poskočile cene hrane, decembra medletno za 3,6 %. Ob močnem domačem povpraševanju se poleg storitev ob vse višjih vhodnih stroških dražijo tudi industrijski proizvodi brez energentov. S tem se krepi tudi osnovna inflacija, ki je ob koncu leta dosegla 2,9 %, kar je 0,3 odstotne točke nad povprečjem evrskega območja. Uradno izmerjeno rast cen prek uteži za izračun HICP še zmeraj blaži učinek z epidemijo spremenjenih potrošniških vzorcev. Ob nespremenjenih utežeh bi namreč skupna inflacija dosegla 5,9 %, osnovna pa 3,3 %. Kljub znakom širše osnovanosti inflacije v drugi polovici leta pričakujemo določeno umiritev cen zaradi pojemanja presežnega povpraševanja, močnih učinkov osnove ter razrešitve težav v dobavnih verigah in na energetskih trgih.*

Primanjkljaj in dolg države se v deležu BDP zmanjšujeta, nominalna zadolženost pa je precej višja kot leta 2019. *Primanjkljaj države je lani med januarjem in septembrom znašal 5,2 % BDP, kar je medletno manj za 1,8 odstotne točke. Zaradi visoke gospodarske rasti, ki jo v veliki meri poganja močno končno trošenje, ter naglega povečevanja zaposlenosti in plač je bila rast prihodkov visoka, skoraj 11-odstotna. Rast izdatkov je*

bila za okoli štiri odstotne točke nižja. S približno 26-odstotno rastjo so izstopale državne investicije, katerih medletna rast je v tretjem četrtletju pospešila na okoli 40 %. V drugem polletju je bil obseg protikoronskih ukrepov zaradi junijskega izteka finančno najobsežnejših ukrepov nižji kot v prvem. Po ocenah Ministrstva za finance naj bi dolg ob koncu lanskega leta dosegel 77,5 % BDP. To je zaradi hitre gospodarske rasti za 7,5 odstotne točke BDP manj v primerjavi z vrhom iz lanskega prvega četrtletja, a nominalna zadolženost ostaja bistveno višja kot pred epidemijo. Ob izraziti podpori denarne politike so bile zadolžitve v času pandemije sicer opravljene pod zelo ugodnimi pogoji, kar zmanjšuje breme plačevanja obresti kljub nominalno višjemu dolgu.

***

Pripravili smo tudi analizo vpliva programov centralnobančnih nakupov vrednostnih papirjev na pogoje financiranja držav evrskega območja, ki potrjuje njihovo učinkovitost in ponazori kanale vplivanja. *Programu APP (Asset purchase programme), ki je že pred pandemijo obsegal 20 mrd EUR nakupov mesečno, je Svet ECB aprila 2020 dodal še program PEPP (Pandemic emergency purchase programme), ki obsega skupno ovojnico v višini 1.850 mrd EUR. Cilj obeh je zagotavljanje ustrezne naravnanosti denarne politike in v primeru programa PEPP tudi homogene transmisije denarne politike v celotnem evrskem območju. Po naših ocenah sta programa uspešno podpirala spodbujevalno naravnanost denarne politike. Najava in implementacija nakupov sta namreč znižali premije za tveganje in obrestna pričakovanja ter posledično realne zahtevane donosnosti na evrske obveznice. Hkrati so nakupi spodbudili rast inflacijskih pričakovanj, a je bil učinek na znižanje realnih donosnosti večji, zato so znižali tudi nominalne zahtevane donosnosti. Vsi našteti učinki prispevajo k vrnitvi srednjeročnih inflacijskih obetov proti novemu dvoodstotnemu simetričnemu inflacijskemu cilju. Po drugi strani, če se bo denarna politika morala odzvati visoki inflaciji skladno z našo prihodnjo naravnanostjo (forward guidance), bo zmanjševanje neto nakupov in kasneje prenehanje ponovnega investiranja zapadlih glavnic prispevalo k povišanju zahtevanih donosnosti in tako pomembno prispevalo k upočasnitvi rasti cen.*

Ključni makroekonomski kazalniki

	2018	2019	2020	21Q1	21Q2	21Q3	2018	2019	2020	21Q1	21Q2	21Q3
	Slovenija						*evrsko območje*					
Gospodarska gibanja	*medletne stopnje rasti v %*											
BDP	4,4	3,3	-4,2	1,6	16,3	5,0	1,8	1,6	-6,4	-1,1	14,7	4,0
- industrija	3,1	6,9	-3,3	2,7	27,0	6,0	1,9	0,2	-6,8	2,9	22,8	5,2
- gradbeništvo	8,4	8,1	-2,0	0,1	8,7	2,5	2,2	2,1	-5,3	1,1	18,9	2,0
- storitve pretežno javnega sektorja	2,0	1,7	3,0	1,7	2,7	0,3	0,7	1,1	-2,9	0,8	10,0	2,0
- storitve pretežno zasebnega sektorja	4,9	3,8	-4,5	0,7	17,4	6,0	2,1	1,7	-7,1	-1,6	15,5	4,3
Domača potrošnja	5,0	3,3	-4,6	1,2	18,9	11,2	1,8	2,5	-6,2	-4,0	12,5	3,8
- država	3,0	2,0	4,2	1,2	3,3	1,6	1,1	1,8	1,3	2,9	7,8	2,7
- gospodinjstva in NPISG	3,6	4,8	-6,6	-0,5	18,5	9,3	1,5	1,3	-7,9	-6,0	12,3	2,7
- bruto investicije	10,6	0,6	-7,3	5,4	37,2	27,8	3,5	5,8	-9,1	-5,8	17,9	7,9
- bruto investicije v osnovna sredstva	9,7	5,5	-8,2	7,9	20,4	9,6	3,1	6,7	-7,0	-6,4	19,3	3,2
- prispevek zalog k rasti BDP, v o. t.	0,4	-0,9	0,1	-0,4	3,4	3,2	0,1	-0,1	-0,5	0,0	-0,2	1,0
Trg dela												
Zaposlenost	3,2	2,5	-0,6	-0,9	1,4	2,6	1,6	1,3	-1,5	-1,7	2,0	2,1
- pretežno zasebni sektor (brez OPQ)	3,4	2,6	-1,2	-1,7	1,0	2,5	1,7	1,3	-2,3	-2,7	1,7	2,1
- pretežno javne storitve (OPQ)	2,2	1,8	2,2	2,3	2,9	2,7	1,4	1,4	0,9	1,4	2,7	2,0
Sredstva za zaposlene na zaposlenega	3,9	5,0	3,5	6,4	8,4	5,6	2,1	2,1	-0,6	2,1	7,2	3,2
- pretežno zasebni sektor (brez OPQ)	4,1	4,5	1,7	2,1	8,2	5,8	2,2	2,1	-1,9	1,9	9,3	3,5
- pretežno javne storitve (OPQ)	3,3	6,5	9,5	13,4	13,0	13,0	1,9	2,3	2,4	2,5	2,3	2,3
Stroški dela na enoto proizvoda, nominalno*	2,7	4,2	7,7	3,8	-5,5	3,1	1,9	1,9	4,6	1,5	-4,7	1,3
Stroški dela na enoto proizvoda, realno**	0,6	1,9	6,3	2,4	-7,5	-0,5	0,4	0,2	3,0	0,0	-5,1	-1,4
	v %											
ILO stopnja brezposelnosti	5,1	4,5	5,0	5,6	4,3	4,5	8,2	7,6	7,9	8,6	7,9	7,4
Menjava s tujino	*medletne stopnje rasti v %*											
Tekoči račun plačilne bilance v % BDP***	6,0	6,0	7,4	6,8	6,0	4,8	2,9	2,3	1,9	2,6	2,8	2,8
Prispevek neto izvoza k rasti BDP, v o. t.	-0,2	0,3	-0,1	0,5	-0,8	-5,0	0,1	-0,8	-0,4	2,8	2,6	0,3
Realni izvoz blaga in storitev	6,2	4,5	-8,7	1,5	30,5	10,6	3,6	2,7	-9,1	0,1	26,9	10,0
Realni uvoz blaga in storitev	7,1	4,7	-9,6	1,1	36,1	19,9	3,8	4,7	-9,1	-6,0	22,4	10,2
Financiranje	*v % BDP*											
Bilančna vsota bank	88,4	88,0	98,2	100,4	99,5	96,8	256,0	260,2	296,3	304,9	298,0	296,2
Posojila podjetjem	20,6	19,9	20,2	20,3	19,5	19,2	36,4	36,0	40,2	40,3	39,1	38,4
Posojila gospodinjstvom	21,7	22,0	22,9	22,7	22,0	22,0	49,0	49,0	53,2	53,5	52,2	52,1
Inflacija	*v %*											
HICP	1,9	1,7	-0,3	-0,6	2,1	2,3	1,8	1,2	0,3	1,1	1,8	2,8
Osnovna (brez energentov, hrane, alkohola in tobaka)	1,0	1,9	0,8	-0,2	0,4	0,8	1,0	1,0	0,7	1,2	0,9	1,4
Javne finance	*v % BDP*											
Dolg države	70,3	65,6	79,8	85,0	80,0	79,6	85,5	83,6	97,3	100,0	98,3	...
Saldo države***	0,7	0,4	-7,7	-8,2	-6,3	-6,3	-0,4	-0,6	-7,2	-8,4	-7,0	...
*- plačilo obresti****	2,0	1,7	1,6	1,6	1,4	1,4	1,8	1,6	1,5	1,5	1,5	...
*- primarni saldo****	2,8	2,1	-6,1	-6,6	-4,9	-4,9	1,4	1,0	-5,7	-6,8	-5,6	...

Opomba: Podatki v tabeli so neprilagojeni sezoni in delovnim dnem.
** Nominalni stroški dela na enoto proizvoda so količnik med nominalnimi sredstvi za zaposlene na zaposlenega in realno produktivnostjo dela.*
*** Realni stroški dela na enoto proizvoda so količnik med nominalnimi sredstvi za zaposlene na zaposlenega in nominalno produktivnostjo dela.*
**** 4-četrtletne drseče vsote.*
Vir: SURS, Eurostat, Banka Slovenije, ECB, Ministrstvo za finance RS, preračuni Banke Slovenije.

1 Gospodarske razmere v evrskem območju

Ob koncu lanskega leta so ostale razmere v evrskem gospodarstvu ugodne, a z znatnimi kratkoročnimi tveganji. Vednost sestavljenega kazalnika PMI se je v povprečju lanskega zadnjega četrtletja znižala, vendar je tudi januarja ostala nad ravnjo pred pandemijo. Visoko, a pod lanskim vrhom, je bilo tudi zaupanje v gospodarstvu. Rast BDP evrskega območja naj bi se tako po dveh četrtletjih tekoče rasti v višini okoli 2,2 % v zadnjem četrtletju 2021 upočasnila, saj so se razmere v zasebnih storitvah ob ponovnem širjenju pandemije poslabšale. Drugače je v predelovalnih dejavnostih in gradbeništvu, kjer zaupanje dosega najvišje ravni do zdaj, čeprav se vse več podjetij sooča s pomanjkanjem surovin oziroma materiala. Ob pričakovani visoki rasti zaposlovanja, nizki brezposelnosti in zaostritvi epidemiološke slike na prehodu v novo leto vse bolj pereče postaja tudi pomanjkanje delavcev. V Evrosistemu smo decembra napovedali 4,2-odstotno gospodarsko rast evrskega območja, za leto 2023 pa okoli triodstotno, pri čemer naj bi se rast cen znižala pod 2,0 %. Trenutni inflacijski pritiski so povezani predvsem z visokim porastom cen energentov ter neskladjem med ponudbo in povpraševanjem.

Mesečni kazalniki gospodarske aktivnosti

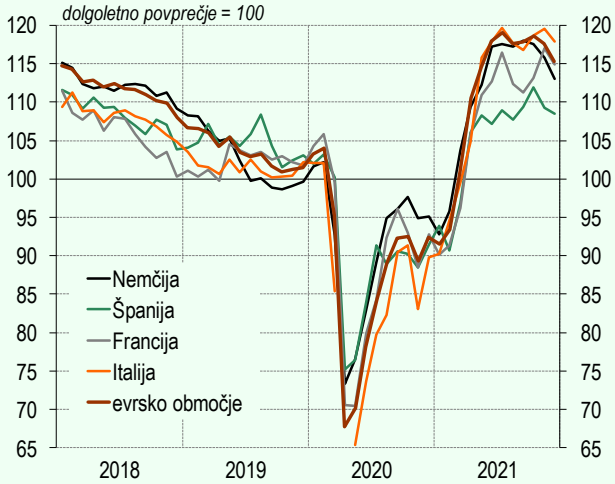
Kratkoročni kazalniki za lansko zadnje četrtletje nakazujejo upočasnitev gospodarske rasti evrskega območja, vendar večinoma ostajajo na visokih ravneh. Sestavljeni kazalnik PMI je v povprečju zadnjega četrtletja 2021 zdrsnil za 4,2 točke na 54,3 točke, vendar se je ohranil nad ravnjo pred epidemijo, prav tako januarja. Decembra je s pospešenim širjenjem pandemije dosegel najnižjo raven v zadnjih devetih mesecih, predvsem zaradi slabših razmer v zasebnih storitvah. Pri tem je kljub močnemu porastu zalog surovin in polizdelkov rast obsega proizvodnje predelovalnih dejavnosti mesečno ostala nespremenjena, tj. ena nižjih v zadnjem letu in pol, saj jo še naprej omejujejo težave v dobavnih verigah.[1] Nižje je bilo tudi zaupanje v gospodarstvu evrskega območja, vendar je kazalnik v povprečju lanskega zadnjega četrtletja pri 117,2 odstotne točke ostal blizu zgodovinskega vrha, doseženega v predhodnem četrtletju (slika 1.1). Razlog je v zdrsu kazalnika za storitvene dejavnosti, in sicer za 7,1 odstotne točke, kar je največje znižanje po aprilu 2020. Poslabšalo se je tudi zaupanje v trgovini na drobno,[2] medtem ko se je dodatno izboljšalo v gradbeništvu in predelovalnih dejavnostih, kjer dosega najvišje ravni do zdaj kljub naraščajočemu pomanjkanju surovin oziroma materiala in delovne sile. Krovni kazalnik klime se je

[1] Po poročanju Markit naj bi se ob koncu lanskega leta pojavili prvi znaki umirjanja razmer v dobavnih verigah.

[2] Kazalnik obsega zalog v trgovini na drobno se je decembra prvič po lanskem maju zvišal, in sicer za 2,8 odstotne točke na –4,9 odstotne točke. Zadnjih nekaj mesecev se zvišuje tudi primerljiv kazalnik za industrijo, ki pa se še vedno ohranja v negativnem območju.

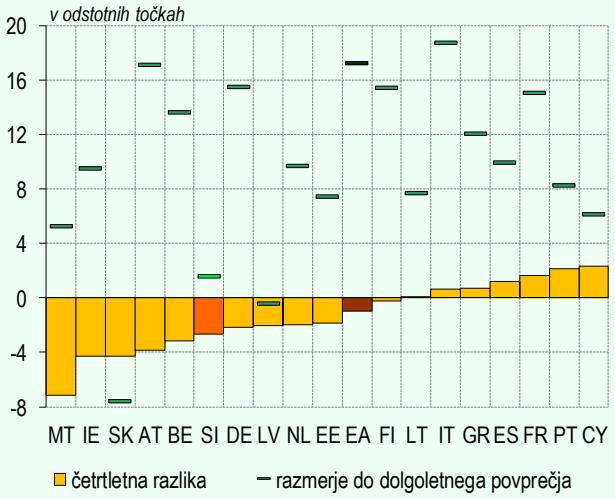
v povprečju lanskega zadnjega četrtletja v primerjavi s predhodnim znižal v večini držav, kjer izstopa Malta, pri čemer se Slovenija po višini padca z 2,6 odstotne točke uvršča v spodnjo tretjino držav (slika 1.2).[3] Gospodarska aktivnost evrskega območja naj bi se po decembrski napovedi ECB letos okrepila za 4,2 %, leta 2023 pa za 2,9 %. Pri tem negativna tveganja za nadaljnjo rast – ob velikem razmahu pandemije, visokih cenah energentov in inflacijskih pritiskih ter težavah v dobavnih verigah – ostajajo velika, precejšnje pa so tudi geopolitične napetosti.

Slika 1.1: Gospodarska klima v pomembnejših državah evrskega območja



Vir: Eurostat.

Slika 1.2: Kazalnik gospodarske klime v članicah evrskega območja v zadnjem četrtletju 2021



Vir: Eurostat, preračuni Banke Slovenije.

BDP v tretjem četrtletju 2021

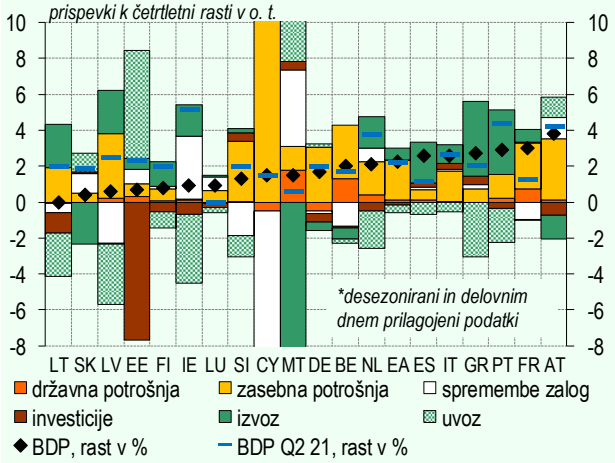
Četrtletna gospodarska rast evrskega območja je ob razrahljanih omejevalnih ukrepih v lanskem tretjem četrtletju ostala visoka pri 2,3 %. BDP je po desezoniranih in delovnim dnem prilagojenih podatkih za predkriznim vrhom zaostajal le še za 0,3 %.[4] Prevladujoči dejavnik četrtletne rasti BDP je ostala zasebna potrošnja, ki se je povečala za 4,3 %, kar je z izjemo odboja v tretjem četrtletju 2020 najvišja četrtletna rast do zdaj. Ob močnejši upočasnitvi rasti uvoza v primerjavi z izvozom je postal pozitiven tudi prispevek neto menjave s tujino, medtem ko so bruto investicije v osnovna sredstva četrtletno rast BDP znižale za 0,2 odstotne točke. Na četrtletni ravni so namreč investicije v opremo in stroje padle za 1,5 %, v nekoliko manjši meri pa tudi gradbene, in sicer prvič od uvedbe strogih omejitvenih ukrepov v drugem četrtletju 2020. Po proizvodni strani je četrtletna rast aktivnosti v zasebnih storitvah ob blažjih omejitvah pospešila na visokih 3,7 %, medtem ko se je zaradi težav v dobavnih verigah dodana vrednost v gradbeništvu zmanjšala, v industriji pa je glede na predhodno četrtletje ostala skoraj nespremenjena.

V tretjem četrtletju 2021 so tako kot četrtletje pred tem vse države evrskega območja okrepile svojo gospodarsko aktivnost. Najmanj se je obseg BDP zvišal v Litvi, kjer je na četrtletni ravni ostal praktično nespremenjen, največ pa v Avstriji, kjer je tekoča rast znašala 3,8 % (slika 1.3). Poleg nje so močneje okrevale še Španija, Portugalska in Italija, ki še vedno niso zapolnile krizne vrzeli, ter Grčija in Francija (slika 1.4). Zanje je značilno, da so ob milejših omejevalnih ukrepih v poletnih mesecih s povečanjem izvoza storitev ustvarile pozitiven prispevek neto menjave s tujino. Slovenija je bila z 1,3-odstotno rastjo BDP nekje v srednji tretjini razporeditve in je za povprečno rastjo evrskega območja zaostajala za 1,0 odstotne točke. Zasebna potrošnja je okrevala v vseh državah, prispevek investicij k tekoči rasti BDP pa je bil skromen oziroma negativen. Na proizvodni strani je v

[3] Kazalnik gospodarske klime se je v povprečju lanskega zadnjega četrtletja na četrtletni ravni najbolj izboljšal na Cipru, pa tudi v državah, ki so v letu 2020 beležile največji izpad BDP in ga do lanskega tretjega četrtletja še niso v celoti nadomestile. Sem sodijo predvsem Portugalska, Francija, Španija in Italija.

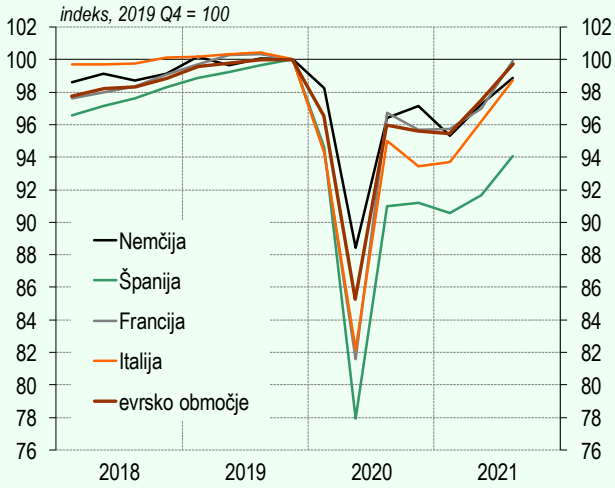
[4] Podrobnejša analiza gospodarske aktivnosti evrskega območja in njenih članic glede na raven pred pandemijo je predstavljena v okvirju 1.1 na str. 18.

Slika 1.3: Gospodarska rast* članic evrskega območja v tretjem četrtletju 2021



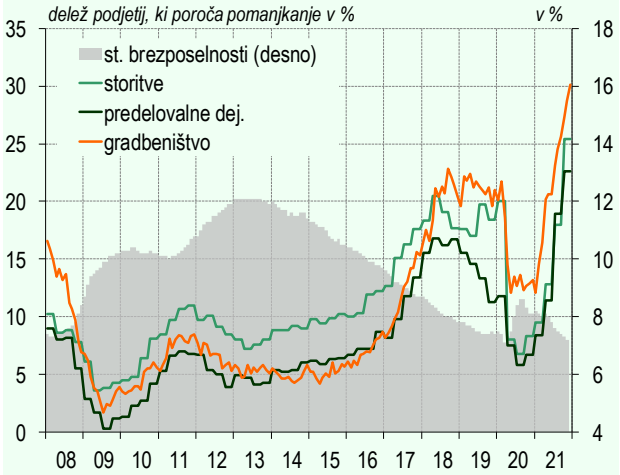
Opomba: Zaradi preglednosti na sliki za Ciper in Malto niso prikazani celotni prispevki.
Vir: Eurostat.

Slika 1.4: Raven BDP v pomembnejših državah evrskega območja



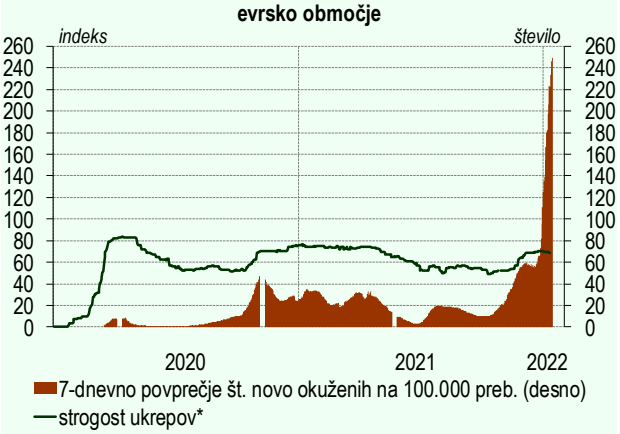
Vir: Eurostat, preračuni Banke Slovenije.

Slika 1.5: Pomanjkanje delavcev in stopnja brezposelnosti v evrskem območju



Opomba: Podatki so sezonsko prilagojeni.
Vir: Eurostat.

Slika 1.6: Število novo okuženih s covid-19 in strogost ukrepov, evrsko območje



*Opomba: *Indeks strogosti služi kot ocena ukrepov in lahko podcenjuje ali precenjuje dejanske ukrepe v danem obdobju. Izračunan je kot tehtano povprečje, uteženo z BDP držav članic. Zaradi manjkajočih podatkov niso vključene Ciper, Grčija in Slovaška.*
Vir: Johns Hopkins University CSSE COVID-19 Data, preračuni Banke Slovenije.

vseh članicah evrskega območja z izjemo Irske k rasti v lanskem tretjem četrtletju največ prispevalo povečanje dodane vrednosti v zasebnih storitvah, po katerih je bilo povpraševanje prej zadrževano zaradi strogih omejevalnih ukrepov. Slovenija je bila ena od šestih držav, ki so dodano vrednost okrepile v vseh skupinah dejavnosti.

Razmere na trgu dela

Razmere na trgu dela evrskega območja se še naprej izboljšujejo, hkrati pa se krepijo tudi strukturna neskladja in kratkoročno pomanjkanje delavcev zaradi slabšanja epidemioloških razmer. Medletna rast zaposlenosti je bila v lanskem tretjem četrtletju za 0,1 odstotne točke višja kot četrtletje prej ter široko osnovana med dejavnostmi in članicami. Glede na desezonirane podatke je bila raven zaposlenosti v tretjem četrtletju le še 0,2 % oddaljena od predkriznega vrha iz zadnjega četrtletja 2019. Ob vračanju oseb, ki so bile vključene v ukrepe za zaščito delovnih mest, nazaj na delo, je v lanskem tretjem četrtletju glede na desezonirane podatke četrtletna rast opravljenih delovnih ur ponovno presegala rast zaposlenosti. Desezonirana anketna stopnja brezposelnosti se je novembra lani glede na mesec prej znižala še za 0,1 odstotne točke na 7,2 %, kar je najmanj po marcu 2020. Skladno z visokim povpraševanjem po delavcih in zgodovinsko nizkimi ravnmi brezposelnosti je

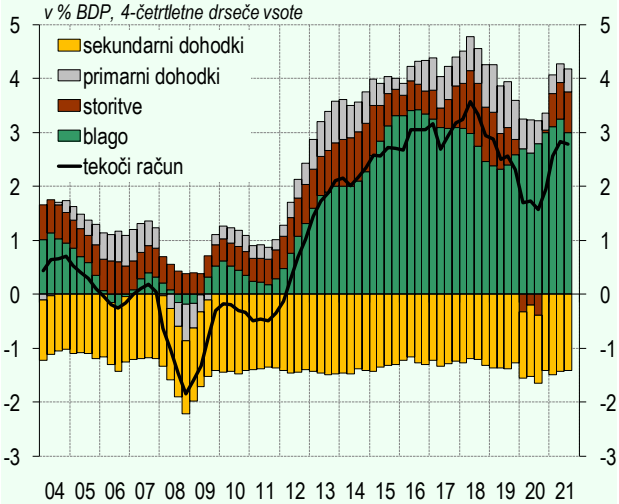
vse večje tudi pomanjkanje delavcev, ki je bilo decembra ponovno najvišje v gradbeništvu (slika 1.5). Dodatne težave pri zagotavljanju delovnih procesov zaradi pomanjkanja delovne sile kratkoročno izvirajo tudi iz naraščanja okužb na prehodu v leto 2022 (slika 1.6) in s tem povezanimi odsotnostmi z dela. Pričakovano zaposlovanje je decembra ostalo visoko, vendar se je glede na mesec prej nekoliko zmanjšalo. To je predvsem posledica manjšega povpraševanja po delavcih v storitvenem sektorju, ki verjetno izvira iz poslabševanja epidemioloških razmer in posledično strožjih omejitev v teh dejavnostih. Medletna rast plač, merjena s sredstvi na zaposlenega, je v lanskem tretjem četrtletju ob nizki osnovi iz prejšnjega leta ostala visoka, 3,2-odstotna.

Tekoči račun plačilne bilance in izbrani kazalniki konkurenčnosti

Povečevanje presežka na tekočem računu plačilne bilance evrskega območja se je v lanskem tretjem četrtletju ustavilo. Enoletni presežek, merjen v deležu BDP, se je pri 2,8 % BDP ohranil na medletno precej višji ravni, v primerjavi z vrhom, doseženim v drugem četrtletju 2018, pa je bil nižji za 0,8 odstotne točke (slika 1.7). Evrsko območje je tako v tretjem četrtletju tekoče financiralo tujino v višini okoli 330 mrd EUR. Ob padcu primanjkljaja v menjavi različnih poslovnih storitev se je storitveni presežek dodatno okrepil, v tretjem četrtletju na 0,8 % BDP, kar je največ v zadnjih dveh letih in pol. Ob tem se nadaljuje povečevanje presežka v menjavi transportnih storitev[5] in potovanj. Obratno je blagovni presežek po dveletnem povečevanju padel na 3,0 % BDP zaradi visoke medletne rasti nominalnega blagovnega uvoza ob naraščanju uvoznih cen, a je ostal nekoliko višji kot pred letom. Nadaljevalo se je zmanjševanje primanjkljaja v dohodkih. Med članicami evrskega območja največji primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance dosega Ciper, največji presežek, z izjemo Irske, pa imata Nizozemska in Nemčija. Takoj za njima se je s presežkom v višini 5,2 % BDP uvrstila Slovenija.

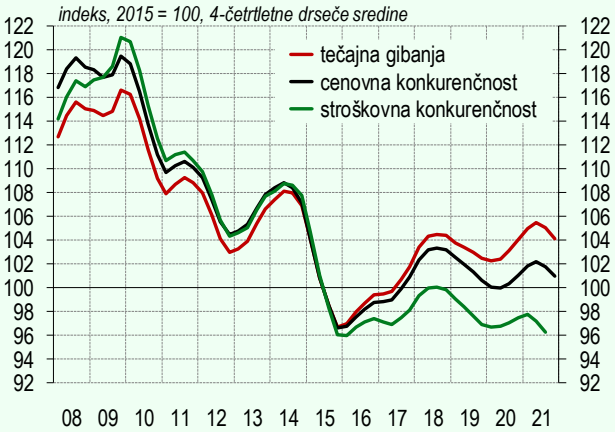
Cenovna in stroškovna konkurenčnost evrskega gospodarstva sta se lani izboljševali in bili v tretjem četrtletju ugodnejši kot pred letom. Kazalnik cenovne konkurenčnosti do skupine 19 najpomembnejših trgovinskih partneric[6] je bil medletno nižji za 1,5 %, kar je v celoti posledica depreciacije evra do izbrane košarice valut, saj je evrska inflacija v primerjavi z rastjo cen v konkurentkah ostala nespremenjena. Ob še izrazitejšem medletnem znižanju vrednosti evra v zadnjem četrtletju se je cenovna konkurenčnost proti koncu leta še izboljšala

Slika 1.7: Komponente tekočega računa evrskega območja



Vir: ECB SDW, Eurostat, preračuni Banke Slovenije.

Slika 1.8: Zunanja konkurenčnost evrskega območja do skupine 19 trgovinskih partneric



Opomba: Tečajna gibanja evra do košarice valut partneric odraža NEER, cenovno konkurenčnost REER, deflacioniran s HICP, stroškovno pa REER, deflacioniran z ULC. Povečanje kazalnikov kaže pritisk na konkurenčnost in obratno.
Vir: ECB.

[5] Enoletni presežek v menjavi transportnih storitev je v lanskem tretjem četrtletju presegel vrh pred krizo in s tem dosegel najvišjo raven, odkar so na voljo podatki (2008).

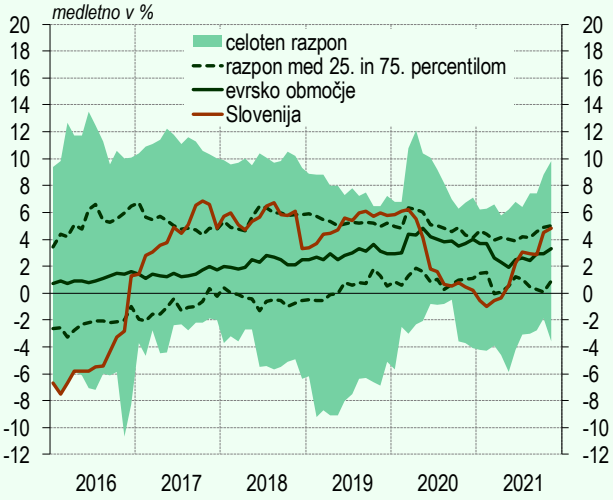
[6] Efektivni tečaj evra, deflacioniran s HICP. Podobna gibanja kot do skupine 19 najpomembnejših trgovinskih partneric so bila dosežena tudi do najožje in najširše skupine 12 oziroma 42 trgovinskih partneric.

(–3,1 %, slika 1.8). Med članicami je bilo v obeh četrtletjih najugodnejša gibanja opaziti na Malti in Portugalskem, ki sta bili v najboljšem položaju tako glede tečaja kot rasti cen. Nasprotno je bil konkurenčni položaj za izvoznike najmanj ugoden v Litvi in Estoniji, predvsem zaradi visoke domače inflacije. Slovenija ni izstopala v ničemer in se je uvrstila v sredino razporeditve. Stroškovna konkurenčnost evrskega območja do iste skupine partneric[7] je bila v lanskem tretjem četrtletju medletno še ugodnejša (–4,0 %), k čemur je poleg depreciacije evra ugodno prispeval še 2,4-odstoten padec relativnih stroškov dela na enoto proizvoda.[8] Pri tem se med članicami še naprej ohranjajo precejšnje razlike. Največje izboljšanje stroškovne konkurenčnosti je znova beležila Grčija, največje poslabšanje pa Litva in Latvija. Takoj za njima se je z medletno nekoliko manjšim poslabšanjem uvrstila Slovenija. Gibanja v vseh omenjenih državah so odločilno zaznamovali predvsem domači stroški dela na enoto proizvoda.

Posojilna aktivnost bank

Povprečna medletna rast posojil nebančnemu sektorju v evrskem območju se od maja 2021 zmerno povečuje, vendar je rast med članicami neenakomerna. Do novembra se je zvišala na 3,3 %, pri čemer so štiri članice beležile padec posojil, pri štirih pa je rast presegla 6 %. Pri posojilih nefinančnim družbam se je po večji upočasnitvi med lanskim februarjem in avgustom rast do novembra nekoliko zvišala, vendar je z 2,4 % ostala precej nižja od rasti v enoletnem obdobju po izbruhu pandemije. Razlike med državami so se zmanjšale, vendar ostale velike, pri čemer se je v šestih državah kreditiranje nefinančnih družb medletno še naprej zmanjševalo, v štirih pa je rast presegla 5 %. Kreditiranje gospodinjstev evrskega območja se je nadaljevalo s prek triodstotno rastjo, ki se ohranja vse od začetka lanskega drugega četrtletja. Obseg posojil gospodinjstvom je bil novembra tako medletno višji za 4,4 %. Ob visokih rasteh cen nepremičnin se je lani nadaljevalo zviševanje rasti stanovanjskih posojil, vendar se je ta v zadnjih treh mesecih do novembra

Slika 1.9: Primerjava rasti posojil nebančnemu sektorju med Slovenijo in evrskim območjem



Vir: Banka Slovenije, ECB SDW, preračuni Banke Slovenije.

stabilizirala pri 5,5 %. S ponovno krepitvijo zasebnega trošenja je rast potrošniških posojil z drugim četrtletjem 2021 prešla v pozitivno območje, a se je ob visokih prihrankih gospodinjstev – zaradi nezmožnosti trošenja ob preteklih strogih omejitvenih ukrepih in državni finančni pomoči prebivalstvu – ohranila pri precej nizkih stopnjah. Novembra se je, po nekajmesečni stagnaciji, zvišala na 1,7 %.

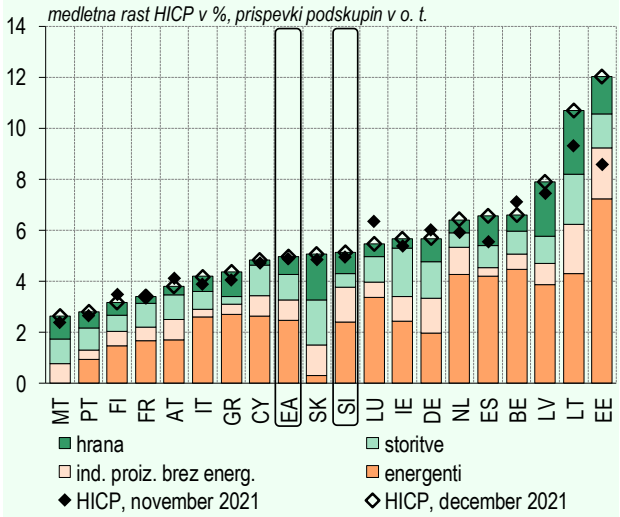
Inflacija

Inflacija v evrskem območju je bila decembra s 5,0 % najvišja doslej. Inflacijski cilj 2 % je bil presežen v vseh članicah evrskega območja (slika 1.10), pri čemer izstopajo baltske države. Razpon med državami se je še povečal, saj je bila najnižja inflacija, 2,6 %, zabeležena na Malti, najvišja, 12,0 %, pa v Estoniji. V Sloveniji je bila medletna rast cen s 5,1 % na ravni evrske. Ob zaostrenih razmerah na energetskem trgu so k rasti cen skoraj povsod največ prispevali energenti, ki so bili v povprečju evrskega območja medletno dražji za 25,9 %, z izjemo Malte in Slovaške, kjer so energetsko inflacijo zadrževale nespremenjene uvozne cene plina, vezane na dolgoročne pogodbe z dobavitelji, oziroma državna regulacija cen nekaterih energentov. Ob hitrem odzivu potrošnikov na

[7] Efektivni tečaj evra, deflacioniran z ULC.

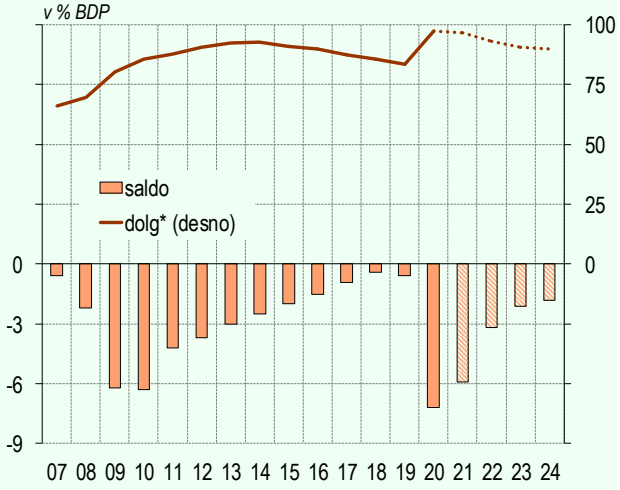
[8] Relativni stroški dela na enoto proizvoda so domači stroški v primerjavi s stroški trgovinskih partneric.

Slika 1.10: Medletna inflacija v državah evrskega območja



Vir: ECB, Eurostat, preračuni Banke Slovenije.

Slika 1.11: Saldo in dolg države v evrskem območju



*Opomba: *Skladno z definicijo ECB.*
Vir: Eurostat, ECB.

odpiranje gospodarstva in z njim povezanimi zastoji v dobavnih verigah se je lani začela poviševati še rast cen industrijskega blaga brez energentov. Ta je ob koncu leta še pospešila in bila v evrskem območju decembra že skoraj triodstotna. Z oživitvijo dejavnosti, ki so v času epidemioloških ukrepov delovale le v omejenem obsegu, se je okrepila tudi storitvena inflacija. Učinek nizke osnove, povezan z začasnim znižanjem DDV v Nemčiji med julijem in decembrom 2020, je tokrat še prispeval k povišani inflaciji. Rast cen naj bi glede na zadnje napovedi ECB ostala visoka tudi na začetku letošnjega leta, v drugi polovici leta pa naj bi se ob razrešitvi težav v dobavnih verigah znižala na raven okoli 3 %. Gibanje cen bo močno odvisno tudi od dinamike rasti plač.

Javne finance

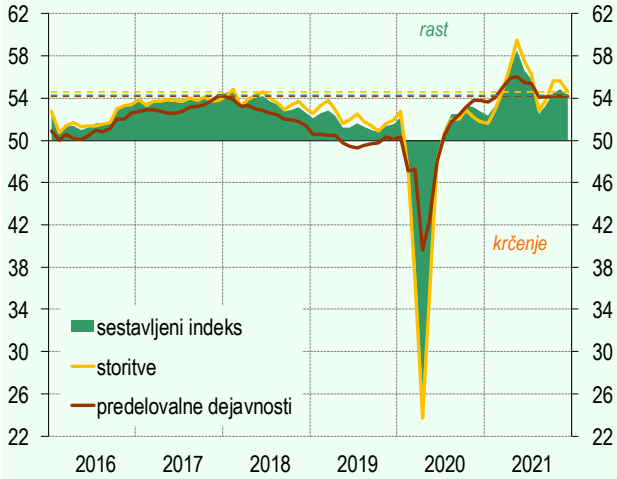
Javnofinančni primanjkljaj evrskega območja se bo po pričakovanjih še naprej postopno zmanjševal predvsem zaradi gospodarske rasti ter manjšega obsega fiskalnih ukrepov za blažitev posledic pandemije. Po ocenah Evrosistema iz lanskega decembra je lani znašal 5,9 % BDP in je bil še pod razmeroma močnim vplivom ukrepov za blaženje posledic pandemije. Zadnji razpoložljivi podatki za lani kažejo na primanjkljaj v višini 6,0 % BDP v prvih treh četrtletjih. Letos naj bi se zmanjšal na 3,2 % BDP, ko bo predvidoma teh ukrepov še manj in se bo nadaljevala ugodna gospodarska rast (slika 1.11).

Zaradi optimističnih gospodarskih obetov se bo postopno zmanjševal tudi dolg v deležu BDP. Dolg, ki je zaradi pandemije močno narasel, se bo zaradi gospodarske rasti in zniževanja prispevka plačil obresti k primanjkljaju v prihodnje postopno zniževal (slika 1.11). Konec tretjega četrtletja lani je znašal 97,7 % BDP. Do leta 2024 naj bi se po napovedih Evrosistema znižal pod 90 % BDP, kar še vedno presega raven pred pandemijo. Dolg evrskega območja je ob tokratni krizi narasel za okoli 14 odstotnih točk BDP, kar je toliko kot na začetku svetovne gospodarsko-finančne krize. V prejšnji krizi je nato naraščal še do leta 2014, ko se je skupno zvišal za 27 odstotnih točk BDP, potem pa se je trend obrnil. Tokrat pričakujemo hitrejši obrat v zmanjševanje dolga v deležu BDP, ki naj bi nastopil že lani, zaradi hitrejše vrnitve gospodarske rasti. Na prihodnje gibanje dolga ima lahko vpliv tudi dogovor članic EU glede fiskalnih pravil.

Gospodarska gibanja zunaj evrskega območja

Svetovne gospodarske razmere so ob koncu lanskega leta ostale ugodne. Kazalnik JPMorgan PMI se je namreč v povprečju lanskega zadnjega četrtletja povišal na 54,5 točke, kar je 1,5 odstotne točke več kot pred letom (slika 1.12). Decembra se je sicer s ponovnim razmahom pandemije nekoliko upočasnila rast aktivnosti v zasebnih storitvah, a je ob nakazanem umirjanju razmer v

Slika 1.12: JPMorgan kazalnik nabavnih menedžerjev (PMI), svetovno gospodarstvo



Opomba: Črtkana črta predstavlja zadnjo vrednost.
Vir: IHS Markit.

dobavnih verigah obseg proizvodnje predelovalnih dejavnosti dosegel petmesečni vrh. Pri tem se je kljub visoki negotovosti v mednarodnem okolju optimizem podjetij okrepil, po poročanju Markit pa so se pojavili tudi prvi znaki popuščanja cenovnih pritiskov. Četrtletno zvišanje vrednosti kazalnika PMI je v lanskem zadnjem četrtletju beležila večina pomembnejših gospodarstev z izjemo evrskega območja, Brazilije in Rusije. Svetovni BDP naj bi se letos po decembrski napovedi OECD povečal za 4,5 %, leta 2023 pa za 3,2 %.[9]

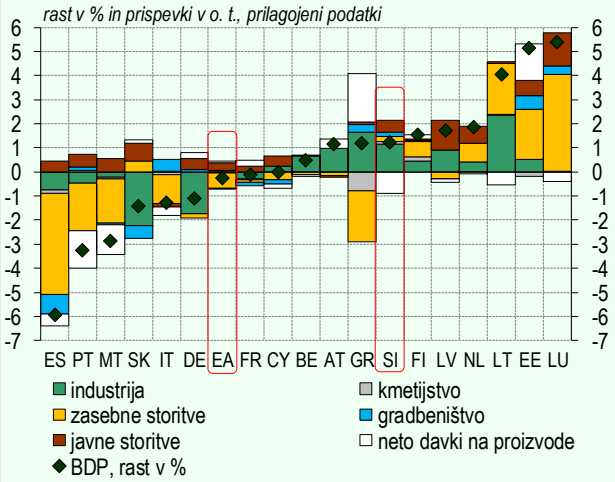
Gospodarska aktivnost številnih držav je bila v lanskem tretjem četrtletju pod vplivom naraščajočih cen in oteženega dostopa do surovin in vmesnih proizvodov ter širjenja pandemije. Po skromni rasti v predhodnem četrtletju se je tako BDP Japonske skrčil za 0,9 %, za približno toliko je bila nižja tudi gospodarska aktivnost Rusije, medtem ko je Brazilija (–0,1 %) zašla v recesijo. Ob težavah pri oskrbi z električno energijo, pretrganih dobavnih verigah, izbruhih virusa in ohlajanju nepremičninskega trga se je po podatkih OECD močno upočasnila kitajska gospodarska rast, na 0,2 %, kar je primerljivo lanskemu prvemu četrtletju in najmanj od uvedbe strogih omejevalnih ukrepov v prvem četrtletju 2020. Pri dobrem odstotku je bila precej nižja tudi četrtletna rast BDP Združenega kraljestva, med drugim zaradi pomanjkanja delovne sile. Njen BDP je za vrhom iz leta 2019 še vedno zaostajal za 1,5 %. Prav tako se je z novim valom pandemije opazneje upočasnila gospodarska rast ZDA. Po drugi strani je zaradi sprostitve zajezitvenih ukrepov ob izboljšanju zdravstvenih razmer močan odboj v gospodarski aktivnosti dosegla Indija; njen BDP se je po 11,6-odstotnem padcu v lanskem drugem četrtletju v tretjem okrepil za 12,7 %. Po četrtletnem povečanju BDP z 2,3 % je izstopalo tudi evrsko območje.

[9] Svetovna banka v januarski napovedi za letos napoveduje 4,1-odstotno rast svetovnega BDP, za leto 2023 pa 3,2-odstotno.

Okvir 1.1: Heterogenost gospodarskega okrevanja med članicami evrskega območja

Gospodarska aktivnost evrskega območja se je v tretjem četrtletju 2021 ob precejšnji normalizaciji poslovanja številnih prostočasnih in s turizmom povezanih storitvenih dejavnosti že močno približala predkrizni. BDP evrskega območja je za zadnjim četrtletjem 2019, torej pred koronavirusno krizo, po desezoniranih in delovnim dnem prilagojenih podatkih zaostajal le še za 0,3 %. S sprostitvijo ukrepov za zajezitev širjenja virusa so se močno izboljšale zlasti razmere v zasebnih storitvah, kjer se je zaostanek dodane vrednosti za zadnjim četrtletjem pred krizo ob izrazito visoki četrtletni rasti v višini 3,7 % zmanjšal na le 1,3 %. Izpad aktivnosti ob začetku epidemije je do lanskega tretjega četrtletja nadomestila večina članic evrskega območja.[1] Pri tem izstopajo Luksemburg in baltske države, ki so imele poleg Finske najmanj stroge omejevalne ukrepe, pa tudi najmanjši padec BDP v letu 2020.[2] Gospodarsko aktivnost iz zadnjega četrtletja 2019 je presegla tudi Slovenija, in sicer za 1,2 %, kar jo po hitrosti okrevanja uvršča v zgornjo tretjino razporeditve (slika 1).

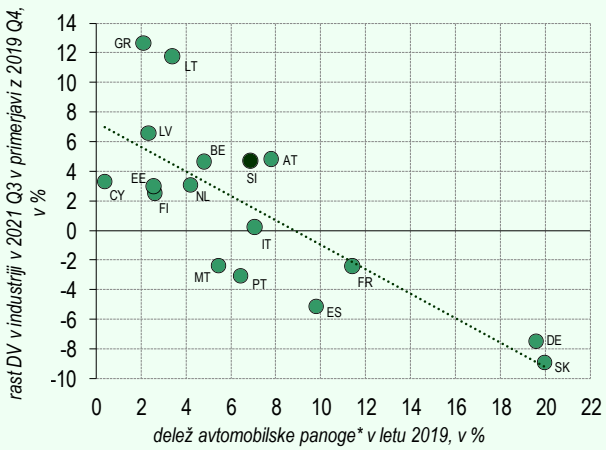
Slika 1: Rast BDP članic evrskega območja v tretjem četrtletju 2021 glede na zadnje četrtletje 2019 po proizvodni strani



Opomba: Iz analize je izključena Irska zaradi velikega vpliva multinacionalk.
Vir: Eurostat, preračuni Banke Slovenije.

Ravni BDP s konca leta 2019 ni dosegla še tretjina članic evrskega območja, zlasti tiste, ki so v veliki meri odvisne od mednarodnega turizma (slika 1). Sem sodijo predvsem Španija, Portugalska, Malta in Italija, ki so v letu 2020 zaradi velikega deleža storitev v BDP, vezanih na neposredni stik med ponudnikom in potrošnikom,[3] ter izredno strogih omejitvenih ukrepov[4] beležile največji izpad BDP.[5] Dodana vrednost v zasebnih storitvah je bila v teh državah v lanskem tretjem četrtletju še vedno med 8,0 % (Španija) in 2,3 % (Italija) manjša kot v zadnjem četrtletju 2019. Precejšen, več kot štiriodstoten, je bil tudi zaostanek v Grčiji, ki pa je predkrizno raven gospodarske aktivnosti že presegla. Po drugi strani je gospodarsko okrevanje nekaterih držav oteženo zaradi težav v svetovnih dobavnih verigah. Pod ravnjo s konca leta 2019 sta tako še BDP Slovaške (–1,4 %) in Nemčije (–1,1 %) zaradi velike odvisnosti njunih gospodarstev od avtomobilske industrije,[6] ki jo je kriza s pomanjkanjem polprevodnikov najbolj prizadela (sliki 1 in 2). Padec dodane vrednosti v industriji se je v obeh državah lani celo povečal, pri čemer je zaostanek za predkrizno ravnjo v lanskem tretjem četrtletju znašal 8,9 % (Slovaška) oziroma 7,5 % (Nemčija).[7]

Slika 2: Dodana vrednost v industriji in odvisnost držav od avtomobilske panoge

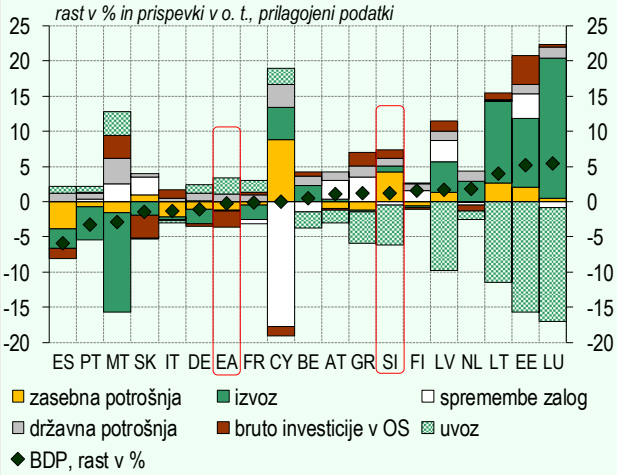


*Opomba: Podatki za Luksemburg niso dostopni. *Dodana vrednost avtomobilske panoge v celotni dodani vrednosti industrije. Vključeni sta panogi C29 in C30.*
Vir: Oxford Economics, Eurostat, preračuni Banke Slovenije.

S sprostitvijo omejevalnih ukrepov in precejšnjo prilagoditvijo potrošnikov na pandemične razmere je zasebna potrošnja do lanskega tretjega četrtletja okrevala v vseh državah evrskega območja. Kljub temu je bila v več kot polovici držav še vedno pod ravnjo pred pandemijo (slika 3). Za njo je najbolj zaostajala v Španiji, za 6,8 %, ter v Italiji in na Malti, za približno 3,5 %. Obratno je po rasti, takoj za Ciprom, izstopala Slovenija, ki je predkrizno raven zasebnega trošenja presegla kar za 8,0 %. Gospodarsko okrevanje je v vseh članicah evrskega območja podpiralo obsežnejše trošenje države, v večini pa tudi višja investicijska aktivnost,[8] kjer se Slovenija po preseganju predkrizne ravni v povprečju prvih treh četrtletij 2021 s 5,5 % uvršča na 5. mesto.[9] Nasprotno je dohitevanje gospodarske aktivnosti pred krizo povečini oteževala mednarodna menjava, kjer izstopa Malta, saj njen blagovni izvoz za predkriznim še vedno zaostaja za skoraj tretjino.[10] Negativni prispevek neto menjave s tujino je močno znižal tudi rast BDP Estonije, Latvije in Slovenije, ki so med državami evrskega območja skupaj z Litvo in Luksemburgom

beležile največje povečanje uvoza glede na raven s konca leta 2019.[11] Opazneje je porasel tudi njihov izvoz, zlasti blagovni.[12] Izjema je Luksemburg, kjer se je močno okrepil izvoz storitev.[13]

Slika 3: Rast BDP članic evrskega območja v tretjem četrtletju 2021 glede na zadnje četrtletje 2019 po izdatkovni strukturi



Opomba: Iz analize je izključena Irska zaradi velikega vpliva multinacionalk.
Vir: Eurostat, preračuni Banke Slovenije.

[1] Iz analize je izključena Irska zaradi velikega vpliva multinacionalk.

[2] Luksemburg je vrh BDP s konca leta 2019 dosegel že v tretjem četrtletju 2020, medtem ko sta ga Estonija in Litva presegli v prvem četrtletju 2021, Latvija in Finska pa v drugem četrtletju 2021.

[3] Vključene so dejavnosti trgovine, gostinstva in prometa ter kulturne, razvedrilne in rekreacijske dejavnosti, ki v omenjenih državah ustvarijo približno četrtino BDP.

[4] Izjema je Malta, ki je imela manj stroge ukrepe za zajezitev pandemije.

[5] Velik upad gospodarske aktivnosti je utrpela tudi Grčija, a je bil njen BDP v lanskem tretjem četrtletju že nad predkrizno ravnjo.

[6] Avtomobilska panoga (C29 in C30) v Nemčiji in na Slovaškem ustvari približno petino celotne dodane vrednosti tamkajšnje industrije.

[7] Dodana vrednost v industriji je bila v lanskem tretjem četrtletju manjša kot pred krizo še v Španiji in Franciji, kjer ima avtomobilska panoga prav tako večji pomen (slika 2), ter na Portugalskem in Malti.

[8] Investicijska aktivnost nekaterih držav (Nemčije, Cipra, Nizozemske, Avstrije in Finske) je bila v tretjem četrtletju 2021 znova pod ravnjo iz zadnjega četrtletja 2019. Predkrizno raven bruto investicij v osnovna sredstva do lanskega tretjega četrtletja nista dosegli le še Slovaška in Španija.

[9] Slovenija je vrh investicijske aktivnosti s konca leta 2019 presegla že v prvem četrtletju 2021.

[10] Struktura padca izvoza je v primeru Malte nekoliko presenetljiva, saj je po deležu izvoza potovanj v BDP z nekaj manj kot 13,0 % na drugem mestu med članicami evrskega območja. Kljub majhnemu deležu v strukturi izvoza je glavnino k njegovi spremembi glede na zadnje četrtletje 2019 namreč prispeval izvoz blaga. Raven izvoza storitev je za predkrizno zaostajala le za 3,4 %.

[11] V primerjavi s četrtletjem pred epidemijo se je močno okrepil tudi uvoz Grčije, in sicer za 11,1 %.

[12] Z izjemo Luksemburga je za predkriznim zaostajal tudi blagovni izvoz Malte, Francije, Nemčije, Portugalske in Slovaške.

[13] Večji izvoz storitev glede na zadnje četrtletje 2019 so beležile le tri članice, in sicer Luksemburg, Ciper in Estonija.

2 Denarna politika in finančni trgi

Tržne donosnosti so se v lanskem zadnjem četrtletju in na prehodu v leto 2022 zmerno povišale, vendar še ostajajo na ravneh, primerljivih s tistimi pred pandemijo. To velja ne le za kreditno trdnejše države, temveč tudi za kreditno šibkejše in za bolj tvegane obveznice zasebnih izdajateljev. Pozitiven ostaja tudi sentiment na delniškem trgu, kjer je omikron pustil le začasne posledice. Kljub decembrskemu močnejšemu premiku ECB k znižanju akomodativnosti, zbirni kazalniki finančnih pogojev evrskega območja nakazujejo nadaljnje podporno okolje za financiranje in s tem gospodarsko okrevanje. V očeh tržnih udeležencev naj bi bila denarna politika ECB tudi letos relativno bolj akomodativna glede na druge centralne banke razvitih držav. Ob tem bi lahko tečaj evra podobno kot lani tudi letos izgubljal vrednost proti tujim valutam. Ob koncu leta je bila v središču zanimanja finančnih trgov izjemna volatilnost (terminskih) cen energentov. Kljub temu tržna inflacijska pričakovanja, ki jih razkrivajo inflacijske zamenjave, nakazujejo, da tržni udeleženci še vedno ocenjujejo, da se bo letna inflacija evrskega območja na srednji rok znižala nekoliko pod 2 %.

Izvajanje denarne politike ECB in drugih večjih centralnih bank

Zadnje četrtletje 2021 je zaznamoval močnejši obrat ECB k umiku podpore zaradi višjih in trajnejših inflacijskih pritiskov ob ohranitvi robustne gospodarske aktivnosti evrskega območja. Svet ECB je na decembrskem denarnem zasedanju potrdil zaključek programa pandemičnih neto nakupov (PEPP) konec marca 2022, vendar obenem sporočil, da prek drugih ukrepov ohranja potrebno podporo pogojem financiranja in s tem okrevanju gospodarstev celotnega evrskega območja. Odziv centralnih bank razvitih držav na trenutne razmere in izglede ni enovit, zato tudi tržni udeleženci pričakujejo različno dinamiko dvigovanja ključnih obrestnih mer (slika 2.1). To nakazuje, da se centralne banke ne soočajo zgolj s skupnimi, globalnimi, temveč tudi z okrepljenimi specifičnimi, domačimi inflacijskimi dejavniki. Fed je nakazal zaključek programov neto nakupov za marec 2022 in za letos predvidel možnost treh dvigov svojih ključnih obrestnih mer (po 0,25 odstotne točke), medtem ko sta centralni banki Združenega kraljestva in Norveške te že dvignili. Po drugi strani ohranjata centralni banki Japonske in Švice denarno politiko skoraj nespremenjeno. V očeh finančnih trgov prevladuje stališče, da bo kljub decembrskemu obratu denarna politika ECB letos ostala relativno bolj akomodativna v primerjavi z drugimi centralnimi bankami razvitih držav.

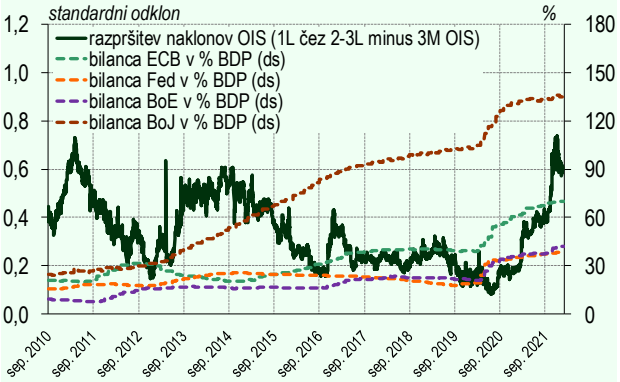
Denarni in kapitalski trgi ter cene surovin

Z napovedjo postopnega zmanjševanja akomodativnosti denarne politike ECB so se obrestne mere povišale na več segmentih evrskega finančnega trga, vendar to ni spremenilo slike ugodnih razmer za financiranje, ki jo kažejo tržni zbirni kazalniki finančnih po-

gojev. Krivulja €STR, ki je pogosta referenca ostalim evrskim obrestnim meram, je bila precej volatilna in se je povišala, tako da je na začetku letošnjega leta polno vračunavala pričakovanja trga, da bo ECB izšla iz okolja negativnih obrestnih mer v približno dveh letih, kar je bistveno hitreje od predpandemičnih pričakovanj (slika 2.2). Z njo so se povišale tudi zahtevane donosnosti evrskih državnih obveznic in obveznic zasebnega sektorja. Na začetku letošnjega leta trguje 10-letna donosnost EMU, utežena z BDP, pri 0,3–0,4 % (50–60 bazičnih točk. več kot pred letom), kar je še vedno bistveno pod 0,8-odstotno povprečno vrednostjo obdobja 2015–2019. Pribitki zasebnih obveznic nad državnimi vztrajajo pri oziroma blizu rekordno nizkih ravni, kar pritrjuje ocenam, da vlagatelji niso vidneje povečevali zahtevanih premij za kreditno tveganje. Ministrstvo za finance RS je v prvih dneh januarja izdalo novi 4- in 40-letni obveznici, v skupni višini 1,75 mrd EUR. Skupno povpraševanje vlagateljev po obeh obveznicah je preseglo visokih 6,6 mrd EUR, in to v času povišane volatilnosti na finančnih trgih, katerih stranski učinki so praviloma bolj vidni na manjših, bolj plitkih segmentih finančnih trgov, kot je trg slovenskih državnih papirjev. Izdaje obveznic s strani slovenskega nefinančnega sektorja so po podatkih KDD tudi v letu 2021 ostale skromne. Kljub umikanju podpore centralnih bank ostajajo na relativno nizkih ravneh tudi obrestne mere v drugih razvitih državah. V ZDA, globalni referenci za obvezniški trg, so na primer januarja z 10-letno državno obveznico trgovali v povprečju pri okoli 1,75-odstotni donosnosti, kar je primerljivo ravnem, doseženim spomladi 2021. To pomeni, da tudi ameriške državne obveznice po trenutnih tržnih inflacijskih pričakovanjih ponujajo vlagateljem negativne realne donose v naslednjih desetih letih.

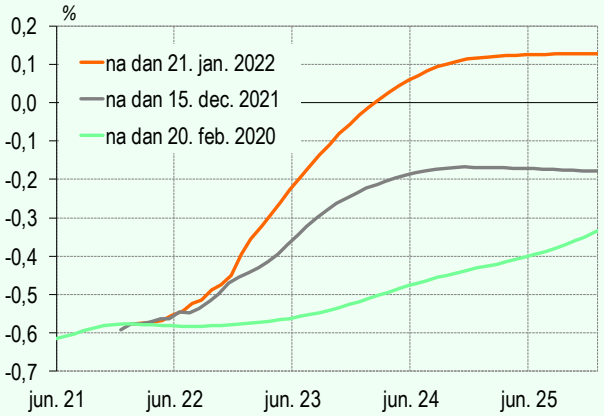
Delniški trgi so zaključili lansko in vstopili v letošnje leto v previdnem, a konstruktivno pozitivnem sentimentu, pojav omikrona je le začasno znižal njihove cene. Popravek zaradi omikrona konec novembra je bil manjši kot predhoden v oktobru, ki je sledil jesenskemu valu zviševanja inflacijskih pritiskov ob širitvi različice delta in težavah na kitajskem nepremičninskem trgu. Pri obeh popravkih so kmalu prevladali pozitivni dejavniki, med katerimi so po poročanju tržnih udeležencev primarno pričakovanja obetavnih prihodnjih dobičkov delniških

Slika 2.1: Razlike v umikanju podpore centralnih bank



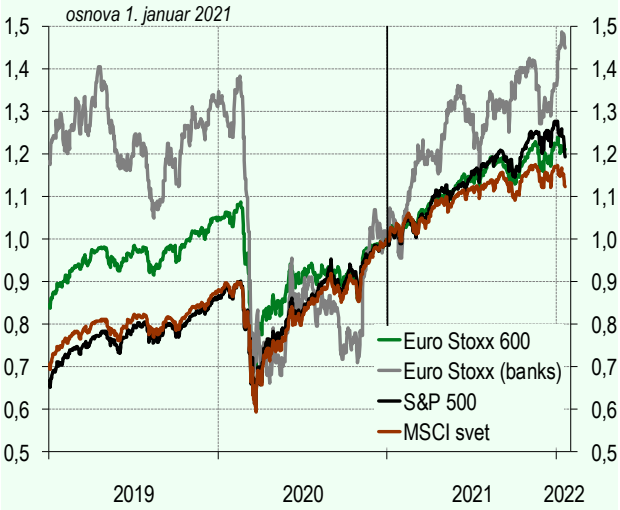
Opomba: Strmejši (položnejši) je naklon krivulj OIS (Overnight index swap), hitreje in močneje (počasneje in bolj postopno) trgi pričakujejo, da bo v prihodnje centralna banka dvigovala obrestne mere. Razpršenost naklonov je merjena s standardnim odklonom dnevnih naklonov, izračunanih kot razlika med 1-letno OIS čez 2-3 leta in 3-mesečno OIS držav/valut: EUR, USD, JPY, GBP, CHF (od avg. 2017 dalje), DKK (od feb. 2013 dalje), SEK, NOK (namesto OIS vzeto IRS, interest rate swap na NIBOR), CAD, KRW (namesto OIS vzeto 3-mesečna portdila o vlogah), AUD in NZD. ECB centralna banka evrskega območja, Fed ZDA, BoE Združenega kraljestva ter BoJ Japonske.
Vir: Bloomberg, preračuni Banke Slovenije.

Slika 2.2: Terminske krivulje €STR na izbrane datume



Opomba: Terminska krivulja €STR je evrska referenčna krivulja OIS (Overnight index swap), ki razkriva tržna pričakovanja za dvig obrestnih mer ECB. Datum 20. feb. 2020 – pred pandemijo, 15. dec. 2021 – zadnje monetarno zasedanje Sveta ECB; 21. jan. 2022 – zadnji razpoložljivi podatek.
Vir: Bloomberg.

Slika 2.3: Delniški indeksi kot indeksne spremembe

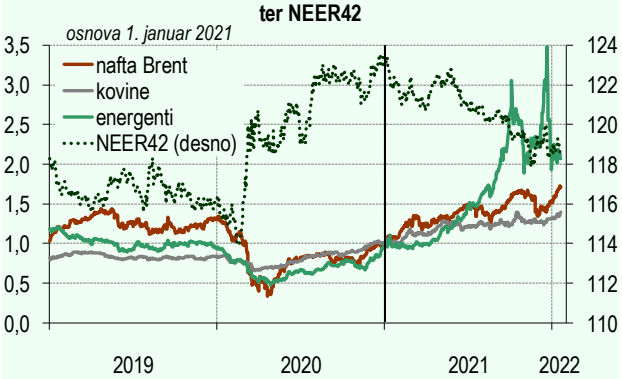


Vir: Bloomberg, preračuni Banke Slovenije.

družb, katerih rast naj bi ostala nad trendom, ter zaupanje vlagateljev, da so javne politike sposobne ublažiti morebitne nove pandemične šoke. Naložbe v delniške družbe so bile lani donosne, indeks Euro Stoxx je dosegel približno 20-odsotno rast (slika 2.3). Posebej izstopajo evrske banke s približno 40-odstotno letno rastjo cen delnic, na te naj bi posebej pozitivno vplival predvidoma hitrejši izhod obrestnih mer iz negativnega okolja. Vlagatelji v delnice sicer ostajajo previdni, sodeč po relativno povišanem obsegu transakcij, kot so nakupi prodajnih opcij, ki vlagatelje, med drugim, ščitijo pred korekcijami znižanja cen delnic.

Terminske cene energentov, z izjemo nafte, so bile od septembra 2021 naprej izjemno volatilne (slika 2.4). Izgledi ostajajo negotovi, z izjemo cen nafte, ki naj bi se letos po pričakovanjih malenkost znižale. Tečaj evra je tako kot celotno lansko leto tudi v zadnjem četrtletju izgubljal vrednost do drugih pomembnejših svetovnih valut (slika 2.4). Podobno gibanje mu tržni udeleženci napovedujejo tudi za letos, predvsem zaradi denarne politike ECB, ki naj bi ostala relativno bolj akomodativna kot v

Slika 2.4: Cene kovin in energentov kot indeksne spremembe ter NEER42



Opomba: Energenti kot navadno povprečje cene nafte Brent, ICE London plin, premog (Rotterdam) in Nordic Electricity. Vse cene za prvo terminsko pogodbo razen cen nafte Brent. Kovine kot LME (London Metal Exchange) indeks, izračunan iz zaključnih cen bakra, aluminija, svinca, kositra, cinka in niklja. NEER42 nominalni efektivni tečaj evra kot uteženo povprečje bilateralnih tečajev evra z valutami 42 trgovinskih partneric, kjer uteži bazirajo na trgovinski menjavi blaga in storitev.
Vir: Bloomberg, preračuni Banke Slovenije.

večini drugih trgovinskih partneric. Rast cen energentov in nižja vrednost evra bi lahko dodatno prispevali k letošnjim inflacijskim pritiskom v evrskem območju. Ne glede na to pa tržna inflacijska pričakovanja, izpeljana iz inflacijskih zamenjav, še vedno nakazujejo, da se bo inflacija od leta 2023 naprej najverjetneje vrnila nekoliko pod 2 %.

Okvir 2.1: Reforma referenčnih obrestnih mer

Referenčne obrestne mere so javno objavljene obrestne mere, ki imajo ključno vlogo v finančnem sistemu in običajno predstavljajo stroške bančnega izposojanja denarja na kratek rok. V zadnjih letih jih njihovi nadzorniki in upravljavci reformirajo z namenom zagotovitve večje zanesljivosti, transparentnosti in nepristranskosti. Reforma je odgovor na zmanjšano trgovanje z referenčnimi obrestnimi merami na nezavarovanem medbančnem trgu in manipulacije njihovega izračuna v obdobju po globalni finančni krizi leta 2008. V preteklosti so referenčne obrestne mere temeljile zgolj na kotacijah, v sklopu reform pa njihov izračun v čim večji možni meri temelji na sklenjenih poslih. V letu 2013 je Mednarodno združenje nadzornikov trga vrednostnih papirjev sprejelo standarde za določanje finančnih referenčnih vrednosti, leto pozneje je Odbor za finančno stabilnost objavil priporočila za okrepitev reprezentativnosti referenčnih obrestnih mer. Leta 2016 je bila sprejeta Uredba EU o referenčnih vrednostih,[1] katere namen je izboljšati kakovost, upravljanje in kontrolo nad izračunom referenčnih vrednosti ter s tem omogočiti večje varstvo potrošnikov in vlagateljev.

Najpomembnejši evrski referenčni obrestni meri sta €STR in EURIBOR. €STR je nadomestila obrestno mero EONIA, EURIBOR pa ostaja v veljavi. Potem ko je Evropski inštitut za denarne trge (European Money Markets Institute, EMMI) objavil, da z reformo EONIA ne bo uspel, smo v Evrosistemu zaradi velikega pomena obrestne mere čez noč za transmisijo denarne politike vzpostavili evrsko kratkoročno obrestno mero €STR (ang. euro short-term rate). €STR je obrestna mera čez noč, izračunana na podlagi nezavarovanih evrskih vlog, ki jih banke poročevalke prejmejo od drugih bank in nebančnih finančnih institucij. ECB jo dnevno izračunava in objavlja od oktobra 2019 naprej. Z januarjem 2022 je €STR dokončno nadomestila obrestno mero EONIA, ki je bila že vse od oktobra 2019 izračunana kot €STR, povečana za 8,5 bazične točke. Pribitek na EONIA je bil dodan zato, ker €STR odraža ceno izposoje denarnih sredstev bank, medtem ko je EONIA odražala ceno posojanja bank in je bila zato praviloma višja. ECB je začela izračunavati tudi konformne povprečne stopnje €STR za standardne ročnosti do enega leta in konformni indeks, ki omogoča izpeljavo konformnih obrestnih mer za nestandardne ročnosti. S tem so bile zagotovljene morebitne alternativne rezervne obrestne mere (ang. fallbacks), ki jih bodo lahko stranke uporabile v svojih pogodbah kot nadomestilo za EUR LIBOR in EURIBOR, ko oz. če bi ti referenčni obrestni meri prenehali obstajati. EMMI, ki je ostal upravljavec za EURIBOR, je v letu 2019 zanj uvedel novo hibridno metodologijo izračuna, ki v največji možni meri temelji na sklenjenih poslih. Poleg tega je prilagodil upravljanje obrestnih mer v skladu z Uredbo o referenčnih vrednostih.

Svetovno najpomembnejša referenčna obrestna mera LIBOR, ki se je izračunavala v petih valutah, je bila ob koncu leta 2021 ukinjena, z izjemo LIBOR USD nekaterih ročnosti, kjer je bil rok podaljšan do 31. 6. 2023. LIBOR se je do konca leta 2021 izračunaval kot referenčna obrestna mera v valutah EUR, USD, GBP, JPY in CHF. Britanski finančni nadzornik je že leta 2017 napovedal, da se bo LIBOR prenehal objavljati, dokončno pa je to uradno objavil marca 2021.

LIBOR bodo nadomestile obrestne mere, ki so zasnovane na netveganih referenčnih obrestnih merah čez noč, katerih upravljavci so običajno centralne banke. Prehod z LIBOR na druge referenčne obrestne mere je velik izziv za

Tabela 1: Pregled netveganih referenčnih obrestnih mer po posameznih državah

	evrsko območje	ZDA	Velika Britanija	Švica	Japonska
Naziv delovne skupine za netvegane obrestne mere	Working Group on Euro Risk-free Rates	Alternative Reference Rates Committee	Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates	National Working Group on CHF Reference Rates	Cross-Industry Committee on Japanese Yen Interest Rate Benchmark
Netvegana obrestna mera	€STR	SOFR	SONIA	SARON	TONA
Naziv netvegane obrestne mere	Euro short-term rate	Secured overnight financing rate	Sterling overnight index average	Sviss average overnight rate	Tokyo overnight average rate
Upravljalec	Evropska centralna banka	Federal Reserve System	Bank of England	SIX Swiss Exchange	Bank of Japan
Zavarovana obrestna mera	ne	da	ne	da	ne
Vključen grosistični trg	da	da	da	ne	da
Veljavnost	oktober 2019	april 2018	1997	2009	1992

Vir: Spletne strani delovnih skupin za netvegane obrestne mere.

tržne udeležence in nadzornike, tako v Evropi kot v ZDA. Ker se LIBOR izračunava za različne valute, je finančna industrija po posameznih državah ustanovila delovne skupine za netvegane obrestne mere, ki so skupaj s centralnimi bankami sooblikovale priporočila, da se LIBOR nadomesti z obrestnimi merami, ki temeljijo na referenčnih obrestnih merah čez noč, in sicer €STR, SOFR, SONIA, SARON in TONA (tabela 1). Te se izračunajo iz sklenjenih poslov in so lahko nezavarovane ali zavarovane, nekatere med njimi pa zaradi večje reprezentativnosti vključujejo tudi širši grosistični trg z nebančnimi udeleženci (glej tabelo 1).

Za nadomestitev obrestnih mer LIBOR standardnih ročnosti je treba netvegane obrestne mere čez noč preračunati na daljše ročnosti in dodati kreditni pribitek. Preračun obrestnih mer čez noč na daljšo ročnost se lahko opravi na dva načina, in sicer: i) na podlagi nazaj usmerjene metodologije, ki temelji na preteklih podatkih obrestne mere čez noč (npr. konformnih ali povprečnih obrestnih mer), ali ii) na podlagi vnaprej usmerjene metodologije, ki temelji na izvedenih finančnih instrumentih iz obrestne mere čez noč (npr. iz obrestnih zamenjav ali terminskih pogodb). Obe metodologiji nista nujno uporabljeni v vseh jurisdikcijah,[2] v nekaterih se bo nadomestna obrestna mera na podlagi vnaprej usmerjene metodologije šele razvila v prihodnosti, ko se bo razvil trg izvedenih finančnih instrumentov na obrestno mero čez noč. Poleg tega je treba na netvegano obrestno mero za določeno ročnost dodati še kreditni pribitek. Za ta namen se najpogosteje uporablja fiksni razmik, ki je razlika med obrestno mero LIBOR in netvegano obrestno mero čez noč v preteklem petletnem obdobju.[3]

Da bi se izognila tveganju veljavnosti obstoječih pogodb, ki so vezane na EONIA in CHF LIBOR, je Evropska komisija sprejela izvedbeni uredbi za nadomestitev teh dveh obrestnih mer po zaključku leta 2021. Tako bo pri pogodbah, kjer se strankam ni uspelo dogovoriti za nadomestno obrestno mero, avtomatsko veljala obrestna mera iz uredbe. Namesto EONIA se bo uporabila €STR, povečana za 8,5 bazične točke, namesto CHF LIBOR standardnih ročnosti pa 1- oz. 3-mesečni konformni SARON, povečan za fiksni razmik, ki je posebej določen za vsako posamezno standardno ročnost.

[1] Uredba (EU) 2016/1011 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 8. junija 2016 o indeksih, ki se uporabljajo kot referenčne vrednosti v finančnih instrumentih in finančnih pogodbah ali za merjenje uspešnosti investicijskih skladov, ter spremembi direktiv 2008/48/ES in 2014/17/EU ter Uredbe (EU) št. 596/2014.

[2] Švicarska delovna skupina je npr. objavila, da ne bo izračunavala obrestne mere na podlagi vnaprej usmerjene metodologije, saj trg izvedenih finančnih instrumentov ni dovolj likviden.

[3] Ta razmik je v svojih pravnih aktih določilo Mednarodno združenje za zamenjave in druge izvedene finančne instrumente (ang. International Swaps and Derivatives Association, ISDA), in sicer 5. marca 2021, ko je Britanski finančni nadzornik uradno napovedal ukinitev LIBOR-jev.

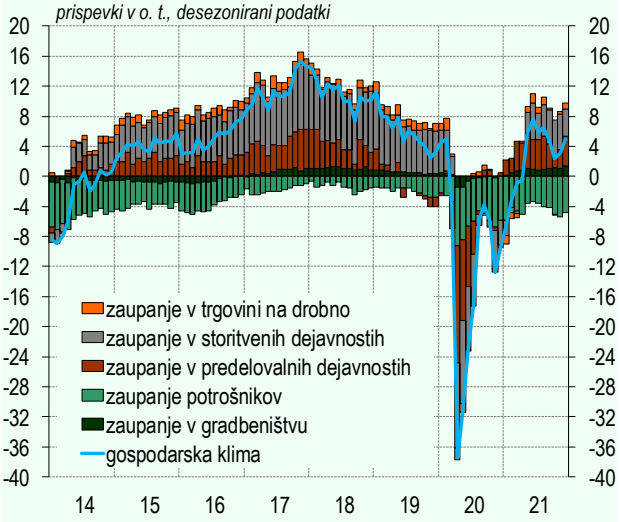
3 Domača gospodarska gibanja

Vpliv poslabšanih epidemioloških razmer in trajajočih težav v ponudbi na domačo gospodarsko aktivnost je po trenutnih podatkih razmeroma majhen. Gospodarska klima se je decembra izboljšala, podjetja pa so večinoma poročala o nadaljevanju močnega povpraševanja, a tudi cenovnih pritiskov. Ob pomanjkanju delavcev in težavah pri dobavi surovin in polizdelkov so ostali mesečni kazalniki aktivnosti v lanskih jesenskih mesecih večinoma spodbudni, saj je bilo do zdaj zares prizadeto le manjše število panog. Iz alternativnih visokofrekvenčnih podatkov lahko razberemo, da se rast domače potrošnje nadaljuje v novo leto, še naprej pa narašča tudi blagovna menjava. Se pa pogoji poslovanja za številna podjetja zaostrujejo, saj jim poleg razraščanja pandemije težave povzročajo tudi visoki stroški energentov. Po zapolnitvi krizne vrzeli v BDP v lanskem tretjem četrtletju se konjunktura sicer umirja, rast pa izrazito poganja domače trošenje, ki je precej močnejše kot v povprečju evrskega območja. Tudi na ponudbeni strani gospodarstva je večina domačih dejavnosti predkrizno raven dodane vrednosti v tretjem četrtletju že presegla, v primerjavi z evrskim območjem pa so izstopale vse glavne skupine.

Kazalniki gospodarske klime

Gospodarska klima se je decembra izboljšala kljub zaostrenim epidemiološkim razmeram. Zaupanje se je zvišalo v vseh skupinah dejavnosti z izjemo zasebnih storitev brez trgovine, manj pesimistični so bili tudi potrošniki.[1] Podjetja v predelovalnih dejavnostih so drugi mesec zapored zvišala oceno moči trenutnega povpraševanja, kazalnika pričakovanega izvoza in pričakovane proizvodnje pa sta dosegla eno najvišjih vrednosti do zdaj. O naraščanju naročil in aktivnosti so poročala tudi gradbena podjetja. Med zasebnimi storitvami so trgovska podjetja na eni strani zaznala povečanje prodaje, podjetja v drugih zasebnih storitvah pa so postala previdnejša v ocenah rasti trenutnega in pričakovanega povpraševanja, vendar so ocene ostale precej pozitivne kljub omejitvenim zdravstvenim ukrepom. Anketni podatki SURS tako nakazujejo nadaljevanje konjunkture na domačem in tujih trgih.

Slika 3.1: Kazalnik gospodarske klime v Sloveniji



Vir: SURS, preračuni Banke Slovenije.

Ob močnem povpraševanju se nadaljujejo težave na ponudbeni strani gospodarstva. Kazalniki nezadostne-

[1] Kazalnik zaupanja potrošnikov se je januarja ohranil na decembrski ravni.

ga povpraševanja so na zelo nizkih ravneh, izkoriščenost proizvodnih zmogljivosti je visoka, podjetja pa hkrati ne poročajo o finančnih težavah. Na drugi strani pričakujejo nadaljnjo hitro rast cen, takšna pa so tudi pričakovanja potrošnikov. Pomanjkanje surovin in naraščanje njihovih cen ostaja prisotno v predelovalnih dejavnostih in gradbeništvu, zaloge v trgovini so nizke, v veliki večini dejavnosti pa se soočajo s precejšnjim pomanjkanjem ponudbe na trgu dela. V razmerah opaznega neskladja med presežnim povpraševanjem in omejeno ponudbo lahko pričakujemo nadaljnje naraščanje cenovnih pritiskov.

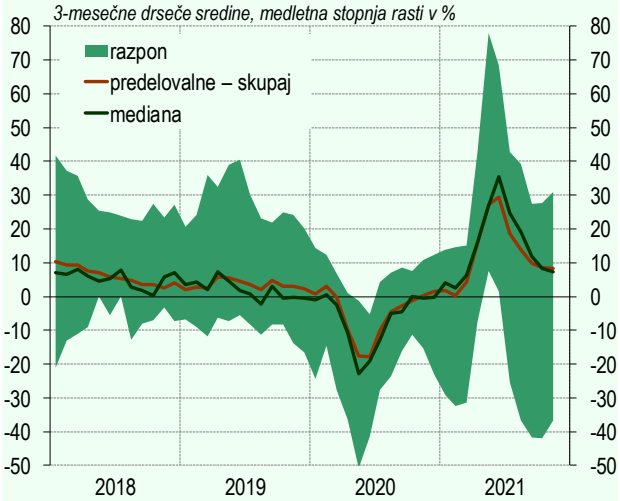
Slika 3.2: Omejitveni dejavniki v Sloveniji

*Opomba: *Ocena Banke Slovenije s pomočjo deležev v dodani vrednosti. Vključena so podjetja v industriji, gradbeništvu in drugih storitvah, ki so v anketnem raziskovanju kot omejitveni dejavnik navedla pomanjkanje delavcev.*
Vir: Eurostat, preračuni Banke Slovenije.

Visokofrekvenčni kazalniki aktivnosti

Gospodarske razmere ostajajo ugodne tudi v zadnjih mesecih, a z oteženimi razmerami v nekaterih dejavnostih. Mesečna rast industrijske proizvodnje je bila novembra lani z 2,8 % najvišja v zadnjem letu, medletna pa je presegla 10 %. Vpliv težav v dobavnih verigah je bil pereč zgolj v dveh panogah predelovalnih dejavnosti, in sicer v proizvodnji motornih vozil in z avtomobilsko industrijo povezani proizvodnji usnjenih izdelkov, kjer je bila aktivnost manjša kot pred letom. Tudi sicer je bil med

Slika 3.3: Razpon medletnih stopenj rasti predelovalnih dejavnosti



Vir: SURS.

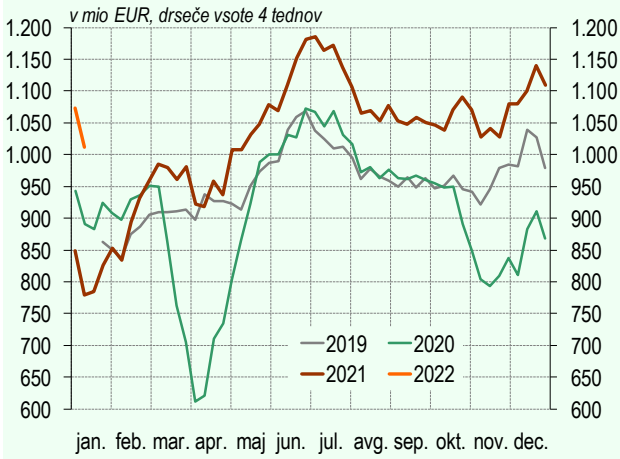
Tabela 3.1: Gospodarska aktivnost, kazalniki obsega

	12 mes. do okt. 20	12 mes. do okt. 21	2021 sep.	2021 okt.	2021 nov.	2021 jul.	2021 okt.
	medletne stopnje rasti v %**					tekoče***	
Industrijska proizvodnja – skupaj	-6,1	8,9	8,1	5,9	10,1	1,3	1,2
Predelovalne dejavnosti	-5,7	10,3	10,2	6,4	11,5	1,5	1,3
Gradbeništvo – skupaj	-2,7	-2,0	0,8	-10,6	-17,3	-4,9	1,8
Nestanovanjske stavbe	-9,1	-30,3	-43,3	-41,0	-45,8	-25,5	13,3
Stanovanjske stavbe	-5,7	23,8	19,4	-14,4	-16,8	-8,1	-10,5
Gradbeni inženirski objekti	-1,1	8,9	16,5	3,0	-8,9	-1,8	1,8
Trgovina in druge zasebne storitve* – skupaj	-7,9	6,5	11,8	15,7	...	2,5	2,7
Trgovina z motornimi vozili in popravila	-9,9	0,1	-1,8	-3,9	...	-1,3	4,4
Trgovina na drobno brez vozil	-3,9	8,0	15,0	23,1	...	1,7	2,4
Druge zasebne storitve	-9,7	6,7	13,0	18,2	...	7,3	7,4
Promet in skladiščenje	-9,6	11,8	10,7	11,6	...	-1,6	4,8
Gostinstvo	-26,6	-14,6	12,7	71,1	...	118,1	29,6
Informacijske in komunikacijske dejavnosti	0,3	5,1	4,4	10,6	...	-0,3	4,3
Strokovne, znanstvene in tehnične dejavnosti	-2,8	7,7	10,0	6,4	...	0,6	-1,6

*Opomba: *Brez finančnih storitev. **Iz podatkov so izločeni vplivi koledarja. ***Trimesečne drseče sredine glede na trimesečne drseče sredine pred tremi meseci v %, desezonirani podatki.*
Vir: SURS, preračuni Banke Slovenije.

predelovalnimi dejavnostmi lani prisoten povečan razpon v medletnih stopnjah rasti, a le zaradi slabših pogojev poslovanja manjšega števila dejavnosti (slika 3.3). Ob slabši epidemiološki sliki so postale razmere zahtevnejše v zasebnih storitvah. Po izrazitem skoku prodaje motornih goriv pred zaostritvijo pogoja PCT v oktobru se je po prvih podatkih mesečna rast prihodkov v trgovini novembra znižala, vendar je po vsej verjetnosti zaradi nekoliko večjih prihodkov v prodaji vozil v agregatu ostala pozitivna. V drugih storitvah se je obdobje mesečnega povečevanja prihodkov, ki je trajalo od lanskega maja, oktobra prekinilo s padcem v višini 1,7 %. Gradbena aktivnost je lansko jesen ostala volatilna in šibka, a le po indeksu vrednosti opravljenih gradbenih del, ki je bil novembra medletno nižji kar za 17,3 %. Nasprotno so gradbena podjetja v sklopu merjenja gospodarske klime poročala o močni aktivnosti – kazalnik obsega gradbenih del je bil medletno višji za 26 odstotnih točk – in dolgem obdobju zagotovljenega dela. Konjunktura naj bi se nadaljevala tudi na prehodu v novo leto, saj ostajata skupna vrednost kartičnih plačil in dvigov na bankomatih ter število prevoženih kilometrov tovornih vozil na domačih avtocestah na precej višji ravni kot pred pandemijo. Težave povzročajo visoki stroški energentov, ki lahko zavrejo predvsem tista podjetja, ki jih niso zakupila pravočasno (slika 3.5).

Slika 3.4: Vrednost kartičnih plačil in dvigov na bankomatih



*Opomba: *Vir je Bankart, ki zajema več kot 80 % vseh kartičnih plačil in več kot 90 % bankomatov v državi.*
Vir: Bankart, preračuni Banke Slovenije.

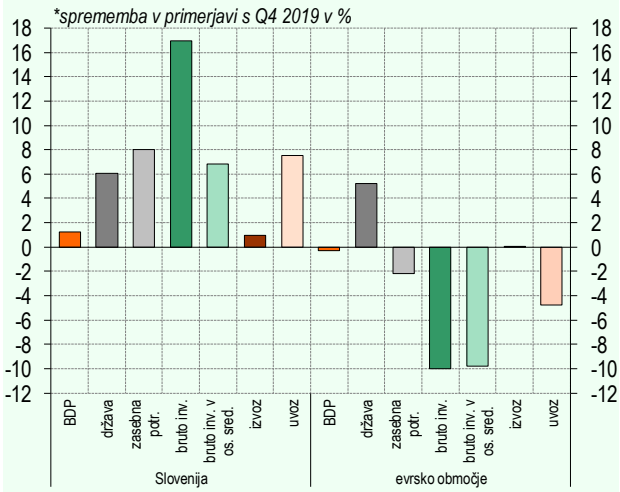
Slika 3.5: Uvozne cene energentov

Vir: SURS.

BDP v tretjem četrtletju 2021

Četrtletna rast BDP je v lanskem tretjem četrtletju ponovno zaostala za povprečjem evrskega območja, vendar je njegova raven že višja kot pred pandemijo. V tretjem četrtletju je četrtletna rast dosegla 1,3 %, v evrskem območju pa 2,3 %. Razlogi za počasnejšo rast so manjši padec zaradi pandemične krize v letu 2020 in zgodnejše okrevanje ob hitrejši sprostitvi nekaterih omejevalnih ukrepov ter posledično hitrejše zaprtje krizne vrzeli v BDP, s tehničnega vidika pa tudi precej močnejša rast domačega trošenja v primerjavi z izvozom in zato velik negativni prispevek neto menjave s tujino. V lanskem tretjem četrtletju so tako vsi glavni agregati domače potrošnje že močno presegli ravni pred pandemijo, kar za evrsko območje ni bilo značilno (slika 3.6).[2] Prav tako ima

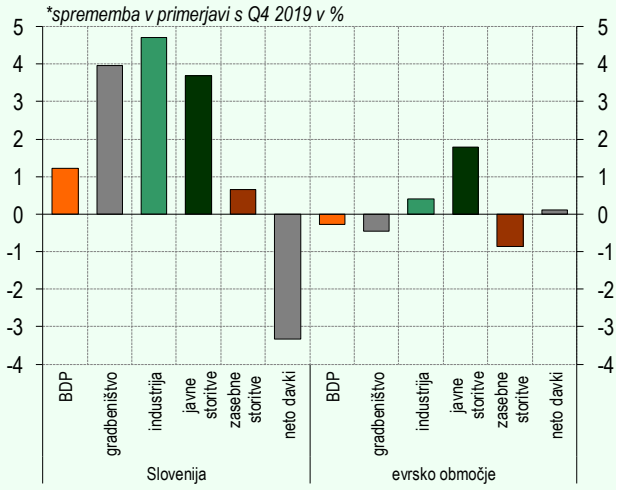
Slika 3.6: Primerjava ravni BDP v Q3 2021 s predkrizno* po izdatkovni strukturi v Sloveniji in evrskem območju



Vir: Eurostat.

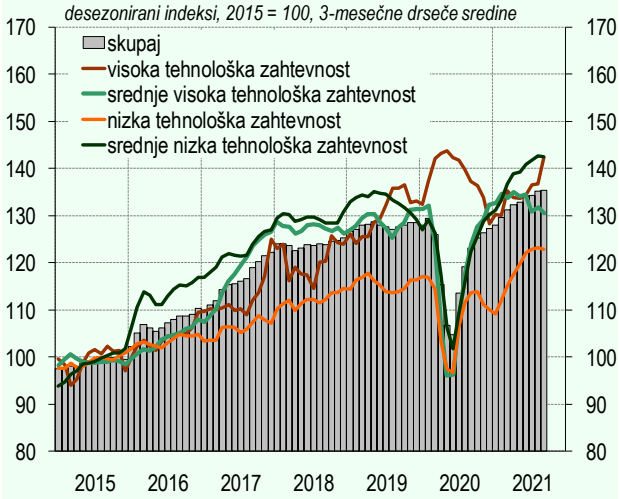
[2] Kot predkrizna raven so upoštevani desezonirani in delovnim dnem prilagojeni podatki iz zadnjega četrtletja 2019.

Slika 3.7: Primerjava ravni BDP v Q3 2021 s predkrizno* po proizvodni strani v Sloveniji in evrskem območju



Vir: Eurostat.

Slika 3.8: Proizvodnja predelovalnih dejavnosti po tehnološki zahtevnosti



Vir: SURS, preračuni Banke Slovenije.

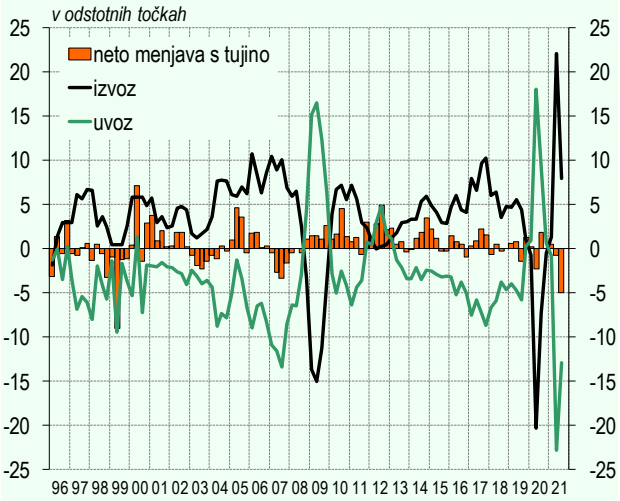
upočasnitev rasti dodane vrednosti v industriji ob težavah v dobavnih verigah nekoliko močnejši vpliv na agregatno gospodarsko rast, saj je njen delež v domačem BDP približno 24-odstoten, v evrskem območju pa okrog 17-odstoten. Večina domačih dejavnosti je predkrizno raven dodane vrednosti v tretjem četrtletju sicer že presegla, v primerjavi z evrskim območjem pa so izstopale vse glavne skupine. Razliko v odboju BDP je tako zmanjšal negativni prispevek neto davkov na proizvode (slika 3.7). Medletna rast BDP je znašala 5,0 %, kar je dobro odstotno točko več kot v evrskem območju. Rast domače potrošnje je znašala 11,2 %, v evrskem območju pa 3,8 %. Temu primerna je bila ob težavah v proizvodnji izvoznega sektorja tudi razlika v prispevku neto menjave s tujino, ki je medletno rast domačega BDP tehnično znižala za 5,0 odstotne točke, rast evrskega območja pa zvišala za 0,3 odstotne točke.

Četrtletna rast dodane vrednosti je v lanskem tretjem četrtletju ostala visoka kljub upočasnitvi v industriji. Dosegla je 1,7 %, kar je le 0,1 odstotne točke manj kot v drugem četrtletju. Glavnino so k rasti prispevale zasebne storitve, saj so se pogoji za njihovo poslovanje s sprostitvijo večine omejevalnih ukrepov približali tistim pred pandemijo. Izjema so ostale predvsem dejavnosti, vezane na mednarodni turizem, kjer pa je zmanjšan prihod tujih gostov v veliki meri nadomestilo domače povpraševanje, spodbujeno z državnim sofinanciranjem. Po dveh negativnih četrtletjih se je dodana vrednost tekoče povečala tudi v gradbeništvu, kar večinoma povezujemo z izdatnejšim izvajanjem infrastrukturnih projektov in povečanim državnim investiranjem. Pojavljati pa so se začele težave v industriji, kjer se je rast dodane vrednosti v lanskem tretjem četrtletju upočasnila na 0,5 %. Omejitve zaradi težav v proizvodnih verigah so bile najbolj pereče v avtomobilski industriji in so se pokazale v 3,1-odstotnem četrtletnem padcu proizvodnje srednje visoko tehnološko zahtevnih proizvodov (slika 3.8). Rast agregata je znižala tudi manjša aktivnost v energetiki. S tehničnega vidika je četrtletno rast BDP znižal še padec neto davkov na proizvode. Dodana vrednost v gospodarstvu je bila medletno večja za 5,1 %, s pozitivnimi prispevki vseh skupin dejavnosti.

Močna domača poraba se odraža v občutnem preseganju rasti uvoza v primerjavi z izvozom. Obsežni ukrepi fiskalne politike in nizki stroški financiranja so z ohranitvijo kupne moči gospodinjstev in gospodarskega potenciala omogočili izrazito rast domače porabe po sprostitvi najbolj omejujočih epidemioloških ukrepov. Končno trošenje gospodinjstev se je s sproščanjem zadržane potrošnje začelo krepiti že v lanskem prvem četrtletju, v tretjem pa je četrtletna rast znašala kar 12,6 %, s čimer je bila raven zasebne potrošnje iz zadnjega četrtletja 2019 presežena za 8,0 %. Povišale so se tudi bruto investicije v osnovna sredstva, kjer pa struktura četrtletne rasti z vidika širjenja proizvodnih zmogljivosti ni bila več tako obetavna kot na začetku lanskega leta, saj je prišlo do zastoja v rasti investicij v opremo in stroje. Kljub temu so investicije v osnovna sredstva že precej presegle ra-

ven iz zadnjega četrtletja 2019, in sicer za 6,8 %. Zaradi velike negotovosti v dobavnih verigah je bilo lani izrazito previdnostno kopičenje zalog. Močno domače trošenje je bilo izrazito tudi v medletni primerjavi, pri čemer so v lanskem tretjem četrtletju s 27,8-odstotnim povečanjem spet močno izstopale bruto investicije, pri čemer so osrednjo vlogo ponovno imele zaloge. Medletna rast uvoza je v lanskem tretjem četrtletju znašala 19,9 %, kar je rast izvoza preseglo za 9,3 odstotne točke. Izvoz je k rasti BDP prispeval 7,9 odstotne točke, uvoz pa jo je znižal za 12,9 odstotne točke. Negativni prispevek neto menjave s tujino k medletni rasti BDP je bil tako največji po drugem četrtletju 1999, ko se je uvoz blaga močno povečal pred uvedbo DDV (slika 3.9).

Slika 3.9: Prispevki menjave s tujino k medletni rasti BDP



Vir: SURS.

4 Trg dela

Ob hitri rasti gospodarske aktivnosti se zaposlovanje podjetij še naprej krepi. Raven delovno aktivnih oseb je bila novembra lani ponovno rekordna, pri čemer je bila rast zaposlenosti široko zasnovana med dejavnostmi. Še naprej se znižuje tudi brezposelnost, ki pa predstavlja vse manjši vir razpoložljivih delavcev na slovenskem trgu dela, kar se kaže tudi v relativno manjših odlivih iz brezposelnosti v zaposlitev. Težave podjetij zaradi pomanjkanja delavcev so se kratkoročno še okrepile zaradi slabšanja epidemioloških razmer in s tem povezanimi odsotnostmi z dela. Podjetja težave ob iskanju ustrezno usposobljenih delavcev v največji meri rešujejo z zaposlovanjem tujih državljanov, ki so lansko jesen prispevali približno polovico k medletni rasti delovno aktivnih oseb brez samozaposlenih kmetov. Naraščajoče zaposlovanje tujih delavcev zavira negativne učinke vse večjih strukturnih neskladij na domačem trgu dela in posledično tudi plačne pritiske. Gibanje plač je še naprej precej volatilno in posledica neenakomerne rasti med dejavnostmi, nizkega učinka osnove ter z epidemijo povezanih ukrepov in dodatkov. Medletna rast povprečne bruto plače je bila oktobra lani 3,6-odstotna in je bila zaradi izrazito upočasnjene rasti v pretežno javnih storitvah precej nižja od povprečja prvih desetih mesecev, ki s 6,8 % ostaja visoko. Ob ugodnih gibanjih na trgu dela je v lanskem tretjem četrtletju z 8,2 % ostala visoka tudi medletna rast mase bruto plač.

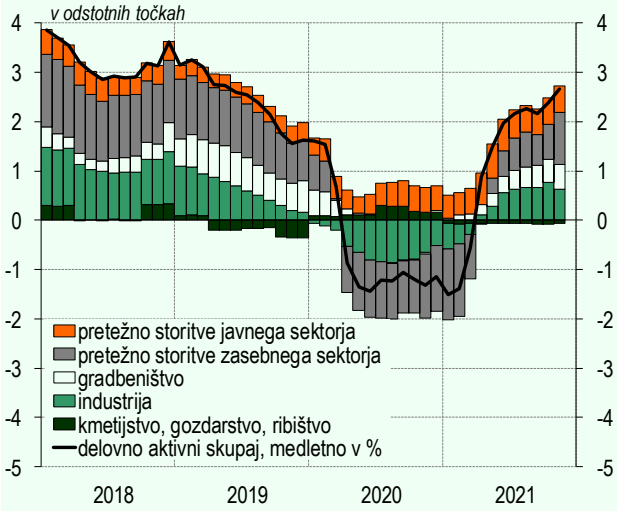
Zaposlenost

Zaposlenost je bila novembra lani ponovno zgodovinsko najvišja, njena medletna rast pa je bila široko zasnovana. Delovno aktivnih oseb brez samozaposlenih kmetov je bilo že tretji mesec zapored največ, odkar SURS spremlja registrske podatke o delovno aktivnem prebivalstvu, tj. 2,8 % več kot leto prej.[1] Medletna rast števila delovno aktivnih oseb je bila novembra pozitivna v večini dejavnosti, najbolj v gostinstvu, kjer se število približuje predkriznim ravnem, in gradbeništvu (slika 4.1). Zaposlovanje tujih državljanov je k medletni rasti delovno aktivnih oseb brez samozaposlenih kmetov lani v jesenskih mesecih prispevalo približno polovico. Posledično se je višal tudi njihov delež in bil novembra z 12,5 % višji kot v predkriznem obdobju z začetka leta 2020 (slika 4.2). Ob okrevanju gospodarske aktivnosti in vračanju oseb, ki so bile vključene v ukrepe za zaščito delovnih mest, v službe, sta se lani med letom višali tudi stopnji aktivnosti in delovne aktivnosti, ki sta v tretjem četrtletju v starostni skupini 15–64 let znašali 76,9 % oziroma 73,4 %.[2]

[1] Po podatkih nacionalnih računov se je zaposlenost v lanskem tretjem četrtletju medletno povečala za 2,6 %, v primerjavi z drugim četrtletjem pa je bila glede na desezonirane podatke višja za 0,9 %. Zaradi izteka ukrepov za ohranjanje delovnih mest se zmanjšuje tudi neskladje med medletno spremembo zaposlenosti in številom opravljenih delovnih ur, ki se je v tretjem četrtletju medletno povečalo za 3,4 %. Glede na sezonsko prilagojene podatke je v tretjem četrtletju zaposlenost že presegala predkrizno raven iz zadnjega četrtletja 2019, število opravljenih delovnih ur pa je bilo še vedno nižje.

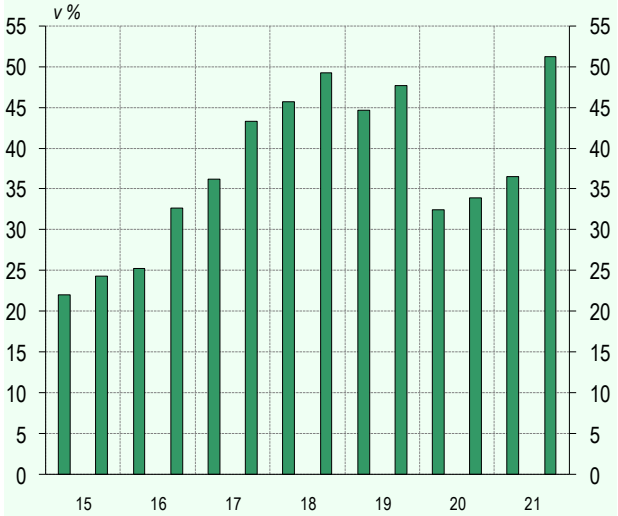
[2] Medletna primerjava stopenj aktivnosti in delovne aktivnosti je otežena zaradi metodoloških sprememb. Podrobnejše informacije o tem so dostopne v okvirju 3.1 v publikaciji Gospodarska in finančna gibanja iz julija 2021.

Slika 4.1: Prispevki k medletni spremembi števila delovno aktivnih prebivalcev



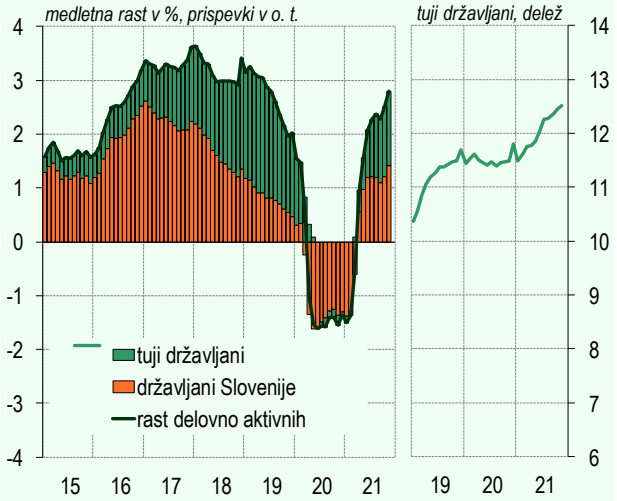
Vir: SURS, preračuni Banke Slovenije.

Slika 4.3: Delež delodajalcev, ki se je srečal s pomanjkanjem ustreznih kadrov



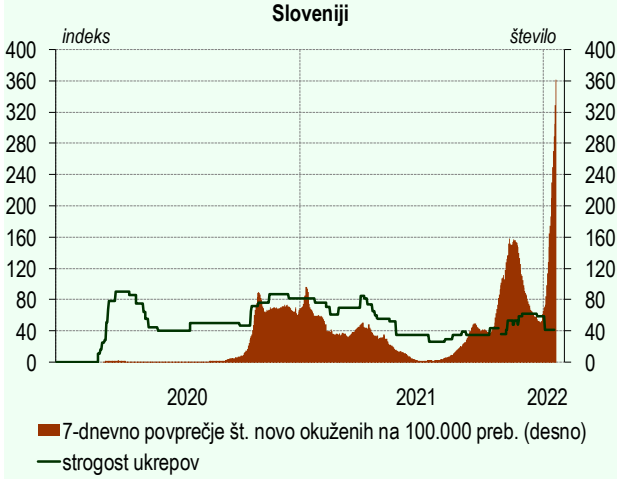
Vir: ZRSZ (raziskava "Napovednik zaposlovanja"), preračuni Banke Slovenije.

Slika 4.2: Delovno aktivni brez samozaposlenih kmetov po državljanstvu



Vir: SURS, preračuni Banke Slovenije.

Slika 4.4: Število novo okuženih s covid-19 in strogost ukrepov v Sloveniji



Opomba: Indeks strogosti služi kot ocena ukrepov in lahko podcenjuje ali precenjuje dejanske ukrepe v danem obdobju.
Vir: Johns Hopkins University CSSE COVID-19 Data, preračuni Banke Slovenije.

Zaradi praznjenja bazena razpoložljive delovne sile postajajo strukturna neskladja na trgu dela vse bolj izrazita, kratkoročne težave pa povzroča tudi slabšanje epidemioloških razmer. Ob hitri gospodarski rasti se je opazno povečal odliv registriranih brezposelnih oseb v zaposlenost, izrazito pa so se zmanjšali tudi prilivi oseb v brezposelnost. Posledično se število brezposelnih oseb približuje zgodovinsko najnižjim ravnem, kar poleg neugodnih demografskih trendov zmanjšuje bazen razpoložljive delovne sile na slovenskem trgu dela in povzroča vse večje pomanjkanje ustreznih kadrov. Glede na raziskavo ZRSZ se je lani v drugi polovici leta že več kot polovica podjetij srečala s pomanjkanjem ustrezne delovne sile, kar je več kot pred izbruhom pandemije (slika 4.3). Pomanjkanje je največje v velikih podjetjih, med pomembnejšimi dejavnostmi pa je največje v gradbeništvu, gostinstvu, zdravstvu in socialnem varstvu ter prometu in skladiščenju. Kar dve tretjini podjetij kot razlog za težave pri zaposlovanju izpostavlja pomanjkanje kadra, kar večinoma rešujejo s podaljševanjem postopkov zaposlovanja, zaposlovanjem tujih državljanov in spremembo pogojev razpisanega delovnega mesta, višjo plačo ali druge bonitete pa je ponudila manj kot desetina delodajalcev. Zaradi težav s pomanjkanjem ustreznih kadrov podjetja uporabljajo nadurno delo, v manjši meri pa tudi prenašanje dela na zunanje izvajalce, preusposabljanje zaposlenih in zavrnitev naročil. Izvajanje delovnih procesov je trenutno dodatno oteženo zaradi naraščanja števila okužb, ki do-

Tabela 4.1: Demografska gibanja, brezposelnost in zaposlenost

	2016	2017	2018	2019	2020	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3
					v 1.000					
Delovno sposobno prebivalstvo[1]	1.371	1.362	1.352	1.350	1.362	1.362	1.367	1.341	1.337	1.335
					v %					
Stopnja aktivnosti[2]	71,7	74,2	75,1	75,3	74,6	74,7	74,9	72,3	75,2	76,9
Stopnja delovne aktivnosti[3]	65,9	69,3	71,1	71,9	70,9	70,8	71,1	68,1	71,9	73,4
					v 1.000					
Registrirane brezposelne osebe	103,2	88,6	78,5	74,2	85,0	87,1	85,0	87,4	75,2	68,7
Stopnja brezposelnosti					*v %*					
- anketna	8,0	6,6	5,1	4,5	5,0	5,1	5,1	5,6	4,3	4,5
- registrirana	11,2	9,5	8,3	7,7	8,7	9,0	8,7	9,0	7,7	7,1
Verjetnost prehoda med zaposlenostjo in brezposelnostjo					*v %*					
- verjetnost zaposlitve[4]	18,0	19,2	19,5	18,9	19,0	22,4	16,4	22,0	22,9	19,0
- verjetnost izgube službe[5]	2,3	2,1	1,9	1,8	2,5	2,0	2,2	2,1	1,1	1,4
					v 1.000					
Skupna zaposlenost[6]	961	989	1.021	1.046	1.040	1.039	1.041	1.039	1.044	1.066
					medletne stopnje rasti v %					
Zaposlene osebe	2,2	3,3	3,4	2,6	-0,9	-1,9	-1,4	-1,3	1,3	2,4
Samozaposlene	0,2	1,4	2,5	1,7	0,6	1,0	0,4	0,6	1,6	3,1
Zaposlenost po dejavnostih										
A Kmetijstvo, gozdarstvo in ribištvo	-1,3	-1,0	-0,4	-0,6	-0,9	-1,0	-1,2	-1,4	-1,5	-1,8
BCDE Industrija	2,5	3,1	4,3	2,4	-1,5	-2,8	-1,9	-0,8	1,6	2,8
F Gradbeništvo	-0,8	2,3	6,5	9,1	1,9	-0,1	1,3	1,9	4,2	5,3
GHI Trgovina, gostinstvo, promet	2,5	3,5	3,5	3,2	-1,5	-2,5	-2,8	-3,6	-0,5	1,9
J Informacijske in komunikacijske dejavnosti	4,1	3,4	4,6	3,5	3,7	3,4	3,1	2,4	3,6	4,2
K Finančne in zavarovalniške dejavnosti	-2,0	-1,5	-0,9	-0,8	-2,7	-3,3	-3,3	-2,9	-1,9	-2,0
L Poslovanje z nepremičninami	4,6	7,9	6,5	4,6	3,6	2,9	2,9	1,4	1,4	0,0
MN Strokovne, znanstvene, tehnične in druge posl. dejavnosti	2,2	5,2	3,0	0,4	-3,7	-4,5	-4,0	-3,1	2,4	4,7
RST Druge dejavnosti	2,7	3,5	3,3	4,0	0,4	-0,5	-1,2	-1,9	0,0	1,0
- pretežno zasebni sektor (brez OPQ)[7]	1,8	3,0	3,4	2,6	-1,2	-2,2	-1,9	-1,7	1,0	2,5
- pretežno javne storitve (OPQ)[7]	2,1	2,5	2,2	1,8	2,2	2,2	2,5	2,3	2,9	2,7
Skupna zaposlenost[6]	1,8	2,9	3,2	2,5	-0,6	-1,4	-1,1	-0,9	1,4	2,6

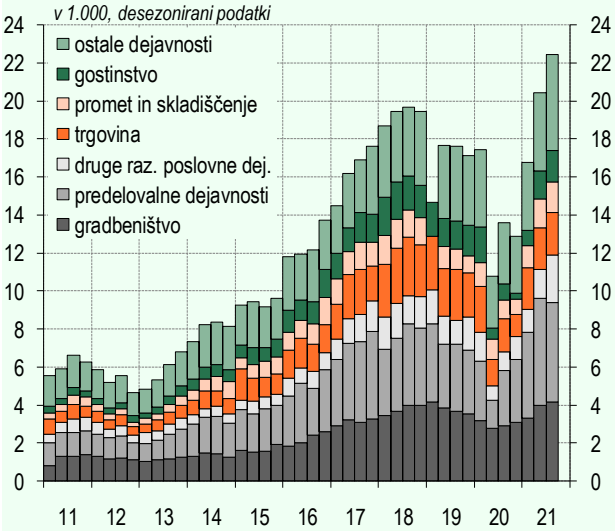
[1] Delovno sposobno prebivalstvo so vsi prebivalci med 15. in 64. letom starosti po raziskovanju Aktivno in neaktivno prebivalstvo.
[2] Delež aktivnega prebivalstva v delovno sposobnem prebivalstvu po raziskovanju Aktivno in neaktivno prebivalstvo.
[3] Delež delovno aktivnega prebivalstva v delovno sposobnem prebivalstvu po raziskovanju Aktivno in neaktivno prebivalstvo.
[4] Vključeni v zaposlitev kot delež brezposelnih po podatkih Zavoda RS za zaposlovanje. Višja vrednost kazalnika nam pove, da je verjetnost zaposlitve v danem obdobju višja.
[5] Novoprijavljeni zaradi izgube službe kot odstotek zaposlenih. Izračunano na podlagi podatkov Zavoda RS za zaposlovanje in registrskih podatkov o številu delovno aktivnih. Višja vrednost kazalnika nam pove, da je verjetnost izgube službe v danem obdobju višja.
[6] Skupaj zaposlene in samozaposlene osebe (nacionalni računi).
[7] Dejavnosti javne uprave, obrambe, obvezne socialne varnosti, izobraževanja, zdravstva in socialnega varstva po Standardni klasifikaciji dejavnosti 2008.
Vir: SURS, preračuni Banke Slovenije.

segajo nove rekordne vrednosti (slika 4.4), kar skupaj s tveganimi stiki povzroča težave zaradi velikega obsega odsotnosti z dela.

Ob visokem povpraševanju po delovni sili letos pričakujemo nadaljevanje rasti zaposlenosti, ki bo še naprej široko zasnovana. V lanskem tretjem četrtletju je bilo razpisanih več kot 22 tisoč prostih delovnih mest, kar je največ, odkar SURS izvaja to raziskovanje (slika 4.5). Glede na leto prej je bilo povpraševanje po delovni sili večje v vseh dejavnostih, skupno kar za 65 %. Zgodovinsko najvišjo raven je z 2,8 % dosegla tudi stopnja delovnih mest, ki je bila najvišja v drugih raznovrstnih poslov-

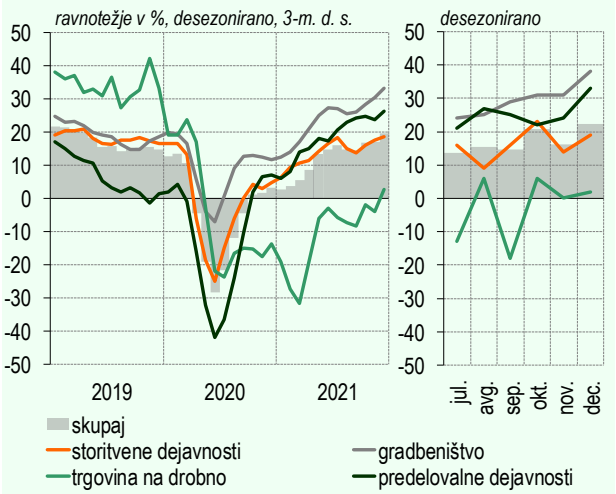
nih dejavnostih, kamor spadajo agencije za zaposlovanje, in v gradbeništvu. Še naprej se povečuje tudi število zasedenih delovnih mest, ki pa še ni preseglo vrha iz prvega četrtletja 2020. Visok porast prostih delovnih mest potrjujejo tudi podatki ZRSZ, kjer jih je bilo lani prijavljenih 36,2 % več kot leto prej. Anketni podatki SURS in ZRSZ kažejo, da se bo zaposlovanje v prvi polovici letošnjega leta še naprej krepilo v vseh dejavnostih, med katerimi bosta prednjačila gradbeništvo in druge raznovrstne poslovne dejavnosti (slika 4.6). Med poklici bodo najbolj iskani zidarji, vozniki težkih tovornjakov in vlačilcev, delavci za preprosta dela v predelovalnih dejavnostih, varilci in prodajalci. Ti poklici že zdaj sodijo med tiste, za katere delodajalci najtežje najdejo ustrezne delavce.

Slika 4.5: Prosta delovna mesta



Vir: SURS, preračuni Banke Slovenije.

Slika 4.6: Pričakovano zaposlovanje v naslednjih treh mesecih



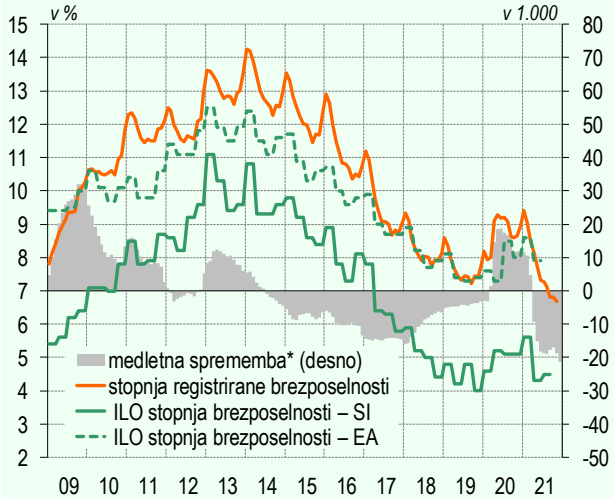
Opomba: Agregatni kazalnik je izračunan s pomočjo deležev v dodani vrednosti.
Vir: SURS, preračuni Banke Slovenije.

Brezposelnost

Registrirana brezposelnost se še naprej znižuje. Konec decembra lani se je število brezposelnih oseb medletno zmanjšalo za 24,4 % na 65.969 oseb. Na gibanje brezposelnosti so lani vplivali predvsem izrazito manjši prilivi v brezposelnost. V celem letu se je v evidence brezposelnih oseb na novo prijavilo približno 35 tisoč oseb manj kot leto prej, pri čemer se je najbolj zmanjšal priliv trajno presežnih delavcev in oseb, ki se jim je iztekla zaposlitev za določen delovni čas. Glede na leto prej je bilo manj tudi odjavljenih iz evidence brezposelnih oseb. Med odjavljenimi je bilo manj predvsem vključenih v zaposlitev, kar kaže, da podjetja vse težje najdejo ustrezno usposobljene delavce med registrirano brezposelnimi osebami. Registrirana stopnja brezposelnosti je bila novembra lani 6,7-odstotna, kar je 1,9 odstotne točke manj kot leto prej, stopnja anketne brezposelnosti pa je bila v lanskem tretjem četrtletju 4,5-odstotna oziroma 0,6 odstotne točke nižja kot pred letom (slika 4.7).

Ob močnem zniževanju brezposelnosti je konec decembra lani število registriranih brezposelnih oseb le še za približno 6.600 oseb presegalo dno iz leta 2008, opazne pa so tudi razlike v strukturi brezposelnosti. Konec leta je bilo registrirano brezposelnih oseb že manj kot ob koncu leta 2019 in leta 2008, ko je bila brezposelnost na zgodovinsko nizkih ravneh. Izobrazbena in starostna struktura brezposelnih oseb je bila lani primerljiva strukturi iz leta 2019, v primerjavi z letom 2008 pa je bilo

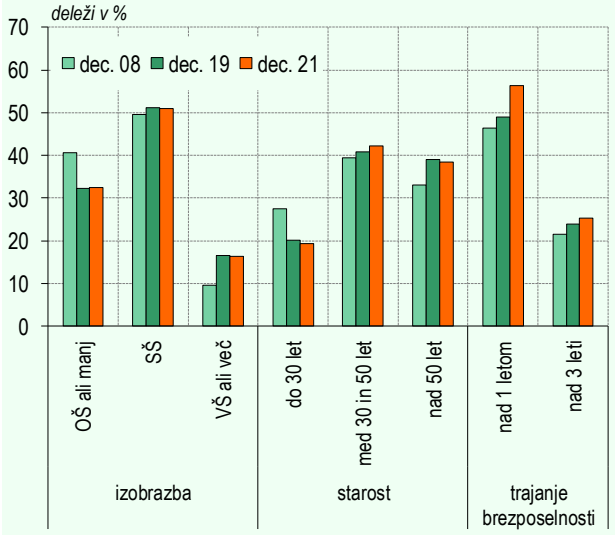
Slika 4.7: Brezposelnost



*Opomba: *Medletna sprememba števila registriranih brezposelnih v 1.000.*
Vir: Zavod RS za zaposlovanje, SURS, preračuni Banke Slovenije.

predvsem manj mlajših oseb in oseb z nižjo stopnjo izobrazbe. Po drugi strani je bil delež oseb, ki so bile brezposelne vsaj eno leto, decembra lani 7,5 odstotne točke višji kot decembra 2019 in kar 10 odstotnih točk višji kot ob koncu leta 2008 (slika 4.8). Ocenjujemo, da je v primerjavi z letom 2008 lanski nižji delež mlajših brezposelnih oseb in oseb z nižjo stopnjo izobrazbe posledica relativno večjega povpraševanja delodajalcev za te skupine oseb, kot tudi demografskih sprememb in spremembe izobrazbene strukture. Glede na anketne podatke ZRSZ in spreminjanje strukture brezposelnosti delodajalci namreč največ povprašujejo po teh skupinah delavcev, poleg tega pa se je v tem obdobju opazno zmanjšal delež mladih oseb in oseb z nižjo izobrazbo tudi v strukturi prebivalstva. Glede na strukturo brezposelnosti in preference delodajalcev je bila razpoložljivost delovne sile iz bazena brezposelnih oseb decembra lani tako primerljiva tisti s konca leta 2019, vendar slabša kot v letu 2008. Povpraševanje delodajalcev tako pretežno še vedno temelji na delovno intenzivnih poklicih z nižjo dodano vrednostjo, kar lahko vpliva na nadaljnjo strukturo gospodarske rasti in zavira rast produktivnosti.

Slika 4.8: Struktura brezposelnosti



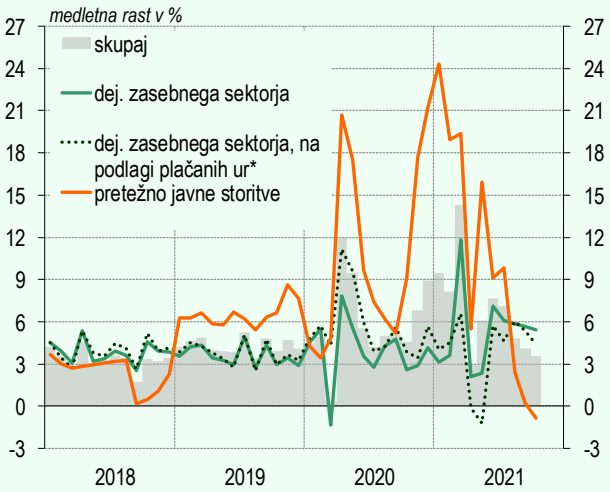
Vir: ZRSZ, preračuni Banke Slovenije.

Gibanje plač

V jesenskih mesecih se je medletna rast povprečne bruto plače umirila zaradi opaznega znižanja oziroma izteka izplačevanja z epidemijo povezanih ukrepov in dodatkov. Oktobra lani je bila nominalna medletna rast povprečne bruto plače 3,6-odstotna, kar je skoraj polovico manj od povprečne rasti v prvih desetih mesecih, ki s 6,8 % ostaja visoka. Ob povečani rasti cen življenjskih potrebščin je bila oktobra realna medletna rast povprečne bruto plače z 0,1 % komaj še pozitivna. Medletna rast povprečne bruto plače je bila med avgustom in oktobrom v dejavnostih zasebnega sektorja ponovno višja kot v pretežno javnih storitvah, kar se je zgodilo prvič po februarju 2020 in je predvsem posledica nižjih z epidemijo povezanih dodatkov (slika 4.9). Med glavnimi ukrepi, ki so oktobra lani še vplivali na rast stroškov dela, ostajajo izplačila v zdravstvu in subvencioniranje dviga minimalne plače.[3] Minimalna plača se je letos uskladila z rastjo cen življenjskih potrebščin, tj. za 4,9 % na 1.074,43 EUR bruto.

Spremljanje plačne statistike po dejavnostih zasebnega sektorja ostaja oteženo zaradi neenakomerne gospodarske rasti in učinkov ukrepov za zaščito delovnih mest.[4] Izrazita nihanja medletnih rasti povprečne

Slika 4.9: Povprečna bruto plača na zaposleno osebo

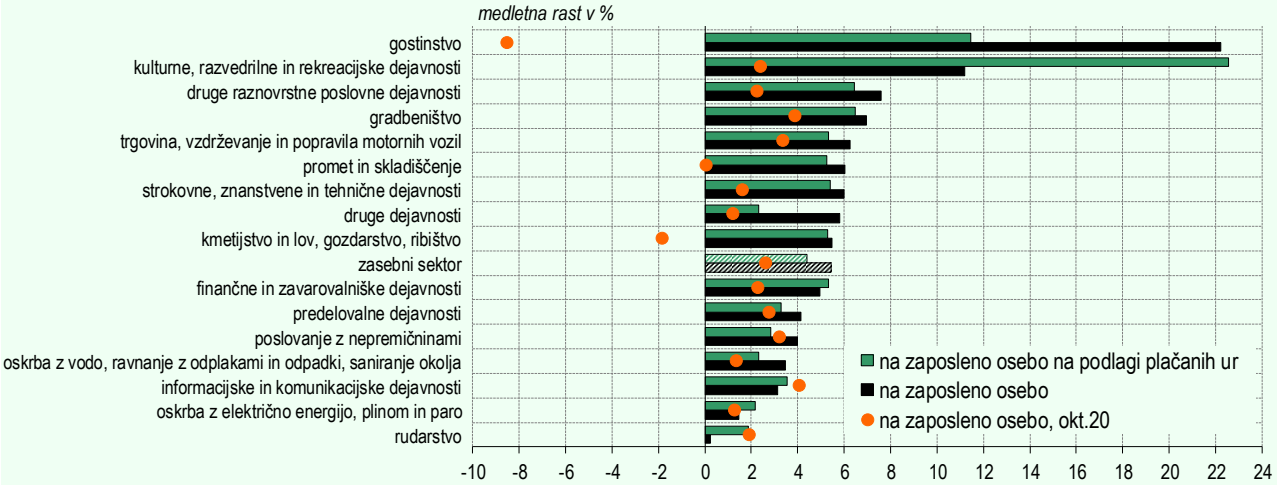


*Opomba: *Pri pravnih osebah, ki niso proračunski uporabniki.*
Vir: SURS, preračuni Banke Slovenije.

[3] V preteklih mesecih se je izteklo kar nekaj ukrepov za zaščito delovnih mest, med drugim začasno čakanje na delo in subvencioniranje skrajšanega delovnega časa.

[4] Analiza po dejavnostih se zaradi dostopnosti podatkov števila oseb, ki so prejele plačo na podlagi plačanih ur, osredotoča le na dejavnosti zasebnega sektorja.

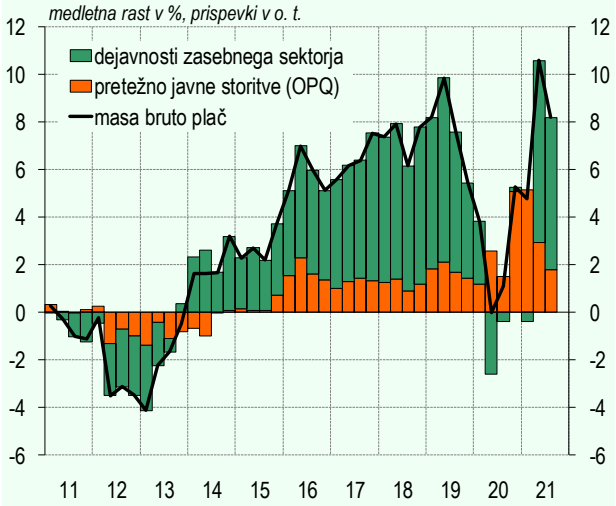
Slika 4.10: Povprečne bruto plače po dejavnostih zasebnega sektorja, oktober 2021



Opomba: Povprečna plača na zaposleno osebo se nanaša na pravne osebe, povprečna plača, izračunana glede na število zaposlenih oseb na podlagi plačanih ur, pa na pravne osebe, ki niso proračunski uporabniki.
Vir: SURS, preračuni Banke Slovenije.

bruto plače na zaposleno osebo med dejavnostmi zasebnega sektorja so bila lani v veliki meri posledica neenakomernega okrevanja gospodarske aktivnosti po dejavnostih, učinka nizke osnove in vračanja oseb, ki so bile vključene v ukrepe za zaščito delovnih mest, na delovna mesta. Oktobra je bila tako medletna rast povprečne bruto plače na zaposleno osebo v gostinstvu kar 22,2-odstotna, izračunana na podlagi števila plačanih ur pa je bila za približno polovico nižja (slika 4.10). Gostinstvo sodi med kontaktno intenzivne dejavnosti (med te poleg gostinstva uvrščamo še kulturne, razvedrilne in rekreacijske dejavnosti, deloma tudi trgovino), v katerih je poslovanje še vedno oteženo zaradi omejitvenih ukrepov. Posledično je bil v teh dejavnostih v ukrepe za zaščito delovnih mest vključen visok delež zaposlenih, kar vpliva na merjenje plač.[5] V povprečju lanskih prvih desetih mesecev so se sicer povprečne plače, izračunane na podlagi števila plačanih ur zaposlenih oseb pri pravnih osebah, ki niso proračunski uporabniki, medletno povečale za 4,0 %, pri čemer je bila rast zaradi zgoraj omenjenih razlogov najvišja v gostinstvu ter kulturnih, razvedrilnih in rekreacijskih dejavnostih, kjer je presegala 6,0 %. Z več kot 5,0 % je bila medletna rast v tem obdobju visoka tudi v gradbeništvu, kjer se trenutno najjasneje odražajo strukturna neskladja na trgu dela in vpliv dviga minimalne plače.

Slika 4.11: Nominalna masa bruto plač po nacionalnih računih



Vir: SURS – nacionalni računi, preračuni Banke Slovenije.

Medletna rast mase bruto plač je v lanskem tretjem četrtletju ostala visoka, kar je spodbujalo rast zasebne potrošnje.[6] Masa bruto plač je bila medletno višja za 8,2 %, kar je 2,4 odstotne točke manj kot četrtletje prej

[5] V statistiko stroškov dela se štejejo le izplačila in nadomestila plač v breme delodajalca, med prejemnike plač pa vse osebe, ki so prejele vsaj del plače v breme delodajalca, ne glede na to, ali so bile del meseca vključene v ukrepe ohranjanja delovnih mest. Po drugi strani se pri številu zaposlenih oseb, ki so prejele plačo na podlagi plačanih ur, upošteva čas prisotnosti zaposlenega na delovnem mestu glede na sorazmeren delež izplačila, ki ga je oseba prejela v breme delodajalca. Posledično je bila zaradi vračanja oseb, ki so bile vključene v ukrepe za zaščito delovnih mest, nazaj na delovna mesta, lani medletna rast povprečne bruto plače na zaposleno osebo višja od rasti, izračunane na podlagi plačanih ur. Podrobnejša razlaga je predstavljena v okvirju 3.2 publikacije Gospodarska in finančna gibanja iz julija 2020.

[6] V analizi upoštevamo podatke o masi bruto plač po nacionalnih računih, ki upoštevajo tudi izplačila zaposlenim, ki so bili vključeni v ukrepe za ohranjanje delovnih mest.

Tabela 4.2: Stroški dela

	2016	2017	2018	2019	2020	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3
					v EUR					
Povprečna bruto plača	1.584	1.626	1.681	1.754	1.858	1.808	1.957	1.978	1.985	1.905
					medletna rast v %, nominalno					
Povprečna neto plača	1,7	3,1	2,9	3,7	6,8	5,5	7,0	9,3	3,7	4,7
Povprečna bruto plača	1,8	2,7	3,4	4,3	6,0	4,8	6,8	10,6	5,5	5,4
- pretežno zasebni sektor (brez OPQ)[1]	1,3	2,7	3,8	3,6	3,9	3,9	3,2	6,1	3,8	5,9
- pretežno javne storitve (OPQ)[1]	3,3	2,8	2,4	6,5	10,7	6,3	16,1	20,9	10,2	4,2
Povprečna bruto plača v predelovalnih dejavnostih	2,1	3,2	4,0	3,5	3,2	3,0	2,7	4,6	6,0	7,0
Povprečna realna neto plača[2]	1,8	1,5	1,0	2,0	7,1	6,2	8,1	10,0	1,6	2,4
					medletna rast v %					
Stroški dela na enoto proizvoda,[3,4] nominalno	1,8	1,2	2,7	4,2	7,7	3,0	9,0	3,8	-5,5	3,1
Stroški dela na enoto proizvoda,[3,4] realno	0,9	-0,3	0,6	1,9	6,3	3,2	7,9	2,4	-7,5	-0,5
Stroški dela na zaposlenega,[4] nominalno	3,1	3,0	3,9	5,0	3,5	3,0	6,8	6,4	8,4	5,6
Produktivnost dela, nominalno	2,2	3,3	3,3	3,0	-2,5	-0,3	-1,0	3,9	17,2	6,1
Produktivnost dela, realno	1,3	1,8	1,2	0,8	-3,7	0,0	-2,1	2,6	14,7	2,4
HICP	-0,2	1,6	1,9	1,7	-0,3	-0,6	-0,9	-0,6	2,1	2,3
BDP deflator	0,9	1,5	2,1	2,2	1,2	-0,2	1,1	1,3	2,1	3,6

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

(slika 4.11). Prispevek pretežno javnih storitev k celotni medletni rasti mase bruto plač je ostal zaradi rasti zaposlenosti in izplačevanja z epidemijo povezanih dodatkov pozitiven tudi v času zmanjšane gospodarske aktivnosti (v letu 2020) in bil višji od prispevka dejavnosti zasebnega sektorja, čeprav delež zaposlenih oseb v teh dejavnostih ne presega četrtine vseh zaposlenih. Prispevek dejavnosti zasebnega sektorja k celotni medletni rasti mase bruto plač se je ob gospodarski rasti opazno povečal šele v lanskem drugem in tretjem četrtletju, ko je ponovno presegel prispevek pretežno javnih storitev.

5 Tekoči račun plačilne bilance in kazalniki konkurenčnosti

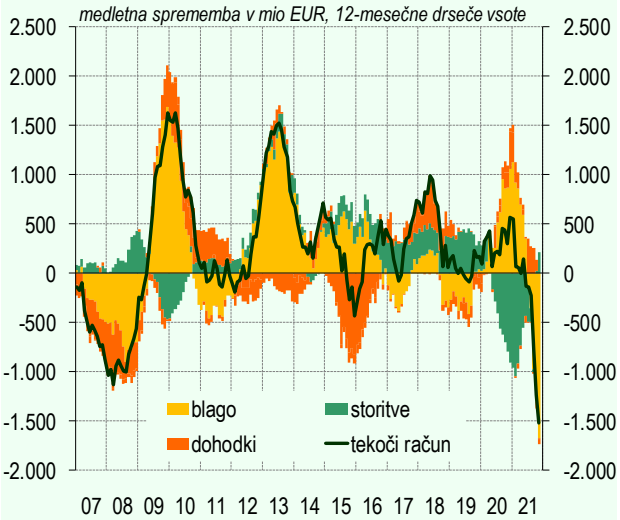
Enoletni presežek na tekočem računu plačilne bilance se ob visoki rasti svetovnih cen surovin in energentov naglo zmanjšuje, bolj kot kdaj koli prej. Ob močnem domačem povpraševanju je blagovni presežek v enem letu do novembra padel na raven z začetka leta 2013, k čemur so približno tretjino prispevali poslabšani pogoji menjave. Medletna nominalna rast blagovnega uvoza je bila lani do novembra namreč kar 27,2-odstotna. S ponovnim pospeškom v novembru je v lanskih prvih enajstih mesecih ostala visoka, 18,2-odstotna, tudi medletna rast nominalnega blagovnega izvoza, pri čemer je bilo povečanje široko osnovano. Za predkrizno ravnjo ostaja le izvoz cestnih vozil, saj težave pri dobavi sestavnih delov hromijo tako domačo kot tujo avtomobilsko proizvodnjo. Izrazito ugodni so tudi obeti glede tujega povpraševanja za letošnje prvo četrtletje. Obenem se močno krepi storitvena menjava, pri čemer je okrevanje v menjavi potovanj kljub večjemu obsegu mednarodnega turizma zgolj postopno in vsaj na kratek rok še vedno precej negotovo. Med dohodki poudarjamo povečane izdatke za dividende z naslova neposrednih tujih naložb. Medletni zasuk navzdol v enoletnem presežku tekočega računa je novembra znašal 1.518 mio EUR, kar je presežek zmanjšalo na 1.753 mio EUR.

Cenovna konkurenčnost gospodarstva je tudi v lanskem tretjem četrtletju ostala v relativno ugodnih okvirih in bila boljša kot pred letom, tako zaradi spodbudnih tečajnih gibanj in v še večji meri nižje rasti domačih cen v primerjavi z rastjo cen v konkurentkah. Cenovno-konkurenčni položaj slovenskih izvoznikov je ostal ugoden tudi ob koncu leta, saj se je depreciacija evra do košarice valut trgovinskih partneric v zadnjem četrtletju še poglobila. Poslabševanje stroškovne konkurenčnosti se je na drugi strani lani sicer prekinilo, vendar ta ostaja slabša kot pred letom, v primerjavi z evrskim območjem pa negativno izstopa že tretje leto zapored.

Enoletni saldo tekočega računa

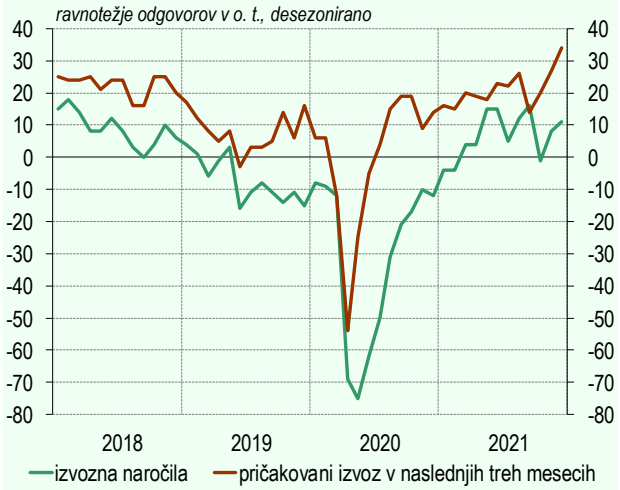
Izrazito hitro zmanjševanje enoletnega presežka na tekočem računu je posledica naraščajočih cenovnih pritiskov v mednarodnem okolju in močne rasti domačega povpraševanja. Enoletni presežek je bil novembra medletno manjši za 1.518 mio EUR in je znašal 1.753 mio EUR, kar je najmanj po februarju 2016. Podobno izrazita nihaja v saldu tekočega računa smo zaznali tudi v letu 2009 in obdobju 2012–2013, vendar v obratni smeri in zaradi drugačnih razlogov (slika 5.1). Prvi nihaj navzgor je bil takrat med drugim posledica poka domačega investicijskega balona ter padca cen energentov in surovin zaradi svetovne gospodarsko-finančne krize, dru-

Slika 5.1: Komponente tekočega računa



Vir: Banka Slovenije.

Slika 5.2: Izvozna naročila in pričakovani izvoz v predelovalnih dejavnostih



Vir: SURS.

gi pa predvsem zaradi varčevalnih ukrepov ob razreševanju domače dolžniške krize, ki so ohromili končno potrošnjo in investicije, a z notranjo devalvacijo izboljšali konkurenčni položaj gospodarstva. Tokratni močan nihaj navzdol je rezultat izrazitega poslabšanja pogojev menjave, saj uvozne cene zaradi razmer na surovinskih in energetskih trgih naraščajo opazno hitreje v primerjavi z izvoznimi, ob sicer robustni rasti izvoza pa je dinamika domače porabe še močnejša, z njo pa tudi rast uvoza. Praktično celotno zmanjšanje presežka je posledica presežne rasti nominalnega blagovnega uvoza nad izvozom.[1]

Blagovna menjava

Tuje povpraševanje po proizvodih slovenske industrije se glede na poslovne tendence v predelovalnih dejavnostih spet intenzivno krepi. Rast obsega izvoznih naročil je ob koncu leta 2021 pospešila in tudi za letos ne kaže znakov pojemanja (slika 5.2). Predelovalna podjetja so namreč glede izvoza v letošnjem prvem četrtletju izredno optimistična, saj se je vrednost tega kazalnika v zadnjih treh mesecih leta 2021 okrepila kar za 20,0 odstotne točke na 34,0 odstotne točke, kar je primerljivo vrednosti v maju 2010, ko je svetovno povpraševanje hitro naraščalo po močnem gospodarskem šoku konec leta 2008 in na začetku leta 2009.

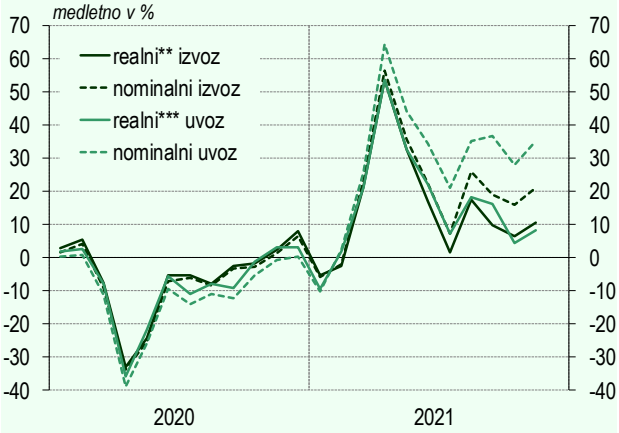
Slika 5.3: Cene industrijskih proizvodov

*Opomba: *Merjene s pomočjo cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih na tujem trgu.*
Vir: SURS, preračuni Banke Slovenije.

Presežek v blagovni menjavi ob izrazitem porastu uvoznih cen industrijskih proizvodov naglo usiha (slika 5.3). Enoletni blagovni presežek je novembra padel na 547 mio EUR, kar je skoraj dve milijardi EUR manj kot na vrhu v januarju 2021 in najmanj po začetku leta 2013, ko je bil prvič od začetka beleženja podatkov dosežen manjši presežek. Razlog je v izrazito visoki medletni rasti nominalnega blagovnega uvoza, ki je bila po podatkih plačilne bilance visoka tudi oktobra in novembra, in sicer 31,3-odstotna, pri čemer so cene uvoženih proizvodov na letni ravni porasle za skoraj četrtino (slika 5.4). Ob sicer nekoliko nižji, a vseeno skoraj 10-odstotni medletni po-

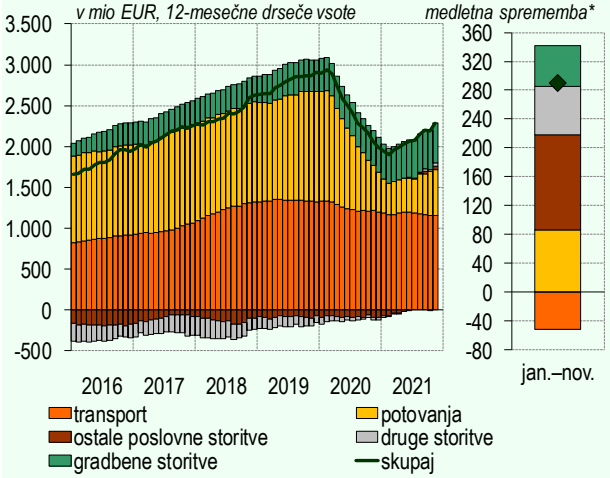
[1] Presežek v blagovni menjavi je v prvih treh četrtletjih 2021 po plačilnobilančnih podatkih znašal 603 mio EUR, kar je 1.234 mio EUR manj kot pred letom. Pri tem ocenjujemo, da so poslabšani pogoji menjave presežek znižali za dobro tretjino oziroma za okoli 440 mio EUR.

Slika 5.4: Realne in nominalne stopnje rasti izvoza in uvoza blaga*



*Opomba: *Po podatkih plačilne bilance. **Deflacionirano z indeksom cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih na tujem trgu. ***Deflacionirano z indeksom uvoznih cen.*
Vir: SURS, Banka Slovenije.

Slika 5.5: Saldo storitvene menjave



*Opomba: *Sprememba v mio EUR v prvih enajstih mesecih leta 2021 glede na isto obdobje predhodnega leta.*
Vir: Banka Slovenije.

dražitvi izvoznih cen, merjenih s pomočjo cen industrijskih proizvodov pri domačih proizvajalcih na tujem trgu, se je povišala tudi medletna rast nominalnega blagovnega izvoza, novembra kar na 21,0 %. Še naprej jo je po kazalniku prilagojenega blagovnega izvoza[2] poganjal močnejši izvoz različnih strojev[3] in kovinske industrije, povečanje pa je bilo prisotno tudi v drugih skupinah proizvodov. Drugače kot v preteklih mesecih in kljub krizi v svetovni avtomobilski industriji se je tako močno okrepil izvoz cestnih vozil, v primerjavi z novembrom 2019 za več kot petino, a je bil v prvih enajstih mesecih leta 2021 še vedno za približno 8 % nižji kot v enakem obdobju pred krizo.

Storitvena menjava

Storitvena menjava s tujino se ob večjem obsegu mednarodnega turizma še naprej povečuje. Nominalni izvoz storitev je ob pospešku rasti izvoza različnih poslovnih storitev v prvih enajstih mesecih 2021 za ravnjo pred epidemijo zaostajal le še za 6,7 %, saj je izguba turističnih izvoznih prihodkov padla pod 50,0 %.[4] Manjši je bil zaostanek pri uvozu potovanj, in sicer približno 42-odstoten, zato je skupni uvoz storitev lani do novembra že dosegel raven iz istega obdobja leta 2019, k čemur je največ prispeval močan uvoz transportnih storitev, kar sovpada z gibanjem domače porabe. Njihov izvoz je bil precej šibkejši, zato se je enoletni presežek v menjavi transportnih storitev novembra znižal na 1.151 mio EUR, kar je najmanj po začetku leta 2018 (slika 5.5). Kljub temu je bil storitveni presežek v enem letu do novembra medletno večji za 216 mio EUR in je znašal 2.285 mio EUR, k čemur je glavnino prispeval za 137 mio EUR večji presežek v menjavi različnih poslovnih storitev. Postopoma se povečuje tudi presežek v menjavi potovanj, vendar ostaja na izredno nizki ravni; novembra je bil, merjen kot vsota dvanajstih mesecev, še vedno za 785 mio EUR manjši kot na vrhu v februarju 2020.

Primarni in sekundarni dohodki

Primanjkljaj v primarnih dohodkih se še naprej povečuje predvsem zaradi povečanih izdatkov za dividende. Celotni primanjkljaj je lani do novembra znašal 585 mio EUR, kar je medletno več za 162 mio EUR

[2] Prilagojeni blagovni izvoz izključuje izvoz medicinskih in farmacevtskih proizvodov v Švico, nafte in naftnih derivatov, električne energije in plina. Izločitev izvoza medicinskih in farmacevtskih proizvodov v Švico lajša primerjavo podatkov SURS s podatki plačilne bilance, izločitev nafte, naftnih derivatov, elektrike in plina pa iz blagovnega izvoza izloči večji del reeksporta, ki običajno vsebuje malo domače dodane vrednosti. Tak kazalnik zato natančneje meri uspešnost predelovalnih dejavnosti na tujih trgih.

[3] V kategorijo različnih strojev in naprav sodijo električni stroji in naprave, industrijski stroji, stroji za posebne vrste industrije, pogonski stroji in naprave, stroji za obdelavo kovin ter pisarniški stroji.

[4] Izvoz potovanj je bil v prvih enajstih mesecih leta 2021 v primerjavi z istim obdobjem pred krizo manjši za 48,8 %, medtem ko je njegov medletni padec do novembra 2020 znašal 56,5 %.

Tabela 5.1: Komponente tekočih transakcij plačilne bilance

				v 12 mesecih do							
	2018	2019	2020	nov. 20	nov. 21	20Q2	20Q3	21Q2	21Q3	nov. 20	nov. 21
					v mio EUR						
Saldo tekočega računa	2.731	2.898	3.462	3.271	1.753	716	797	460	280	276	-37
1. Blago	1.272	1.311	2.366	2.226	547	568	700	203	-128	187	-135
2. Storitve	2.624	2.907	1.996	2.070	2.285	396	561	497	698	129	222
2.1. Transport	1.324	1.326	1.202	1.215	1.151	253	307	287	271	108	100
2.2. Potovanja	1.221	1.344	482	550	568	59	183	72	271	12	47
3. Primarni dohodki	-769	-811	-426	-582	-588	-116	-371	-147	-197	4	-66
3.1. Dohodki od dela	313	340	324	327	324	62	82	83	84	31	32
3.2. Dohodki od kapitala	-1.222	-1.318	-997	-1.122	-1.164	-230	-445	-303	-302	-65	-96
3.3. Drugi primarni dohodki	141	167	247	213	253	52	-8	74	20	39	-2
4. Sekundarni dohodki	-396	-509	-473	-443	-492	-132	-93	-94	-93	-44	-58
					v % BDP						
Saldo tekočega računa	6,0	6,0	7,4	7,0	3,5	6,5	6,5	3,5	2,1	6,8	-0,9
1. Blago	2,8	2,7	5,0	4,7	1,1	5,2	5,7	1,6	-1,0	4,6	-3,1
2. Storitve	5,7	6,0	4,3	4,4	4,5	3,6	4,6	3,8	5,2	3,1	5,2
2.1. Transport	2,9	2,7	2,6	2,6	2,3	2,3	2,5	2,2	2,0	2,6	2,3
2.2. Potovanja	2,7	2,8	1,0	1,2	1,1	0,5	1,5	0,6	2,0	0,3	1,1
3. Primarni dohodki	-1,7	-1,7	-0,9	-1,2	-1,2	-1,1	-3,0	-1,1	-1,5	0,1	-1,5
3.1. Dohodki od dela	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,7	0,6	0,6	0,8	0,8
3.2. Dohodki od kapitala	-2,7	-2,7	-2,1	-2,4	-2,3	-2,1	-3,6	-2,3	-2,3	-1,6	-2,2
3.3. Drugi primarni dohodki	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	-0,1	0,6	0,2	0,9	0,0
4. Sekundarni dohodki	-0,9	-1,1	-1,0	-0,9	-1,0	-1,2	-0,8	-0,7	-0,7	-1,1	-1,3
					nominalne medletne stopnje rasti v %						
Izvoz blaga in storitev	8,9	4,5	-10,1	-10,1	16,8	-24,8	-10,5	35,1	19,6	-3,7	24,0
Izvoz blaga	8,6	3,9	-7,4	-7,8	17,3	-22,5	-5,9	36,4	16,4	1,2	21,0
Izvoz storitev	9,9	6,6	-20,3	-18,8	14,8	-33,8	-25,1	29,1	32,1	-23,1	39,5
Transport	12,3	3,3	-7,2	-7,1	13,5	-19,5	-8,7	26,9	16,0	5,5	16,2
Potovanja	7,2	5,2	-57,8	-53,1	5,0	-80,4	-52,3	67,8	52,2	-78,5	186,6
Drugo	10,5	10,5	2,0	2,4	19,6	-1,2	-1,4	23,3	30,9	-13,9	39,3
Uvoz blaga in storitev	9,8	4,0	-11,7	-11,5	23,6	-25,5	-14,1	43,8	31,4	-2,7	34,2
Uvoz blaga	10,4	4,0	-11,1	-11,0	24,9	-25,5	-12,6	46,2	30,6	-0,7	35,0
Uvoz storitev	7,0	4,6	-14,7	-14,3	16,6	-25,5	-21,1	30,4	35,5	-13,9	29,2
Transport	0,8	7,1	-4,8	-5,5	34,1	-13,9	-11,8	39,6	49,2	7,1	40,1
Potovanja	12,1	1,2	-52,1	-47,8	6,3	-76,8	-45,7	98,6	54,8	-72,3	131,2
Drugo	7,0	5,3	-0,2	-1,2	12,9	-3,4	-5,3	18,4	21,7	-5,0	16,8

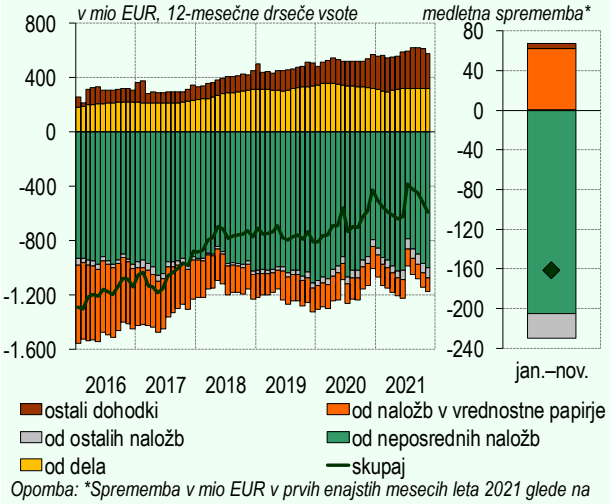
Opomba: Deleži v BDP so izračunani na podlagi mesečne ocene BDP.
Vir: Banka Slovenije.

(slika 5.6). Skoraj celotno poslabšanje salda je posledica povečanega primanjkljaja v dohodkih od neposrednih naložb, pri katerih so bili izdatki za dividende medletno večji za 173 mio EUR, prejemki pa le za 27 mio EUR. Večji izdatki za dividende med drugim izhajajo iz povečanja v bančnem sistemu po prenehanju veljavnosti Sklepa Banke Slovenije o makrobonitetni omejitvi razdelitve dobičkov bank konec septembra, v še večji meri pa iz enkratnega visokega izplačila dividend večjega podjetja v trgovski dejavnosti novemu lastniku v juniju. Med ostalimi naložbami so k povečanju primanjkljaja prispevali večji izdatki v kategoriji odtegnjenih dohodkov nepravih družb, kar je poslovno povezano z že omenjenim junijskim izplačilom dividend. Primanjkljaj v primarnih dohodkih so lani zmanjševali predvsem izdatki za obresti na dolgoročne vrednostne papirje, ki so bili do novembra medletno manjši za 83 mio EUR.

Razlog je v nizkih stroških zadolževanja države na mednarodnih finančnih trgih ob močno ekspanzivni denarni politiki ECB in ugodnih bonitetnih ocenah.

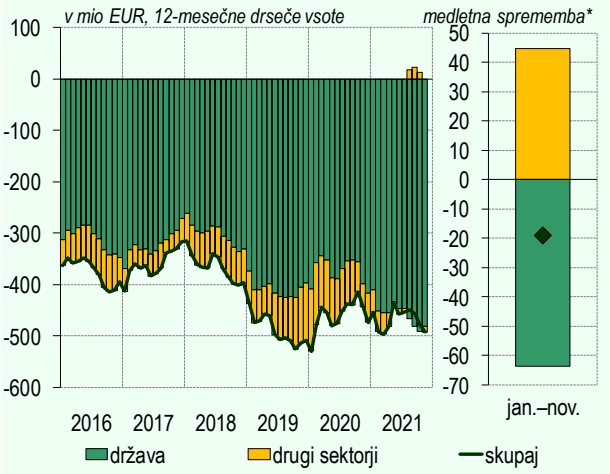
Primanjkljaj v sekundarnih dohodkih ostaja na medletno primerljivi ravni. Do novembra je znašal 462 mio EUR, kar je le 19 mio EUR več kot pred letom (slika 5.7). Primanjkljaj v sekundarnih dohodkih države se je poglobil za 64 mio EUR, v veliki meri zaradi večjih vplačil v evropski proračun na podlagi DDV in bruto nacionalnega dohodka. Obratno je bil dosežen manjši presežek v sekundarnih dohodkih drugih sektorjev, na kar so ob uspešnem poslovanju zavarovalnic na tujih trgih vplivali višji prejemki neto premij neživljenjskega zavarovanja.

Slika 5.6: Neto primarni dohodki



*Opomba: *Sprememba v mio EUR v prvih enajstih mesecih leta 2021 glede na isto obdobje predhodnega leta.*
Vir: Banka Slovenije.

Slika 5.7: Neto sekundarni dohodki

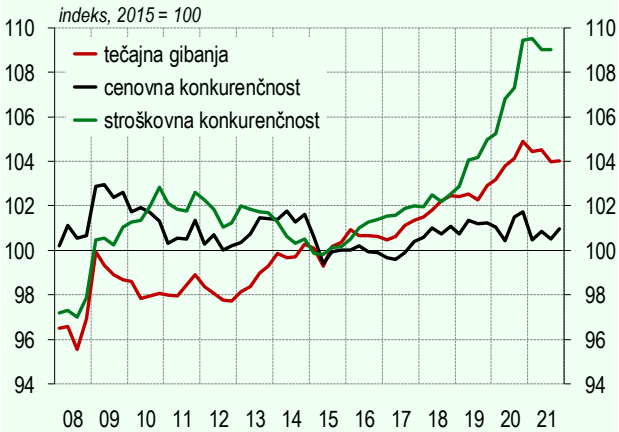


*Opomba: *Sprememba v mio EUR v prvih enajstih mesecih leta 2021 glede na isto obdobje predhodnega leta.*
Vir: Banka Slovenije.

Izbrani kazalniki konkurenčnosti

Cenovna konkurenčnost slovenskega gospodarstva je bila v lanskem tretjem četrtletju medletno ugodnejša, takšna pa je ostala tudi ob izteku leta. Kazalnik cenovne konkurenčnosti do krovne skupine 39 partneric[5] je bil v tretjem četrtletju medletno nižji (ugodnejši) za 1,0 %. To je predvsem posledica nadaljnje počasnejše rasti domačih cen v primerjavi z rastjo cen v konkurentkah, deloma pa tudi šibke, 0,2-odstotne, depreciacije evra do košarice valut partneric (slika 5.8). Ker se je ta v zadnjem četrtletju še nekoliko poglobila (0,8 %), je ostal cenovno-konkurenčni položaj slovenskih izvoznikov spodbuden tudi ob koncu leta (–0,7 %). V drugem polletju je bil boljši do vseh skupin držav, najbolj do vzhodnoevropskih (za 2,8 %), najmanj pa do evrskih (za 0,4 %). Pri interpretaciji vseh kazalnikov konkurenčnosti je sicer potrebna previdnost, saj ne odražajo nujno realne slike dogajanj tako zaradi težav pri merjenju inflacije kot stroškov dela na enoto proizvoda, ki jih prikazujemo v nadaljevanju.[6]

Slika 5.8: Zunanja konkurenčnost Slovenije do krovne skupine 39 trgovinskih partneric



Opomba: Tečajna gibanja evra do košarice valut partneric odraža NEER, cenovno konkurenčnost REER, deflacioniran s HICP, stroškovno pa REER, deflacioniran z ULC. Povečanje kazalnikov kaže pritisk na konkurenčnost in obratno.
Vir: Banka Slovenije, Eurostat, ECB, EC, BIS, MDS, preračuni po lastni metodologiji.

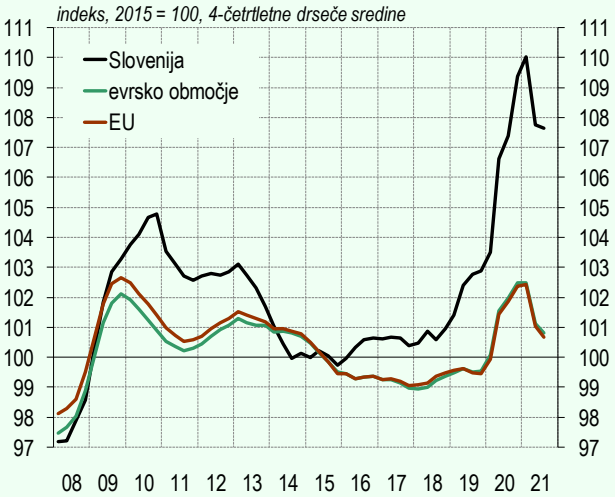
[5] V krovni efektivni tečaj cenovne (REER – HICP) in stroškovne konkurenčnosti (REER – ULC) vstopa poleg članic evrskega območja še 21 drugih držav. Kazalniki so izračunani po lastni metodologiji Banke Slovenije; več o tem v Gospodarskih in finančnih gibanjih, januar 2020.

[6] Za podrobnosti o tem glej okvir 3.2 v Gospodarskih in finančnih gibanjih, julij 2020, okvir 6.1 v Gospodarskih in finančnih gibanjih, april 2020 in okvir 6 v Napovedih makroekonomskih gibanj, december 2020.

V nasprotju z ohranitvijo relativno ugodne cenovne konkurenčnosti se je poslabševanje stroškovne konkurenčnosti lani sicer prekinilo, vendar je bila ta vseeno slabša kot pred letom. Medletna rast efektivnega tečaja[5] do krovne skupine partneric se je namreč ohranila tudi v tretjem četrtletju (1,6 %), čeprav se je med letom upočasnjevala, kar je z vidika konkurenčnosti ugodno, vendar pa so bila (lanska spodbudna) gibanja zanemarljiva v primerjavi s poslabšanjem preteklih dveh let (slika 5.8). Medletno rast kazalnika je, podobno kot v obdobju 2019–2020, ohranjala rast relativnih stroškov dela na enoto proizvoda[7] (1,8 %), medtem ko je pritisk na stroškovno-konkurenčni položaj izvoznikov blažila šibka depreciacija evra. Položaj je ostal medletno slabši do vseh skupin partneric, pri tem pa se je do nekaterih umirjal (do krovne in evrske skupine držav), do drugih pa poglabljal (vzhodno-evropskih in neevrskih).

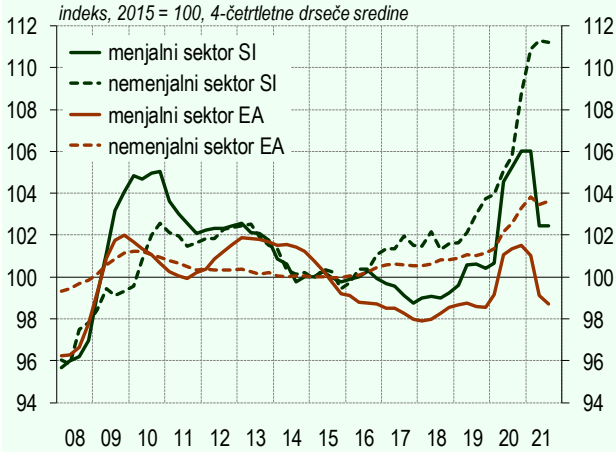
Stroškovni pritisk je v Sloveniji v tretjem četrtletju še nekoliko popustil, vendar manj kot v evrskem območju, kjer se je predhodni dve leti tudi krepil bistveno počasneje (slika 5.9). Domača rast realnih stroškov dela na enoto proizvoda[8] (RULC) je bila namreč v obdobju 2019–2020 med višjimi v skupini članic in skoraj trikrat hitrejša od primerljive rasti v povprečju evrskega območja. Po vidnejšem padcu RULC v lanskem drugem četrtletju se je znižanje nadaljevalo tudi v tretjem, vendar s precej upočasnjeno dinamiko (–0,5 %). Glede na četrtletje prej sta se upočasnili tako medletna realna rast produktivnosti dela (2,4 %) kot sredstev na zaposlenega (1,9 %).[9] Rast slednje je bila od primerljive rasti v evrskem območju višja za 1,5 odstotne točke, pri produktivnosti pa le za 0,6 odstotne točke. Po dveh letih in pol rasti so bili realni stroški dela na enoto proizvoda v nemenjalnem sektorju[10] tokrat medletno nižji, v menjalnem sektorju pa so, po precejšnjem znižanju v prejšnjem četrtletju, ostali nespremenjeni (slika 5.10).

Slika 5.9: Realni stroški dela na enoto proizvoda



Opomba: Izračun na osnovi BDP.
Vir: Eurostat, preračuni Banke Slovenije.

Slika 5.10: Realni stroški dela na enoto proizvoda v menjalnem in nemenjalnem sektorju



Opomba: Izračun na osnovi dodane vrednosti. Za definicijo sektorjev glej opombo 10 v poglavju.
Vir: Eurostat, preračuni Banke Slovenije.

[7] Relativni stroški dela na enoto proizvoda so domači stroški v primerjavi s stroški trgovinskih partneric.

[8] Metodologija merjenja stroškov dela na enoto proizvoda izkazuje le-te kot količnik med sredstvi za zaposlene na zaposlenega (poenostavljeno plačami) in produktivnostjo dela, oboje po podatkih nacionalnih računov. Odnos med plačami in produktivnostjo ter dinamika rasti plač v tem poglavju se lahko razlikujeta od prikazanih v poglavjih 2 in 3.

[9] Deflator, uporabljen za izračun realne rasti sredstev na zaposlenega, je po metodologiji merjenja stroškov dela na enoto proizvoda enak kot za izračun realne rasti produktivnosti, to je deflator BDP.

[10] Menjalni sektor sestavljajo kmetijstvo (A), industrija (B-E), trgovina, gostinstvo in promet (G-I), informacijsko-komunikacijske dejavnosti (J) ter strokovno-tehnične in druge raznovrstne poslovne dejavnosti (M-N), nemenjalni sektor pa vse druge dejavnosti po SKD 2008.

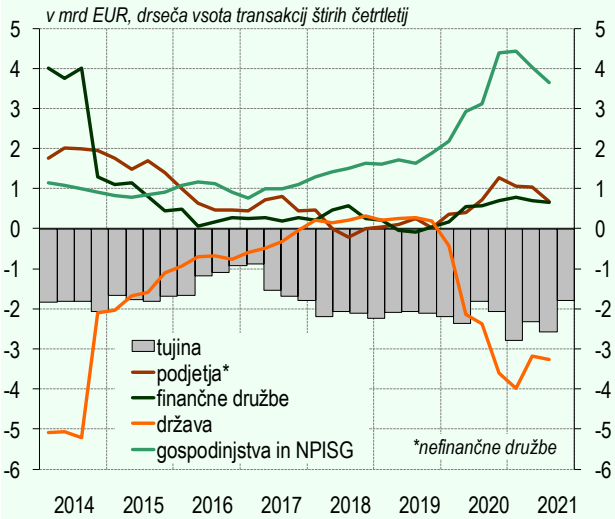
6 Finančni položaj podjetij, gospodinjstev in bank

V lanskem tretjem četrtletju se je po podatkih finančnih računov skupna neto upniška pozicija domačih sektorjev do tujine nekoliko zmanjšala, a ostala blizu povprečja zadnjih desetih let. Zmanjšanje neto presežnega varčevanja v gospodarstvu je posledica obnašanja vseh skupin subjektov. Sektor država je znova nekoliko poglobil svojo negativno neto finančno pozicijo, čeprav ta ostaja manj izrazita od kriznega dna z začetka leta 2021. Pri podjetjih in gospodinjstvih, ki so nasprotno svoje neto prihranke v prvem letu epidemije iz četrtletja v četrtletje povečevali, pa se je lani ta trend prekinil – četudi ostajajo visoki in se še naprej v veliki meri stekajo v bančne vloge – kar povezujemo z zmanjšano splošno negotovostjo in naraslim zaupanjem v gospodarstvu, s čimer se večata potrošniški in investicijski zagon. Razkorak med medletnim povečanjem njihovih finančnih naložb in obveznosti se tako počasi povečuje v korist obveznosti. Pri gospodinjstvih so se prirasti dolgoročnih posojil že zelo približali predpandemični ravni, kljub temu pa so še vedno bistveno nižji kot pred svetovno gospodarsko-finančno krizo, zato tudi njihova zadolženost ostaja nizka in precej pod povprečjem evrskega območja. Takšna je tudi pri podjetjih, saj struktura povečanja podjetniških obveznosti nakazuje, da se ta v pretežni meri financirajo z lastnimi viri oziroma viri znotraj sektorja.

Varčevalno-investicijska vrzel po sektorjih

V lanskem tretjem četrtletju se je skupna neto upniška pozicija domačih sektorjev nekoliko zmanjšala, k čemur so prispevale transakcije vseh sektorjev. Neto varčevanje gospodinjstev in podjetij se je namreč še upočasnilo, država pa je znova nekoliko povečala svoj neto dolg do tujine. Agregatno preseganje varčevanja nad investicijami tako po zadnjih podatkih znaša 1,8 mrd EUR (slika 6.1). V zadnjem letu in pol oziroma od začetka koronavirusne krize so vsi sektorji precej spremenili svoje pozicije. Najbolj je to opaziti pri sektorju država, ki se je iz neto varčevalca spet prelevil v neto investitorja. Kljub temu je uspel od kriznega dna v začetku leta 2021, ki je bil posledica izdatnega zadolževanja za financiranje interventnih ukrepov, svojo neto dolžniško pozicijo zmanjšati za skoraj petino (na 3,3 mrd EUR). Drugi sektorji so nasprotno svoja neto finančna sredstva v prvem letu krize iz četrtletja v četrtletje povečevali, lani pa se je z rahljanjem omejitvenih ukrepov in ponovnim naraščanjem gospodarske klime ta trend pri vseh prekinil. Najopazneje se je

Slika 6.1: Razmik med varčevanjem in investicijami



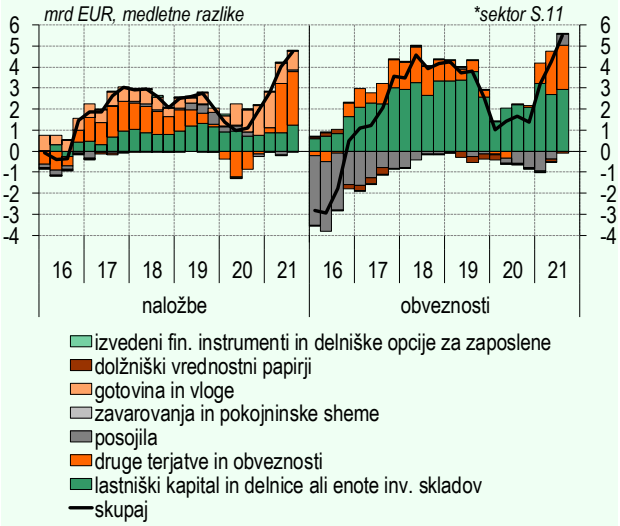
Vir: Banka Slovenije.

zmanjšalo presežno varčevanje gospodinjstev, ki so lani znova vidneje povečala svoje trošenje, kljub temu pa ostaja s 3,6 mrd EUR še vedno zgodovinsko visoko.

Finančne naložbe podjetij in njihovo financiranje

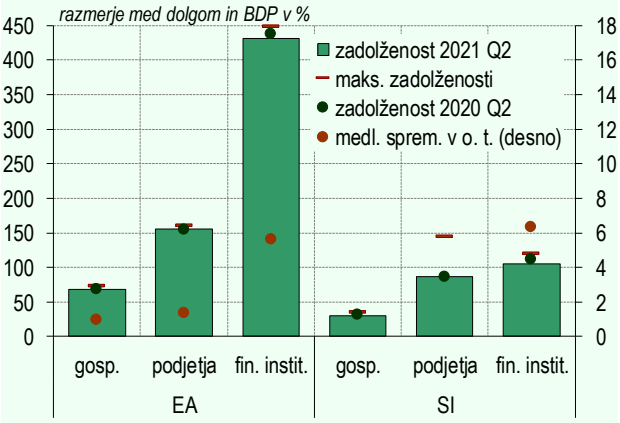
Naraščanje finančnih naložb in še bolj obveznosti podjetij je v lanskem tretjem četrtletju še pospešilo; ponovno je izstopalo komercialno kreditiranje. Vrednost naložb je bila medletno višja za 4,7 mrd EUR, kar je največ po letu 2008 (slika 6.2). Pri tem so podjetja že drugo četrtletje zapored beležila zlasti izjemno visoke priraste danih komercialnih kreditov (2,1 mrd EUR), obenem pa se je okrepil tudi prirast njihovih naložb v lastniški kapital in delnice (1,3 mrd EUR).[1] Medletno višje so bile tudi vloge na bančnih računih (869 mio EUR), vendar se krepijo počasneje kot leto prej, kar pripisujemo manjši splošni negotovosti. Se pa zato spet hitreje povečujejo finančne naložbe podjetij v tujini; medletno so bile višje za 1,9 mrd EUR, kar je največ od leta 2005, ko so na voljo podatki.[2] Ob strmi rasti finančnih naložb je bilo povečanje obveznosti podjetij v enakem obdobju še izrazitejše; ob koncu tretjega četrtletja so bile medletno višje za 5,5 mrd EUR, kar je največ v zadnjih trinajstih letih. Zvišale so se predvsem obveznosti v obliki lastniškega kapitala (za 2,9 mrd EUR)[3] in komercialnih kreditov (za 1,9 mrd EUR). Prvič po letu 2012 so bile medletno večje tudi obveznosti podjetij do bank v obliki posojil, in sicer za 543 mio EUR, na kar bi lahko vplivali boljša klima v gospodarstvu in nov zagon investicij v okolju še vedno nizkih obrestnih mer. Med lanskim letom so – po letu premora – pospešeno naraščale tudi obveznosti podjetij do tujine; v tretjem četrtletju so bile medletno višje za 2,3 mrd EUR, kar je največ doslej.[4] Kljub temu zadolženost podjetij ostaja nizka in bistveno pod povprečjem evrskega območja (slika 6.3).

Slika 6.2: Finančne naložbe in obveznosti podjetij*



Vir: Banka Slovenije.

Slika 6.3: Primerjava zadolženosti* v Sloveniji in evrskem območju



*Opomba: Gospodinjstva so sektor S.14, podjetja sektor S.11, finančne institucije pa S.12 brez S.121. *Dolg je določen kot seštevek gotovine in vlog, dolžniških vrednostnih papirjev, posojil, zavarovanja in pokojninskih shem ter drugih terjatev in obveznosti.*
Vir: ECB, Eurostat, preračuni Banke Slovenije.

Finančne naložbe gospodinjstev in njihovo financiranje

Gospodinjstva z nekoliko upočasnjeno dinamiko še povečujejo svoje prihranke, obenem pa se je obseg njihovih bančnih posojil znova začel hitreje večati.[5] Vrednost finančnih naložb gospodinjstev je bila v lanskem tretjem četrtletju medletno višja za 6,3 mrd EUR

[1] Pri tem je približno polovica povišanja posledica večjih transakcij, polovica pa prevrednotenja že obstoječih naložb.

[2] K temu so glavnino prispevali dani komercialni krediti, v manjši meri pa tudi naložbe v tuj lastniški kapital, vloge na računih v tujini in dana posojila.

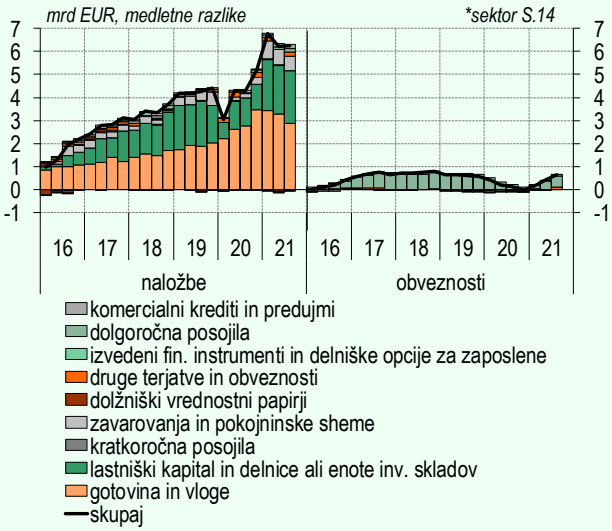
[3] Pri tem je okrog 30 % posledica sklenjenih poslov (transakcij), 70 % pa prevrednotenja že obstoječih obveznosti.

[4] Do največjega povečanja je prišlo pri komercialnih kreditih, vidno pa je bilo tudi pri lastniškem kapitalu in posojilih.

[5] Medletna rast posojil se je v lanskem tretjem četrtletju okrepila za odstotno točko (na 3,9 %), medtem ko je bila ob koncu leta 2020 ničelna.

(slika 6.4). Ob višjih dohodkih so gospodinjstva presežne prihranke še naprej usmerjala zlasti v tri prevladujoče naložbene stebre: bančne vloge (2,2 mrd EUR), delnice in lastniški kapital[6] (2,3 mrd EUR) ter zavarovalne in pokojninske sheme (624 mio EUR). Stanje slednjih dveh se je lani krepilo najhitreje v zadnjih desetih letih, ne le zaradi pozitivnih prevrednotenj obstoječih naložb, temveč tudi opazno višjih transakcij, tj. novih naložb. Medletni prirast bančnih (prenosljivih) vlog gospodinjstev se je nasprotno lani postopoma zmanjševal, kljub temu pa ostaja zgodovinsko visok, tako zaradi konservativne naložbene usmerjenosti slovenskih gospodinjstev, kot še vedno prisotne težnje po vzdrževanju likvidnosti. Naraščanje finančnih obveznosti gospodinjstev se je lani znova okrepilo in že doseglo predpandemične priraste. V tretjem četrtletju so bile obveznosti za 654 mio EUR višje kot v enakem obdobju leta 2020. Zvišal se je predvsem medletni prirast dolgoročnih posojil, ki se je s 489 mio EUR več kot podvojil glede na leto prej. To ob vse boljših gospodarskih razmerah kaže na obnovljen optimizem gospodinjstev za trošenje in investiranje, kljub temu pa so prirasti njihovih posojil bistveno nižji kot pred začetkom prejšnje gospodarsko-finančno krize. S tem ostaja zadolženost gospodinjstev nizka in precej pod povprečjem evrskega območja (slika 6.3).

Slika 6.4: Finančne naložbe in obveznosti gospodinjstev*

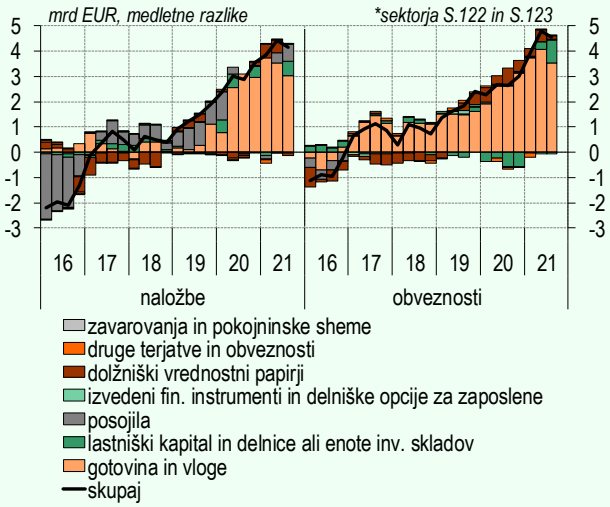


Vir: Banka Slovenije.

Finančne naložbe bank in njihovo financiranje

Stekanje prihrankov nefinančnih sektorjev v banke ostaja kljub manjši umiritvi izjemno visoko, na naložbeni strani bank pa se znova krepi tudi posojilna aktivnost. Finančne obveznosti bank so se v lanskem tretjem četrtletju medletno okrepile za 4,6 mrd EUR, kar je zelo blizu najvišji vrednosti zadnjih trinajstih let, ki je bila dosežena četrtletje prej (slika 6.5). K temu je znova največ prispevalo povečanje vlog (3,5 mrd EUR), čeprav se je prav medletni prirast teh najbolj upočasnil v primerjavi s predhodnim četrtletjem. Umiril se je tudi prirast obveznosti z naslova izdanih dolžniških vrednostnih papirjev, na le 124 mio EUR, medtem ko se je izdaja delnic in lastniškega kapitala opazno okrepila, na prek 900 mio EUR, a v glavnem zaradi prevrednotenja že obstoječih obveznosti. Kljub rahlemu zmanjšanju ostajajo v primerjavi z letom prej krepko višje tudi finančne naložbe bank, in sicer za 4,1 mrd EUR.[7] K rasti teh so glavnino prispevale naložbe v vloge (predvsem pri centralni banki) v vrednosti 3,0 mrd EUR, manjši del pa tudi naložbe v delnice in lastniški kapital (575 mio EUR). Zadnji dve četrtletji se znova krepi tudi posojilna aktivnost bank. Obseg danih posojil[8] – zlasti gospodinjstvom in tujini – je bil v

Slika 6.5: Finančne naložbe in obveznosti bank in skladov denarnega trga*



Vir: Banka Slovenije.

[6] Blizu 70 % medletnega povečanja stanja naložb v delnice in lastniški kapital je posledica prevrednotenja že obstoječih naložb, preostanek pa posledica dejanskih transakcij.

[7] Četrtino tega medletnega povečanja so tvorile naložbe v tujino (zlasti v obliki lastniškega kapitala, nakupov obveznic in danih posojil).

[8] Posojila v tem poglavju so povzeta po finančnih računih in so vrednotena po metodologiji ESA 2010, zato se njihova vrednost in/ali dinamika lahko razlikujeta od tistih, prikazanih v okvirju 6.1.

lanskem tretjem četrtletju tako medletno višji za 650 mio EUR in se je glede na četrtletje prej okrepil za več kot polovico, medtem ko je predhodna tri četrtletja posojilna aktivnost bank povsem zastala. Spremembe v poslovanju bank v prvih enajstih mesecih letos so analizirane v okvirju 6.1.

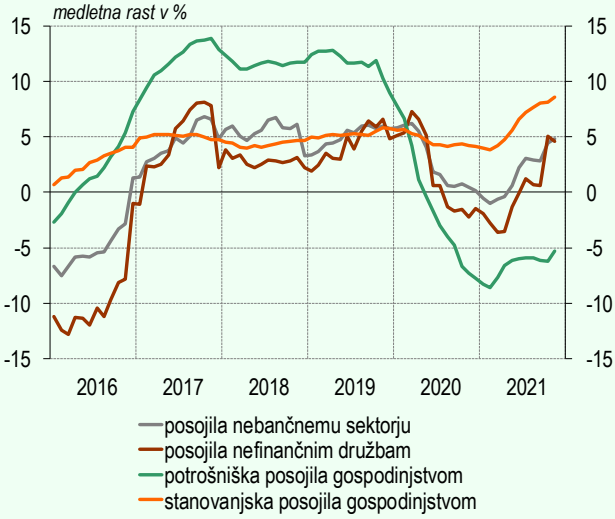
Okvir 6.1: Poslovanje bank

Medletna rast posojil bank nebančnemu sektorju se od maja 2021 postopoma zvišuje, do konca novembra pa je dosegla 4,8 %. Banke so lani krepile zlasti kreditiranje gospodinjstev, predvsem s povečevanjem stanovanjskih posojil. Rast posojil nefinančnim družbam se je oktobra močno zvišala ob izrazitem posojanju predvsem nekaterim večjim podjetjem, novembra pa sta se obseg in rast teh posojil spet nekoliko zmanjšala. Kakovost portfelja bank, merjena z deležem NPE, ostaja nespremenjena, prerazporejanje v skupino s povečanim tveganjem pa kaže na upadanje kakovosti v pomembnejših delih portfelja. Rast vlog nebančnega sektorja se je umirjala, vendar je novembra še vedno presegala rast pred nastopom pandemije. Dobiček pred obdavčitvijo na ravni bančnega sistema je ostal do novembra visok. K njegovi višini oziroma več kot 10-odstotni donosnosti na kapital je pomembno prispevalo neto sproščanje oslabitev in rezervacij. Vzdržnost tako ustvarjenih dobičkov v prihodnje ostaja negotova, kljub nekoliko izboljšani rasti dohodka bank. Kapitaliziranost bančnega sistema ostaja dobra, likvidnost pa visoka kljub novembrskemu znižanju količnika likvidnostnega kritja.

Bilančna vsota se je lani do novembra povečala za 2,9 mrd EUR na 47,6 mrd EUR, njena medletna rast se je v drugi polovici leta upočasnila in novembra znašala 7,5 %. Med viri so k povečanju bilančne vsote največ prispevale vloge nebančnega sektorja in obveznosti do ECB, ki so bile višje za 2,0 mrd EUR oziroma 1,0 mrd EUR; povečanje slednjih je bilo predvsem posledica zadolžitve nekaterih bank prek operacij dolgoročnega refinanciranja še v juniju 2021. Med naložbami bank so se najbolj povišale terjatve do centralne banke, za 2,0 mrd EUR, in posojila nebančnemu sektorju, za 1,3 mrd EUR, medtem ko so se naložbe v vrednostne papirje zmanjšale za 0,4 mrd EUR. Povečanje najbolj likvidnih oblik naložb bank v omenjenem obdobju, tj. terjatev do centralne banke, je bilo tako posledica porasta vpoglednih vlog nefinančnega sektorja in zadolžitve bank pri ECB sredi leta. V jesenskih mesecih, od septembra do novembra, so banke še povečale kreditiranje, hkrati pa zmanjšale likvidne oblike naložb in naložbe v vrednostne papirje. Na pasivo bank so se stekali vse manjši prirasti vlog, istočasno pa so se banke razdolžile na grosističnih trgih in pri ECB.[1]

Medletna rast posojil nebančnemu sektorju (NBS) se je novembra lani zvišala na 4,8 %. Rast posojil nefinančnim družbam se je zvišala predvsem v oktobru, medtem ko je rast posojil gospodinjstvom ohranila trend povečevanja tudi v novembru. Posojila NBS so se novembra v primerjavi z oktobrom povečala za 109 mio EUR, na kar je vplivalo predvsem povečanje posojil gospodinjstvom (za 66 mio EUR) in tujcem (za 78 mio EUR). K nadaljnjemu zvišanju medletne rasti posojil gospodinjstvom (4,6 %) je izrazito prispevala okrepljena rast stanovanjskih posojil (8,6 %). Potrošniška posojila so bila do novembra vseskozi medletno nižja (–5,3 %), pri tem pa so bili padci v predhodnih mesecih še globlji. Posojila tujcem so bila novembra medletno večja za dobro petino, vendar pa ostaja njihov delež v bilančni vsoti s 3,3 % majhen. Med posojili tujcem prevladujejo posojila večjim tujim podjetjem, tovrstno kreditiranje pa je prisotno le pri posameznih večjih bankah. Po izrazitem oktobrskem povečanju posojil nefinančnim družbam, kar je bila posledica posojil nekaterim večjim podjetjem, se je novembra njihov obseg spet zmanjšal, medletna rast pa znižala za polovico odstotne točke, na 4,6 %.

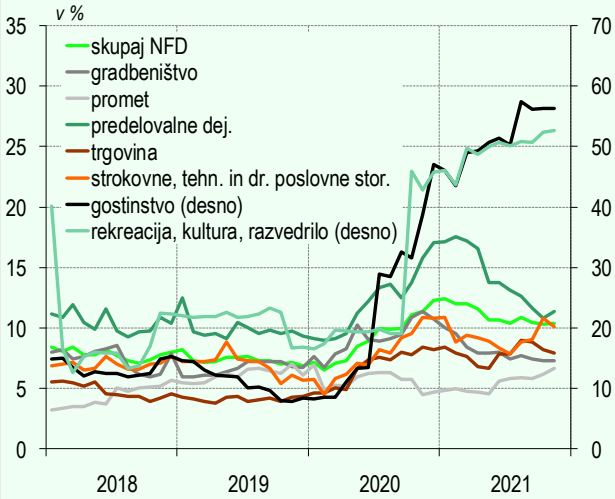
Slika 1: Rast posojil nebančnemu sektorju



Vir: Banka Slovenije.

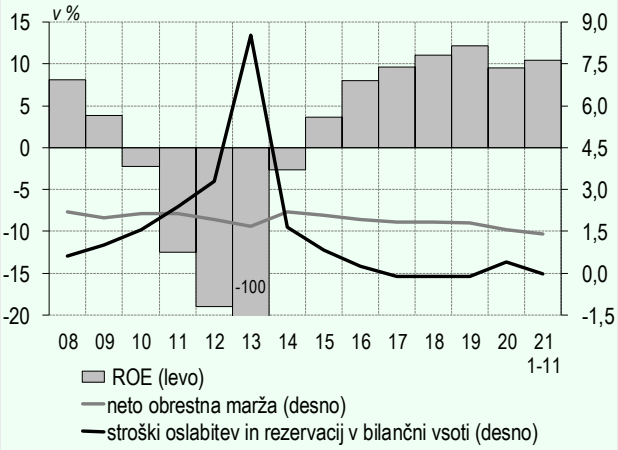
V zadnjih mesecih ni večjih sprememb v kakovosti celotnega portfelja bank, v posameznih delih tega pa se nakazuje poslabšanje. Delež NPE se od avgusta naprej ohranja pri 1,3 %. V gostinstvu je še naprej prisoten trend rasti NPE, kjer je novembra delež dosegel 12,7 %. Večina odlogov posojil je do novembra že potekla, ta posojila pa podjetja odplačujejo brez večjih zamud. Kljub temu je v tem delu portfelja delež NPE (7,8 %) precej višji kot v celotni izpostavljenosti do NFD (2,4 %) in za razliko od celotnega sektorja NFD kaže tendenco naraščanja. Prihodnji razvoj epidemije in morebitno vnovično uvajanje omejitvenih ukrepov lahko povzroči dodatno poslabšanje v najbolj ranljivih dejavnostih. V številnih dejavnostih, novembra tudi v predelovalnih, je v zadnjih mesecih prišlo do ponovnega porasta deleža skupine s povečanim

Slika 2: Delež skupine 2 kreditnega tveganja v izpostavljenosti do izbranih dejavnosti NFD



Vir: Banka Slovenije.

Slika 3: Izbrani kazalniki poslovanja bank



Opomba: Kazalniki, izračunani na bilančno vsoto oziroma neto obrestna marža na obrestonosno aktivo, so vedno izračunani za obdobje zadnjih 12 mesecev. Donosnost na kapital ROE pred obdavčitvijo je znotraj leta izračunana kumulativno do vključno zadnjega razpoložljivega podatka (do novembra 2021).
Vir: Banka Slovenije.

kreditnim tveganjem (skupine 2). Deleži skupine 2 so novembra močno narasli tudi pri posojilih prebivalstvu. Velik porast je pri potrošniških posojilih, z 8,3 % na 10,0 %, s čimer se nadaljuje letošnji, le čez poletje prekinjeni, trend prerazporejanja v bolj tvegano skupino posojil. Tudi pri drugih nestanovanjskih izpostavljenostih do prebivalstva je letošnji trend rasti skupine 2 neugoden: v slabem letu se je delež skupine 2 s 4,1 % konec leta 2020 povečal na 6,9 % novembra lani.

Ob povečani zasebni potrošnji se je medletna rast vlog gospodinjstev v drugem polletju 2021 upočasnila in novembra znašala 7,6 %. Obseg vlog gospodinjstev se je, po treh zaporednih mesečnih znižanjih, novembra povečal za 29 mio EUR. To je le dobra desetina povprečnega mesečnega prirasta vlog gospodinjstev iz prve polovice leta, ko je bilo najverjetneje zaradi previdnejšega obnašanja varčevalcev in delno tudi zaradi finančne pomoči države ob soočenju s posledicami pandemije prisotno izrazito povečevanje prihrankov. Vloge gospodinjstev so se tako lani do novembra kljub omenjenemu nekajmesečnemu krčenju povečale za 1,3 mrd EUR na 23,7 mrd EUR in ostale glavni vir financiranja slovenskih bank. Medletna rast vlog nefinančnih družb se je do novembra upočasnila na 9,2 %, vendar je še vedno več kot štirikrat presegla rast pred začetkom pandemije. Mesečne spremembe vlog nefinančnih družb so ostale volatilne zaradi različnih likvidnostnih potreb, ki jih imajo podjetja pri tekočem poslovanju. Negotove epidemiološke razmere in nizke obrestne mere še naprej odvračajo varčevalce k vezavi prihrankov, zato so se še naprej krepile vloge na vpogled, ki so novembra znašale 82,4 % vseh vlog nebančnega sektorja.

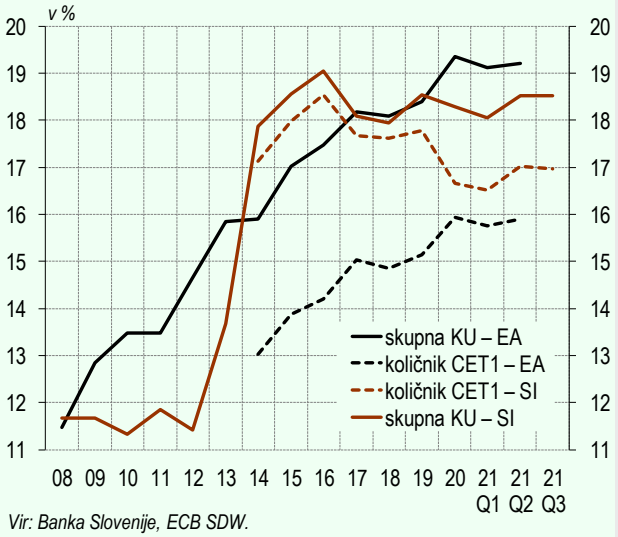
Dobiček pred obdavčitvijo je do konca novembra 2021 znašal 473 mio EUR, donosnost na kapital pred obdavčitvijo pa 10,5 %. V zadnjih mesecih so se dohodkovna gibanja v bančnem sistemu izboljšala, vendar pa je k visokemu realiziranemu dobičku pomembno prispevalo sproščanje oslabitev in rezervacij pri več kot dveh tretjinah kreditnih institucij. Dobiček pred obdavčitvijo je bil primerljiv s predlanskim (večji za 0,3 %) kljub povečanju dobička zaradi enkratnega pozitivnega učinka združitve dveh bank septembra 2020. Medletno zaostajanje neto obrestnih prihodkov se je do novembra upočasnilo na –2,6 % zaradi zvišanja rasti posojil. Ob zmanjševanju neto obresti se je znižala tudi neto obrestna marža, ki je novembra 2021 za zadnje enoletno obdobje znašala 1,4 %, vendar se je njeno zniževanje prav tako upočasnilo. Neto neobrestni prihodki so medletno zaostajali za tretjino (zaradi združitve dveh bank v letu 2020), ob izločitvi tega učinka pa bi presegli predlanske za blizu 8 %. Neto opravnine so ohranile visoko rast (14,9 %). Operativni stroški so bili medletno primerljivi (–0,7 %). Bruto in neto dohodek sta zaradi omenjenega učinka pri neobrestnih prihodkih zaostajala za predlanskim, ob njegovi izločitvi pa bi bila višja kot v enakem obdobju leta 2020; bruto za 2 %, neto pa za blizu 7 %. Neto sproščanje oslabitev in rezervacij je na ravni sistema znašalo 52 mio EUR, medtem ko so banke v enakem obdobju leta 2020 neto oblikovale za 125 mio EUR oslabitev in rezervacij. Ob upoštevanju dolgoročnega povprečja oslabitev in rezervacij bi znašal dobiček pred obdavčitvijo le dobro tretjino doseženega.

Likvidnost bančnega sistema je ostala visoka kljub poslabšanju vrednosti nekaterih kazalnikov. Količnik likvidnostnega kritja (v nadaljevanju LCR) se je na ravni bančnega sistema lani do novembra znižal za 21 odstotnih točk na 303 %, saj so se neto likvidnostni odlivi povečali relativno bolj

kot likvidnostni blažilnik. Vrednost LCR kljub znižanju še naprej močno presega regulatorno zahtevo (100 %), kar pomeni, da je sposobnost pokrivanja neto likvidnostnih odlivov v kratkoročnem stresnem obdobju v slovenskem bančnem sistemu ostala visoka. Po umiritvi rasti vlog nebančnega sektorja se je umirilo tudi povečevanje primarne likvidnosti,[2] ki pa je novembra še vedno znašala več kot petino bilančne vsote. Zaradi dospevanja vrednostnih papirjev Republike Slovenije in hkratne rasti bilančne vsote se je delež sekundarne likvidnosti v bilančni vsoti znižal na 15,4 %.

Kapitalska ustreznost bančnega sistema se je v prvih treh četrtletjih 2021 nekoliko izboljšala. Količnik skupne kapitalske ustreznosti bančnega sistema na konsolidirani osnovi se je povečal za 0,2 odstotne točke na 18,5 %, količnik CET1 pa za 0,3 odstotne točke na 17,0 %. Povečanje količnikov je posledica višje rasti kapitala v primerjavi z rastjo tveganju prilagojene aktive. Slovenija od konca leta 2020 po vrednosti količnika skupne kapitalske ustreznosti zaostaja za povprečjem evrskega območja, medtem ko ga po vrednosti količnika CET1 še vedno presega. Ob tem poudarjamo, da so razlike v kapitalskem položaju oziroma odpornosti na morebitne zaostrene razmere in stresne dogodke med slovenskimi bankami precejšnje zaradi različne strukture naložb in njihove tveganosti ter posledično različnih presežkov nad opredeljenimi kapitalskimi zahtevami.

Slika 4: Gibanje količnika skupne kapitalske ustreznosti in CET1 na konsolidirani osnovi za Slovenijo in evrsko območje



Vir: Banka Slovenije, ECB SDW.

[1] Banke imajo še vedno obsežen del svojih aktiv v zelo likvidnih oblikah premoženja in dolžniških vrednostnih papirjih, skupaj za več kot 40 %.

[2] Primarna likvidnost zajema denar, sredstva na računih pri centralni banki in vpogledne vloge pri bankah.

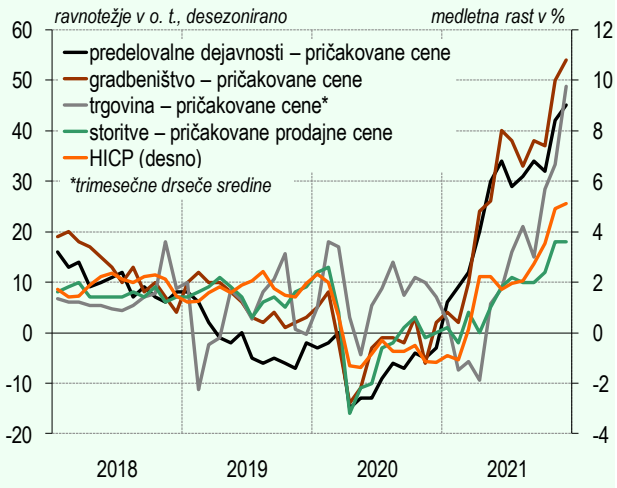
7 Gibanje cen

Medletna rast cen življenjskih potrebščin, merjena s HICP, je ob koncu leta pričakovano pospešila in decembra dosegla 5,1 %. Poleg okrepljenih domačih inflacijskih pritiskov jo poganjajo predvsem visoke cene energentov, ki spremljajo hitro rast gospodarstev po sprostitvi najstrožjih omejevalnih ukrepov. Ob visokem povpraševanju po nafti se poleg goriv dražijo tudi drugi energenti, zlasti toplotna energija. Zaradi visoke rasti cen kmetijskih proizvodov in prehrambnih surovin je poskočila še rast cen hrane, ki je bila v enem letu dražja za 3,6 %. Rastejo tudi cene storitev, saj so ob hitri rasti zasebne potrošnje, ki je sledila sproščanju omejevalnih ukrepov, v drugi polovici leta lahko ponovno začele poslovati v večjem obsegu. Osnovna inflacija se je tako ob koncu leta močno okrepila in dosegla 2,9 %, s čimer je presegla osnovno inflacijo evrskega območja, ki je decembra znašala 2,6 %. K pospešku so poleg storitev ob vse višjih vhodnih stroških, povezanih s podražitvijo surovin, polizdelkov in transporta, ter nizki osnovi prispevali tudi dražji industrijski proizvodi brez energentov. Sprememba uteži za izračun HICP, posledica spremenjenih potrošniških vzorcev ob nastopu epidemije, je tudi ob koncu leta zavirala rast cen. Ob nespremenjenih utežeh bi namreč skupna inflacija dosegla 5,9 %, osnovna pa 3,3 %. Okrepljeno inflacijo že dalj časa zaznavajo tudi potrošniki, ki tako kot podjetja v prihodnosti pričakujejo nadaljevanje visoke rasti cen. Ob sicer povišanih tveganjih še naprej ocenjujemo, da je visoka inflacija prehodne narave in se bo ob močnih učinkih osnove ter predpostavki razrešitve težav v dobavnih verigah in na energetskih trgih začela umirjati v drugi polovici letošnjega leta.

Anketne ocene pričakovanih cenovnih gibanj

S krepitvijo gospodarstva so se inflacijska pričakovanja med podjetji ob koncu leta vnovič povišala. Poleg gradbeništva in predelovalnih dejavnosti, kjer so pričakovanja glede prihodnjih gibanj cen rasla že od začetka leta 2021, je bilo v lanskem zadnjem četrtletju tudi med trgovinskimi in storitvenimi dejavnostmi vse več podjetij, ki pričakujejo povišanje cen. Ravnotežnostni kazalnik, ki prikazuje razliko med deležem podjetij, ki v naslednjih treh mesecih pričakujejo dvig cen, in deležem tistih, ki pričakuje njihov padec, je bil decembra najvišji v gradbeništvu in je s 54 odstotnimi točkami dosegel najvišjo vre-

Slika 7.1: Pričakovane cene iz Ankete o poslovnih tendencah



Vir: Eurostat, SURS, preračuni Banke Slovenije.

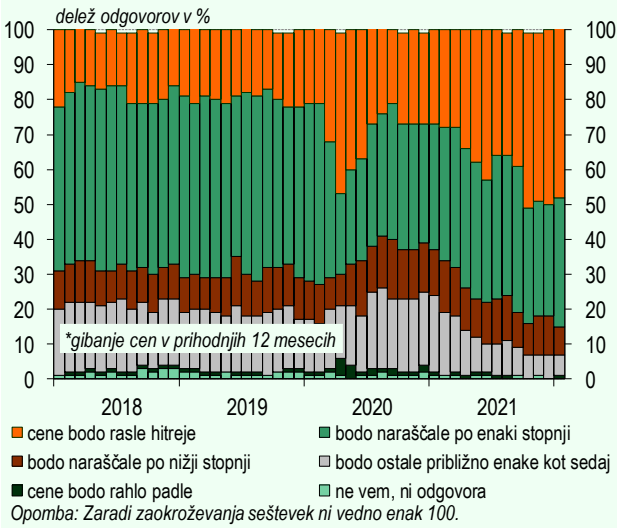
dnost doslej (slika 7.1). Prav tako so do zdaj najvišjo vrednost s 45 odstotnimi točkami dosegle predelovalne dejavnosti. V obeh dejavnostih so se ob koncu lanskega leta še vedno soočali z visokimi stroški surovin in pomanjkanjem materialov, k povišanim pričakovanjem pa prispevajo še visoke cene energentov. Cenovna pričakovanja so se občutneje zvišala tudi v dejavnosti trgovine na drobno. Vrednost ravnotežnostnega kazalnika pri skoraj 50 odstotnih točkah v zadnjih treh mesecih lanskega leta dosega do zdaj najvišje ravni, kar je posledica vse višjih cen hrane in ostalega blaga. Oživitev inflacijskih pričakovanj je opazna še v storitvenih dejavnostih, zlasti športnih, prostočasnih in gostinskih, kjer ob pomanjkanju delovne sile ter z njim povezanimi plačnimi pritiski vrednost ravnotežnostnega kazalnika močno presega ravni iz leta 2019.

Potrošniki že dalj časa zaznavajo okrepljeno inflacijo, visoka ostajajo tudi pričakovanja glede prihodnjega gibanja cen. Kazalnik zaznane inflacije se med potrošniki krepi že vse od začetka lanskega leta in je decembra s 70 odstotnimi točkami dosegel najvišjo vrednost po letu 2008, januarja letos pa nekoliko upadel (67 odstotnih točk). Podobno se že več mesecev krepi ravnotežnostni kazalnik pričakovanih prihodnjih cenovnih gibanj, ki je tako v zadnjem četrtletju kot tudi v letošnjem januarju presegel 60 odstotnih točk. Izraziteje se namreč povečuje delež potrošnikov, ki pričakuje pospešek inflacije, saj že skoraj vsak drugi meni, da bodo cene v prihodnjih dvanajstih mesecih rasle hitreje kot do zdaj, kar je največ od začetka izvajanja ankete (slika 7.2). Poleg tega večina anketiranih potrošnikov meni, da se bo rast cen nadaljevala, saj na začetku letošnjega leta nespremenjene cene pričakuje le 6 % anketiranih, padec pa 1 %. V povprečju evrskega območja so se pričakovanja krepila podobno kot pri nas, vendar ostajajo na nižjih ravneh za okoli 20 odstotnih točk.

Struktura gibanja cen in kazalniki osnovne inflacije

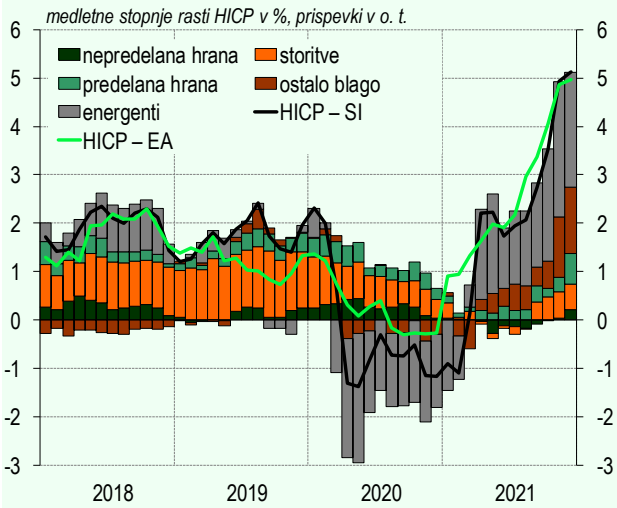
Ob visokih domačih in tujih cenovnih pritiskih, zlasti energetskih, se je medletna rast cen življenjskih potrebščin ponovno okrepila in decembra dosegla 5,1 %. Inflacija, merjena s HICP, je v lanskem zadnjem četrtletju izraziteje pospešila. Oktobra je dosegla 3,5 %, novembra 4,9 % in decembra 5,1 % (slika 7.3), kar so najvišje medletne spremembe po letu 2008. K rasti cen so v povprečju zadnjega četrtletja dobro polovico prispevali dražji energenti, pri čemer je pospešek v njihovi rasti posledica zaostrenih razmer na energetskih trgih. Opazneje se je povečal tudi prispevek neenergetskih industrijskih proizvodov (npr. avtomobili, pohištvo, oblačila). Ti so bili decembra medletno dražji za 4,4 % in so k skupni inflaciji prispevali 1,4 odstotne točke. Rast je poleg učinka nizke osnove povezana z razmerami v gospodarstvu, kjer se veliko podjetij še vedno sooča s podražitvijo ter pomanjkanjem surovin in polizdelkov za proizvodnjo,

Slika 7.2: Anketa o mnenju potrošnikov, gibanje cen v prihodnosti*



Opomba: Zaradi zaokroževanja seštevek ni vedno enak 100.
Vir: SURS.

Slika 7.3: Prispevki k inflaciji

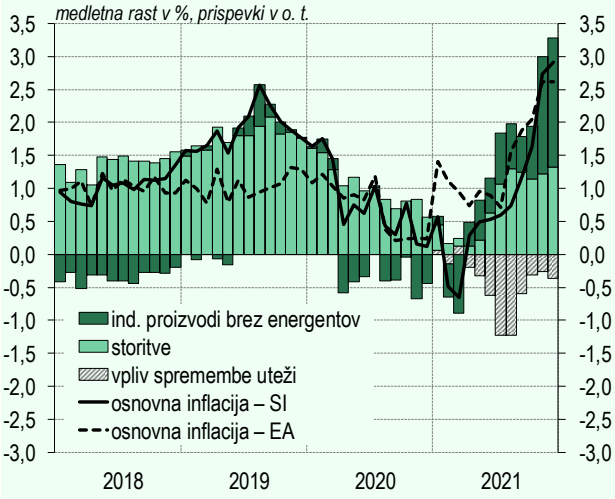


Vir: Eurostat, preračuni Banke Slovenije.

vse večje tveganje za cene končnih proizvodov pa ob koncu leta predstavljajo še visoke cene elektrike. Prispevek hrane v višini 0,8 odstotne točke se je decembra glede na predhodni mesec podvojil, kar velja tako za predelano kot nepredelano hrano. Pridelovalci se namreč soočajo z vse višjimi cenami gnojil, semen in energentov, zato so bile cene kmetijskih pridelkov pri pridelovalcih novembra medletno višje že za več kot 20 %, kar se poleg višjih stroškov predelave hrane deloma že prenaša v končne cene izdelkov na policah. K skupni inflaciji so prispevale tudi storitve. Decembra so se medletno podražile za 1,6 %, kar predstavlja prispevek v višini 0,5 odstotne točke. Spremenjene uteži za izračun HICP so tudi tokrat blažile višino inflacije, saj bi bila ob upoštevanju uteži iz leta 2020 izmerjena lanska rast cen 5,9-odstotna. Pričakujemo, da bo rast cen tudi v naslednjih mesecih visoka. V drugi polovici leta naj bi se ob stabilizaciji razmer na evropskih energetskih trgih, odpravi motenj v dobavnih verigah in močnih učinkih osnove, povezanih z lanskimi podražitvami, umirila.

Osnovna inflacija se je ob koncu lanskega leta močno okrepila, k pospešku pa so ob vse višjih vhodnih stroških in nizki osnovi prispevali dražji industrijski proizvodi brez energentov. Najožji kazalnik inflacije, tj. inflacija brez cen energentov, hrane, alkohola in tobačnih izdelkov, se krepi že vse od aprila in je decembra dosegel 2,9 % (slika 7.4). Osnovna inflacija je bila tako najvišja po marcu 2009 in že drugi mesec zapored višja od evrske, kjer je bila lanska rast tako merjenih cen 2,6-odstotna. K porastu domače osnovne inflacije je 2,1 odstotne točke prispevalo dražje neenergetsko indu-

Slika 7.4: Prispevki podskupin k najožjemu kazalniku osnovne inflacije



Vir: Eurostat, SURS, preračuni Banke Slovenije.

Tabela 7.1: Struktura HICP in kazalniki gibanja cen

	utež	povprečna medletna rast v %					medletna rast v četrtletju v %					
	2021	2017	2018	2019	2020	2021	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4
HICP	*100,0%*	1,6	1,9	1,7	-0,3	2,0	-0,6	-0,9	-0,6	2,1	2,3	4,5
Struktura HICP:												
Energenti	*11,4%*	4,7	6,0	0,8	-10,8	11,3	-11,8	-12,7	-5,1	16,1	14,2	22,2
Hrana	*23,2%*	2,2	2,4	1,6	2,8	0,7	2,4	2,1	0,5	0,1	0,4	1,8
predelana	*18,8%*	1,4	1,4	1,4	1,9	1,2	1,4	1,9	0,6	1,1	1,3	1,9
nepredelana	*4,3%*	5,7	6,6	2,5	6,6	-1,3	6,8	3,3	0,2	-3,5	-3,2	1,6
Ostalo blago	*31,4%*	-0,7	-0,8	0,3	-0,5	1,3	-0,6	-0,9	-0,9	1,1	1,7	3,3
Storitve	*34,1%*	1,8	2,4	3,1	1,8	0,6	1,5	1,3	0,4	-0,1	0,4	1,5
Kazalniki osnovne inflacije:												
HICP brez energentov	*88,6%*	1,1	1,4	1,8	1,3	0,8	1,0	0,8	0,0	0,4	0,7	2,3
HICP brez energentov in nepredelane hrane	*84,3%*	0,9	1,1	1,8	1,0	1,0	0,7	0,7	0,0	0,6	0,9	2,3
HICP brez energentov, hrane, alk. in tobaka	*65,4%*	0,7	1,0	1,9	0,8	0,9	0,6	0,3	-0,2	0,4	0,8	2,4
Drugi kazalniki cen:												
Cene ind. proizvajalcev na domačem trgu		1,3	1,9	1,9	0,7	6,1	0,3	0,9	1,9	4,2	8,0	10,1
BDP deflator		1,5	2,1	2,2	1,2	...	-0,2	1,1	1,3	2,1	3,6	...
Uvozne cene*		3,2	2,6	-0,6	-2,3	...	-2,0	-2,7	1,5	5,8	8,9	...

*Opomba: *Podatki iz nacionalnih računov.*
Vir: SURS, Eurostat, preračuni Banke Slovenije.

strijsko blago. Visoka rast je namreč ob močnem domačem povpraševanju po sprostitvi najstrožjih omejitvenih ukrepov ter naraščajočih stroških surovin in polizdelkov posledica vse večjih inflacijskih pritiskov. Povečuje se tudi prispevek storitev, ki je v povprečju zadnjega četrtletja 2021 znašal 0,8 odstotne točke. Pri tem je bila izmerjena storitvena in s tem osnovna inflacija zaradi lanske spremembe uteži za izračun HICP še naprej nižja, kot bi bila ob nespremenjenih utežeh. Brez negativnega vpliva uteži bi namreč osnovna inflacija decembra dosegla 3,3 %.

Dejavniki inflacije

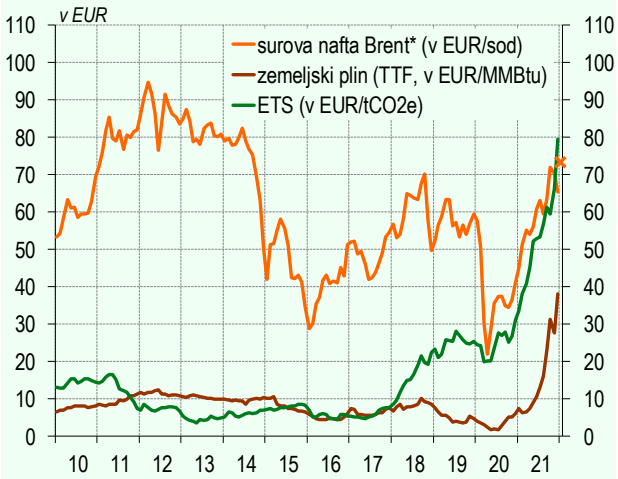
Visoke cene energentov spremljajo gospodarsko rast po sprostitvi najstrožjih omejevalnih ukrepov in poganjajo inflacijo. Sprostitev omejevalnih ukrepov je pospešila poslovno aktivnost podjetij ter povečala mobilnost ljudi, vzporedno s tem pa je povpraševanje po energentih raslo hitreje od pričakovanj. Tako je vse lansko leto rasla tudi cena soda surove nafte Brent, ki je najvišje vrednosti dosegla novembra. Decembra se je zaradi negotovosti, povezane s pojavom nove različice koronavirusa, nekoliko znižala, na 65,4 EUR za sod, medletno pa je bila še vedno dražja za skoraj 60 %. V zadnjem četrtletju so močno porasle tudi cene drugih energentov, predvsem zemeljskega plina, ki ga pri nas skupaj z nafto v celoti uvažamo. Cene energentov so tudi pod vplivom geopolitičnih napetosti in stroškov s t. i. zelenim prehodom. Energenti so tako k novembrski 22,5-odstotni skupni medletni rasti uvoznih cen prispevali 11,7 odstotne točke, surovine pa 8,5 odstotne točke. Cene primarnih surovin na svetovnih trgih namreč ostajajo na zgodovinsko visokih ravneh, ki so jih dosegle sredi lanskega leta. Pri tem so se cene kovin v zadnjih mesecih tekoče nekoliko znižale, cene prehrambnih surovin in neživilskih kmetijskih proizvodov pa se še naprej zvišujejo.

Domači inflacijski pritiski so bili močni tudi ob koncu lanskega leta. Vrednost realnega BDP je v tretjem četrtletju 2021 presegla predkrizni vrh s konca leta 2019, ob tem se vztrajno povečuje tudi zasebna potrošnja. Ob hitrem porastu povpraševanja, ki mu gospodarstvo zaradi zastojev v dobavnih verigah še vedno ne uspe popolnoma slediti, in višjih vhodnih stroških so močno porasle cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih za prodajo na domačem trgu. Decembra so bile medletno višje za 10,6 %, k rasti pa so največ prispevale cene surovin in proizvodov za investicije, ki so medletno zrasle za 15,9 % oz. 12,8 %. Poleg rasti cen industrijskih proizvodov se krepijo tudi cene storitev pri proizvajalcih, ki odražajo trenutne razmere na trgu dela. Stopnja registrirane brezposelnosti je bila novembra s 6,7 % najnižja po decembru 2008, vse več delodajalcev pa se kljub rasti plač srečuje s pomanjkanjem ustrezne delovne sile.

Gibanje cen po podskupinah

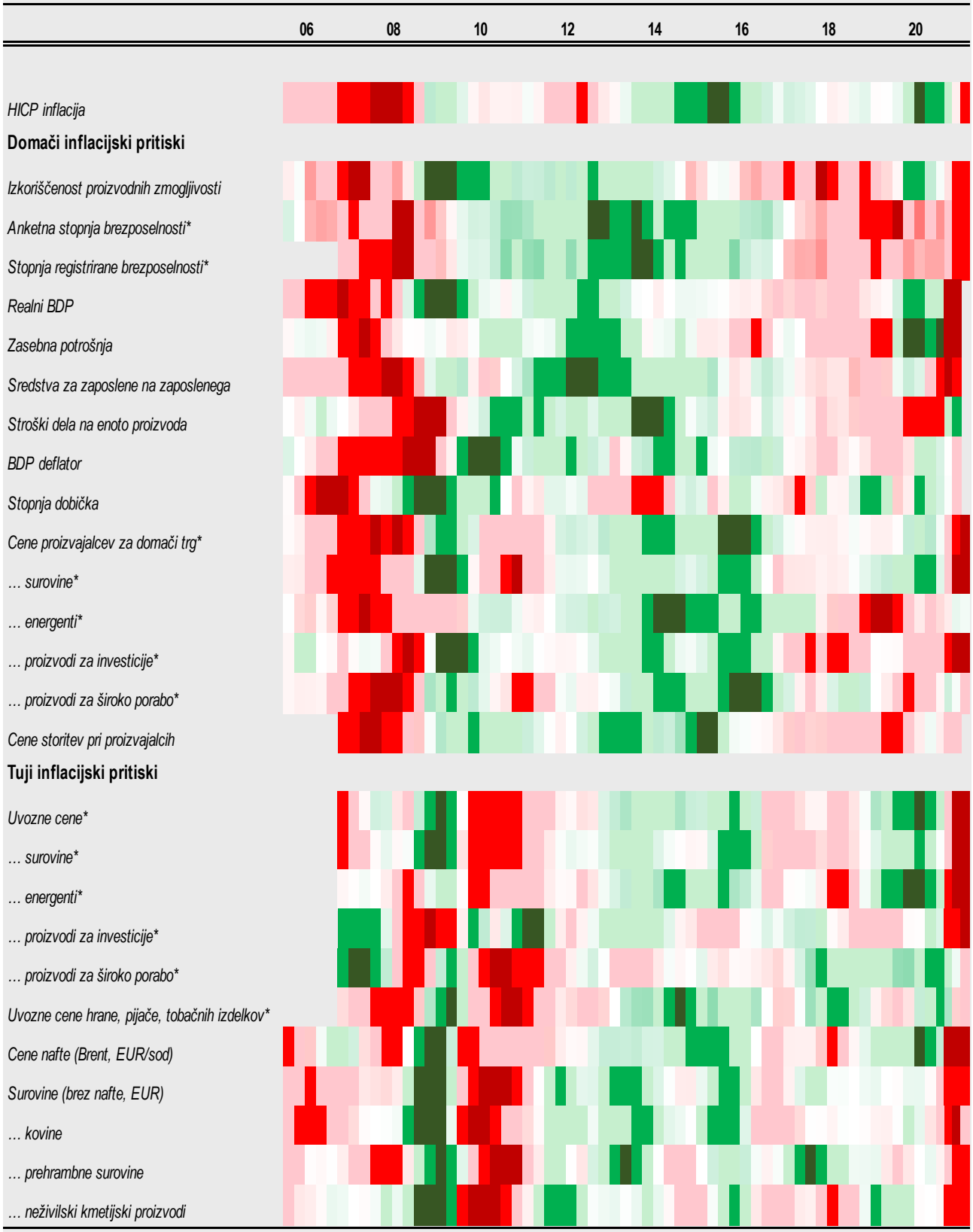
Ob visokem povpraševanju po nafti se poleg goriv dražijo tudi drugi energenti. Razmere na svetovnih energetskih trgih so bile v lanskem zadnjem četrtletju izrazito negotove. Povpraševanje po nafti je konec novembra močno zamajal pojav nove koronavirusne različice, vendar je bil po začetni negotovosti padec cen zgolj kratkotrajen. Povprečna cena soda surove nafte Brent se je tako v obdobju od 1. do 19. januarja zvišala na 73,1 EUR in že dosegla novembrsko raven (slika 7.5). Izrazito negotove medtem ostajajo razmere na trgu zemeljskega plina, kjer je Evropa zaradi energetske nezadostnosti v veliki meri odvisna od uvoza. Vzporedno z rastjo na veleprodajnih trgih so se zvišale tudi končne cene energentov za potrošnike. Decembra so bile na medletni ravni višje za 20,8 %, k čemur so največ prispe-

Slika 7.5: Cena nafte in energentov



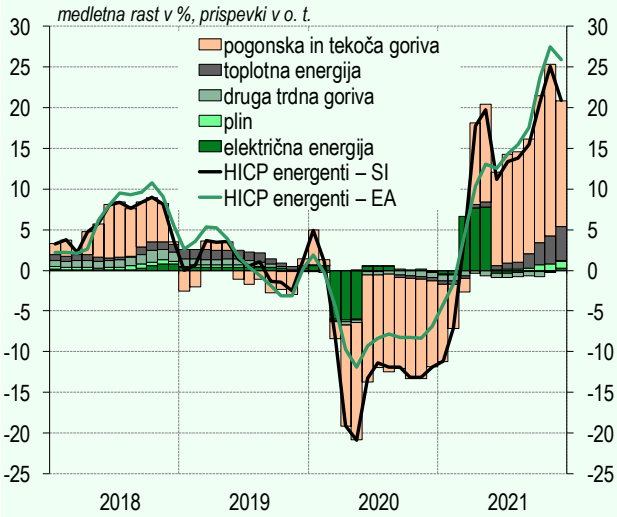
*Opomba: *Podatek za 2022, označen s križcem, predstavlja povprečno dnevno ceno med 1. 1. in 19. 1. 2022.*
Vir: ECB, MDS, Bloomberg, preračuni Banke Slovenije.

Tabela 7.2: Inflacijski pritiski



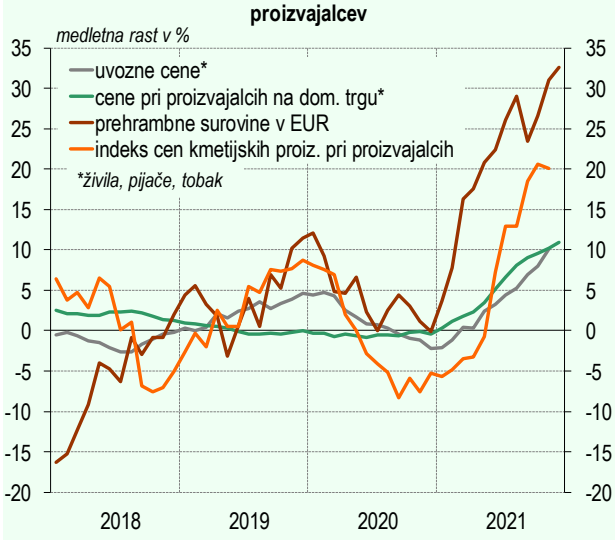
Opomba: Mesečni podatki so izraženi kot šestmesečno drseče povprečje, četrtletni pa kot drseče povprečje dveh četrtletij. Podatki so izraženi v medletnih rasteh, razen stopenj izkoriščenosti kapacitet in brezposelnosti, ki so izražene v odstotkih. Podatki so standardizirani. Barvna lestvica označuje smer in velikost odklona posamezne časovne vrste od njenega dolgoročnega povprečja (merjeno v standardnih odklonih), pri čemer rdeča barva pomeni pozitiven odklon in zelena negativnega, velikost odklona pa je ponazorjena z odtenkom barve (temnejša barva pomeni večji odklon). V primeru stopnje brezposelnosti je barvna lestvica obrnjena.
**Vrednost za četrto čertrtletje 2021 vključuje podatke za oktober in november (zadnji dostopni podatki).*
Vir: SURS, ZRSZ, Eurostat, ECB, preračuni Banka Slovenije.

Slika 7.6: Prispevki k rasti cen energentov



Vir: Eurostat, SURS, preračuni Banke Slovenije.

Slika 7.7: Cene prehrambnih surovin, uvoznih cen in cen proizvajalcev

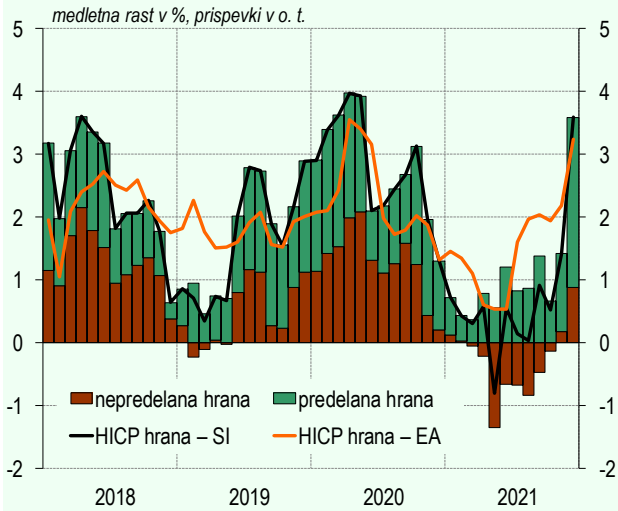


Vir: ECB, SURS, preračuni Banke Slovenije.

vala dražja pogonska goriva (slika 7.6).[1] Ob vse višjih cenah primarnih energentov in emisijskih kuponov se je lani močno podražila tudi toplotna energija, decembra medletno že za več kot 72 %. Zaradi zvišanja omrežnin in napovedanih podražitev bodo gospodinjstva letos obremenile še višje cene električne energije.[2] Ob visoki rasti cen energentov, ki je bila v povprečju evrskega območja decembra 25,9-odstotna, so države članice že lani sprejemale ukrepe za blaženje posledic energetske krize na gospodinjstva in podjetja, ukrepe pa pripravlja tudi Vlada RS.[3]

Okrepljeni domači in tuji inflacijski pritiski so konec leta pospešili rast cen hrane. Medletno je rast decembra dosegla 3,6 %, k močnemu pospešku pa sta prispevali tako dražja predelana kot nepredelana hrana (slika 7.8). Lanska podražitev je v večji meri posledica vse dražjih prehrambnih surovin. Decembra so bile njihove cene na mednarodnih trgih medletno višje že za 32,6 % (slika 7.7), ob vse višjih stroških pridelave, povezanih z dražjimi energenti, gnojili, krmili in semeni, pa so močneje porasle tudi cene kmetijskih proizvodov pri domačih pridelovalcih. Zaradi dražjih prehrambnih surovin so se lani zviševale tudi uvozne cene hrane in cene pri

Slika 7.8: Prispevki k rasti cen hrane



Vir: Eurostat, preračuni Banke Slovenije.

proizvajalcih na domačem trgu, že letos pa zaradi visokih cen energentov pričakujemo dodatne podražitve. Drobnoprodajne cene hrane v manjši meri že odražajo zaostrene razmere na začetku predelovalne verige, saj je rast cen predelane hrane decembra pospešila in bila s 3,3 % najvišja po letu 2013. Nepredelana hrana se je po tem, ko je bila večino leta medletno cenejša, decembra podražila za 4,7 %.

[1] Ob tekočem padcu cen nafte sta se dizelsko gorivo in bencin decembra sicer nekoliko pocenila, vendar pa ob ponovni rasti svetovnih cen nafte že januarja pričakujemo ponovne podražitve.

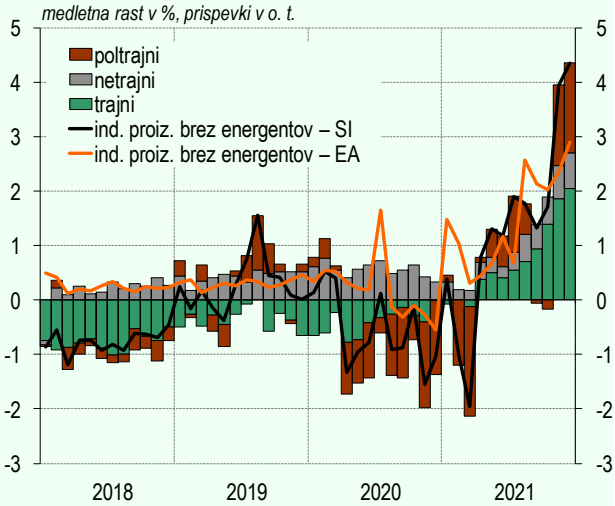
[2] Tarifne postavke omrežnine za distribucijski sistem so se januarja 2022 zvišale za 14 % z namenom nadomeščanja manjših prihodkov, potrebnih za vzdrževanje električne infrastrukture, zbranih v letih 2020 in 2021.

[3] Zaradi visoke rasti cen in začetka ogrevalne sezone je Vlada RS z 9. novembrom 2021 ponovno uvedla regulacijo marž pri kurilnem olju. V načrtu je tudi uvedba energetskih vavčerjev za pomoč gospodinjstvom, vendar usklajevanja glede višine zneska in časa trajanja ukrepa še potekajo. Prav tako se pripravlja uredba, s katero bi država energetsko intenzivnim podjetjem delno krila posredne stroške, povezane z izpusti CO_2.

Zaradi višjih stroškov proizvodnje, povezanih s podražitvijo surovin, polizdelkov in transporta, se cene industrijskih proizvodov brez energentov še naprej zvišujejo. Ozka grla v dobavnih verigah so lani otežila delovanje podjetij, saj ponudbi ni uspelo slediti hitri rasti povpraševanja po odpravi najstrožjih omejitvenih ukrepov. Težave z razpoložljivostjo surovin in polizdelkov so se pojavile zaradi neravnovesja med izrazito povečanim povpraševanjem in okrnjeno ponudbo, ki so jo poleg omejitev v proizvodnji ob večjih izbruhih okužb omejevali še zastoji v transportu. Rast cen neenergetskega industrijskega blaga se je tako v zadnjem četrtletju 2021 močno okrepila in decembra dosegla 4,4 % (slika 7.9), k čemur je poleg tekočih podražitev prispevala tudi nizka osnova, povezana s pocenitvijo blaga v drugem valu epidemije. Pri tem je bilo poltrajno blago zaradi višjih cen oblačil in obutve decembra medletno dražje za 4,7 %, netrajno za 2,3 % in trajno za 5,8 %. K visoki rasti cen trajnega blaga so največ prispevale cene avtomobilov, ki so se ob sproščanju zadržanega povpraševanja zviševale vse leto. Zaradi pomanjkanja polprevodnikov, ki je podaljševalo dobavo novih vozil, so se avtomobili podražili za 7,4 % (slika 7.10), za 7,1 % pa se je medletno podražilo tudi pohištvo.

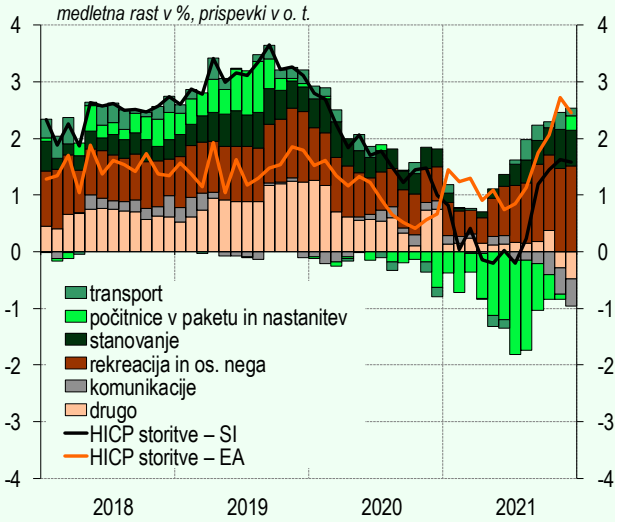
Ob hitri rasti zasebne potrošnje se je v drugi polovici leta okrepila rast cen storitev. Medletno je že od lanskega septembra naprej več kot enoodstotna, decembra pa je dosegla 1,6 % (slika 7.11). Cene počitniških pake-

Slika 7.9: Prispevki k rasti cen industrijskih proizvodov brez energentov



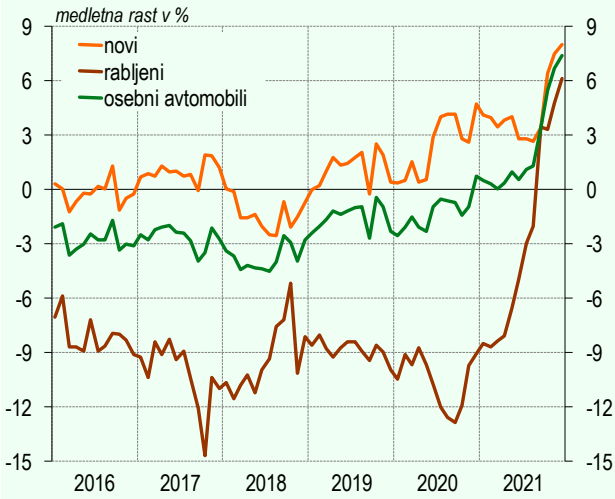
Vir: Eurostat, SURS, preračuni Banke Slovenije.

Slika 7.11: Prispevki k rasti cen storitev



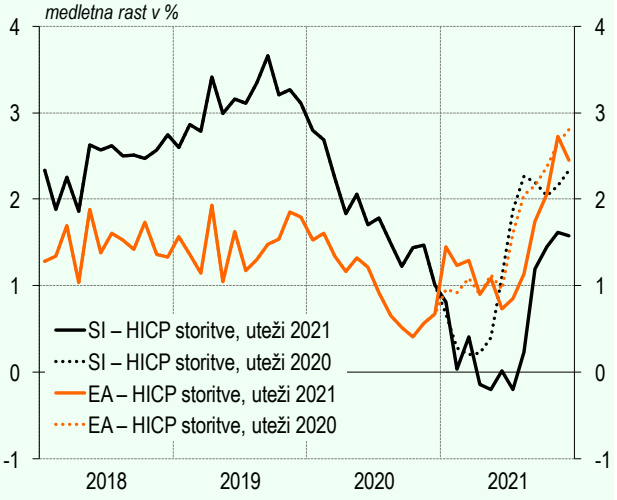
Vir: ECB, Eurostat, preračuni Banke Slovenije.

Slika 7.10: Cene osebnih avtomobilov



Vir: Eurostat.

Slika 7.12: Vpliv spremembe uteži na storitveno inflacijo



Vir: Eurostat, SURS, preračuni Banke Slovenije.

tov in nastanitev, ki so poleti zavirale skupno rast cen storitev, so ob koncu leta prvič pozitivno prispevale k inflaciji, medtem ko storitve, povezane z rekreacijo in osebno nego, že vse leto k inflaciji prispevajo največ. Pri tem gre v večji meri za gostinske storitve, ki so lahko ob odpravi najstrožjih omejitvenih ukrepov ponovno začele poslovati v večjem obsegu. Ker gre za delovno intenzivne dejavnosti, dodaten pritisk na rast cen storitev ustvarjajo razmere na trgu dela z eno najnižjih stopenj brezposelnosti in rekordno visoko stopnjo prostih delovnih mest. Podobno se je lani okrepila tudi storitvena inflacija v evrskem območju, kjer je bila ob koncu leta 2,5-odstotna. Njena močnejša rast je poleg učinka nizke osnove, povezane z začasnim znižanjem DDV v Nemčiji, posledica manjšega vpliva spremembe uteži. Ob nespremenjenih utežeh bi bila namreč evrska storitvena inflacija decembra 2,8-odstotna, slovenska pa 2,3-odstotna (slika 7.12).

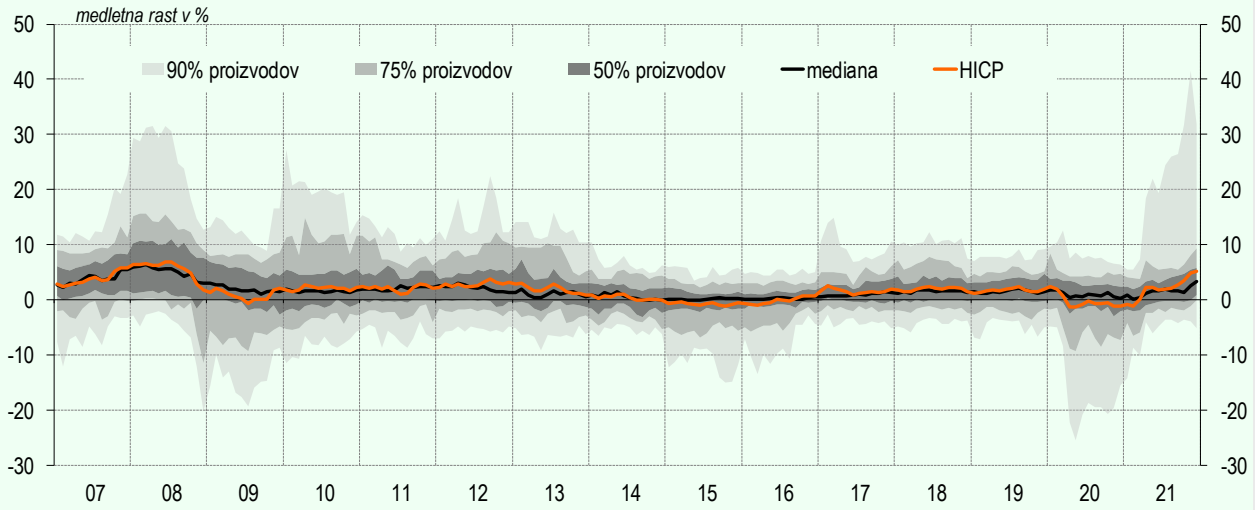
Okvir 7.1: Analiza razširjenosti cenovnih pritiskov v košarici indeksa cen HICP

Inflacija, merjena s HICP, je bila v lanskem zadnjem četrtletju 4,5-odstotna, decembra je presegla 5 %. Rast cen je bila tako najvišja v zadnjih trinajstih letih. V tem okvirju analiziramo, kaj jo poganja – ali gre za širše osnovano rast ali skoncentrirano inflacijo, ki je posledica rasti cen peščice proizvodov v potrošniški košarici. Ugotavljamo, da se je decembra ob naraščajočih inflacijskih pritiskih okrepila rast cen večine proizvodov in storitev. Delež takih, katerih rast presega 2,0 %, se je med letom povečeval in je bil decembra 61,4-odstoten, rast pa je beležilo že skoraj 85 % celotne potrošniške košarice. Vendar je kljub širšim inflacijskim pritiskom skupna rast cen ostala precej skoncentrirana, saj so večji del rasti še naprej pojasnjevale podražitve posameznih proizvodov, povezane s presežnim povpraševanjem ob gospodarski konjunkturi, z zaostrenimi razmerami na energetskih trgih in okrevanjem storitvenih dejavnosti.

Visoka koncentracija cenovnih sprememb nakazuje, da trenutno povišano inflacijo v večji meri še naprej poganjajo prehodni dejavniki. Razlikovanje med široko osnovano in skoncentrirano rastjo cen je posebej pomembno, kadar se izmerjena inflacija bistveno odmakne od srednjeročnega cilja monetarne politike. Skoncentrirana inflacija je namreč posledica specifičnih dejavnikov, ki vplivajo na cene manjšega števila proizvodov in storitev, in navadno ne predstavlja tveganja za trajneje višjo rast cen. O koncentraciji lahko sklepamo iz razpršenosti cenovnih sprememb proizvodov in storitev v potrošniški košarici (slika 1). Ta se je v zadnjih mesecih povečala in je bila v povprečju zadnjega četrtletja 2021, ko je 90 % proizvodov v košarici dosegalo medletno rast od –4,2 % do +35,0 % (od 5. do 95. percentila), zgodovinsko visoka. Razpon gibanja za 50 % proizvodov je bil medtem bistveno ožji (med 0,1 % in 5,3 %), medianska medletna rast cen pa z 2,4 % za skoraj polovico nižja od medletne rasti HICP, kar nakazuje na močno skoncentrirano inflacijo. Podrobneje je razpršenost cenovnih sprememb posameznih komponent skupne inflacije za december 2021 prikazana na sliki 2, kjer so izdelki in storitve na petmestni ravni evropske klasifikacije individualne potrošnje po namenu (ECOICOP) razvrščeni glede na medletno rast cen. Vsak stolpec predstavlja posamezen proizvod ali storitev, višina in širina stolpca pa njegovo medletno rast in utež v košarici življenjskih potrebščin. Decembra je bila inflacija močno skoncentrirana, saj je k skupni rasti cen velik delež prispevala izrazito visoka rast cen peščice kategorij. Trenutna epizoda skoncentrirane inflacije se tako za zdaj pomembno razlikuje od primerljive inflacije oktobra 2007 (5,1 %) in 2008 (4,7 %), ko je bila rast cen enakomerneje razporejena.

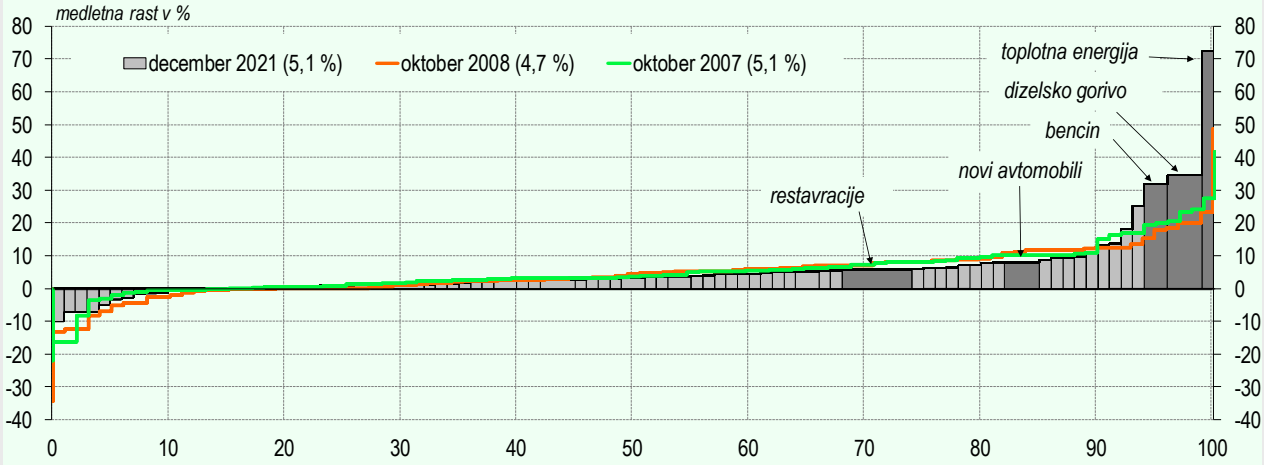
Pretežni del skupne rasti cen pojasnjujejo podražitve posameznih proizvodov in storitev, ki so ob hitri rasti gospodarstva posledica presežnega povpraševanja in težav v dobavnih verigah, zaostrenih razmer na energetskih trgih ter okrevanja storitvenih dejavnosti. K skupni inflaciji so v zadnjem četrtletju več kot polovico prispevale podražitve petih izdelkov oz. storitev, in sicer dizelskega goriva, bencina, toplotne energije, restavracij in novih avtomobilov (slika 3). Podražitve prvih treh so povezane z višjimi svetovnimi cenami surove nafte in drugih energentov na evropskem energetskem trgu. V povprečju zadnjega četrtletja 2021 je bilo dizelsko gorivo medletno dražje za 40,3 %, bencin za 35,0 % in toplotna energija za 57,9 %. Za 5,3 % so se medlet-

Slika 1: Porazdelitev medletnih rasti cen po proizvodih in storitvah v košarici življenjskih potrebščin



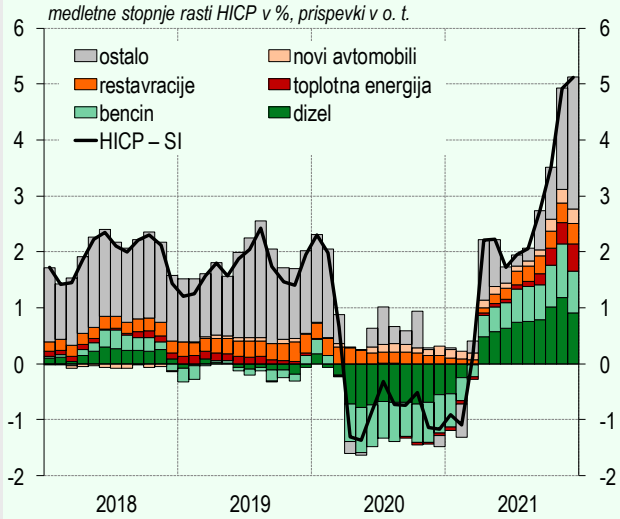
Vir: SURS, Eurostat, preračuni Banke Slovenije.

Slika 2: Medletna rast cen po proizvodih in storitvah v potrošniški košarici, december 2021



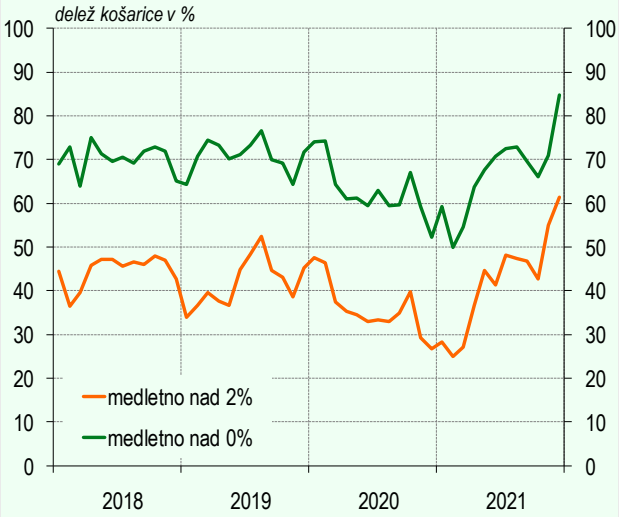
Opomba: Višina stolpca prikazuje medletno rast cen posameznega proizvoda, širina stolpca pa njegovo utež v košarici življenjskih potrebščin (v %).
Vir: SURS, Eurostat, preračuni Banke Slovenije.

Slika 3: Prispevki k inflaciji



Vir: Eurostat, SURS, preračuni Banke Slovenije.

Slika 4: Delež košarice življenjskih potrebščin s pozitivno rastjo cen



Vir: Eurostat, SURS, preračuni Banke Slovenije.

no podražile tudi storitve v kategoriji restavracij, kavarn in plesnih klubov, kar od spomladanskega sproščanja omejitvenih ukrepov povezujemo z višjimi stroški dela ob pomanjkanju delovne sile ter z nadomeščanjem lanskih izgub. Ob odpiranju gospodarstev je hitro okrevanje zasebne potrošnje privedlo do presežnega povpraševanja, ki se ob svetovnem pomanjkanju polprevodnikov in podaljševanju dobavnih rokov odraža tudi v visoki rasti cen novih avtomobilov. Ta je bila v povprečju zadnjega četrtletja 7,3-odstotna, zaradi manjše ponudbe novih avtomobilov pa so se močno podražili tudi rabljeni (decembra že za 6,1 %).

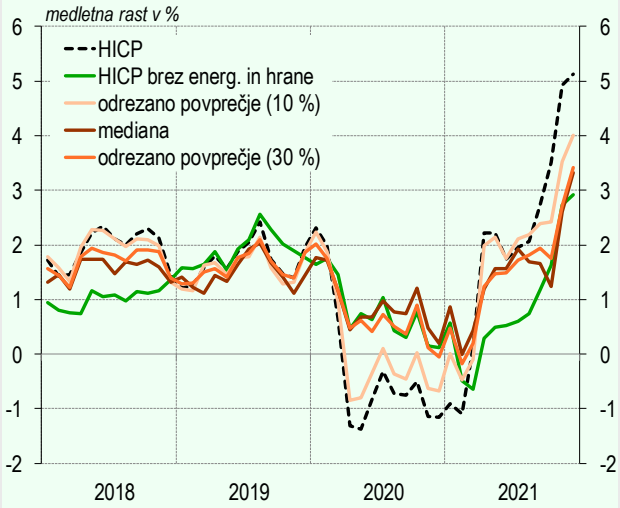
Čeprav je večji del inflacije v zadnjem četrtletju možno pripisati manjšemu številu podražitev, pa se je zlasti decembra rast cen večine proizvodov in storitev okrepila, s čimer se tveganje dlje trajajoče visoke inflacije povečuje.

V lanskem zadnjem četrtletju je desetina potrošniške košarice k skupni inflaciji še vedno prispevala več kot polovico, vendar pa se ta delež znižuje, kar nakazuje vse širše osnovano rast cen. Do večje spremembe je prišlo decembra, ko se je inflacija kljub umirjanju medletne rasti cen pogonskih in tekočih goriv okrepila. Pozitivno rast je beležilo že 84,8 % košarice, kar je 14 odstotnih točk več kot novembra, več kot dvoodstotno rast pa 61,4 % košarice oz. za 6,4 odstotne točke več kot novembra (slika 4). Do spremembe v lanskem zadnjem mesecu je prišlo zlasti zaradi podražitev v kategoriji hrane, pa tudi nekaterega drugega blaga, kar je ob močnem povpraševanju posledica prelivanja naraščajočih stroškov v cene širšega nabora proizvodov in storitev. Krepitev širših inflacijskih pritiskov pokažejo tudi mere inflacije, ki iz izračuna izločijo večje cenovne spremembe in tako bolje opišejo trendna giba-

nja. Na sliki 5 so prikazane osnovna inflacija, merjena kot HICP brez cen energentov in hrane, ki zgodovinsko izkazujejo višjo spremenljivost, ter mere, izračunane kot odrezano povprečje.[1] Te so v zadnjih mesecih občutno nižje kot skupna inflacija, merjena s HICP, vendar pa se zvišujejo in presegajo predkrizne ravni ter kljub še vedno precejšnji skoncentriranosti inflacije nakazujejo vse širše osnovano rast cen.

[1] Odrezano povprečje iz izračuna indeksa cen v vsakem posameznem mesecu izključi določen delež najvišjih in najnižjih sprememb cen.

Slika 5: Kazalniki osnovne inflacije



Vir: SURS, Eurostat, preračuni Banke Slovenije.

8 Javne finance

Primanjkljaj države je lani med januarjem in septembrom znašal 5,2 % BDP, kar je medletno za 1,8 odstotne točke BDP manj. Visoka, skoraj 11-odstotna, rast prihodkov je odražala dober gospodarski položaj, med drugim izrazito rast potrošnje gospodinjstev in ugodne razmere na trgu dela. Izdatki so porasli za okoli 4 odstotne točke manj, izstopa pa visoka rast investicij države. Ta se je v tretjem četrtletju dodatno okrepila, na okoli 40 % medletno, kar je prispevalo k medletno nekoliko višjemu primanjkljaju v tem četrtletju. V lanski drugi polovici leta je bil obseg protikoronskih ukrepov nižji kot v prvi zaradi junijskega izteka finančno najobsežnejših ukrepov. Ob poslabšanju epidemioloških razmer je bil ob koncu leta sprejet že deseti protikoronski paket.

Dolg države je konec septembra 2021 znašal 79,6 % BDP, ob koncu leta pa je bil po ocenah Ministrstva za finance še nekoliko nižji, dosegel naj bi 77,5 % BDP. V prihodnje se pričakuje nadaljevanje zniževanja predvsem zaradi gospodarske rasti. Ob obsežnejši zadolžitvi na začetku letošnjega leta so bili doseženi pogoji zadolževanja še vedno izredno ugodni. Trend zniževanja potencialnih obveznosti, ki je prisoten od zadnje gospodarsko-finančne krize, se je prav tako nadaljeval.

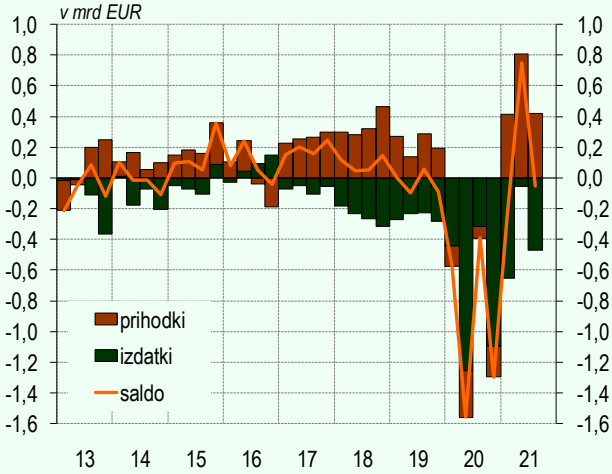
Ob ciljanih začasnih ukrepih, vezanih na epidemijo, in ob okrepljenem koriščenju evropskih sredstev je ključno, da se javnofinančni položaj strukturno ne poslabšuje, saj se je v krizi dolg države močno povečal, hkrati pa demografski izzivi in prestrukturiranje gospodarstva v okoljsko vzdržno in digitalno smer terjajo dodatna sredstva.

Saldo državnega sektorja

Primanjkljaj države se je v lanskem tretjem četrtletju medletno nekoliko zvišal, kar ob krepitvi gospodarstva odraža predvsem rast investicij države. Znašal je 339 mio EUR oziroma 2,5 % BDP. Prihodki države so se ponovno znatno zvišali, še nekoliko višja pa je bila rast izdatkov. Enoletni saldo je bil ob koncu lanskega septembra pri 6,3 % BDP, kar je enako kot na polovici leta.

Prihodki države so bili medletno višji tudi v tretjem četrtletju, njihova rast v prvih devetih mesecih leta 2021 pa je bila nekoliko višja od zvišanja gospodarske aktivnosti. Lanska rast prihodkov je posledica učinka osnove in široko osnovane gospodarske rasti, ki so jo

Slika 8.1: Prispevek prihodkov in izdatkov države k medletni spremembi salda sektorja država

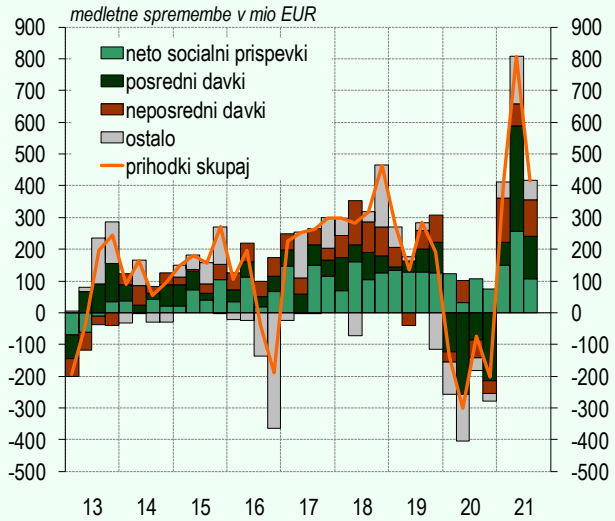


Opomba: Iz salda in izdatkov so izločena sredstva za dokapitalizacije bank.
Vir: SURS, preračuni Banke Slovenije.

podpirale hitra rast zasebne potrošnje in ugodne razmere na trgu dela. Prihodki države so bili v tretjem četrtletju medletno višji za 417 mio EUR oziroma za 7,9 %. Med davki so se najbolj zvišali prihodki iz dohodnine, visoka je bila tudi rast drugih davkov, le davki na dohodke podjetij so se po oceni SURS zvišali zgolj za 2 %. Medletno manjši so bili prihodki iz lastnine, ki vključujejo obresti in dividende.

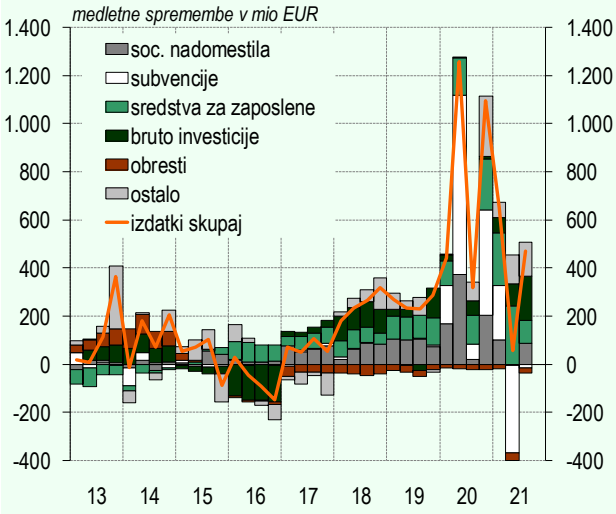
Medletna rast izdatkov države je bila v tretjem četrtletju nekoliko višja kot rast prihodkov, k čemur so največ prispevale državne investicije. Medletno je bilo v tretjem četrtletju izdatkov več za 471 mio EUR oz. za 8,5 %. Zlasti je pospešila medletna rast investicij države, ki je bila v tretjem četrtletju okoli 40-odstotna. Visoka, a precej nižja kot v prvi polovici leta, je bila rast sredstev za zaposlene, na kar so vplivala predvsem dogovorjena zvišanja (npr. izplačevanje redne delovne uspešnosti in povečanega obsega dela od sredine leta 2020) in napredovanje javnih uslužbencev, saj glavnina dodatkov v zvezi z epidemijo od sredine junija ni bila več na voljo. Zaposlenost je bila medletno višja za 1,6 %, najbolj pa se je povečala v zdravstvu in socialnem varstvu. Ponovno je bilo več namenjeno tudi za socialna nadomestila, kjer največji delež predstavljajo pokojnine. Po podatkih ZPIZ so se lani izplačila pokojnin povečala za 5,4 %, število upokojencev pa je za razliko od predhodnih let ostalo medletno nespremenjeno. Manj je bilo subvencij, ki so bile izredno visoke zlasti v prvem letu epidemije in tudi še v prvi polovici leta 2021 zaradi reševanja zaposlenosti in gospodarstva, ter obresti.

Slika 8.2: Prihodki države



Vir: SURS, preračuni Banke Slovenije.

Slika 8.3: Izdatki države brez pomoči finančnim institucijam



Vir: SURS, preračuni Banke Slovenije.

Tabela 8.1: Primanjkljaj in dolg države v Sloveniji v obdobju 2016–2023

	SURS						Osnutek proračunskega načrta		Evropska komisija		
v % BDP	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**21 (1-9)**	**2021**	**2022**	**2021**	**2022**	**2023**
Prihodki	44,2	44,0	44,2	43,8	43,6	43,8	43,7	43,5	43,7	43,5	42,9
Izdatki	46,2	44,1	43,5	43,3	51,3	49,0	51,2	48,9	50,9	48,7	47,3
v tem: obresti	3,0	2,5	2,0	1,7	1,6	1,3	1,4	1,3	1,4	1,3	1,2
Neto posojanje (+)/izposojanje (-)	-1,9	-0,1	0,7	0,4	-7,7	-5,2	-7,5	-5,4	-7,2	-5,2	-4,4
Primarni saldo	1,1	2,5	2,8	2,1	-6,1	-3,9	-6,1	-4,1	-5,8	-3,9	-3,2
Strukturni saldo države	…	…	…	…	…	…	-7,7	-6,3	-7,6	-6,2	-5,5
Dolg*	78,5	74,2	70,3	65,6	79,8	79,6	78,5	77,5	77,7	76,4	76,0
Realni BDP *(rast v %)*	3,2	4,8	4,4	3,3	-4,2	7,4	6,1	4,7	6,4	4,2	3,5

*Opomba: *Stanje ob koncu leta oziroma četrtletja.*
Vir: SURS (realizacija), Osnutek proračunskega načrta (MF, oktober 2021), Evropska komisija (november 2021).

Okvir 8.1: Dolgotrajna oskrba

V Sloveniji je prebivalstvo vse starejše, potrebe po dolgotrajni oskrbi pa vse večje. Tako je bilo leta 2021 približno 21 % prebivalstva (okoli 440 tisoč ljudi) starega 65 let ali več. Po podatkih SURS smo za dolgotrajno oskrbo leta 2019 (zadnji podatki) okoli 70 tisoč uporabnikom namenili 617 mio EUR oziroma 1,3 % BDP. Pri tem je bilo skoraj 1,0 % BDP sredstev iz javnih in 0,3 % BDP iz zasebnih virov. Nekaj čez polovico javnih sredstev je bilo namenjenih zdravstveni oskrbi v institucijah, medtem ko je bilo zasebno financiranje večinoma namenjeno socialni oskrbi.

S ciljem sistemske ureditve področja skrbi za starejše je državni zbor decembra lani sprejel Zakon o dolgotrajni oskrbi. V njem dolgotrajna oskrba zajema ukrepe, storitve in aktivnosti, namenjene osebam, ki so zaradi starosti in drugih okoliščin (npr. invalidnosti) trajno odvisne od pomoči drugih in zajema tudi osebe, mlajše od 65 let. Sistem vključuje štiri osnovne pravice, ki bodo na voljo uporabnikom: institucionalno oskrbo, oskrbo na domu, oskrbovalca družinskega člana ali denarni prejemek. Koriščenje teh pravic se med sabo izključuje. Uvrščanje v vrsto oskrbe bo potekalo na podlagi ocene, ki jo bo podal ZZZS po prejemu vloge prosilca na vstopnih točkah. Zakon predstavlja prvi korak k sistemski ureditvi področja in predvideva uvajanje še nadaljnjih predpisov.

Najpozneje do sredine leta 2025 je načrtovana uveljavitev zakona o zavarovanju za dolgotrajno oskrbo, saj javnofinančni viri, ki se za ta namen že zbirajo, niso zadostni. Celotni izdatki za dolgotrajno oskrbo bodo po uveljavitvi vseh pravic znašali okoli 1,2 % BDP letno. Trenutno se obstoječa oblika pomoči s tega področja financira s sredstvi ZPIZ, ZZZS in državnega proračuna. Do uvedbe nove dajatve bo razliko med obstoječimi in potrebnimi sredstvi kril državni proračun. Letni znesek omenjenega kritja bo po ocenah Ministrstva za zdravje postopoma naraščal in znašal med 0,1 % BDP in 0,5 % BDP (glej tabelo 1, vrstica Proračun države krije razliko). Naraščanje izdatkov za dolgotrajno oskrbo je v tem obdobju predvsem posledica postopnega uvajanja pravic, delno pa tudi naraščanja števila upravičencev. Financiranje pravic se bo letno usklajevalo z inflacijo predhodnega leta.

Med osnovnimi pravicami bodo z januarjem prihodnje leto prve uvedene nekatere spremembe institucionalne oskrbe. V sredini leta 2024 bo sledila še uvedba ostalih treh pravic; oskrbe na domu, oskrbovalca družinskega člana in možnost izbire denarnega prejemka. Pri institucionalni oskrbi, ki sicer že obstaja, bo prišlo do določenih sprememb, ki se bodo med drugim nanašale na način financiranja, kadrovske pogoje, vrste domov, izpolnjevanje pogojev za sprejem v dom in drugo. Stroške nastanitve in prehrane bo še vedno kril oskrbovanec, druge stroške bo po novi zakonodaji krila država. Pričakuje se, da bo 42 % vseh uporabnikov v tej obliki oskrbe, strošek za državo pa bo znašal okoli 0,6 % BDP letno. Druga po številu uporabnikov in finančni velikosti bo oskrba na domu, ki se ocenjuje na 0,5 % BDP letno. Načrtovana javna sredstva za oskrbovalca družinskega člana in denarni prejemek bodo skupaj znašali nekoliko manj od 0,2 % BDP letno.

Na področju dolgotrajne oskrbe so predvidena nova vlaganja države v namestitvene zmogljivosti in storitve oskrbe, ki bodo poleg domačih krita tudi iz evropskih sredstev, saj obstoječe kapacitete ne sledijo potrebam. Nacionalni načrt za okrevanje in odpornost predvideva gradnjo novih zmogljivosti za 200 upravičencev kompleksnejših storitev iz nepovratnih sredstev mehanizma za okrevanje in odpornost, kjer bo investicija znašala 20 mio EUR. Iz posojil se načrtuje še 59 mio EUR sredstev za izgradnjo zmogljivosti za 850 upravičencev osnovnejše dolgotrajne oskrbe.[1] Investicije bodo predvidoma zaključene do sredine leta 2026. Poleg sredstev iz mehanizma za okrevanje in odpornost se bodo

Tabela 1: Ocena potrebnih sredstev in virov financiranja za dolgotrajno oskrbo

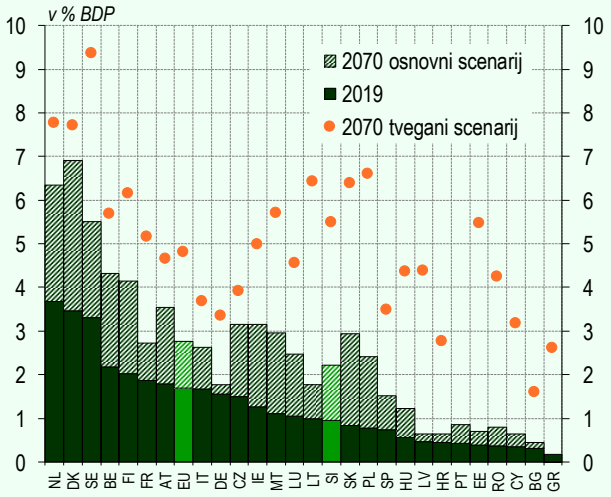
	2022	2023	2024	2025
		v % BDP		
Ocena izdatkov za dolgotrajno oskrbo	**0,09**	**0,67**	**0,97**	**1,24**
Prenos iz:		0,37	0,42	0,49
- ZPIZ		0,1	0,14	0,18
- ZZZS		0,26	0,27	0,27
- državnega proračuna		0,01	0,02	0,04
Proračun države krije razliko	0,09	0,3	0,54	0,38
Prispevki po zakonu o zavarovanju za dolgotrajno oskrbo*				0,38

*Opomba: *Posebni zakon za obvezno zavarovanje za dolgotrajno oskrbo bo predvidoma stopil v veljavo v drugi polovici leta 2025.*
Vir: Ministrstvo za zdravje, UMAR, preračuni Banke Slovenije.

koristila tudi sredstva programa React EU, ki se morajo počrpati do konca leta 2023 ter sredstva iz nove finančne perspektive EU za obdobje 2021–2027. Financiranje iz React EU je namenjeno predvsem preureditvi obstoječe infrastrukture v institucijah, ki bo omogočala ustreznejši odziv na posledice epidemije. Iz nove finančne perspektive bodo sredstva namenjena pretežno krepitvi storitvenega dela oskrbe.

V Sloveniji se za dolgotrajno oskrbo namenja manj javnih sredstev kot v povprečju EU, s staranjem prebivalstva in zaradi drugih dejavnikov pa se bodo izdatki višali. Po podatkih iz zadnjega Poročila o staranju (Evropska komisija, 2021) je Slovenija leta 2019 za dolgotrajno oskrbo iz javnih virov namenila 1 % BDP, medtem ko države članice EU v povprečju 1,7 % BDP.[2] Razlike med državami so velike in med drugim odvisne od celovitosti sistema dolgotrajne oskrbe, vloge neformalne oskrbe ter obsega zasebno financirane oskrbe. Na eni strani so države, ki za dolgotrajno oskrbo iz javnih sredstev namenijo več kot 3 % BDP (Nizozemska, Danska, Švedska), na drugi pa je kar osem članic v letu 2019 za ta namen porabilo le 0,5 % BDP ali manj, najmanj Grčija. Čeprav so prihodnja gibanja negotova, je pričakovati, da bo staranje prebivalstva pomenilo dodaten pritisk na javne finance. Po osnovnem scenariju, ki je scenarij brez sprememb politik, naj bi se do leta 2070 v EU javni izdatki za dolgotrajno oskrbo povečali za 1,1 odstotne točke BDP na 2,8 % BDP. V Sloveniji naj bi kljub hitrejši rasti ti ostali nižji, pri dobrih 2 % BDP.[3] Zaradi negotovosti napovedi je bilo v Poročilu o staranju poleg osnovnega scenarija pripravljenih še deset dodatnih scenarijev. Na sliki 1 je prikazan tvegani scenarij, ki predpostavlja višje stroške ter višjo pokritost z dolgotrajno oskrbo ter konvergenco skupnih povprečnih stroškov in pokritosti z dolgotrajno oskrbo povprečju EU, za tiste, ki za tem povprečjem zaostajajo. Ta scenarij kaže, da so možni pritiski na javne vire financiranja dolgotrajne oskrbe precej večji kot v osnovnem scenariju za praktično vse članice EU.

Slika 1: Izdatki za dolgotrajno oskbo v 2019 ter napoved za 2070 (osnovni in tvegani scenarij) za države članice EU



Vir: Evropska komisija, Poročilo o staranju 2021.

Literatura in viri:

Zakon o dolgotrajni oskrbi, Uradni list Republike Slovenije, št. 196/2021.

Evropska komisija (julij 2021): Priloga k predlogu izvedbenega sklepa Sveta o odobritvi ocene načrta za okrevanje in odpornost za Slovenijo.

Evropska komisija (maj 2021): The 2021 Ageing Report, Economic & Budgetary Projections for the EU Member States (2019-2070), Institutional Paper 148. Dostopno na The 2021 Ageing Report: Economic and Budgetary Projections for the EU Member States (2019-2070) | European Commission (europa.eu)

SVRK (junij 2021): Načrt za okrevanje in odpornost. Dostopno na 01_si-rrp_23-7-2021.pdf (eu-skladi.si)

SURS (december 2021): Izdatki za storitve dolgotrajne oskrbe v 2019 višji kot v 2018, več tudi prejemnikov teh storitev. Dostopno na Dolgotrajna oskrba, Slovenija, 2019 (stat.si)

Predlog zakona o dolgotrajni oskrbi, prva obravnava (junij 2021). Dostopno na Microsoft Word - ZDO_12062021 (gov.si)

UMAR (september 2021): Jesenska napoved gospodarskih gibanj 2021. Dostopno na Jesenska napoved gospodarskih gibanj 2021 (gov.si)

Dopis ministrstva za zdravje z dne, 13. 01. 2022, na temo ocene financiranja dolgotrajne oskrbe po sprejetju zakona o dolgotrajni oskrbi v državnem zboru (interno gradivo).

[1] Pri obeh investicijah gre za oceno stroškov brez plačila DDV. Za plačilo DDV bo k omenjenim zneskom državni proračun prispeval še približno 11 mio EUR.

[2] Dolgotrajna oskrba v tej analizi zajema formalno oskrbo, ki jo vsaj delno financira javni sektor, ne vključuje pa formalne oskrbe, ki je v celoti financirana iz zasebnih virov, in neformalne oskrbe, ki jo zagotavljajo sorodniki ali prijatelji.

[3] Napovedi temeljijo na veljavni zakonodaji v državah in predpostavkah modela, ki ga uporablja Evropska komisija. Tako še ne vključujejo ocen na osnovi ob koncu lanskega leta sprejetega Zakona o dolgotrajni oskrbi. Do polovice povišanja izdatkov naj bi tako v EU kot v Sloveniji prišlo do leta 2040.

Dolg države in poroštva

Dolg države se skladno s pričakovanji v deležu BDP znižuje, nominalno pa narašča. Ob močni gospodarski rasti je delež dolga v BDP konec lanskega tretjega četrtletja znašal 79,6 % BDP, kar je manj kot ob koncu predhodnega leta. Nominalno je bil višji za 2,7 mrd EUR. Ministrstvo za finance je januarja letos ocenilo, da se je do konca leta še nekoliko znižal, na 77,5 % BDP. Januarja se je država po še vedno izredno ugodnih pogojih zadolžila z izdajo zakladnih menic in obveznic za blizu 2,0 mrd EUR.[1] Obseg potrebnega financiranja za izvrševanje državnega proračuna, ki krije letošnji načrtovani primanjkljaj in zapadanje dolga, v vladnem programu financiranja znaša 5 mrd EUR. Večji obseg dolga, blizu 1 mrd EUR, zapade marca.

Potencialne obveznosti, ki izvirajo iz poroštev, so se nadalje znižale. Poroštva se znižujejo tako nominalno kot v deležu BDP in so ob koncu lanskega tretjega četrtletja znašala 4,8 mrd EUR ali 9,5 % BDP. Trend zniževanja je prisoten že od gospodarsko–finančne krize. Glavne poroštvene sheme, namenjene reševanju težav zaradi epidemije, so se zaključile lani. Stanje poroštev s tega naslova je razmeroma nizko in stabilno blizu 200 mio EUR ali 4 % vseh poroštev.

Načrtovano gibanje salda in dolga države

Primanjkljaj in dolg države naj bi se po načrtih vlade nadalje zniževala. Potem ko je država v letih 2020 in 2021 beležila visok primanjkljaj, naj bi se ta glede na razpoložljive napovedi v letošnjem in prihodnjih letih nadalje zniževal.[2] Zniževanje primanjkljaja naj bi po pričakovanjih odražalo manjši obseg ukrepov, vezanih na epidemijo, in krepitev gospodarske aktivnosti. K zmanjševanju primanjkljajev že dalj časa pozitivno prispeva tudi spodbujevalna denarna politika, ki omogoča zniževanje plačil obresti. V oktobrskem Osnutku proračunskih načrtov je bilo znižanje pod 3 % BDP načrtovano v letu 2024, ko naj bi dolg padel pod 75 % BDP. Načrtovana je nadaljnja krepitev investicij države, ki bo delno krita iz povečanega razpoložljivega obsega sredstev EU, s čimer se težišče ukrepov usmerja k spodbujanju gospodarske rasti. Gospodarska rast je sicer najpomembnejši dejavnik zniževanja deleža dolga v BDP, ugodno pa delujejo tudi nižji obrestni izdatki.

Ključno ostaja obvladovanje tveganj za strukturno slabšanje javnofinančnega položaja. V času epidemije se je dolg precej povečal, zaradi epidemioloških razmer pa so še vedno potrebni začasni podporni ukrepi.[3] Sredstva bo treba zagotavljati tudi za doseganje podnebnih in digitalnih ciljev, financiranje sistemov socialne zaščite in spodbujanje drugih strukturnih reform. To na krajši rok pomeni večje stroške za državo, a na daljši rok krepi gospodarsko rast in s tem blaži poslabšan položaj javnih financ. Ob načrtovanem znižanju dolga v deležu BDP se bo sicer krepila odpornost države na prihodnje šoke, vendar je ključno, da se javnofinančni položaj strukturno ne poslabšuje. Po objavi Osnutka proračunskih načrtov za leto 2022 ter potrditvi proračunov RS za leti 2022 in 2023 so bili sprejeti nekateri ukrepi, ki povečujejo javnofinančne izdatke. Med drugim je bil decembra lani sprejet Zakon o dolgotrajni oskrbi (glej okvir 8.1), ki pomeni začetek izvajanja strukturne reforme na tem področju, januarja letos pa sprejeta odločitev o izredni uskladitvi pokojnin. Možni so tudi (začasni) ukrepi kot odziv na energetsko krizo za blažitev vpliva visokih cen na razpoložljivi dohodek prebivalstva in stroške podjetij ter spremembe na področju davkov.

[1] Januarja letos sta bili izdani dve obveznici, s katerima se je država zadolžila za 1,75 mrd EUR. Štiriletna obveznica v višini 1,25 mrd EUR je ob kuponski obrestni meri 0,0 % dosegla najnižjo donosnost do dospetja od začetka izdaj slovenskih obveznic (–0,241 %). Obveznica s 40-letno ročnostjo, glavnico 500 mio EUR in kuponom 1,175 % pa dopolnjuje ročnostni profil dolga in zagotavljanja zadolžitve po izredno nizki obrestni meri na dolgi rok. Januarja so bile izdane tudi zakladne menice različnih ročnosti v višini 212 mio EUR po negativni obrestni meri.

[2] Glede na razpoložljive informacije je bil v letu 2021 primanjkljaj države manjši od načrtovanega (7,5 % BDP). Na to kaže precej ugodnejša realizacija v državnem proračunu (glej okvir 8.2).

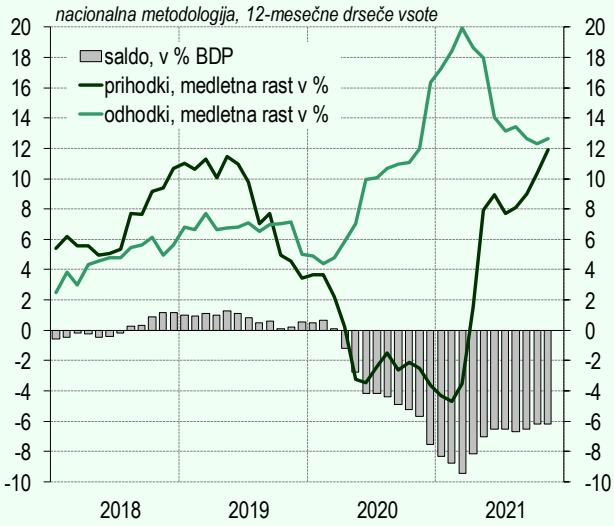
[3] Decembra je bil sprejet 10. protikoronski zakon (Zakon o dodatnih ukrepih za preprečevanje širjenja, omilitev, obvladovanje, okrevanje in odpravo posledic covida-19), ki prinaša solidarnostni dodatek za upokojence s pokojninami do 732 EUR in nekatere druge ranljive skupine prebivalstva, kritje nakupa hitrih testov, podaljšanje veljavnosti bonov, odškodnino ob škodi po cepljenju ter začasno zvišanje najvišjega plačnega razreda za zdravnike.

Okvir 8.2: Javnofinančna gibanja po metodologiji denarnega toka

Primanjkljaj konsolidirane bilance javnega financiranja je v prvih enajstih mesecih leta 2021 znašal 2,2 mrd EUR, s čimer je bil medletno manjši za 0,4 mrd EUR. Večji del izboljšanja salda je bil izveden v prvi polovici leta, med julijem in novembrom 2021 pa se je ta še nekoliko izboljšal. Primanjkljaj je v prvih enajstih mesecih izkazoval le državni proračun, medtem ko so ZZZS (187 mio EUR) in proračuni občin (146 mio EUR) beležili presežek. Državni proračun je lani decembra beležil visok, a medletno nižji primanjkljaj. Tako je po prvih podatkih primanjkljaj proračuna RS lani znašal 3,1 mrd EUR oziroma 6,1 % ocenjenega BDP, kar je precej manj od septembrskih vladnih napovedi (4,0 mrd EUR oziroma 7,9 % BDP).

Lani so precej porasli tako prihodki kot odhodki konsolidirane bilance, do novembra prvi za približno 4 odstotne točke več kot drugi. Rast prihodkov je ostala robustna tudi v drugi polovici lanskega leta, k visoki, več kot 14-odstotni rasti v prvih enajstih mesecih pa je največ prispevala visoka rast v drugem četrtletju zaradi učinka osnove. Več je bilo vseh skupin prihodkov. Poleg vseh vrst davkov so bili namreč višji tudi nedavčni prihodki, kapitalski prihodki in prihodki iz proračuna EU.[1] Pri nedavčnih prihodkih izstopa vplačilo koncesije za

Slika 1: Javnofinančna gibanja



Vir: Ministrstvo za finance, preračuni Banke Slovenije.

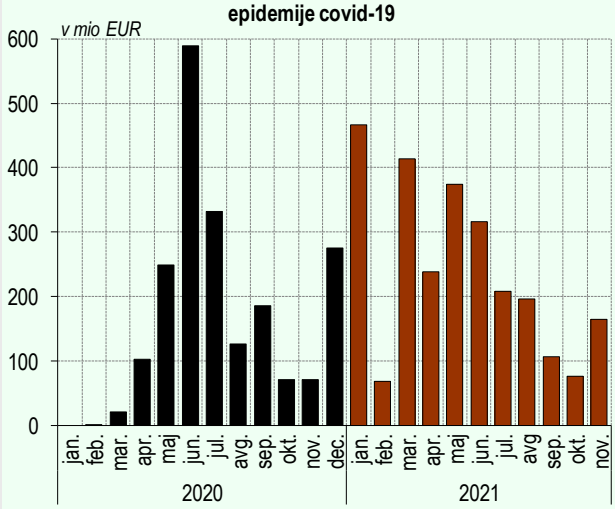
Tabela 1: Konsolidirana bilanca* javnega financiranja

	2020	zadnjih 12 mesecev do nov. 21			2019 jan.-nov.	2020 jan.-nov.	2021 jan.-nov.	jan.-nov. 21
	mio EUR		% BDP	medl. rast, %	mio EUR			medl. rast, %
Prihodki	**18.529**	**20.931**	**41,3**	**11,9**	**17.417**	**16.888**	**19.290**	**14,2**
Davki	16.460	18.441	36,4	11,3	15.657	15.044	17.025	13,2
- na blago in storitve	5.493	6.141	12,1	10,0	5.660	5.117	5.765	12,7
- prispevki	7.290	7.865	15,5	8,4	6.357	6.592	7.168	8,7
- dohodnina	2.487	2.819	5,6	12,2	2.302	2.223	2.555	14,9
- dohodki pravnih oseb	773	1.104	2,2	42,5	917	695	1.027	47,7
Prejeta sredstva iz EU	730	880	1,7	8,1	539	623	774	24,1
Ostali	1.338	1.609	3,2	21,6	1.220	1.221	1.492	22,2
Odhodki	**22.071**	**24.080**	**47,5**	**12,6**	**17.070**	**19.483**	**21.492**	**10,3**
Tekoči odhodki	9.128	10.189	20,1	15,6	7.472	8.061	9.123	13,2
- plače in drugi izdatki zaposlenim (s prispevki)	4.965	5.755	11,3	17,4	4.095	4.525	5.314	17,4
- izdatki za blago in storitve	3.021	3.261	6,4	13,6	2.424	2.565	2.805	9,3
- obresti	778	732	1,4	-5,9	778	765	719	-6,0
Tekoči transferji	10.868	11.386	22,4	7,6	7.948	9.828	10.346	5,3
- transferji posameznikom in gospodinjstvom	8.251	9.150	18,0	12,2	6.719	7.551	8.451	11,9
Investicijski odhodki, transferji	1.549	1.901	3,7	28,7	1.163	1.114	1.466	31,6
Plačila v proračun EU	526	604	1,2	19,9	486	480	558	16,2
Saldo	**-3.542**	**-3.150**	**-6,2**		**346**	**-2.595**	**-2.202**	

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

podeljene frekvence za zagotavljanje javnih telekomunikacijskih storitev končnim uporabnikom, kapitalske prihodke pa so zvišali prihodki iz prodaje emisijskih kuponov, katerih cena se je lani močno zvišala. Odhodki so bili višji približno za desetino, izstopa pa povečanje investicijskih odhodkov. Različne skupine prihodkov in odhodkov so bile lani do novembra večinoma višje tudi glede na enako obdobje leta 2019. To na prihodkovni strani ne velja predvsem za trošarine od energentov in električne energije ter prihodke iz udeležbe na dobičku, na odhodkovni strani pa za obresti, ki so bile lani nominalno nižje peto leto zapored. Občutno več kot leta 2019 je bilo lani zlasti prispevkov za socialno varnost, dohodnine in davka na dodano vrednost. Na strani odhodkov so bili višji zlasti transferji posameznikom in gospodinjstvom ter sredstva za plače, kar je povezano z ukrepi za blaženje posledic epidemije. Lani je bilo teh odhodkov več kot v predhodnem letu.[2]

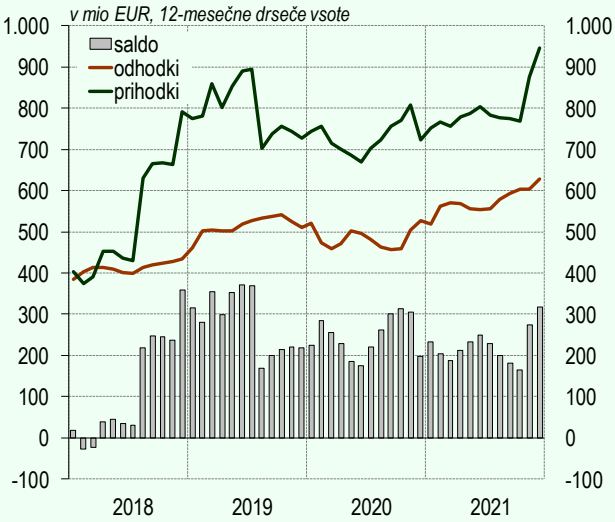
Slika 2: Odhodki državnega proračuna za blaženje posledic epidemije covid-19



Opomba: Vključuje tudi izplačila iz proračunske rezerve.
Vir: Ministrstvo za finance, preračuni Banke Slovenije.

Slovenija je v letu 2021 zaradi prejema prvih sredstev iz načrta za okrevanje in odpornost beležila višji presežek v tokovih s proračunom EU kot v predhodnih dveh letih. Lani je presežek proračuna RS do proračuna EU znašal 318 mio EUR, medtem ko se je v predhodnih dveh letih gibal okoli 200 mio EUR. Glede na predhodno leto so bila plačila v proračun EU za dobrih 100 mio EUR višja, še več kot enkrat toliko pa so se zvišali prihodki. Glavnino medletnega zvišanja prihodkov predstavljajo prva sredstva načrta za okrevanje in odpornost v višini 113 mio EUR. Precej višji (za 74 mio EUR) so bili tudi prihodki iz strukturnih skladov.

Slika 3: Tokovi s proračunom EU



Vir: Ministrstvo za finance, preračuni Banke Slovenije.

[1] Izjema je predvsem prihodkovno manj obsežen davek od prometa motornih vozil, kjer so se prihodki znižali zaradi sprememb obdavčitve.

[2] Fiskalni svet navaja, da so lani odhodki državnega proračuna za blaženje posledic epidemije covida-19 znašali 2,8 mrd EUR, medtem ko jih je bilo leta 2020 za 2,0 mrd EUR (Mesečna informacija, januar 2022 (fs-rs.si)).

9 Izbrane teme

9.1 Analiza učinkov dnevnih bruto tokov nakupov državnih vrednostnih papirjev na pogoje financiranja

Za podrobnejši vpogled v transmisijski mehanizem nekonvencionalne denarne politike smo pripravili empirično analizo s kvantitativno oceno učinkov dnevnih bruto nakupov državnih obveznic na naravnanost denarne politike, s poudarkom na primarnih kazalnikih pogojev, kot je desetletna donosnost obveznic držav evrskega območja, tehtana z BDP. V ta namen sprva razčlenimo te kazalnike na njihove temeljne komponente in nato ocenimo multivariantni model z eksogenimi spremenljivkami. Ugotavljamo, da so programi nakupa vrednostnih papirjev koristni za ohranjanje ugodnih pogojev financiranja, ki podpirajo gospodarstvo, ter da pomembno vplivajo na zmanjšanje donosnosti in obrestnih mer. Prenos temelji na zmanjšanju kreditnega tveganja, realne terminske premije in pričakovanih realnih obrestnih mer ter na zvišanju inflacijskih pričakovanj in premije za inflacijsko tveganje. Širše gledano nakupi vrednostnih papirjev pomagajo približati inflacijo ciljni vrednosti v okolju, kjer denarna politika deluje blizu efektivne spodnje meje svojih primarnih instrumentov.

Uvod

Večina centralnih bank je za glajenje negativnega šoka, ki ga je povzročila pandemija, uporabila nekatere nekonvencionalne instrumente denarne politike. Po izbruhu pandemije marca 2020 smo v Evrosistemu najavili izredni program nakupov vrednostnih papirjev ob pandemiji (PEPP) z namenom, da bo »ECB [bo] zagotovila, da lahko vsi sektorji v gospodarstvu izkoristijo ugodne finančne pogoje, s čimer bodo lahko ublažili ta šok«.[1] Omenjeni program je dopolnil program nakupov vrednostnih papirjev javnega sektorja v okviru širšega programa nakupa vrednostnih papirjev (APP–PSPP), ki je bil prvič uveden leta 2016 in ponovno aktiviran septembra 2019, da bi podprl približevanje inflacije ciljni ravni. Programa sta se razlikovala glede na njun mandat in izvajanje. Medtem ko je bil program APP–PSPP zasnovan za podporo naravnanosti denarne politike za doseganje primarnega inflacijskega cilja, je imel program PEPP dodatno nalogo, in sicer stabilizacijo finančnih trgov z namenom zagotavljanja homogenega doseganja ciljev denarne politike v vseh sektorjih in jurisdikcijah. To se je odražalo tudi v izvajanju programa, saj so bili lahko nakupi v okviru programa PEPP bolj fleksibilni po različnih razredih finančnih sredstev in jurisdikcijah ter so s tem še naprej podpirali nemoteno transmisijo denarne politike. Po drugi rekalibraciji programa PEPP decembra 2020 je bil opredeljen nov okvir za določanje četrtletnega tempa nakupov, ki so ga po novem usmerjali pogoji financiranja relativno na inflacijske napovedi. Pogoji financiranja so se spremljali prek sklopa kazalnikov vzdolž celotnega toka transmisijskega mehanizma.

[1] Najava ECB z dne 18. marca 2020 – povezava.

Analiza prikazuje učinke nakupov v okviru obeh programov na primarne kazalnike pogojev financiranja. Ti kazalniki obsegajo desetletno donosnost obveznic evrskih držav, tehtano z BDP, ter desetletno nominalno in realno donosnost obrestnih zamenjav čez noč (OIS). Ti kazalniki posredno vključujejo tudi mero inflacijskih pričakovanj, zato stopnje obrestnih zamenjav, vezanih na inflacijo (ILS), uporabljamo kot približek inflacijskih pričakovanj.[2]

Ocenjevanje temeljnih komponent primarnih kazalnikov pogojev financiranja

Kazalnike primarnih pogojev financiranja je mogoče razčleniti na temeljne komponente. Te so razvrščene v dve kategoriji:

- pričakovanja: pričakovana povprečna kratkoročna nominalna obrestna mera, pričakovana povprečna kratkoročna realna obrestna mera in pričakovana stopnja inflacije;
- tveganja: kreditno tveganje, likvidnostno tveganje, nominalna terminska premija, realna terminska premija in inflacijsko tveganje.

Te komponente so povezane na naslednji način:

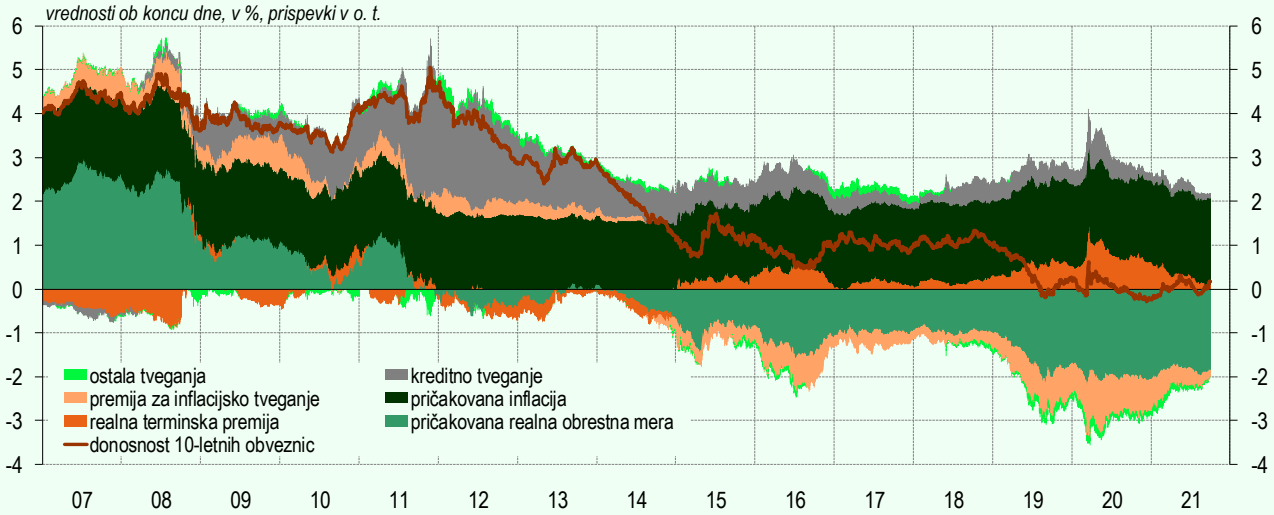
$$Y_m^{EA} = \underbrace{r_m^e + TP_m^R + \underbrace{\pi_m^e + IRP_m^R}_{ILS_m}}_{OIS_m} + CRP_m + OR_m$$

kjer Y_m^{EA} označuje donosnost v evrskem območju, tehtano z BDP, z zapadlostjo m (deset let) in:

- r_m^e označuje pričakovano povprečno kratkoročno realno obrestno mero do zapadlosti (nominalna obrestna mera brez pričakovane inflacije);
- TP_m^R označuje realno terminsko premijo, dodaten donos, ki ga vlagatelji zahtevajo v zameno za tveganje, povezano z daljšo ročnostjo obveznice;
- π_m^e označuje pričakovano inflacijo ob zapadlosti;
- IRP_m^R pomeni premijo za inflacijsko tveganje, dodaten donos, ki ga vlagatelji zahtevajo za možnost, da bi se inflacija oddaljila od pričakovane v obdobju, v katerem imajo obveznico;
- CRP_m označuje premijo za kreditno tveganje, ceno za prevzem tveganja neizpolnitve obveznosti s strani države;
- OR_m označuje druga tveganja, povezana z državnimi obveznicami.

Pri oceni temeljnih komponent donosnosti obveznic sledimo pristopu Adriana, Crumpa in Moencha (2013) iz članka z naslovom »Pricing the term structure with linear regressions«.[3] Na sliki 9.1.1 je prikazana razčleni-

Slika 9.1.1: Dekompozicija donosnosti 10-letnih z BDP tehtanih obveznic držav evrskega območja



Vir: Bloomberg, preračuni Banke Slovenije.

[2] Med primarne kazalnike pogojev financiranja štejemo tiste, ki nastopijo višje v verigi transmisije denarne politike in predstavljajo osnovo za pogoje financiranja nižje v verigi transmisije denarne politike, kot so na primer obrestne mere za bančna posojila podjetjem in gospodinjstvom ter zahtevane donosnosti bančnih in podjetniških obveznic.

[3] To metodologijo uporablja Banka zveznih rezerv v New Yorku (Fed) pri objavi dnevnih ocen nominalne terminske premije v ZDA.

tev desetletne donosnosti v evrskem območju, tehtane z BDP. Zaradi pandemije je do marca 2020 prišlo do povečanja premije za kreditno tveganje in realne terminske premije, medtem ko so se premija za inflacijsko tveganje in inflacijska pričakovanja znižali. Pandemija se sprva ni močno odrazila v pričakovani realni obrestni meri. Po uvedbi programa PEPP sta se tako premija za kreditno tveganje kot realna terminska premija močno znižali, medtem ko so se premija za inflacijsko tveganje in inflacijska pričakovanja zvišali. Ta gibanja nakazujejo, da je imel program PEPP pomembno vlogo pri ohranjanju ugodnih pogojev financiranja.

Ocenjevanje učinkov nakupov vrednostnih papirjev

Za potrebe ocene učinkov nakupov na temeljne komponente evrskih donosnosti ocene temeljnih komponent uporabimo v Bayesianskem vektorskem avtoregresijskem modelu z eksogenimi pojasnjevalnimi spremenljivkami (B-VARX). V modelu tako uporabimo dnevne podatke naslednjih spremenljivk:

- endogene spremenljivke: pričakovana povprečna kratkoročna realna obrestna mera, tržna inflacijska pričakovanja, realna terminska premija, premija za inflacijsko tveganje, kreditno tveganje in druga tveganja, bruto nakupi v okviru programa PSPP in bruto nakupi v okviru programa PEPP. Bruto nakupi zajemajo neto nakupe in ponovno investiranje zapadlih glavnic;[4]
- eksogene spremenljivke: konstanta, obrestna mera za mejni depozit, novi sestavljeni kazalnik sistemskega stresa (CISS) in slamnata spremenljivka za vsak datum najave rekalibracije tempa neto nakupov v okviru izrednega programa PEPP.

Na podlagi ocenjenega modela izračunamo funkcije impulznih odzivov (IRF). Na ta način dobimo ocene učinkov nepričakovanega povečanja bruto nakupov v okviru programa APP-PSPP in bruto nakupov v okviru programa PEPP-PSPP na temeljne komponente evrskih donosnosti. Funkcije impulznega odziva opisujejo razvoj obravnavanih spremenljivk v določenem časovnem obdobju po pojavu nepričakovanega šoka v danem trenutku. Te funkcije impulznega odziva nam bodo v pomoč pri izračunu (i.) učinkov in trajanja tempa nakupov za temeljne komponente in – agregirano – na kazalnike pogojev financiranja višje v verigi transmisije denarne politike, ter (ii.) učinkov in trajanja najav glede nakupov na temeljne komponente.

Odzivi temeljnih komponent na povečanje dnevnih bruto nakupov za 1 mrd EUR

Na sliki 9.1.2 so prikazani impulzni odzivi temeljnih komponent donosnosti na nepričakovano povečanje obsega bruto nakupov v okviru programov APP-PSPP in PEPP-PSPP. Na splošno se rezultati ujemajo z ekonomsko teorijo o učinkih programov nakupa vrednostnih papirjev.

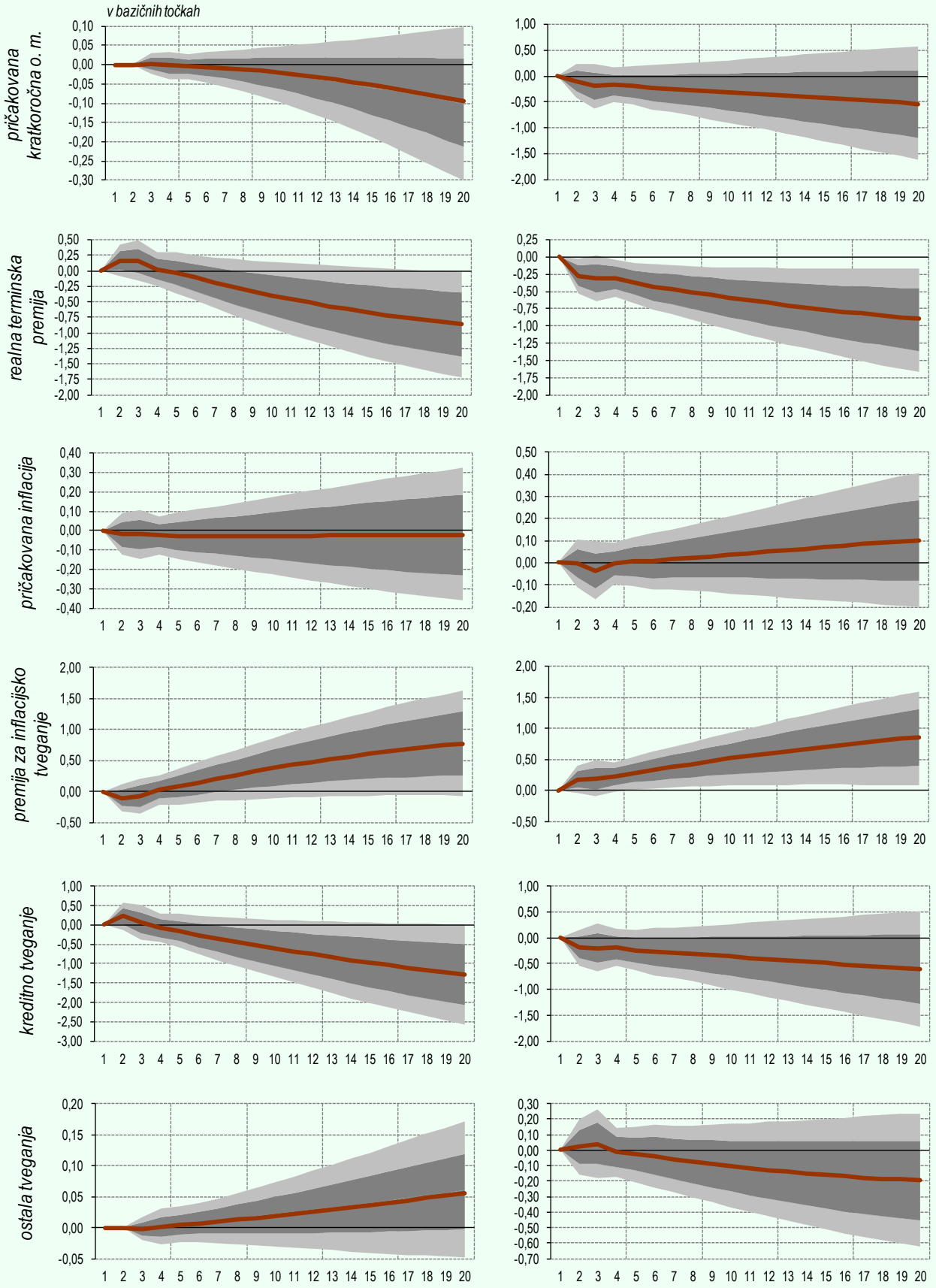
Prvič, pri učinkih na pričakovane kratkoročne realne obrestne mere opazimo manjše zmanjšanje pri obeh programih, kar je mogoče razumeti kot rahlo izboljšanje pogojev financiranja in je v skladu s ciljem nakupov. Če hkrati upoštevamo tudi učinke na realno terminsko premijo, rezultati kažejo na precejšnje izboljšanje pogojev financiranja po nepričakovanem povečanju nakupov v okviru obeh programov, zlasti v primeru programa PEPP–PSPP.

Drugič, pri inflacijskih komponentah, merjenih z ILS, lahko opazimo, da učinki na inflacijska pričakovanja niso značilni v primeru programa APP–PSPP, pri programu PEPP–PSPP model pokaže izboljšanje po enem mesecu (dvajsetih delovnih dneh). Nasprotno pa se premija za inflacijsko tveganje po šokih poveča, kar deloma prispeva k doseganju cilja stabilnosti cen, ki je poglavitna naloga ECB.

Tretjič, zaradi nepričakovanega šoka znotraj programa APP–PSPP se znatno zmanjša kreditno tveganje. Čeprav se ta zniža tudi kot rezultat nakupov v okviru pro-

[4] V večini študij se za analizo učinkov nakupov vrednostnih papirjev uporabljajo neto nakupi, ki predstavljajo razliko med stanjem vrednostnih papirjev na dva zaporedna dneva. Dnevne bruto nakupe izračunamo na podlagi razčlenjenih zaupnih podatkov o nakupih znotraj dneva.

Slika 9.1.2: Impulzni odzivi na povečanje nakupov v okviru APP (levi stolpec) in PEPP (desni stolpec) za 1 milijardo EUR



Opomba: Odebeljene rdeče črte ponazarjajo mediano odzivov. Svetlo in temno sivo območje predstavljata 90-odstotni oziroma 68-odstotni interval zaupanja.
Vir: preračuni Banke Slovenije.

grama PEPP–PSPP, znižanje ni v celoti značilno. Ta rezultat kaže, da je bila prvotna najava vzpostavitve programa PEPP, vključno z njegovo fleksibilnostjo, zelo učinkovita za ohranjanje nadzora nad kreditnim tveganjem in s tem fragmentacijo trga. Posledično funkcije impulznega odziva ne odražajo v celoti učinka bruto nakupov.

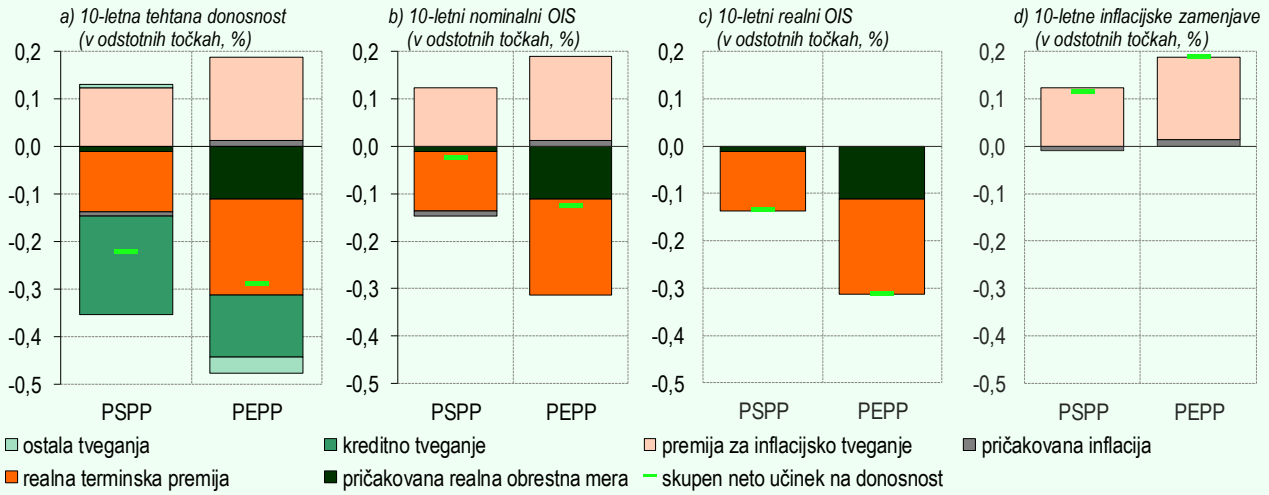
Kalibracija povečanja mesečnih nakupov za 20 mrd EUR

Na sliki 9.1.3 je prikazana mediana učinka povečanja bruto nakupov v okviru programov APP–PSPP in PEPP–PSPP za 20 mrd EUR. Skupni rezultati v smislu kazalnikov faz višje v verigi kažejo, da imajo povečanja nakupov vrednostnih papirjev pričakovane učinke, zmanjšajo se namreč desetletna donosnost v evrskem območju, tehtana z BDP (v okviru programa PEPP za 29 bazičnih točk in programa APP za 22 bazičnih točk), nominalna donosnost obrestnih zamenjav čez noč in realna donosnost obrestnih zamenjav čez noč, medtem ko se inflacijska pričakovanja povečajo. Učinki programov APP in PEPP delujejo v isto smer, vendar program PEPP močneje vpliva na donosnost, kar je mogoče pripisati njegovi fleksibilnosti.

Mehanizem v ozadju učinkov na donosnosti je naslednji. Povečanje bruto nakupov vodi v zmanjšanje pričakovane povprečne realne obrestne mere, zlasti v primeru programa PEPP, v zmanjšanje realne terminske premije in v zmanjšanje premije za kreditno tveganje. Poleg tega program PEPP prispeva tudi k zmanjšanju nekaterih drugih tveganj. Po drugi strani nakupi povzročijo tako povečanje inflacijskih pričakovanj kot premije za inflacijsko tveganje, zlasti v okviru programa PEPP. Neto učinki nakupov vrednostnih papirjev na nominalno donosnost desetletnih obrestnih zamenjav čez noč so torej odvisni od ravnotežja med učinki, povezanimi z inflacijskimi pričakovanji, in učinki na realno donosnost, ki glede na empirične dokaze prevladujejo nad prvimi.

Ti rezultati so posledica kanala preusmeritve portfeljev in kanala izločitve tveganja trajanja, ki se prek bruto nakupov prenesejo v končne učinke na donosnost. Po eni strani kanal preusmeritve portfeljev deluje tako, da zmanjšuje donosnost varnejših dolgoročnih vrednostnih papirjev ter spodbuja vlagatelje, da svoje naložbe preusmerijo v vrednostne papirje z višjimi pričakovanimi donosi in s tem prevzamejo več tveganja.[5] Po drugi strani kanal za izločitev tveganja trajanja povzroči spremembo krivulje donosnosti, pri čemer se zniža donosnost dolgoročnih obveznic v primerjavi s kratkoročnimi, kar se odraža v terminski premiji, s tem pa se s trga izloči tveganje trajanja.[6]

Slika 9.1.3: Mediana odziva po spremembi nakupov v višini 20 milijard EUR mesečno

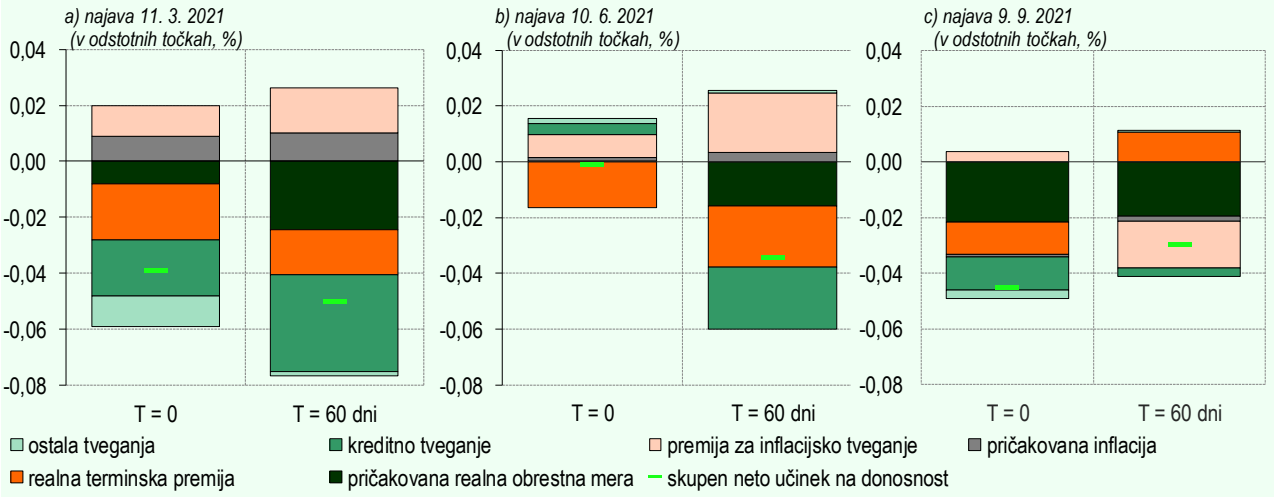


Opomba: Ocene upoštevajo persistentnost šokov. Agregacija neto učinka sloni na mediani ocene odziva.
Vir: preračuni Banke Slovenije.

[5] Za podrobnejši opis glej, na primer, Albertazzi, Becker in Boucinha (2021).

[6] Medtem ko kanal preusmeritve portfeljev deluje za vrednostne papirje v različnih apoenih, kanal za izločitev tveganja trajanja deluje za isti vrednostni papir. Za podrobnejši opis glej, na primer, Eser et al (2019).

Slika 9.1.4: Mediana odziva najav o PEPP nakupih na 10-letno donosnost v evrskem območju



Opomba: Ocene učinkov so narejene na podlagi metode lokalnih projekcij. Agregacija neto učinka sloni na mediani ocene odziva.
Vir: preračuni Banke Slovenije.

Slika 9.1.4 prikazuje mediane učinkov najav rekalibracije programa PEPP. Na splošno se zdi, da se donosnost na dan najave zmanjša, kar kaže, da najave pomagajo zmanjšati negativne učinke negotovosti, ki spremljajo razvoj prihodnje naravnanosti denarne politike. Pri tem imata prvi dve najavi, povezani z bolj spodbujevalno naravnanostjo, trajnejši vpliv na zmanjševanje donosnosti, in to kljub izboljšanju inflacijskih pričakovanj.[7] Vpliv tretje najave, povezane z manj akomodativno naravnanostjo, pa čez čas oslabi, predvsem zaradi povečanja realne terminske premije in izpada ugodnega učinka na kreditno tveganje.

Zaključek

Empirični dokazi kažejo, da so nakupi vrednostnih papirjev koristni za ohranjanje ugodnih pogojev financiranja. Medtem ko so učinki na donosnost v evrskem območju, tehtano z BDP, na realno donosnost obrestnih zamenjav čez noč negativni, so učinki na inflacijska pričakovanja pozitivni. Skupen učinek na nominalne donosnosti je kljub temu spodbujevalen. Na podlagi teh rezultatov bi moralo prenehanje PEPP in zmanjševanje skupnih nakupov vrednostnih papirjev med letom 2022 prispevati k rasti zahtevanih donosnosti in posledično k upočasnitvi rasti cen. Če se bo denarna politika morala še hitreje odzvati na visoko inflacijo skladno z našo prihodnjo naravnanostjo (forward guidance), bo to zmanjševanje neto nakupov in pozneje prenehanje ponovnega investiranja zapadlih glavnic ta proces še pospešilo in pomembno prispevalo k zajezitvi inflacijskih pričakovanj ter pomagalo preprečiti inflacijsko spiralo.

Literatura:

Adrian, T. & Crump, R. K. & Moench, E., 2013. »Pricing the term structure with linear regressions«, Journal of Financial Economics, Elsevier, letnik 110(1), str. 110–138.

Albertazzi, U. & Becker, B. & Boucinha, M., 2021. »Portfolio rebalancing and the transmission of large-scale asset purchase programs: Evidence from the Euro area«, Journal of Financial Intermediation, Elsevier, letnik 48, oktober 2021.

Eser, F. & Lemke, W. & Nyholm, K. & Radde, S. & Vladu, A. L., 2019. »Tracing the impact of the ECB's asset purchase programme on the yield curve«, Working Paper Series 2293, European Central Bank.

Lane, P. (2021). The compass of monetary policy: favourable financing conditions. Govor Phillipa Lana, člana Izvršilnega odbora ECB, na Comissao de Mercado de Valores Mobiliarios. 25. februar 2021.

[7] V napovedih je bilo marca 2021 najavljeno, da »se bodo nakupi v okviru programa PEPP v naslednjem četrtletju izvajali v bistveno večjem obsegu«, junija, da »se bodo nakupi v okviru programa PEPP v prihodnjem četrtletju še naprej izvajali v bistveno večjem obsegu«, medtem ko je bilo septembra napovedano, da »bo obseg neto nakupov v okviru programa PEPP nekoliko manjši«.

10 Statistična priloga

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

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

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

Tabela 10.1: Konsolidirana bilanca monetarnih finančnih institucij

mio EUR	2018	2019	2020	21Q1	21Q2	sep.21	okt.21	nov.21
1.1. Terjatve Banke Slovenije	8.168	10.594	13.842	17.261	16.518	17.407	16.461	16.425
1.2. Terjatve drugih MFI	8.279	8.342	9.336	9.662	9.887	9.675	9.773	9.873
1. Terjatve do tujih sektorjev (tuja aktiva)	**16.447**	**18.936**	**23.179**	**26.923**	**26.406**	**27.082**	**26.234**	**26.298**
2.1. Terjatve BS do centralne države	7.165	7.719	11.805	12.264	13.268	14.332	14.365	14.736
2.2.1.1. Posojila	1.174	1.048	918	844	841	783	784	784
2.2.1.2. Vrednostni papirji	3.763	3.648	3.602	3.812	3.769	3.399	2.977	2.921
2.2.1. Terjatve do centralne države	4.937	4.696	4.520	4.656	4.610	4.183	3.762	3.705
2.2.2.1. Posojila	580	602	639	638	621	627	627	636
2.2.2.2. Vrednostni papirji	-	-	-	-	-	-	-	-
2.2.2. Terjatve do ostalega državnega sektorja	580	602	639	638	621	627	627	636
2.2. Terjatve drugih MFI do državnega sektorja	5.517	5.297	5.159	5.294	5.230	4.810	4.389	4.342
2.3.1.1. Posojila	9.177	9.290	9.094	9.355	9.251	9.273	9.701	9.642
2.3.1.2. Vrednostni papirji	319	298	270	275	246	238	244	244
2.3.1. Terjatve do nefinančnih družb	9.497	9.587	9.364	9.629	9.497	9.511	9.945	9.886
2.3.2. Gospodinjstva in neprofitne institucije, ki opravljajo storitve za gospodinjstva	10.370	10.981	10.997	11.028	11.137	11.365	11.449	11.514
2.3.3.1. Posojila	1.070	1.248	1.213	1.186	1.285	1.301	1.304	1.309
2.3.3.2. Vrednostni papirji	432	412	428	432	421	425	427	428
2.3.3. Terjatve do nedenarnih finančnih institucij	1.502	1.661	1.640	1.619	1.706	1.726	1.731	1.737
2.3. Terjatve do drugih domačih sektorjev	21.369	22.229	22.002	22.276	22.341	22.603	23.125	23.137
2. Terjatve do domačih nedenarnih sektorjev	**34.050**	**35.245**	**38.965**	**39.834**	**40.839**	**41.745**	**41.879**	**42.214**
3. Ostala aktiva	**1.477**	**1.660**	**1.613**	**1.688**	**1.494**	**1.450**	**1.472**	**1.492**
Aktiva skupaj	**51.974**	**55.842**	**63.757**	**68.445**	**68.739**	**70.278**	**69.585**	**70.004**
1.1. Obveznosti Banke Slovenije	63	134	51	168	611	638	715	797
1.2. Obveznosti drugih MFI	3.986	4.342	4.412	4.552	4.653	4.220	4.273	4.277
1. Obveznosti do tujih sektorjev (tuja pasiva)	**4.049**	**4.476**	**4.463**	**4.720**	**5.264**	**4.858**	**4.988**	**5.074**
2.1.1.1. Bankovci in kovanci (po 1.1.2007 ključ ECB)	5.655	5.847	6.473	6.532	6.685	6.795	6.832	6.859
2.1.1.2. Depoziti čez noč pri drugih MFI	19.877	21.699	25.622	26.961	27.796	28.509	28.508	28.823
2.1.1.3.1. Nedenarne finančne institucije	76	296	327	511	370	372	375	378
2.1.1.3.2. Ostali državni sektor	100	111	170	240	306	313	320	322
2.1.1.3. Depoziti čez noč pri BS	176	407	497	751	677	685	696	700
2.1.1. Bankovci in kovanci in vpogledne vloge	25.708	27.953	32.593	34.244	35.158	35.989	36.036	36.382
2.1.2.1. Obveznosti Banke Slovenije	-	-	-	-	-	-	-	-
2.1.2.2. Obveznosti drugih MFI	5.727	5.697	5.107	4.922	4.568	4.214	4.089	3.968
2.1.2. Vezane vloge	5.727	5.697	5.107	4.922	4.568	4.214	4.089	3.968
2.1.3. Depoziti na odpoklic do 3 mes.	492	541	524	542	470	407	452	424
2.1. Bankovci in kovanci in vloge do 2 let	31.927	34.190	38.224	39.707	40.195	40.610	40.576	40.775
2.2. Dolžniški vrednostni papirji, točke/delnice skladov denarnega trga, repo posli	78	55	70	53	56	56	54	55
2. Bankovci in kovanci in instrumenti do 2 let	**32.006**	**34.246**	**38.294**	**39.761**	**40.251**	**40.666**	**40.631**	**40.830**
3. Dolgoročnejše finančne obveznosti do nedenarnega sektorja (brez centralne države)	**1.314**	**1.285**	**1.256**	**1.250**	**1.266**	**1.330**	**1.312**	**1.329**
4. Ostala pasiva	**15.675**	**17.232**	**21.171**	**24.177**	**23.381**	**24.889**	**24.096**	**24.240**
5. Presežek obveznosti med MFI	**-1.069**	**-1.396**	**-1.428**	**-1.463**	**-1.423**	**-1.465**	**-1.442**	**-1.468**
Pasiva skupaj	**51.974**	**55.842**	**63.757**	**68.445**	**68.739**	**70.278**	**69.585**	**70.004**

Tabela 10.2: Bilanca Banke Slovenije

mio EUR	2018	2019	2020	21Q1	21Q2	sep.21	okt.21	nov.21
1.1. Zlato	115	138	158	147	151	152	157	161
1.2. Terjatve do MDS	372	381	405	416	413	1.103	1.101	1.132
1.3. Tuja gotovina	0	0	0	0	0	0	0	0
1.4. Posojila, terjatve iz danih vlog	1.464	3.661	6.952	10.303	9.965	10.344	9.415	9.315
1.5. Vrednostni papirji	6.114	6.271	6.103	6.114	5.678	5.476	5.441	5.462
1.6. Druge terjatve do tujine	103	142	225	281	311	332	347	356
1. Terjatve do tujih sektorjev (tuja aktiva)	**8.168**	**10.594**	**13.842**	**17.261**	**16.518**	**17.407**	**16.461**	**16.425**
2.1. Terjatve do centralne države	7.165	7.719	11.805	12.264	13.268	14.332	14.365	14.736
2.2.1. Posojila	1.102	995	1.385	1.406	2.485	2.343	2.343	2.343
2.2.2. Druge terjatve	3	51	85	97	95	95	94	103
2.2. Terjatve do domačih denarnih sektorjev	1.105	1.046	1.470	1.503	2.580	2.439	2.438	2.446
2.3. Terjatve do drugih domačih sektorjev	2	2	2	2	2	2	2	2
2. Terjatve do domačih sektorjev (domača aktiva)	**8.271**	**8.767**	**13.277**	**13.769**	**15.850**	**16.773**	**16.804**	**17.183**
3. Ostala aktiva	**314**	**396**	**347**	**531**	**331**	**346**	**351**	**354**
Aktiva skupaj	**16.753**	**19.757**	**27.467**	**31.561**	**32.699**	**34.525**	**33.616**	**33.963**
1. Bankovci in kovanci (po 1.1.2007 ključ ECB)	**5.655**	**5.847**	**6.473**	**6.532**	**6.685**	**6.795**	**6.832**	**6.859**
2.1.1.1.1. Čez noč	3.391	4.348	7.097	7.710	9.159	9.309	9.066	9.176
2.1.1.1.2. Vezane vloge	-	-	-	-	-	-	-	-
2.1.1.1. V domači valuti	3.391	4.348	7.097	7.710	9.159	9.309	9.066	9.176
2.1.1.2. V tuji valuti	-	-	-	-	-	-	-	-
2.1.1. Drugi MFI	3.391	4.348	7.097	7.710	9.159	9.309	9.066	9.176
2.1.2.1.1. Čez noč	3.704	3.120	5.407	8.366	7.240	7.736	6.976	6.747
2.1.2.1.2. Vezane vloge	-	-	-	-	-	-	-	-
2.1.2.1. V domači valuti	3.704	3.120	5.407	8.366	7.240	7.736	6.976	6.747
2.1.2.2. V tuji valuti	5	6	6	6	6	6	7	7
2.1.2. Državni sektor	3.708	3.126	5.413	8.372	7.246	7.742	6.983	6.754
2.1.3.1. Nefinančne družbe	-	-	-	-	-	-	-	-
2.1.3.2. Nedenarne finančne institucije	76	296	327	511	370	372	375	378
2.1.3. Drugi domači sektorji	76	296	327	511	370	372	375	378
2.1. Obveznosti iz vlog do domačih sektorjev	7.176	7.770	12.838	16.593	16.775	17.423	16.424	16.307
2.2. Obveznosti iz vlog do tujih sektorjev	63	134	51	168	611	638	715	797
2. Vloge	**7.238**	**7.904**	**12.888**	**16.761**	**17.387**	**18.061**	**17.139**	**17.104**
3.1. V domači valuti	-	-	-	-	-	-	-	-
3.2. V tuji valuti	-	-	-	-	-	-	-	-
3. Izdani vrednostni papirji	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
4. Alokacija SDR	**262**	**266**	**254**	**261**	**259**	**947**	**946**	**959**
5. Kapital in rezerve	**1.945**	**2.763**	**3.388**	**3.025**	**2.976**	**2.930**	**2.800**	**3.059**
6. Ostala pasiva	**1.653**	**2.976**	**4.462**	**4.982**	**5.393**	**5.792**	**5.899**	**5.982**
Pasiva skupaj	**16.753**	**19.757**	**27.467**	**31.561**	**32.699**	**34.525**	**33.616**	**33.963**

Tabela 10.3: Bilanca drugih monetarnih finančnih institucij

mio EUR	2018	2019	2020	21Q1	21Q2	sep.21	okt.21	nov.21
1.1.1. Gotovina	425	432	455	481	459	492	464	476
1.1.2. Računi in vloge pri BS	3.391	4.348	7.097	7.710	9.159	9.309	9.066	9.176
1.1.3. Vrednostni papirji BS	-	-	-	-	-	-	-	-
1.1. Terjatve do BS	3.817	4.780	7.552	8.191	9.618	9.802	9.530	9.652
1.2.1. Posojila	865	788	729	714	672	648	615	578
1.2.2. Dolžniški vrednostni papirji	18	94	135	135	171	171	171	171
1.2.3. Delnice in drugi lastniški deleži	1	0	8	8	8	7	6	6
1.2. Terjatve do drugih MFI	883	882	872	858	850	826	792	755
1.3.1. Posojila	22.371	23.168	22.861	23.051	23.135	23.351	23.866	23.886
1.3.2. Dolžniški vrednostni papirji	3.797	3.674	3.607	3.814	3.740	3.379	2.956	2.899
1.3.3. Delnice in drugi lastniški deleži	717	683	693	706	697	684	692	693
1.3. Terjatve do nedenarnih sektorjev	26.885	27.526	27.160	27.570	27.571	27.413	27.514	27.478
1. Terjatve do domačih sektorjev (domača aktiva)	**31.585**	**33.187**	**35.585**	**36.619**	**38.039**	**38.040**	**37.836**	**37.884**
2.1.1. Gotovina	35	40	43	42	44	36	36	34
2.1.2. Posojila	1.681	1.640	1.836	2.002	2.035	1.881	1.934	1.883
2.1.3. Dolžniški vrednostni papirji	1.311	1.312	1.567	1.621	1.669	1.686	1.702	1.705
2.1.4 Delnice in drugi lastniški deleži	578	578	973	973	998	998	998	998
2.1. Terjatve do tujih denarnih sektorjev	3.605	3.570	4.419	4.638	4.746	4.601	4.670	4.619
2.2.1. Posojila	1.023	1.103	1.392	1.495	1.493	1.490	1.510	1.588
2.2.2. Dolžniški vrednostni papirji	3.346	3.364	3.257	3.258	3.374	3.310	3.318	3.389
2.2.3. Delnice in drugi lastniški deleži	305	305	268	271	275	275	275	276
2.2. Terjatve do tujih nedenarnih sektorjev	4.674	4.772	4.917	5.024	5.141	5.075	5.102	5.254
2. Terjatve do tujih sektorjev (tuja aktiva)	**8.279**	**8.342**	**9.336**	**9.662**	**9.887**	**9.675**	**9.773**	**9.873**
3. Ostala aktiva	**762**	**1.136**	**1.239**	**1.197**	**1.209**	**1.149**	**1.211**	**1.181**
Aktiva skupaj	**40.626**	**42.666**	**46.161**	**47.479**	**49.136**	**48.865**	**48.820**	**48.938**
1.1.1. Vloge, prejeta posojila od BS	1.102	995	1.385	1.406	2.485	2.343	2.343	2.343
1.1.2. Vloge, prejeta posojila od drugih MFI	931	917	856	877	849	834	846	763
1.1.3. Izdani dolžniški vrednostni papirji	-	16	15	15	51	51	51	51
1.1. Obveznosti do denarnih sektorjev	2.033	1.928	2.256	2.298	3.385	3.228	3.240	3.157
1.2.1.1. Čez noč	19.396	21.191	25.120	26.400	27.220	27.855	27.817	28.138
1.2.1.2. Vezane vloge	7.477	7.418	6.637	6.412	6.037	5.758	5.614	5.500
1.2.1.3. Vloge na odpoklic	561	622	610	613	545	485	540	511
1.2.1. Vloge v domači valuti	27.434	29.232	32.368	33.425	33.802	34.099	33.971	34.149
1.2.2. Vloge v tuji valuti	626	613	682	743	746	771	804	807
1.2.3. Izdani dolžniški vrednostni papirji	15	68	55	55	74	74	74	74
1.2. Obveznosti do nedenarnih sektorjev	28.075	29.913	33.104	34.223	34.623	34.944	34.849	35.030
1. Obveznosti do domačih sektorjev (domača aktiva)	**30.108**	**31.840**	**35.360**	**36.521**	**38.008**	**38.171**	**38.089**	**38.187**
2.1.1. Vloge	1.550	1.282	1.535	1.539	1.578	1.205	1.154	1.208
2.1.2. Izdani dolžniški vrednostni papirji	111	428	897	896	923	923	971	972
2.1. Obveznosti do tujih denarnih sektorjev	1.660	1.710	2.432	2.435	2.501	2.127	2.125	2.180
2.2.1. Vloge	1.693	1.910	1.261	1.398	1.388	1.329	1.383	1.333
2.2.2. Izdani dolžniški vrednostni papirji	22	85	84	84	127	127	127	127
2.2. Obveznosti do tujih nedenarnih sektorjev	1.715	1.994	1.344	1.482	1.515	1.456	1.510	1.460
2. Obveznosti do tujih sektorjev (tuja pasiva)	**3.375**	**3.704**	**3.777**	**3.917**	**4.016**	**3.583**	**3.635**	**3.640**
3. Kapital in rezerve	**4.886**	**5.097**	**4.946**	**5.004**	**5.094**	**5.178**	**5.157**	**5.167**
4. Ostala pasiva	**2.256**	**2.024**	**2.078**	**2.036**	**2.018**	**1.933**	**1.938**	**1.944**
Pasiva skupaj	**40.626**	**42.666**	**46.161**	**47.479**	**49.136**	**48.865**	**48.820**	**48.938**

Tabela 10.4: Obrestne mere novih posojil in vlog v domači valuti gospodinjstev ter nefinančnih podjetij

v % na letni ravni	2017	2018	2019	2020	sep.21	okt.21	nov.21
1. Obrestne mere novih posojil							
1.1. Posojila gospodinjstvom							
Gospodinjstva, okvirna posojila	7,85	7,81	7,77	7,74	7,76	7,77	7,77
Gospodinjstva, obrestovana posojila po kred. k.	7,75	7,63	7,52	7,83	7,70	7,68	7,67
Gospodinjstva, potrošniška posojila, variabilna in do 1 leta fiksna OM	4,44	4,65	4,60	4,47	4,64	4,64	4,61
Gospodinjstva, potrošniška posojila, fiksna OM nad 1 do 5 let	5,92	6,04	6,03	5,89	5,98	6,02	5,98
Gospodinjstva, potrošniška posojila posojila, fiksna OM nad 5 let	6,20	6,29	6,27	5,98	5,99	5,98	5,88
Gospodinjstva, zav. potrošniška posojila, variabilna in do 1 leta fiksna OM	3,69	3,74	3,26	3,45	3,10	3,66	3,60
Gospodinjstva, zav. potrošniška posojila, fiksna OM nad 1 do 5 let	4,89	5,11	4,37	5,00	5,77	5,81	5,78
Gospodinjstva, zav. potrošniška posojila, fiksna OM nad 5 let	5,19	5,06	5,34	5,05	4,69	4,16	3,83
Efektivna obrestna mera, potrošniška posojila	7,73	7,64	7,88	7,15	7,62	7,61	7,54
Gospodinjstva, stanovanjska posojila, variabilna in do 1 leta fiksna OM	1,99	1,89	1,81	1,76	1,57	1,53	1,53
Gospodinjstva, stanovanjska posojila, fiksna OM nad 1 do 5 let	2,75	3,22	3,15	2,39	1,75	1,82	1,73
Gospodinjstva, stanovanjska posojila, fiksna OM nad 5 do 10 let	2,65	2,74	2,50	2,00	1,69	1,63	1,67
Gospodinjstva, stanovanjska posojila, fiksna OM nad 10 let	2,91	2,95	2,70	2,20	1,77	1,74	1,74
Gospodinjstva, zav. stanovanjska posojila, variabilna in fiksna OM do 1 leta	1,99	1,87	1,84	1,77	1,59	1,54	1,56
Gospodinjstva, zav. stanovanjska posojila, fiksna OM nad 1 do 5 let	2,38	3,01	2,48	2,42	1,71	1,93	1,72
Gospodinjstva, zav. stanovanjska posojila, fiksna OM nad 5 in do 10 let	2,34	2,56	2,28	1,85	1,64	1,64	1,58
Gospodinjstva, zav. stanovanjska posojila, fiksna OM nad 10 let	2,85	2,89	2,69	2,21	1,77	1,73	1,74
Efektivna obrestna mera, stanovanjska posojila	2,77	2,75	2,52	2,36	2,06	2,03	2,01
Gospodinjstva, druga posojila, variabilna in do 1 leta fiksna OM	3,58	3,68	3,82	3,69	4,03	3,91	4,16
Gospodinjstva, druga posojila, fiksna OM nad 1 do 5 let	5,30	4,78	4,85	4,39	3,87	3,50	3,53
Gospodinjstva, druga posojila posojila, fiksna OM nad 5 let	5,35	6,73	6,38	2,94	3,35	3,57	4,72
1.2. Posojila nefinančnim podjetjem (S.11)							
S.11, okvirna posojila	2,41	2,22	2,23	2,26	2,09	1,92	1,91
S.11, obrestovana posojila po kred. k.	-	-	-	-	-	-	-
S.11, posojila do 0,25 mio EUR, var.in fiksna OM do 3 mesece	2,69	2,32	2,30	2,50	2,16	2,14	2,19
S.11, posojila do 0,25 mio EUR, fiksna OM nad 3 mesece do 1 leta	2,89	2,50	2,68	2,60	2,17	2,14	2,33
S.11, posojila do 0,25 mio EUR, fiksna OM nad 1 leto do 3 leta	3,98	3,72	3,91	3,79	3,05	2,91	3,33
S.11, posojila do 0,25 mio EUR, fiksna OM nad 3 leta do 5 let	4,03	4,24	4,70	4,39	3,55	3,41	3,82
S.11, posojila do 0,25 mio EUR, fiksna OM nad 5 let do 10 let	3,51	4,16	5,18	4,18	3,53	3,57	3,16
S.11, posojila do 0,25 mio EUR, fiksna OM nad 10 let	2,22	4,25	3,84	3,18	3,96	2,03	1,10
S.11, posojila nad 0,25 do 1 mio EUR, variabilna in fiksna OM do 3 mesece	1,89	2,04	1,91	1,82	1,62	1,48	1,74
S.11, posojila nad 0,25 do 1 mio EUR, fiksna OM nad 3 mesece do 1 leta	2,09	2,09	1,98	2,40	1,92	1,95	2,20
S.11, posojila nad 0,25 do 1 mio EUR, fiksna OM nad 1 leto do 3 leta	1,94	1,87	1,81	2,17	2,08	1,16	2,24
S.11, posojila nad 0,25 do 1 mio EUR, fiksna OM nad 3 leta do 5 let	-	1,31	1,31	1,60	1,92	2,10	1,45
S.11, posojila nad 0,25 do 1 mio EUR, fiksna OM nad 5 let do 10 let	2,57	1,74	1,81	3,09	1,19	2,04	1,72
S.11, posojila nad 0,25 do 1 mio EUR, fiksna OM nad 10 let	-	-	-	2,62	1,62	1,92	-
S.11, posojila nad 1 mio EUR, variabilna in fiksna OM do 3 mesecev	2,23	1,85	1,10	1,42	1,35	1,27	1,11
S.11, posojila nad 1 mio EUR, fiksna OM nad 3 mesece do 1 leta	1,58	1,76	2,81	2,21	2,68	2,81	1,82
S.11, posojila nad 1 mio EUR, fiksna OM nad 1 leto do 3 leta	-	0,75	0,89	0,18	1,36	0,95	0,10
S.11, posojila nad 1 mio EUR, fiksna OM nad 3 leta do 5 let	1,15	-	0,84	1,56	-	-	-
S.11, posojila nad 1 mio EUR, fiksna OM nad 5 let do 10 let	-	1,47	1,77	1,72	1,35	1,20	1,19
S.11, posojila nad 1 mio EUR, fiksna OM nad 10 let	1,88	2,04	2,20	3,03	1,87	1,69	1,76
2. Obrestne mere novih vlog							
2.1. Vloge gospodinjstev							
Gospodinjstva, vloge čez noč	0,01	0,01	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00
Gospodinjstva, vezane vloge, do 1 leta	0,14	0,17	0,18	0,13	0,13	0,12	0,15
Gospodinjstva, vezane vloge, nad 1 do 2 leti	0,51	0,54	0,29	0,21	0,12	0,20	0,18
Gospodinjstva, vezane vloge, nad 2 leti	0,69	0,89	0,65	0,61	0,28	0,42	0,28
2.2. Vloge nefinančnih podjetij (S.11)							
S.11, vloge čez noč	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
S.11, vezane vloge, do 1 leta	0,04	0,00	0,01	0,00	-0,15	0,01	0,01
S.11, vezane vloge, nad 1 do 2 let	0,12	0,19	0,09	0,06	0,00	0,01	0,03
S.11, vezane vloge, nad 2 leti	0,26	0,19	0,32	0,14	0,03	0,08	0,07
2.3. Vloge na odpoklic gospodinjstev in nefinančnega sektorja skupaj							
Vloge na odpoklic z najavo do 3 mesece	0,00	0,00	0,00	-0,06	-0,30	-0,31	-0,31
Vloge na odpoklic z najavo nad 3 mesece	0,52	0,89	0,93	0,08	0,70	0,63	0,62

Tabela 10.5: Stanje mednarodnih naložb

mio EUR		2017	2018	2019	20Q3	21Q4	21Q1	21Q2
	NETO STANJE MEDNARODNIH NALOŽB	**-10.416**	**-8.689**	**-7.714**	**-7.110**	**-4.242**	**-3.776**	**-4.692**
1	**IMETJA**	**46.608**	**49.355**	**56.014**	**62.450**	**66.434**	**66.881**	**68.268**
1.1	**Neposredne naložbe**	**8.328**	**8.825**	**10.256**	**10.534**	**10.854**	**10.924**	**11.222**
1.1.1	Lastniški kapital	4.345	4.754	5.594	5.911	5.999	6.068	6.165
1.1.2	Dolžniški instrumenti	3.984	4.071	4.662	4.623	4.854	4.856	5.056
1.2	**Naložbe v vrednostne papirje**	**20.660**	**20.618**	**22.449**	**23.607**	**24.315**	**24.559**	**24.406**
1.2.1	Lastniški vrednostni papirji, od tega	5.028	4.849	5.723	6.373	7.046	7.469	7.699
1.2.2	Dolžniški vrednostni papirji	15.632	15.769	16.725	17.234	17.269	17.090	16.707
1.3	**Finančni derivativi**	**302**	**384**	**562**	**675**	**602**	**576**	**573**
1.4	**Ostale naložbe**	**16.575**	**18.712**	**21.843**	**26.564**	**29.560**	**29.700**	**30.212**
1.4.1	Ostali lastniški kapital	1.274	1.336	1.378	1.381	1.328	1.329	1.330
1.4.2	Gotovina in vloge	6.328	7.844	10.633	15.359	17.497	17.307	17.486
1.4.3	Posojila	2.431	2.593	2.936	3.270	3.426	3.420	3.396
1.4.4	Zavarovalne, pok. in stand. jamstvene sheme	148	141	155	159	164	166	178
1.4.5	Komercialni krediti in predujmi	4.801	5.206	5.212	4.921	5.611	5.820	6.049
1.4.6	Ostale terjatve	1.593	1.593	1.528	1.474	1.533	1.657	1.786
1.5	**Rezervna imetja**	**743**	**816**	**905**	**1.071**	**1.103**	**1.121**	**1.855**
1.5.1	Monetarno zlato	111	115	138	158	147	151	152
1.5.2	Posebne pravice črpanja (SDR)	235	242	246	235	241	239	927
1.5.3	Rezervna imetja pri IMF	103	131	136	171	175	174	176
1.5.4	Druga rezervna imetja	294	329	385	508	540	557	600
2	**OBVEZNOSTI**	**57.024**	**58.044**	**63.728**	**69.560**	**70.676**	**70.656**	**72.960**
2.1	**Neposredne naložbe**	**16.316**	**17.972**	**19.595**	**20.147**	**20.672**	**21.287**	**21.951**
2.1.1	Lastniški kapital	12.590	13.905	15.023	15.653	15.963	15.845	16.116
2.1.2	Dolžniški instrumenti	3.726	4.067	4.572	4.494	4.709	5.443	5.835
2.2	**Naložbe v vrednostne papirje**	**21.200**	**20.867**	**21.799**	**24.876**	**25.232**	**23.741**	**24.280**
2.2.1	Lastniški VP in delnice inv. skladov	1.085	1.751	2.012	1.891	1.921	2.198	2.381
2.2.2	Dolžniški vrednostni papirji	20.115	19.116	19.787	22.985	23.312	21.543	21.898
2.3	**Finančni derivativi**	**81**	**206**	**2.374**	**4.182**	**2.466**	**2.499**	**2.487**
2.4	**Ostale naložbe**	**19.428**	**18.999**	**19.961**	**20.355**	**22.306**	**23.129**	**24.242**
2.4.1	Ostali lastniški kapital	37	44	42	43	45	25	23
2.4.2	Gotovina in vloge	3.747	3.226	4.244	5.029	5.828	6.778	7.172
2.4.3	Posojila	10.377	10.025	9.840	9.423	10.182	9.787	9.445
2.4.4	Zavarovalne, pok. in stand. jamstvene sheme	219	228	263	357	429	456	468
2.4.5	Komercialni krediti in predujmi	4.161	4.602	4.625	4.471	4.686	4.956	5.159
2.4.6	Ostale obveznosti	630	612	680	779	875	869	1.040
2.4.7	Posebne pravice črpanja (SDR)	256	262	266	254	261	259	947

Tabela 10.6: Bruto zunanji dolg

mio EUR	2018	2019	2020	21Q3	21Q4	21Q1	nov. 21
SKUPAJ (1+2+3+4+5)	**42.139**	**44.277**	**47.792**	**50.281**	**50.090**	**51.968**	**51.613**
1 DRŽAVA	**21.094**	**21.687**	**24.964**	**26.201**	**24.353**	**24.950**	**23.763**
1.1 Kratkoročni, od tega	**732**	**832**	**1.100**	**1.162**	**1.241**	**1.464**	**1.478**
Dolžniški vrednostni papirji	85	19	18	88	205	211	194
Posojila	336	510	614	533	495	502	560
Komercialni krediti in predujmi	35	34	36	36	49	79	51
Ostalo	276	268	433	504	491	672	672
1.2 Dolgoročni, od tega	**20.362**	**20.855**	**23.864**	**25.039**	**23.112**	**23.487**	**22.285**
Dolžniški vrednostni papirji	18.602	19.171	22.021	22.287	20.397	20.753	19.542
Posojila	1.758	1.681	1.839	2.749	2.712	2.710	2.731
2 CENTRALNA BANKA	**2.661**	**3.828**	**4.638**	**5.259**	**6.159**	**7.309**	**7.656**
2.1 Kratkoročni, od tega	**2.399**	**3.562**	**4.384**	**4.998**	**5.900**	**6.362**	**6.697**
Gotovina in vloge	2.399	3.562	4.384	4.998	5.892	6.362	6.697
2.2 Dolgoročni, od tega	**262**	**266**	**254**	**261**	**259**	**947**	**959**
Posebne pravice črpanja	262	266	254	261	259	947	959
3 INSTITUCIJE, KI SPREJEMAJO VLOGE, razen centralne banke	**3.344**	**3.544**	**3.511**	**3.660**	**3.749**	**3.306**	**3.354**
3.1 Kratkoročni	**927**	**946**	**894**	**1.058**	**1.132**	**1.035**	**1.164**
Gotovina in vloge	669	601	618	802	864	791	796
Dolžniški vrednostni papirji	...	...	...	...	...	...	...
Posojila	251	310	235	217	223	206	326
Komercialni krediti in predujmi	...	...	...	...	...	...	...
Ostalo	7	35	41	39	45	38	42
3.2 Dolgoročni	**2.418**	**2.598**	**2.617**	**2.603**	**2.617**	**2.271**	**2.191**
Gotovina in vloge	159	82	27	28	22	19	19
Dolžniški vrednostni papirji	88	316	672	661	738	738	780
Posojila	2.162	2.196	1.911	1.909	1.854	1.512	1.378
Komercialni krediti in predujmi	7	4	6	4	2	1	1
Ostalo	1	1	1	1	2	2	13
4 OSTALI SEKTORJI	**10.973**	**10.646**	**10.184**	**10.453**	**10.387**	**10.565**	**11.023**
4.1 Kratkoročni, od tega	**5.182**	**5.303**	**4.997**	**5.565**	**5.802**	**5.961**	**6.401**
Dolžniški vrednostni papirji	1	2	...	...	...	...	...
Posojila	375	446	384	708	691	708	680
Komercialni krediti in predujmi	4.540	4.567	4.399	4.617	4.878	5.030	5.431
Ostalo	267	288	213	239	233	223	291
4.2 Dolgoročni, od tega	**5.791**	**5.343**	**5.188**	**4.888**	**4.585**	**4.604**	**4.622**
Dolžniški vrednostni papirji	340	279	275	276	202	197	196
Posojila	5.145	4.698	4.439	4.065	3.811	3.807	3.838
Komercialni krediti in predujmi	17	16	26	26	26	28	27
Ostalo	289	350	448	521	546	573	561
5 NEPOSREDNE NALOŽBE: medpodjetniška posojila	**4.067**	**4.572**	**4.494**	**4.709**	**5.442**	**5.838**	**5.817**
NETO ZUNANJI DOLG	**4.107**	**1.564**	**-192**	**-941**	**-1.003**	**-145**	**-792**

Tabela 10.7: Plačilna bilanca

mio EUR	2018	2019	2020	21Q4	21Q1	21Q2	nov. 21
I. Tekoči račun	**2.731**	**2.898**	**3.462**	**727**	**460**	**280**	**-37**
1. Blago	**1.272**	**1.311**	**2.366**	**528**	**203**	**-128**	**-135**
1.1. Izvoz blaga	**30.808**	**32.013**	**29.656**	**8.237**	**8.771**	**8.580**	**3.365**
Izvoz f.o.b.	30.858	33.548	32.925	9.414	9.794	9.774	3.704
Prilagoditev zaobjema	-309	-1.928	-3.742	-1.305	-1.174	-1.367	-396
Neto izvoz blaga za preprodajo	238	367	444	121	145	168	57
Nemonetarno zlato	21	25	28	6	6	5	0
1.2. Uvoz blaga	**29.535**	**30.702**	**27.290**	**7.709**	**8.568**	**8.708**	**3.500**
Uvoz c.i.f.	30.706	34.082	32.111	8.794	10.227	10.802	4.165
Prilagoditev zaobjema	-363	-2.521	-4.128	-891	-1.455	-1.880	-564
Prilagoditev c.i.f./f.o.b	-853	-886	-786	-222	-246	-251	-101
Nemonetarno zlato	45	27	92	27	42	37	0
2. Storitve	**2.624**	**2.907**	**1.996**	**486**	**497**	**698**	**222**
2.1. Izvoz storitev, od tega	**8.124**	**8.659**	**6.900**	**1.579**	**1.861**	**2.407**	**752**
Transport	2.431	2.512	2.330	621	652	653	250
Potovanja	2.704	2.843	1.200	121	246	757	99
Gradbene storitve	497	592	650	167	186	204	68
Telekomunikacijske, računalniške in informacijske storitve	540	631	659	147	173	217	64
Ostale poslovne storitve	1.368	1.451	1.440	352	415	407	194
2.2. Uvoz storitev, od tega	**5.500**	**5.751**	**4.904**	**1.093**	**1.364**	**1.709**	**530**
Transport	1.107	1.185	1.128	325	365	382	150
Potovanja	1.483	1.500	718	43	174	486	52
Gradbene storitve	177	200	220	55	70	71	19
Telekomunikacijske, računalniške in informacijske storitve	546	606	610	136	157	177	53
Ostale poslovne storitve	1.467	1.525	1.528	353	402	426	170
3. Primarni dohodki	**-769**	**-811**	**-426**	**-112**	**-147**	**-197**	**-66**
3.1. Prejemki	**1.633**	**1.758**	**1.645**	**446**	**451**	**391**	**141**
Od dela	486	536	493	101	136	132	47
Od kapitala	802	845	713	183	191	187	58
Ostali primarni dohodki	345	378	439	163	124	71	36
3.2. Izdatki	**2.401**	**2.569**	**2.071**	**558**	**597**	**588**	**207**
Od dela	173	195	169	40	53	48	14
Od kapitala	2.024	2.164	1.710	454	494	489	155
Ostali primarni dohodki	204	211	192	64	50	51	38
4. Sekundarni dohodki	**-396**	**-509**	**-473**	**-175**	**-94**	**-93**	**-58**
4.1. Prejemki	**873**	**934**	**972**	**233**	**318**	**263**	**76**
4.2. Izdatki	**1.270**	**1.443**	**1.445**	**408**	**412**	**356**	**134**

Tabela 10.8: Plačilna bilanca, nadaljevanje

mio EUR	2018	2019	2020	21Q4	21Q1	21Q2	nov. 21
II. Kapitalski račun	**-203**	**-187**	**-226**	**144**	**-11**	**95**	**-5**
1. Bruto pridobitve/odtujitve neproizvedenih nefinančnih imetij	-24	-24	-63	70	19	56	-18
2. Kapitalski transferi	-178	-163	-163	74	-29	39	13
III. Finančni račun	**2.548**	**2.094**	**3.052**	**725**	**354**	**-125**	**52**
1. Neposredne naložbe	**-934**	**-762**	**266**	**-182**	**-519**	**-270**	**140**
Imetja	373	1.157	697	309	80	268	98
Lastniški kapital in reinvestirani dobički	443	676	578	88	69	98	3
Dolžniški instrumenti	-70	482	119	221	11	170	95
Obveznosti	1.307	1.919	431	491	599	538	-42
Lastniški kapital in reinvestirani dobički	1.088	1.697	585	300	-140	277	16
Dolžniški instrumenti	220	223	-154	191	738	261	-58
2. Naložbe v vrednostne papirje	**744**	**734**	**-1.826**	**-170**	**1.630**	**38**	**118**
Imetja	492	696	877	532	-64	-9	91
Lastniški kapital in delnice investicijskih skladov	117	-3	456	287	132	196	60
Dolžniški vrednostni papirji	375	699	421	245	-196	-205	31
Obveznosti	-252	-38	2.704	702	-1.694	-47	-27
Lastniški kapital in delnice investicijskih skladov	543	83	-6	-17	0	-5	0
Dolžniški vrednostni papirji	-795	-121	2.709	719	-1.694	-42	-27
3. Finančni derivativi	**-81**	**-163**	**53**	**-18**	**10**	**-21**	**1**
4. Ostale naložbe	**2.767**	**2.248**	**4.394**	**1.083**	**-775**	**-580**	**-231**
4.1. Imetja	**2.054**	**3.250**	**4.856**	**2.973**	**57**	**329**	**82**
Ostali lastniški kapital	68	27	4	0	2	0	0
Gotovina in vloge	1.508	2.811	4.753	2.128	-190	160	-190
Posojila	215	438	342	153	-10	-23	66
Zavarovalne, pokojninske in standard. jamst. sheme	-7	13	1	5	1	12	...
Komercialni krediti in predujmi	303	29	-224	671	207	101	90
Ostale terjatve	-33	-69	-20	15	47	79	115
4.2. Obveznosti	**-713**	**1.002**	**462**	**1.889**	**832**	**909**	**313**
Ostali lastniški kapital	2	2	4	2	-42	1	1
Gotovina in vloge	-524	1.009	800	788	950	400	151
Posojila	-491	-149	-409	756	-372	-401	83
Zavarovalne, pokojninske in standard. jamst. sheme	20	27	55	30	27	8	...
Komercialni krediti in predujmi	331	62	-134	209	274	66	4
Ostale obveznosti	-51	50	146	103	-5	160	74
Posebne pravice črpanja (SDR)	0	0	0	0	0	675	0
5. Rezervna imetja	**52**	**37**	**166**	**13**	**7**	**707**	**24**
IV. Neto napake in izpustitve	**20**	**-616**	**-184**	**-146**	**-95**	**-500**	**94**

Tabela 10.9: Nekonsolidirana stanja finančnih sredstev

mio EUR	2018	2019	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3
Domači sektor								
Skupaj	207.578	222.276	236.704	238.067	245.393	255.685	261.259	265.793
Denarno zlato in PPČ	356	385	406	404	392	387	390	1.079
Gotovina in vloge	51.976	57.381	69.622	69.447	71.797	78.741	80.580	81.667
Dolžniški vredn. papirji	29.251	30.731	31.815	33.664	35.193	35.731	36.328	36.931
Posojila	36.350	37.693	38.003	37.805	37.546	38.065	38.291	38.755
Delnice	19.566	20.206	19.784	19.162	20.406	21.396	22.460	22.937
Drug lastniški kapital	32.354	35.782	36.854	37.209	38.373	38.127	38.277	38.604
Delnice/enote invest. skladov	4.466	5.736	5.581	5.835	6.352	7.093	7.537	7.891
Zavarovanja in pokojninske sheme	8.073	8.705	8.751	8.868	9.025	9.161	9.341	9.438
Drugo	25.187	25.657	25.888	25.671	26.310	26.983	28.053	28.492
Nefinančne družbe								
Skupaj	47.289	49.357	49.975	50.425	51.300	52.813	53.987	55.166
Gotovina in vloge	7.523	7.736	8.406	8.827	9.156	9.751	9.382	9.713
Dolžniški vredn. papirji	112	111	102	130	131	126	127	138
Posojila	5.494	6.054	6.280	6.203	5.935	6.012	6.088	6.286
Delnice	2.325	2.304	2.219	2.134	2.214	2.229	2.263	2.303
Drug lastniški kapital	14.026	15.051	15.396	15.357	15.880	15.948	16.149	16.345
Delnice/enote invest. skladov	58	209	190	205	211	252	280	308
Zavarovanja in pokojninske sheme	442	453	504	500	459	471	465	454
Drugo	17.309	17.439	16.878	17.068	17.313	18.024	19.232	19.620
Denarne finančne institucije								
Skupaj	56.596	61.452	69.405	69.861	72.723	78.008	81.097	82.716
Denarno zlato in PPČ	356	385	406	404	392	387	390	1.079
Gotovina in vloge	9.327	12.533	18.691	18.142	19.191	23.358	25.568	25.807
Dolžniški vredn. papirji	21.894	22.654	23.783	25.389	26.721	27.413	28.071	28.551
Posojila	23.365	24.226	24.248	24.209	24.273	24.615	24.659	24.860
Delnice	771	690	1.253	692	1.110	1.120	1.239	1.276
Drug lastniški kapital	383	408	419	421	412	426	415	403
Delnice/enote invest. skladov	3	48	82	102	131	193	221	246
Zavarovanja in pokojninske sheme	41	39	38	37	44	44	45	46
Drugo	456	468	486	466	449	452	488	446
Druge finančne institucije								
Skupaj	18.414	20.165	20.051	20.249	20.893	21.674	22.195	22.651
Gotovina in vloge	1.188	1.342	1.330	1.254	1.214	1.316	1.357	1.395
Dolžniški vredn. papirji	6.601	7.223	7.226	7.446	7.622	7.501	7.475	7.562
Posojila	2.865	2.731	2.664	2.632	2.592	2.583	2.643	2.696
Delnice	3.684	4.057	3.864	3.845	4.085	4.456	4.706	4.784
Drug lastniški kapital	857	1.027	1.202	1.226	1.375	1.385	1.384	1.441
Delnice/enote invest. skladov	2.208	2.706	2.624	2.758	3.006	3.339	3.490	3.663
Zavarovanja in pokojninske sheme	204	219	259	249	233	246	249	258
Drugo	808	860	882	840	766	849	891	852
Država								
Skupaj	31.973	33.517	37.228	36.840	37.460	38.698	37.669	38.233
Gotovina in vloge	8.481	8.227	11.828	11.378	11.194	12.557	11.573	11.956
Dolžniški vredn. papirji	421	509	492	497	515	505	512	506
Posojila	3.398	3.415	3.451	3.369	3.349	3.441	3.370	3.362
Delnice	9.677	9.935	9.161	9.181	9.465	9.805	10.308	10.483
Drug lastniški kapital	6.009	7.223	7.488	7.720	8.036	7.616	7.345	7.284
Delnice/enote invest. skladov	297	364	360	371	394	430	427	415
Zavarovanja in pokojninske sheme	23	26	26	27	19	4	5	5
Drugo	3.666	3.818	4.422	4.297	4.487	4.340	4.128	4.222
Gospodinjstva in NPISG								
Skupaj	53.306	57.786	60.044	60.692	63.017	64.493	66.312	67.027
Gotovina in vloge	25.457	27.543	29.367	29.846	31.042	31.760	32.700	32.796
Dolžniški vredn. papirji	222	234	212	203	205	187	143	174
Posojila	1.227	1.267	1.360	1.391	1.396	1.414	1.531	1.550
Delnice	3.109	3.220	3.287	3.310	3.532	3.787	3.945	4.091
Drug lastniški kapital	11.080	12.073	12.349	12.486	12.670	12.752	12.984	13.131
Delnice/enote invest. skladov	1.900	2.410	2.326	2.399	2.609	2.879	3.118	3.258
Zavarovanja in pokojninske sheme	7.363	7.968	7.924	8.056	8.269	8.396	8.577	8.675
Drugo	2.948	3.071	3.220	3.000	3.294	3.319	3.314	3.352
Tujina								
Skupaj	58.567	64.513	70.390	70.232	70.475	71.510	71.681	74.001
Denarno zlato in PPČ	263	267	265	260	254	261	259	947
Gotovina in vloge	5.650	6.760	7.144	6.992	7.190	7.964	8.831	8.833
Dolžniški vredn. papirji	19.516	20.148	23.922	23.466	23.316	23.468	21.804	22.130
Posojila	10.345	10.235	10.475	10.149	10.071	10.899	11.125	11.507
Delnice	6.428	7.031	6.631	6.877	7.119	7.322	7.806	8.054
Drug lastniški kapital	9.201	10.169	10.385	10.537	10.692	10.836	10.617	10.816
Delnice/enote invest. skladov	29	40	39	40	44	61	65	84
Zavarovanja in pokojninske sheme	228	263	332	366	357	429	456	468
Drugo	6.906	9.600	11.196	11.545	11.431	10.269	10.718	11.163

Tabela 10.10: Nekonsolidirana stanja obveznosti

mio EUR	2018	2019	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3
Domači sektor								
Skupaj	217.067	230.933	246.013	247.240	253.466	260.768	266.183	271.350
Denarno zlato in PPČ	263	267	265	260	254	261	259	947
Gotovina in vloge	48.450	52.161	59.316	59.753	62.316	67.810	70.704	71.565
Dolžniški vredn. papirji	32.629	33.837	38.995	39.940	40.983	41.639	40.900	42.034
Posojila	41.871	42.546	42.956	42.443	41.901	43.028	43.661	44.369
Delnice	22.332	23.161	22.425	21.913	22.673	23.491	24.642	25.209
Drug lastniški kapital	36.788	40.260	41.462	42.085	43.303	43.179	43.078	43.494
Delnice/enote invest. skladov	2.396	3.008	2.874	2.974	3.231	3.637	3.921	4.147
Zavarovanja in pokojninske sheme	8.161	8.813	8.922	9.075	9.223	9.425	9.632	9.728
Drugo	24.177	26.881	28.798	28.799	29.581	28.297	29.387	29.857
Nefinančne družbe								
Skupaj	87.008	89.560	89.939	89.985	90.926	92.343	94.202	95.493
Dolžniški vredn. papirji	977	732	728	716	693	683	619	643
Posojila	22.646	22.521	22.861	22.382	21.755	21.958	22.476	22.926
Delnice	13.139	13.394	13.384	13.301	13.596	13.970	14.620	14.811
Drug lastniški kapital	32.581	34.898	35.575	36.010	36.802	37.091	37.017	37.444
Drugo	17.664	18.015	17.391	17.576	18.081	18.641	19.470	19.670
Denarne finančne institucije								
Skupaj	55.284	60.634	67.888	68.475	71.405	76.708	79.959	81.739
Denarno zlato in PPČ	263	267	265	260	254	261	259	947
Gotovina in vloge	47.534	51.274	58.478	58.920	61.477	67.041	69.837	70.771
Dolžniški vredn. papirji	148	600	730	1.067	1.050	1.051	1.182	1.192
Posojila	218	236	262	262	269	273	283	287
Delnice	4.744	4.936	4.511	4.146	4.334	4.502	4.815	5.073
Drug lastniški kapital	1.957	2.797	3.039	3.253	3.489	3.077	3.024	2.957
Delnice/enote invest. skladov	79	56	74	71	71	54	57	56
Drugo	340	468	530	496	461	450	501	455
Druge finančne institucije								
Skupaj	17.801	19.647	19.432	19.497	20.055	20.899	21.512	21.953
Dolžniški vredn. papirji	113	232	198	198	193	195	145	146
Posojila	2.558	2.590	2.506	2.446	2.420	2.396	2.483	2.527
Delnice	2.682	2.911	2.554	2.464	2.656	2.794	2.853	2.897
Drug lastniški kapital	1.511	1.676	1.953	1.924	2.049	2.062	2.075	2.125
Delnice/enote invest. skladov	2.317	2.952	2.800	2.903	3.160	3.583	3.864	4.090
Zavarovanja in pokojninske sheme	8.161	8.813	8.922	9.075	9.214	9.416	9.623	9.719
Drugo	459	472	499	487	364	452	469	450
Država								
Skupaj	42.786	46.315	54.144	54.446	56.284	55.942	55.450	56.659
Gotovina in vloge	916	887	837	833	839	769	867	793
Dolžniški vredn. papirji	31.390	32.272	37.339	37.958	39.047	39.711	38.954	40.054
Posojila	4.091	4.195	4.435	4.300	4.400	5.285	5.149	5.077
Delnice	1.767	1.920	1.975	2.001	2.087	2.225	2.354	2.429
Drug lastniški kapital	738	888	896	898	964	950	962	968
Drugo	3.884	6.153	8.661	8.456	8.946	7.002	7.164	7.338
Gospodinjstva in NPISG								
Skupaj	14.187	14.777	14.610	14.837	14.796	14.876	15.061	15.506
Posojila	12.358	13.004	12.893	13.053	13.057	13.115	13.269	13.553
Drugo	1.829	1.773	1.717	1.785	1.739	1.761	1.791	1.953
Tujina								
Skupaj	49.078	55.855	61.080	61.058	62.402	66.427	66.756	68.444
Denarno zlato in PPČ	356	384	406	403	392	387	390	1.078
Gotovina in vloge	9.176	11.981	17.450	16.686	16.671	18.895	18.707	18.934
Dolžniški vredn. papirji	16.138	17.042	16.743	17.191	17.527	17.560	17.232	17.027
Posojila	4.823	5.382	5.521	5.511	5.716	5.937	5.755	5.893
Delnice	3.663	4.076	3.990	4.126	4.852	5.228	5.624	5.782
Drug lastniški kapital	4.767	5.692	5.776	5.661	5.762	5.784	5.817	5.925
Delnice/enote invest. skladov	2.099	2.768	2.747	2.901	3.165	3.517	3.682	3.828
Zavarovanja in pokojninske sheme	141	155	161	160	159	164	166	178
Drugo	7.916	8.376	8.286	8.417	8.159	8.955	9.384	9.798

Tabela 10.11: Neto finančna sredstva

mio EUR	2018	2019	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3
Domači sektor	-9.488	-8.657	-9.309	-9.174	-8.072	-5.083	-4.925	-5.556
Nefinančne družbe	-39.719	-40.204	-39.963	-39.560	-39.626	-39.530	-40.216	-40.327
Denarne finančne institucije	1.312	818	1.517	1.387	1.318	1.299	1.138	977
Druge finančne institucije	613	518	619	751	837	775	683	699
Država	-10.813	-12.798	-16.915	-17.606	-18.823	-17.245	-17.781	-18.426
Gospodinjstva in NPISG	39.119	43.010	45.434	45.854	48.221	49.618	51.252	51.522
Tujina	9.489	8.657	9.309	9.174	8.073	5.083	4.925	5.557

Tabela 10.12: Nekonsolidirane transakcije v finančnih sredstvih, drseče vsote štirih četrtletij

mio EUR	2018	2019	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3
Domači sektor								
Skupaj	7.753	8.113	20.085	19.263	21.053	25.818	20.889	23.132
Denarno zlato in PPČ	1	1	0	0	0	0	0	675
Gotovina in vloge	5.159	5.347	17.213	15.405	14.503	17.460	11.007	12.201
Dolžniški vredn. papirji	1.030	606	1.415	2.708	3.821	5.516	4.714	3.821
Posojila	829	1.993	1.048	706	198	-398	435	948
Delnice	-863	-712	141	249	714	839	857	870
Drug lastniški kapital	572	635	549	374	632	615	571	688
Delnice/enote invest. skladov	101	216	342	339	477	738	828	903
Zavarovanja in pokojninske sheme	165	305	235	286	232	272	276	275
Drugo	759	-278	-858	-804	478	776	2.202	2.751
Nefinančne družbe								
Skupaj	1.445	1.099	608	986	1.773	2.317	3.374	3.888
Gotovina in vloge	425	229	1.022	1.016	1.419	1.687	965	898
Dolžniški vredn. papirji	21	-14	-33	-6	1	-3	11	13
Posojila	47	612	331	320	-33	58	-210	30
Delnice	41	-179	95	104	87	90	71	86
Drug lastniški kapital	285	533	521	344	314	309	291	459
Delnice/enote invest. skladov	1	-31	-22	-20	20	35	42	36
Zavarovanja in pokojninske sheme	-8	8	17	33	17	-28	-49	-56
Drugo	632	-59	-1.323	-804	-52	168	2.254	2.422
Denarne finančne institucije								
Skupaj	2.522	4.354	11.888	11.928	11.220	15.250	12.436	13.211
Denarno zlato in PPČ	1	1	0	0	0	0	0	675
Gotovina in vloge	1.251	3.195	10.031	9.080	6.693	9.750	6.892	7.658
Dolžniški vredn. papirji	837	131	1.070	2.351	3.568	5.194	4.500	3.667
Posojila	528	1.131	477	165	131	-19	504	693
Delnice	-13	-71	379	397	826	394	455	456
Drug lastniški kapital	23	-31	9	9	2	13	-6	-22
Delnice/enote invest. skladov	1	40	54	61	70	97	98	103
Zavarovanja in pokojninske sheme	1	-2	-4	-4	5	6	7	10
Drugo	-107	-40	-128	-130	-75	-182	-16	-29
Druge finančne institucije								
Skupaj	273	524	547	598	452	739	891	979
Gotovina in vloge	36	131	-121	-103	-102	-82	49	121
Dolžniški vredn. papirji	137	415	356	352	259	332	206	138
Posojila	38	-32	-14	-38	-95	-73	7	33
Delnice	-8	-210	134	194	184	234	213	210
Drug lastniški kapital	9	42	45	57	69	64	48	40
Delnice/enote invest. skladov	36	124	183	167	224	361	377	421
Zavarovanja in pokojninske sheme	4	16	33	25	14	-17	-8	15
Drugo	19	37	-68	-56	-101	-80	-2	1
Država								
Skupaj	974	-449	3.745	2.383	3.098	2.760	-331	667
Gotovina in vloge	1.733	-287	3.594	2.588	2.984	2.617	-245	574
Dolžniški vredn. papirji	11	86	33	20	7	11	23	18
Posojila	18	220	117	84	47	-537	3	68
Delnice	-929	-194	-467	-466	-442	9	15	6
Drug lastniški kapital	19	38	1	1	-1	1	-11	-13
Delnice/enote invest. skladov	16	3	14	-6	13	6	-9	-29
Zavarovanja in pokojninske sheme	-2	2	-4	-4	-5	-1	-1	-2
Drugo	108	-317	455	167	494	655	-106	47
Gospodinjstva in NPISG								
Skupaj	2.540	2.585	3.297	3.367	4.509	4.751	4.520	4.386
Gotovina in vloge	1.713	2.080	2.687	2.825	3.508	3.488	3.347	2.950
Dolžniški vredn. papirji	23	-11	-11	-9	-15	-18	-27	-15
Posojila	198	61	137	175	147	174	130	124
Delnice	46	-59	-1	21	59	112	103	112
Drug lastniški kapital	236	53	-27	-36	248	228	248	224
Delnice/enote invest. skladov	47	79	114	136	149	239	320	372
Zavarovanja in pokojninske sheme	170	281	193	236	201	313	326	308
Drugo	106	101	205	19	212	215	73	311
Tujina								
Skupaj	513	2.374	5.730	4.124	3.412	4.643	2.187	4.574
Denarno zlato in PPČ	0	0	0	0	0	0	0	675
Gotovina in vloge	-647	1.095	1.119	822	447	1.099	1.690	1.842
Dolžniški vredn. papirji	-581	-520	4.014	2.836	2.511	1.740	-1.934	-1.128
Posojila	-242	-242	-99	-625	-238	536	609	1.268
Delnice	860	843	131	78	85	127	125	147
Drug lastniški kapital	781	831	739	727	560	622	335	410
Delnice/enote invest. skladov	0	0	0	1	2	12	15	12
Zavarovanja in pokojninske sheme	20	27	32	30	55	46	54	56
Drugo	321	341	-206	256	-10	462	1.294	1.292

Tabela 10.13: Nekonsolidirane transakcije v obveznostih, drseče vsote štirih četrtletij

mio EUR	2018	2019	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3
Domači sektor								
Skupaj	5.521	5.917	18.271	17.192	18.260	23.497	18.306	21.349
Denarno zlato in PPČ	0	0	0	0	0	0	0	675
Gotovina in vloge	2.847	3.670	11.181	10.810	10.228	14.358	11.432	11.812
Dolžniški vredn. papirji	154	-465	5.464	5.286	6.001	6.403	2.177	2.675
Posojila	345	1.097	568	-281	-403	-417	838	1.890
Delnice	-99	130	198	149	164	205	139	155
Drug lastniški kapital	944	880	726	734	1.096	1.141	828	841
Delnice/enote invest. skladov	5	86	101	134	150	296	375	406
Zavarovanja in pokojninske sheme	191	319	258	309	286	313	327	314
Drugo	1.133	201	-225	50	739	1.200	2.190	2.582
Nefinančne družbe								
Skupaj	1.455	1.085	214	272	501	1.253	2.340	3.215
Dolžniški vredn. papirji	-12	-251	-21	-53	-54	-63	-135	-76
Posojila	-133	231	-85	-422	-626	-790	-319	490
Delnice	6	61	117	97	122	132	50	42
Drug lastniški kapital	825	848	708	693	1.054	1.100	792	813
Drugo	768	195	-505	-43	5	874	1.953	1.947
Denarne finančne institucije								
Skupaj	2.356	4.225	11.493	11.538	10.772	14.716	11.988	12.796
Denarno zlato in PPČ	0	0	0	0	0	0	0	675
Gotovina in vloge	2.824	3.701	11.198	10.845	10.270	14.454	11.400	11.853
Dolžniški vredn. papirji	-229	454	339	679	467	338	463	128
Posojila	17	18	45	45	33	38	21	26
Delnice	-110	67	81	59	54	97	112	136
Drug lastniški kapital	0	0	0	0	0	0	0	0
Delnice/enote invest. skladov	25	-10	13	15	16	-35	-16	-14
Drugo	-171	-5	-182	-105	-68	-176	8	-8
Druge finančne institucije								
Skupaj	192	604	393	414	201	497	649	727
Dolžniški vredn. papirji	1	119	56	56	-35	-4	-53	-52
Posojila	-89	47	13	-83	-152	-145	-22	53
Delnice	0	0	1	-7	-12	-24	-23	-23
Drug lastniški kapital	109	31	18	41	42	40	36	30
Delnice/enote invest. skladov	-20	96	88	119	134	330	391	420
Zavarovanja in pokojninske sheme	191	318	258	309	277	304	318	306
Drugo	-1	-10	-43	-22	-53	-5	2	-6
Država								
Skupaj	660	-641	5.896	4.761	6.697	6.740	2.845	3.935
Gotovina in vloge	23	-34	-19	-35	-42	-96	33	-41
Dolžniški vredn. papirji	395	-787	5.090	4.604	5.622	6.133	1.902	2.676
Posojila	-206	106	292	-89	209	261	722	785
Delnice	5	1	0	0	0	0	0	0
Drug lastniški kapital	10	0	0	0	0	0	0	-2
Drugo	433	73	532	281	907	442	189	517
Gospodinjstva in NPISG								
Skupaj	858	645	276	207	89	292	484	676
Posojila	755	696	303	268	132	219	437	536
Drugo	103	-52	-27	-61	-42	73	47	140
Tujina								
Skupaj	2.745	4.571	7.544	6.195	6.204	6.964	4.770	6.356
Denarno zlato in PPČ	1	1	0	0	0	0	0	675
Gotovina in vloge	1.665	2.773	7.151	5.416	4.721	4.202	1.264	2.231
Dolžniški vredn. papirji	295	551	-35	258	331	853	603	18
Posojila	242	653	381	361	363	555	205	326
Delnice	96	1	73	178	634	761	843	862
Drug lastniški kapital	409	586	562	367	96	96	78	257
Delnice/enote invest. skladov	96	130	241	206	329	454	468	509
Zavarovanja in pokojninske sheme	-7	13	9	6	1	5	3	17
Drugo	-52	-138	-838	-598	-271	38	1.307	1.461

Tabela 10.14: Neto finančne transakcije, drseče vsote štirih četrtletij

mio EUR	2018	2019	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3
Domači sektor	2.232	2.196	1.814	2.071	2.792	2.321	2.583	1.783
Nefinančne družbe	-10	15	394	714	1.273	1.064	1.034	673
Denarne finančne institucije	166	129	395	390	448	534	448	415
Druge finančne institucije	81	-80	154	184	250	242	242	252
Država	314	192	-2.151	-2.378	-3.599	-3.980	-3.177	-3.268
Gospodinjstva in NPISG	1.682	1.941	3.021	3.160	4.420	4.460	4.036	3.710
Tujina	-2.232	-2.196	-1.814	-2.071	-2.792	-2.321	-2.583	-1.783

METODOLOŠKE OPOMBE

Ekonomski odnosi s tujino

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

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

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

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

Statistika finančnih institucij in trgov

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

Posebnosti metodologije so:

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

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

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

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

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

Statistika finančnih računov

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

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

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

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

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

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

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