

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO
ANALIZA ZADOLŽENOSTI SLOVENIJE

Ljubljana, september 2013

MELITA HABJAN

IZJAVA O AVTORSTVU

Spodaj podpisana Melita Habjan, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtorica diplomskega dela z naslovom Analizazadolženost Slovenije, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem dr. Vasjo Rant.

Izrecno izjavljam, da v skladu z določili Zakona o avtorski in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami) dovolim objavo zaključne strokovne naloge/diplomskega dela/specialističnega dela/magistrskega dela/doktorske disertacije na fakultetnih spletnih straneh.

S svojim podpisom zagotavljam, da

- je predloženo besedilo rezultat izključno mojega lastnega raziskovalnega dela;
- je predloženo besedilo jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem
 - o poskrbel(-a), da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam v zaključni strokovni nalogi/diplomskem delu/specialističnem delu/magistrskem delu/doktorski disertaciji, citirana oziroma navedena v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, in
 - o pridobil(-a) vsa dovoljenja za uporabo avtorskih del, ki so v celoti (v pisni ali grafični obliki) uporabljena v tekstu, in sem to v besedilu tudi jasno zapisal(-a);
- se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku (Ur. l. RS, št. 55/2008 s spremembami);
- se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predložene zaključne strokovne naloge/diplomskega dela/specialističnega dela/magistrskega dela/doktorske disertacije dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom.

V Ljubljani, dne 29.08.2013

Podpis avtorice: _____

KAZALO

UVOD	1
1 OPREDELITEV POJMA ZADOLŽENOSTI.....	2
1.1 Notranji in zunanji dolg.....	3
1.2 Javni in privatni/zasebni dolg.....	4
1.3 Bruto in neto dolg.....	5
1.4 Dejanski in potencialni javni dolg.....	6
1.5 Ključni dolžniški instrumenti	6
2 OPREDELITEV SEKTORJEV GOSPODARSTVA	7
2.1 Nefinančni sektor (S.11)	8
2.2 Finančni sektor (S.12)	9
2.3 Država (S.13)	10
2.4 Gospodinjstva (S.14).....	10
2.5 Tujina (S.2)	10
3 KAZALNIKI ZA MERJENJE ZADOLŽENOSTI.....	10
3.1 Kazalniki zadolženosti nefinančnega sektorja	11
3.2 Kazalniki zadolženosti finančnega sektorja	13
3.3 Kazalniki zadolženosti države.....	17
3.4 Kazalniki zadolženosti gospodinjstev	18
3.5 Kazalniki zunanje zadolženosti.....	19
4 ZADOLŽENOST PO SEKTORJIH.....	21
4.1 Podatki	21
4.2 Analiza neto zadolženosti.....	22
4.3 Analiza neto zunanje zadolženosti	25
4.4 Analiza bruto zadolženosti	28
4.4.1 Analiza bruto zadolženosti nefinančnega sektorja	30
4.4.2 Analiza bruto zadolženosti finančnega sektorja	33
4.4.3 Analiza bruto zadolženosti sektorja države	36
4.4.4 Analiza bruto zadolženosti sektorja gospodinjstev	39
4.4.5 Analiza bruto zunanje zadolženosti.....	42
SKLEP.....	44
LITERATURA IN VIRI.....	47
PRILOGE	

KAZALO SLIK

Slika 1: Tokovi sredstev skozi finančni sistem.....	2
Slika 2: Bilanca stanja nefinančnih (levo) in finančnih institucij (desno)	9
Slika 3: Neto finančno premoženje sektorjev države v mio EUR	23
Slika 4: Neto finančno premoženje sektorjev države v % BDP-ja	24
Slika 5: Neto finančna stanja do tujine v % BDP-ja po sektorjih	25
Slika 6: Neto finančno stanje do tujine po instrumentih v % BDP-ja.....	27
Slika 7: Stanje bruto dolžniških obveznosti nefinančnega sektorja v mio EUR in % BDP-ja	30
Slika 8: Stanje bruto dolžniških obveznosti finančnega sektorja v mio EUR in % BDP-ja	34
Slika 9: Stanje bruto dolžniških obveznosti sektorja države v mio EUR in % BDP-ja	37
Slika 10: Stanje bruto dolžniških obveznosti sektorja gospodinjstev v mio EUR in % BDP-ja ..	40
Slika 11: Stanje bruto zunanjih dolžniških obveznosti v mio EUR in % BDP-ja	43

KAZALO TABEL

Tabela 1: Sektorji in podsektorji	7
Tabela 2: Bruto zadolženost evroobmočja (EU-17) in Slovenije v obdobju 2004Q1-2011Q4	29
Tabela 3: Stanje bruto finančnih obveznosti nefinančnega sektorja v mio EUR in struktura bruto dolžniških obveznosti nefinančnega sektorja po instrumentih v %	32
Tabela 4: Stanje bruto finančnih obveznosti finančnega sektorja v mio EUR in struktura bruto dolžniških obveznosti finančnega sektorja po instrumentih v %	34
Tabela 5: Stanje bruto finančnih obveznosti sektorja države v mio EUR in struktura bruto dolžniških obveznosti sektorja države po instrumentih v %	38
Tabela 6: Stanje bruto finančnih obveznosti sektorja gospodinjstev v mio EUR in struktura bruto dolžniških obveznosti sektorja gospodinjstev po instrumentih v %	41
Tabela 7: Stanje bruto zunanjih finančnih obveznosti v mio EUR in struktura bruto zunanjih dolžniških obveznosti po instrumentih v %	43

UVOD

Od začetka finančne in gospodarske krize, ki globalnemu gospodarstvu predstavlja največji izziv po veliki depresiji iz začetka tridesetih let prejšnjega stoletja, je minilo že več kot pet let. Posledice dolžniške krize, ki je prizadela nekatere države evrskega območja, lahko ogrozijo gospodarsko stabilnost celotnega evrskega območja in se razširijo tudi na druge države EU.

Negotovo mednarodno okolje s povečanim sistemskim tveganjem na evropski ravni pomembno vpliva tudi na slovensko gospodarstvo. Zunanji šoki se odražajo na nefinančnih družbah in bankah. Te se v Sloveniji po koncu močne investicijske ekspanzije, ki je bila značilna za obdobje pred krizo, zdaj soočajo z visokim finančnim vzvodom. Ta pa se po eni strani odraža v veliki odvisnosti nefinančnih družb od bančnih posojil in v njihovi prezadolženosti, po drugi strani pa v veliki odvisnosti bank od tujih finančnih virov in v nelikvidnem domačem kapitalskem trgu. Takšno stanje negativno vpliva na gospodarsko rast in ne obeta hitrega okrevanja.

Namen tega diplomskega dela je – v luči trenutnih finančnih in gospodarskih težav Slovenije ter v širšem kontekstu krize – analizirati zadolženost gospodarskih sektorjev Slovenije, poglobitve razloge opaženih trendov in vzroke sprememb. Cilj diplomskega dela je z različnimi grafično-analitičnimi metodami prikazati zadolževanje po sektorjih v preučevanem obdobju.

Diplomsko delo je sestavljeno iz štirih poglavij, pri čemer teoretično-konceptualnemu delu sledi analitični del.

Prvo poglavje opredeljuje pojme zadolženosti in ključne dolžniške instrumente, ki so nam v pomoč pri razumevanju besedila.

V drugem poglavju so obravnavani sektorji gospodarstva, razdeljeni po enotnem sistemu nacionalnih računov (angl. *European system of accounts*- v nadaljevanju ESA-95), iz katerega je razvidno, kateri subjekti spadajo v sektor nefinančnih družb (S.11), finančnih družb (S.12), države (S.13), gospodinjstev (S.14) ter kateri subjekti spadajo v sektor tujine (S.2).

V tretjem poglavju so predstavljeni kazalniki za merjenje zadolženosti, ki so v diplomskem delu opredeljeni glede na sektor gospodarstva, na katerega se nanašajo. To so kazalniki zadolženosti finančnih in nefinančnih družb, kazalniki zadolženosti države, kazalniki zadolženosti gospodinjstev in nekateri kazalniki zunanje zadolženosti celotnega gospodarstva.

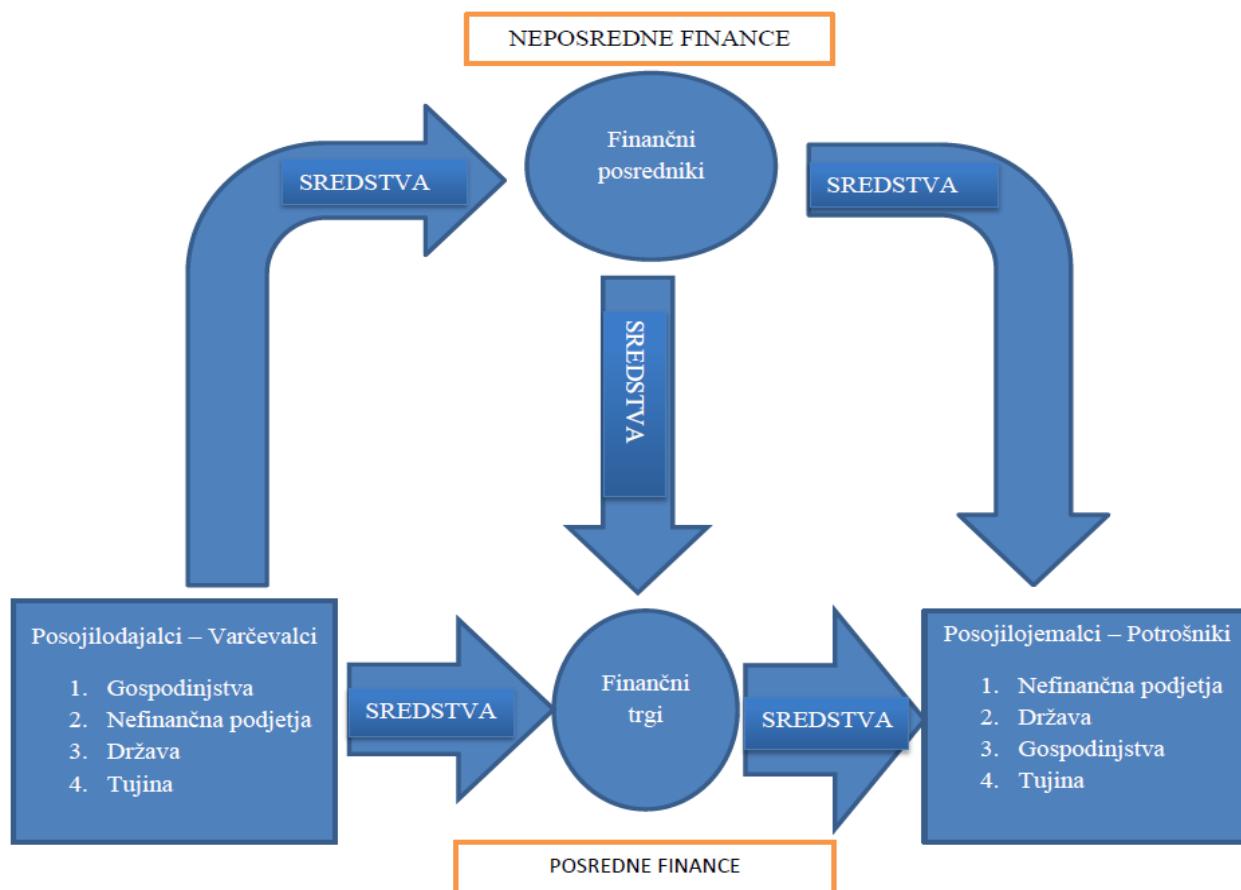
V četrtem poglavju sta predstavljeni neto zadolženost po sektorjih gospodarstva v mio EUR, izražena v % BDP-ja, in neto zunanja zadolženost, prav tako izražena v % BDP-ja. Sledi analiza bruto zadolženosti po sektorjih slovenskega gospodarstva in primerjava z državami članicami evroobmočja v obdobju 2001–2012. Na koncu četrtega dela je podrobno analizirana bruto zadolženost posameznega sektorja slovenskega gospodarstva v obdobju 2001–2010.

Peto poglavje povzema glavne ugotovitve diplomskega dela.

1 OPREDELITEV POJMA ZADOLŽENOSTI

Finance omogočajo, da na eni strani nastajajo dolgovi, na drugi pa terjatve. Pogoji za nastanek financ je obstoj gospodarskih celic, ki trošijo bodisi več bodisi manj, kot zaslužijo (deficitarne in suficitarne gospodarske celice). Če trošijo več, govorimo o finančnih primanjkljajih, če trošijo manj, pa o finančnih presežkih (Ribnikar, 2003, str. 155). Prikaz tokov sredstev v finančnem sistemu od suficitarnih k deficitarnim gospodarskim subjektom je prikazan na Sliki 1.

Slika 1: Tokovi sredstev skozi finančni sistem



Vir: F. S. Mishkin, *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, 2004, str. 26.

Uporaba dolžniških virov financiranja za poslovanje nefinančnega sektorja, države, gospodinjstev ali tujine sicer povečuje tveganje lastnikov kapitala, vendar pa ima ta način financiranja tudi svoje prednosti. Dolg kot poceni vir financiranja ob povečevanju uspešnosti poslovanja bolj poveča donosnost, kot če bi poslovanje financirali zgolj z lastniškim kapitalom. Če pa donosnost poslovanja upada, lahko dolg zaradi obveznega plačevanja obresti celo ogrozi poslovanje gospodarskega subjekta (Berk et al., 2004, str. 156).

Odločitev za dolžniško financiranje tako vpliva na nastanek finančnega tveganja. Ko se odločamo za različna razmerja med dolgom in lastniškim kapitalom, tehtamo med tveganjem in donosnostjo. Več dolga prinaša večjo pričakovano stopnjo donosnosti kapitala in hkrati tudi

večje tveganje, kar pomeni, da je optimalna struktura kapitala tista mešanica lastniškega in dolžniškega financiranja, ki vzpostavi ravnovesje med povečanim tveganjem zaradi večjega deleža dolga in višjo pričakovano donosnostjo (Brigham & Houston, 2004, str. 478).

Pojem zadolženosti lahko opredelimo na več načinov, in sicer glede na to, katere skupine gospodarskih celic beležijo finančne primanjkljaje in katere finančne presežke, ter glede na to, ali pri beleženju presežkov oz. primanjkljajev uporabimo bruto ali neto koncept.

1.1 Notranji in zunanji dolg

Notranji dolg je opredeljen kot skupni javni in zasebni dolg do rezidentov, ki se odplača v valuti, blagu in storitvah. Zunanji dolg pa je opredeljen kot skupni javni in zasebni dolg do nerezidentov, ki se odplača v valuti, blagu in storitvah.

Zunanji dolg se nanaša samo na dolg, ki se dolguje zunaj države, to je zasebnim poslovnim bankam in drugim gospodarskim subjektom zunaj države ter mednarodnim finančnim institucijam, na primer Mednarodnemu denarnemu skladu (angl. *International Monetary Fund* – v nadaljevanju IMF) ali Svetovni banki (angl. *World Bank*) (IMF, 2009b).

Notranji dolg je dolg svojim državljanom. Kot piše Samuelson, številni menijo, da notranji dolg ne predstavlja bremena, ker »ga dolgujemo samemu sebi«. Čeprav je ta trditev poenostavljena, predstavlja izvirno spoznanje. Če bi imel vsak državljan za 10.000 \$ državnih obveznic in bi morali servisirati samo ta dolg, ne bi bilo smiselno misliti o dolgu kot velikem bremenu skal, ki ga mora »nositi« vsak državljan. Ljudje v takšnem primeru preprosto dolgujejo sami sebi (Samuelson & Nordhaus, 2002, str. 650).

Po drugi strani pa mnogi ekonomisti nasprotujejo Samuelsonu, saj se pri notranjem dolgu pojavlja problem prenašanja sredstev med generacijami (angl. *Overlapping Generation Model*). Povračilo dolga v prihodnosti namreč vključuje prenos sredstev na poznejše generacije. Tako mladi potegnejo krajši konec, saj morajo prispevati k poplačilu dolga, od katerega ne bodo nikoli imeli koristi (Mishkin, 2004, str. 462).

Zunanji dolg pa država dolguje nerezidentom. V okolju odprtega pretoka kapitala so prisotni tuji vlagatelji, ki kupujejo izdane domače dolžniške instrumente, in domači vlagatelji, ki kupujejo izdane dolžniške vrednostne papirje na mednarodnem trgu. Servisiranje zunanjega dolga vključuje neto zmanjšanje virov, ki so na voljo ljudem v državi dolžnici. Samuelson in Nordhaus podajata primer iz 80. let 20. stoletja, ko so številne države doživele resne ekonomske težave, potem ko so si nabrale velike zunanje dolgove. Prisiljene so bile izvažati več, kot so uvažale (imeti presežek v trgovinski bilanci), da bi lahko servisirale svoje zunanje dolgove (plačevanje obresti in glavnice za najeta posojila v preteklosti). Države, kot sta Brazilija in Mehika, so morale dati na stran od četrte do tretjine svojih zaslužkov od izvoza, da so lahko servisirale zunanje dolgove. Breme servisiranja zunanjega doga pomeni zmanjšanje potrošnih možnosti naroda (Samuelson & Nordhaus, 2002, str. 650).

Podatki Mednarodnih finančnih statistik (angl. *International Financial Statistics – IFS*) kažejo, da se ta zgodba v 21. stoletju ponavlja. Grčija je npr. med letoma 2002 in 2009 v bilanci tekočega računa plačilne bilance zabeležila primanjkljaj, po podatkih Eurostata pa tudi proračunski primanjkljaj. Grčija je morala oba primanjkljaja financirati z zadolževanjem na mednarodnih kapitalskih trgih, kar jo je leta 2009 pripeljalo do bruto javnega dolga v višini 126,8 % BDP-ja, pri čemer je kar 79 % dolga v rokah tujih upnikov (Cabral, 2010). Grška politika se je morala odzvati na krizo tako, da je začela varčevati pri javni porabi (znižanje izdatkov za pokojnine in plače v javnem sektorju ter zmanjševanje obsega javnih storitev), in pridobivati nove javno-finančne prihodke (povečanje davkov in prispevkov). Uvesti je morala tudi strukturne reforme v gospodarstvu, ki so zarezale v pokojninski in zdravstveni sistem, navsezadnje pa tudi prodajati javno premoženje (Nelson, Belkin, & Mix, 2010). Vse to v praksi pomeni zniževanje življenjskega standarda.

1.2 Javni in privatni/zasebni dolg

Javni dolg je kategorija, ki nam daje informacijo o stanju obveznosti širšega sektorja države do preostalega dela nacionalnega gospodarstva in tujine. Državni ali javni dolg je sestavljen iz celotnih nakopičenih dolgov države, kar pomeni, da gre za seštevek vseh preteklih proračunskih primanjkljajev. Enak je celotni vrednosti izdanih nedospelih državnih obveznic, ki jih drži javnost. Javni dolg je porazdeljen po različnih ravneh ali tako imenovanih blagajnah. V Sloveniji imamo štiri blagajne: blagajno centralne države, blagajno lokalne države (občin) in blagajni skladov socialne varnosti (Zavod za zdravstveno zavarovanje Slovenije – v nadaljevanju ZZZS in Zavod za pokojninsko in invalidsko zavarovanje Slovenije – ZPIZ) (Stanovnik, 1998, str. 187).

Država lahko stabilizira oziroma zmanjša svoj javni dolg na tri načine: 1.) ustvarjati mora zadosten proračunski presežek, tako da zmanjša državno potrošnjo in transferje in/ali poveča davke; 2.) se poslužuje financiranja s strani centralne banke; 3.) odpiše del dolga ali celoten dolg ali uvede davek na državne obveznice (Blanchard, Amighini, & Giavazzi, 2010, str. 450).

Zadolženost države izvira iz neuravnoteženih javnofinančnih prihodkov in odhodkov. Do **proračunskega presežka** prihaja, ko vsi davki, prispevki in drugi prihodki države presežejo javnofinančne izdatke za dano leto. Do **proračunskega primanjkljaja** pa pride, ko javnofinančni izdatki presegajo davke, prispevke in druge prihodke države. Če ima država proračunski primanjkljaj, si mora manjkajoča sredstva sposoditi od gospodinjestev, finančnih in nefinančnih podjetij ali tujine, da plača svoje račune. Država si denarna sredstva po navadi izposoja z izdajanjem obveznic, ki predstavljajo obljubo, da bo v prihodnosti denar vrnila (Stanovnik, 1998, str. 187).

Država ima dve možnosti za financiranje proračunskega primanjkljaja, in sicer prodajo izdanih državnih obveznic centralni banki ali privatnim investitorjem (Blanchard et al., 2010, str. 437). V primeru dolžniškega financiranja oziroma sposojanja od javnosti (od gospodinjestev, podjetij,

poslovnih bank in drugih finančnih institucij) lahko pride do izrivanja zasebnih investicij. Ob tem pa nastane tudi problem zahteve po večji donosnosti obveznic, kar ponovno poveča javni dolg (Stanovnik, 2008, str. 264). Sposojanje denarja od centralne banke oziroma denarno financiranje ali monetariziranje dolga poteka z izdajo denarja za nakup izdanih državnih obveznic (Senjur, 2001, str. 215–216).

Leta 2010 sta se zaradi ogroženosti evra oblikovala Sklad za finančno stabilizacijo (angl. *European System of Financial Supervisors* – v nadaljevanju ESFS) in Evropski mehanizem za finančno stabilizacijo (angl. *European Financial Stabilisation Mechanism* – v nadaljevanju EFSM). Sklada predstavljata dodatno možnost reševanja dolžniške krize. ESFS ima možnost najema kredita ali izdajo vrednostnih papirjev, katerih namen je zagotoviti finančno pomoč tistim državam članicam evroobmočja, ki niso sposobne same zagotoviti tržnih virov financiranja za pokritje tekočega proračunskega primanjkljaja oziroma refinanciranja javnega dolga. Pomoč je v obliki posojil državi evroobmočja s poroštvom ostalih članic evroobmočja, v zameno pa se mora država posojilojemalka zavezati k izpeljavi reform in ukrepov za odpravo neravnovesij, zaradi katerih je izgubila dostop do finančnih trgov. EFSM omogoča Evropski komisiji izposojanje na finančnih trgih v imenu EU, ki za posojila tudi jamči. Komisija lahko ta izposojena sredstva posodi upravičeni državi članici, ki se zaveže k strogim pogojem glede izvajanja ekonomskih politik. Pomoč iz mehanizmov so do sedaj prejele že Grčija, Irska in Portugalska. Delovanje mehanizmov je predvideno do leta 2013. V začetku oktobra 2012 se je oblikoval tudi Evropski mehanizem za stabilnost (angl. *European Stability mechanism* – v nadaljevanju ESM), ki nadomešča oba omenjena mehanizma in predstavlja trajno rešitev. ESM izdaja dolžniške instrumente za financiranje posojil in drugih oblik finančne pomoči članicam evroobmočja.

Privatni/zasebni dolg je obveznost zasebno pravnih subjektov (Banka Slovenije, 1997, str. 80). Evropska centralna banka (angl. *European Central Bank* – v nadaljevanju ECB) med zasebno pravne subjekte uvršča nefinančni zasebni sektor, kot so gospodinjstva in nefinančna podjetja, ter subjekte finančnega zasebnega sektorja, npr. zasebne banke, zavarovalnice in pokojninski skladi (ECB, 2012b, str. 61).

1.3 Bruto in neto dolg

Pri zunanji zadolženosti oziroma zadolženosti države do tujine obstajata dva splošna pojma. Najbolj se uporablja koncept bruto zadolženosti, ki je opredeljen kot **stanje** skupnega obsega dolžniških obveznosti rezidentov države do nerezidentov. Neto zadolženost pa je opredeljena kot razlika med premoženjem rezidentov države in njihovimi obveznostmi do nerezidentov. Ta koncept se v praksi manj uporablja, ker se pri njegovem merjenju soočamo z veliko metodološkimi problemi (Mrak, 2002, str. 579).

Neto posojanje (+) ali sposojanje (–) celotnega gospodarstva je konsolidirana vsota neto posojanja ali sposojanja institucionalnih sektorjev v odnosu do tujine. Celotno gospodarstvo daje na voljo neto vire sektorjem po svetu (če je vsota pozitivna) ali jih iz tujine prejema (če je vsota

negativna). Neto posojanje (+) ali sposojanje (–) celotnega gospodarstva je po velikosti enako – vendar z nasprotnim predznakom – neto izposojanju (–) ali posojanju (+) ostalega sveta do domačega gospodarstva (Statistični urad Republike Slovenije – v nadaljevanju SURS, 2005a).

1.4 Dejanski in potencialni javni dolg

Poroštva države za dolgove niso dejanski, temveč so le potencialni dolgovi (potencialne obveznosti ali angl. *contingent liabilities*). Dejanski dolg postanejo šele takrat, ko primarni dolžnik, kateremu je država porok, svojih obveznosti v dogovorjenem roku ne izpolni (subsidiarna nova poroštva) (Ministrstvo za finance; 2004, Gregorčič, 1995).

Poleg podatkov o dejanskem javnem dolgu se pogosto navajajo tudi podatki o dolgu s poroštvom Republike Slovenije, ki pa se po nobeni od metodologij ne šteje v uradni javni dolg. Dolg s poroštvom ali potencialni javni dolg lahko postane dejanski javni dolg, če podjetja, katerim so bila poroštva dana, ne poravnajo svojih finančnih obveznosti tri leta zapored. Tako je država leta 2011 morala prevzeti dolg Slovenskih železnic. Pogosto pa se izpostavlja tudi problematičnost javno garantiranega dolga Darsa, ki ga država sicer še ni prevzela. Pri vprašanju vpliva poroštev na javni dolg je zato ključen razmislek, ali bo podjetjem, ki so jim bila poroštva dana, uspelo redno servisirati svoj dolg (Rant, 2011).

1.5 Ključni dolžniški instrumenti

Za prenos sredstev oz. prihrankov od posojilodajalcev oz. varčevalcev k posojilojemalcem oz. potrošnikom se uporabljajo posojila, komercialni krediti in dolžniški vrednostni papirji.

1. **Posojila** so zneski glavnice, ki jih dolžniki po pogodbi morajo odplačati upniku, četudi se s posojilom trguje z diskontom ali s premijo. Posojila so manj likvidna v primerjavi z drugimi sredstvi, saj največkrat niso poplačana predčasno oziroma pred datumom zapadlosti, kot so to lahko dolžniški vrednostni papirji. V primerjavi z drugimi sredstvi imajo tudi višjo stopnjo tveganja (Thomas, 2006, str. 211). Delijo se na **kratkoročna posojila**, katerih izvirna dospelost je po navadi največ eno leto – v izjemnih primerih največ dve leti –, posojila, odplačljiva na zahtevo, in na **dolgoročna posojila**. Izvirna dospelost slednjih je navadno več kot eno leto, v izjemnih primerih pa več kot dve leti.
2. **Komercialni krediti** so finančna sredstva, ki izhajajo iz dobaviteljevega ali kupčevega neposrednega kreditiranja transakcij z blagom in storitvami z odloženim plačilom ter predujmi za blago, ki je v teku ali se bo začelo in je povezano s temi transakcijami. Komercialni krediti se uporabljajo predvsem kot nadomestek posojil, katerih namen je pridobivanje cenejših finančnih sredstev na trgu s strani dobrih podjetij. Interes bank pa je zamenjati kredit s prenosljivimi vrednostnimi papirji (Prohaska, 2004, str. 20).
3. **Dolžniški vrednostni papirji**, razen delnic, so tržni finančni instrumenti, s katerimi izdajatelj kupcu ob zapadlosti obljublja poplačilo nominalnega zneska glavnice in obresti. Z

dolžniškimi vrednostnimi papirji se trguje na sekundarnih trgih, imetnik pa do institucionalne enote, ki jih je izdala, nima nobenih lastninskih pravic. Sem spadajo vrednostni papirji, razen delnic in izvedenih finančnih instrumentov, ki dajejo imetniku brezpogojno pravico do fiksne ali pogodbeno določenega variabilnega denarnega dohodka v obliki izplačil kuponov (obresti) in/ali vnaprej določenega fiksne zneska na določen datum ali datume ali z začetkom z dnem, določenim ob izdaji. Delimo jih na kratkoročne vrednostne papirje, razen delnic in izvedenih finančnih instrumentov, katerih izvirna dospelost je navadno največ eno leto – v izjemnih primerih največ dve leti – in dolgoročne vrednostne papirje, razen delnic in izvedenih finančnih instrumentov, katerih izvirna dospelost je navadno več kot eno leto, v izjemnih primerih pa več kot dve leti.

2 OPREDELITEV SEKTORJEV GOSPODARSTVA

Za kakovostno analizo zadolženosti rezidentov neke države je potrebno razumevanje petih sektorjev gospodarstva, ki združujejo posamezne skupine rezidentov z določenimi lastnostmi. Po enotnem sistemu nacionalnih računov (ESA-95) se rezidenti in nerezidenti delijo na sektorje in podsektorje, kot prikazuje Tabela 1. Podrobneje so opredeljena v nadaljevanju.

Tabela 1: Sektorji in podsektorji

SEKTORJI IN PODSEKTORJI	
Nefinančni sektor	S.11
Javne nefinančne družbe	S.11001
Domače zasebne nefinančne družbe	S.11002
Nefinančne družbe pod tujim nadzorom.	S.11003
Finančni sektor	S.12
Centralna banka	S.121
Druge denarne finančne institucije	S.122
Drugi finančni posredniki, razen zavarovalnih družb in pokojninskih skladov	S.123
Izvajalci pomožnih finančnih dejavnosti	S.124
Zavarovalne družbe in pokojninski skladi	S.125
Država	S.13
Centralna država	S.1311
Regionalna država	S.1312
Lokalna država	S.1313
Skladi socialne varnosti	S.1314

se nadaljuje

nadaljevanje

SEKTORJI IN PODSEKTORJI	
Gospodinjstva	S.14
Samozaposleni delodajalci	S.141
Samozaposleni brez zaposlenih	S.142
Zaposleni	S.143
Prejemniki dohodkov od lastnine	S.1441
Prejemniki pokojnin	S.1442
Prejemniki drugih transfernih dohodkov	S.1443
Druga gospodinjstva	S.145
Tujina	S.2
Evropska unija	S.21
Države članice EU	S.211
Institucije EU	S.212
Tretje države in mednarodne organizacije	S.22

Vir: Statistični urad Republike Slovenije, Sistem nacionalnih računov, 2012, str. 49.

V osnovi lahko podjetja razdelimo na dve osnovni skupini: finančna podjetja oziroma institucije in nefinančna podjetja. Prva so predvsem finančni posredniki, ki posredujejo finančna sredstva med celicami s finančnimi presežki in celicami s finančnimi primanjkljaji. Strukturo tipične bilance stanja finančnega in nefinančnega podjetja vidimo na Sliki 2.

2.1 Nefinančni sektor (S.11)

Nefinančne družbe so proizvodna in storitvena podjetja. Njihova glavna dejavnost je proizvodnja blaga in nefinančnih storitev. Sektor nefinančnih družb zajema tudi nepravne nefinančne družbe.

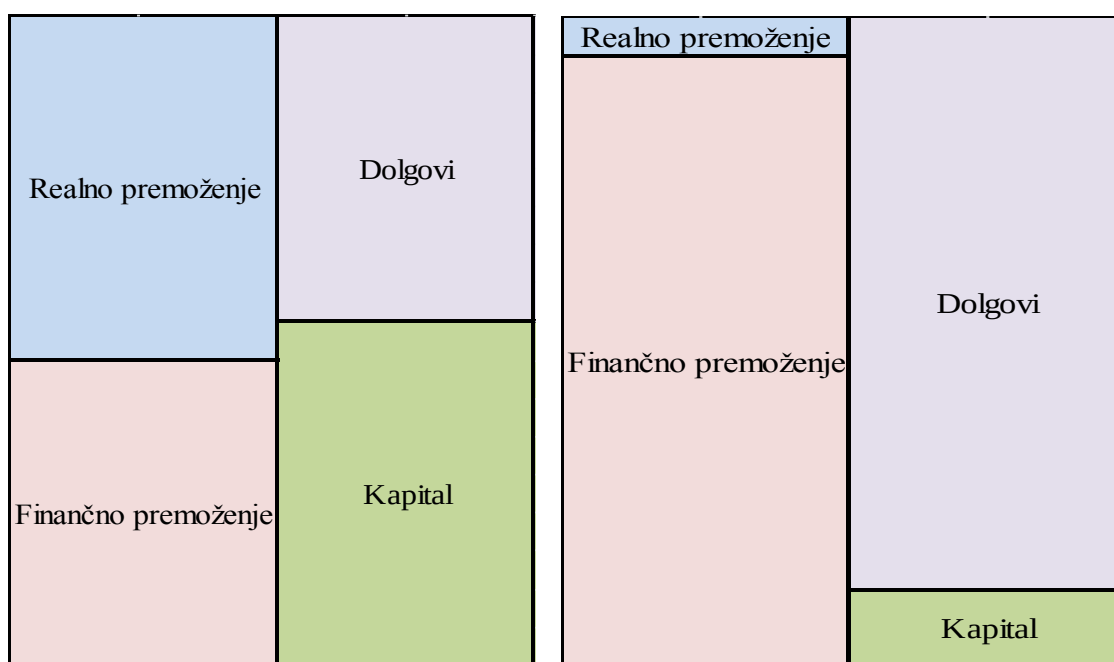
Bistvo nefinančnih podjetij torej ni v finančnem posredništvu, temveč v proizvodnji izdelkov in storitev. Za opravljanje tega potrebujejo določena sredstva, ki jim omogočajo proizvodnjo, npr. stroje, surovine in druga materialna sredstva, ki sodijo v realno premoženje. Bistvo pri teh podjetjih so torej materialna sredstva, ki omogočajo proizvodnjo, medtem ko je finančno premoženje drugotnega pomena, saj podjetjem le pomaga pri njihovi osnovni funkciji in ni predmet njihovega primarnega delovanja, tako kot je finančno premoženje bistvo pri finančnih institucijah. Lastniški in dolžniški viri financiranja nefinančnim podjetjem omogočajo, da pridejo do realnih sredstev, s katerimi nato proizvajajo končne izdelke.

Na tem mestu izpostavimo še to, da samostojni podjetniki ne spadajo v skupino nefinančnih družb, ampak se nahajajo v podskupini gospodinjstev (samozaposleni delodajalci oz. samozaposleni brez zaposlenih).

2.2 Finančni sektor (S.12)

Finančne družbe so finančni posredniki in/ali izvajalci pomožnih finančnih dejavnosti. Gre za banke, zavarovalnice in sklade, ki se ukvarjajo predvsem s pridobivanjem finančnih sredstev in prevzemanjem finančnih obveznosti z izvajanjem finančnih transakcij na trgu. Sredstva in obveznosti finančnih posrednikov imajo različne značilnosti. V procesu finančnega posredovanja se sredstva spreminjajo in preoblikujejo glede na zapadlost, obseg, tveganje in likvidnost, s čimer finančni posredniki zagotovijo raznolike potrebe in preference dolžnikov in upnikov.

Slika 2: Bilanca stanja nefinančnih (levo) in finančnih institucij (desno)



Vir: Z. Bodie, A. Kane., & A.J. Marcus., *Investments*, 1999, str. 8-10.

Finančne institucije so torej hkrati posojilojemalci in posojilodajalci. To je značilno za vsako podjetje. Posebnost finančnih podjetij (ki je posledica njihove dejavnosti) je, da v njihovih premoženjskih bilancah nastopajo predvsem finančna sredstva in dolgovi, medtem ko je realnega premoženja in kapitala v primerjavi z nefinančnimi organizacijami izredno malo.

Če primerjamo bilanci (Slika 2), vidimo, da imajo nefinančna podjetja več realnega premoženja kot finančna, hkrati pa imajo manj finančnega premoženja. To je razumljivo, saj finančne institucije za svoje delovanje (finančno posredništvo) ne potrebujejo tako veliko realnega premoženja kot nefinančna podjetja, hkrati pa so finančna sredstva edini vir pridobivanja prihodkov. Pri nefinančnih podjetjih je glavni vir prihodka prodaja končnih proizvodov, ki so jih proizvedla v procesu proizvodnje.

2.3 Država (S.13)

Država kot ekonomski subjekt na centralni, regionalni in lokalni ravni, ki je razdeljena tako na netržne proizvajalce, katerih proizvodnja je namenjena individualni in kolektivni potrošnji, in na institucionalne enote, ki se ukvarjajo večinoma s prerazdeljevanjem nacionalnega dohodka in bogastva. Financirajo se pretežno z obveznimi plačili enot, ki pripadajo drugim sektorjem.

2.4 Gospodinjstva (S.14)

Sektor gospodinjstev zajema posameznike in skupine posameznikov kot potrošnike ali kot podjetnike, ki proizvajajo tržno blago ter nefinančne in finančne storitve. Po ESA-95 v sektor gospodinjstev spadajo tudi samostojni podjetniki (samozaposleni delodajalci in samozaposleni brez zaposlenih).

2.5 Tujina (S.2)

Sektor tujina je vse, kar niso rezidenti določenega gospodarstva in je skupina enot brez značilnih funkcij ali značilnih virov. Sestavljajo jo nerezidenčne enote, če so udeležene v transakcijah z rezidenčnimi institucionalnimi enotami ali imajo druge ekonomske povezave z njimi. Nerezidenti so lahko tako tuje finančne institucije, nefinančna podjetja, države, kot tudi gospodinjstva, kadar vstopajo v interakcijo z domačimi rezidenti.

3 KAZALNIKI ZA MERJENJE ZADOLŽENOSTI

Kazalniki zadolženosti so pomemben vir informacij. Predstavljajo analitična izhodišča, zato jih je dobro razumeti, preden zadolženost analiziramo po sektorjih. Pri kazalnikih zadolženosti gre za relativno primerjavo, saj nam absolutni podatki dolžniških finančnih instrumentov ne povedo dovolj. S kazalniki primerjamo oziroma ugotavljamo spremembo tokov oz. stanj posameznega sektorja v določenem obdobju.

Pri primerjavi kazalnikov je treba paziti, da sta primerljivi tako vsebina, kot tudi vrednotenje predpostavk, ki nastopajo kot inputi pri izračunih posameznih kazalnikov. Iz tega izhaja, da so kazalniki po eni strani preprosto, po drugi pa zelo zapleteno sredstvo za ocenjevanje subjekta in zato lahko vodijo tudi do sprejemanja napačnih zaključkov in odločitev (Duhovnik, 2003, str. 231).

Priznavanje potrebe po statističnih podatkih finančnih kazalnikov v mednarodni skupnosti je nastalo zaradi finančnih kriz v devetdesetih letih prejšnjega stoletja. Nastala je potreba po visoko frekvenčni statistiki, s katero bi se lahko izognili finančnim krizam, ki so pogosto povzročile hude motnje gospodarske dejavnosti. Statistika je pomagala politikom oz. vodilnim organom pri makrobonitetnih analizah za zaščito finančnih sistemov (IMF, 2006).

Kazalniki zadolženosti so ločeni po gospodarskih sektorjih.

3.1 Kazalniki zadolženosti nefinančnega sektorja

Med osnovne kazalnike zadolženosti spadata stopnja zadolženosti in stopnja kapitalizacije.

Stopnja zadolženosti (angl. *Debt ratio*, *Debt to Asset ratio*) nam pove, v kolikšni meri podjetje uporablja zadolževanje kot eno izmed oblik financiranja. Po mnenju Brigham in Houstona je povprečna stopnja zadolženosti za industrijo 40-odstotna, celotni dolg pa je sestavljen iz vseh tekočih obveznosti in dolgoročnega dolga. Kreditodajalci niso naklonjeni visoki stopnji zadolženosti, saj nižja stopnja zadolženosti pomeni več možnosti za upnike v primeru likvidacije. Po drugi strani pa so lastniki bolj naklonjeni večjemu finančnemu vzvodu, saj jim lahko prinese povečanje pričakovanega dobička brez dodatnega lastnega kapitalskega vložka (Brigham & Houston, 2004, str. 478).

Stopnja kapitalizacije (angl. *Capital to Asset Ratio*) nam pove, koliko sredstev podjetje financira iz lastnega kapitala. Kazalnik prikazuje delež lastnikov med viri financiranja, kar pomeni, da izraža stopnjo lastniškega financiranja. Gre za enega izmed kazalnikov, s katerimi ugotavljamo finančno tveganje. Velika vrednost tega kazalnika izraža konservativno (varno) finančno politiko podjetja, kar vpliva na zmanjšanje tveganja pri poslovanju podjetja. Po drugi strani pa visoka stopnja kapitalizacije predstavlja problem v tem, da je težje doseči večjo dobičkonosnost kapitala. To pa lahko povzroča nezadovoljstvo lastnikov kapitala, saj je dobičkonosnost njihov glavni cilj (Benedik, 2003, str. 52). Nižja stopnja kapitalizacije po drugi strani sicer lažje povečuje donose, lahko pa tudi hitreje pripelje do velikih izgub, kot se je pokazalo v obdobju gospodarske krize.

Finančni vzvod (angl. *Total Debt to Equity*) nam pove, koliko dolga obstaja na eno enoto kapitala. Kazalnik prikazuje zadolženost podjetja in hkrati izraža varnost naložb upnika. Za upnike je najbolj pomembno, da je vrednost tega kazalnika čim manjša. Nasprotno pa so lastniki podjetja lahko zainteresirani, da je vrednost kazalnika čim večja. Če podjetje na primer z novim dolgom odkupi lastne delnice, bo posledično najverjetneje padla vrednost dolga, saj enak obseg naložb podjetja zdaj podpira več dolga, ki je zato bolj tvegan in s tem manj vreden. Tako se lahko zgodi, da po poslovodskem odkupu lastnih delnic vrednost delnice naraste, vrednost obveznice pa pade. Podjetje lahko izgubi dostop do dolga ali pa cena dolga (obrestna mera) zelo naraste.

Obseg financiranja z dolгови (finančni vzvod) ima za podjetje tri pomembne vloge (Duhovnik, 1995, str. 40): a) s povečanjem dolga pri financiranju podjetja lastniki obdržijo nadzor nad podjetjem, saj dolg spodbuja menedžerje k večji učinkovitosti; b) posojilodajalci upoštevajo delež kapitala v finančnem vzvodu pri ugotavljanju varnosti podjetja glede tveganja – če lastniki zagotovijo le majhen delež celotnega financiranja, tveganje pri poslovanju v glavnem bremeni posojilodajalce; c) če dobičkonosnost podjetja presega obrestno mero za izposojena sredstva, se dobičkonosnost kapitala poveča.

Prav tako zgovoren kazalnik je **kazalnik dolgoročne pokritosti osnovnih sredstev** (angl. *Equity to Long-term Assets*), ki jo lahko merimo na dva načina: a) Koeficient dolgoročne pokritosti osnovnih sredstev kaže dolgoročno financiranje osnovnih sredstev. Standardne vrednosti omenjenega koeficienta se gibljejo med 1,2 do 1,6 (Koletnik, 1997, str. 245); b) Koeficient dolgoročne pokritosti osnovnih sredstev in zalog prikazuje dolgoročno financiranje vseh tistih sredstev, ki se morajo financirati z dolgoročnimi viri. Standardna vrednost koeficienta znaša 1 (Koletnik, 1997, str. 245)

Pri **razmerju med dobičkom in stroški obresti** (angl. *Interest Coverage Ratio*) oziroma obseg financiranja z dolgom vpliva na sprotno poravnavanje zapadlih obveznosti. Podjetje mora upniku plačevati obresti. Kakšna je možnost podjetja glede teh vračil, izraža ta kazalnik, ki hkrati pove, koliko lahko pade dobiček iz poslovanja, ne da bi bilo ogroženo odplačevanje obresti. Za upnika je kazalnik tem bolj ugoden, čim višji je (Ipavec, 2004, str. 14-15).

IMF ob finančnem vzvodu in razmerju med dobičkom in stroški obresti navaja še tri kazalnike, ki potrjujejo finančno kondicijo entitet v nefinančnem sektorju, in sicer:

Donosnost kapitala (angl. *Return on equity* - v nadaljevanju ROE) je razmerje med čistim dobičkom (to je brez obresti in pred obdavčitvijo) (angl. *Earnings Before Interests and Taxes* – EBIT) in povprečno vrednostjo kapitala. ROE je lahko precej nihajoč kazalec, saj se spreminja skupaj s spreminjanjem finančnega vzvoda, ki ga lahko menedžment v podjetju hitro uravnava v svojo korist. Finančni vzvod se lahko hitro spremeni z novim zadolževanjem ali poplačilom dolga. ROE nam pove, koliko odstotno dobičkonosnost ustvari podjetje glede na lastniški kapital; višji kot je odstotek, boljša je izkoriščenost lastniškega kapitala (White, Sondhi, & Fried, 2003, str. 1104).

Neto tečajna izpostavljenost do lastniškega kapitala (angl. *Net foreign exchange exposure to equity*) je izpostavljenost nefinančnih družb valutnemu tveganju v primerjavi z njihovim kapitalom. Bolj kot je nefinančna družba izpostavljena tujemu valutnemu tveganju, tem bolj pomembno depreciacija valute pritiska na finančno trdnost nefinančnih družb in s tem na bančni sistem. To velja tako za zadolževanje na domačem trgu v tuji valuti in zadolževanje na tujih trgih v tuji valuti (IMF, 2006).

Število vlog za zaščito pred upniki (angl. *Number of applications for protection from creditors*) je kazalnik, pri katerem je trend možnosti stečaja odvisen od narave stečaja in povezane zakonodaje ter od faze stečajnega postopka. Gre preprosto za seštevek vlog rezidenčnih nefinančnih družb, ki so bile vložene za zaščito pred upniki (IMF; 2006).

V okviru tega sklopa mnogi direktorji menijo, da je treba spodbujati ločeno zbiranje podatkov kazalnikov za podjetja in nepremičninski sektor, saj takšno zbiranje lahko služi kot zgodnji opozorilni pokazatelj tveganja za bančni sektor.

3.2 Kazalniki zadolženosti finančnega sektorja

V obdobju finančne stabilnosti mora finančni sistem zagotavljati ustrezno porazdelitev prihrankov in tveganj, omogočati akumulacijo premoženja ter spodbujati razvoj in gospodarsko rast z učinkovitim omogočanjem delovanja plačilnega sistema. Za zagotavljanje stabilnosti mora finančni sistem omejiti neravnotežja in z njimi ustrezno ravnati, preden ogrozijo celotno gospodarstvo (Houben, Kakes, & Schinasi, 2004, str. 11–12). Zato je zelo pomembno ugotavljanje in spremljanje kazalnikov zadolženosti finančnega sektorja.

V praksi se pojavljajo težave pri ocenjevanju finančne stabilnosti, saj jo moramo ocenjevati z več kazalniki. Faktorjem, ki vplivajo na raven finančne stabilnosti, je treba pripisati ustrezno težo glede na njihov vpliv na realni sektor gospodarstva. Zelo težko je napovedovati gibanje na področju finančne stabilnosti, vendar je naloga vseh institucij, ki ocenjujejo stabilnost finančnega sistema, da poskušajo napovedati vrsto in obseg tveganj ter potencialno ranljivost sistema, ki bi lahko pripeljala do motenj oziroma krize finančnega sistema (Schinasi, 2004, str. 11).

IMF-kazalnike finančne stabilnosti finančnega sektorja delimo v tri skupine, in sicer glede na to, ali temeljijo na kapitalu, sredstvih ali prihodkih oz. odhodkih (IMF, 2006). V diplomski nalogi so ti kazalniki predstavljeni spodaj in vsebinsko razdeljeni v pet skupin: na 1.) kazalnike donosnosti; 2.) kazalnike kapitaliziranosti; 3.) kazalnike likvidnosti; 4.) kazalnike kreditnih tveganj; 5.) operativne kazalnike.

1. KAZALNIKI DONOSNOSTI

- **Donosnost kapitala (čisti dobiček na povprečni kapital)** (angl. *Return on equity (net income to average capital)*) je namenjen merjenju učinkovitosti depozitarnih institucij (v nadaljevanju banke) pri uporabi svojega kapitala. Sčasoma lahko kazalnik poda tudi informacijo o vzdržnosti kapitala bank. Kazalnik je zaradi dveh razlogov treba razlagati v kombinaciji s kazalnikom kapitalske ustreznosti. Prvič, visoko razmerje donosnosti kapitala lahko kaže na visoko dobičkonosnost in/ali nizko kapitalizacijo. Drugič, nizko razmerje lahko kaže na nizko donosnost in/ali visoko kapitalizacijo. Donos na kapital se izračuna tako, da delimo čisti dohodek (bruto dohodek, zmanjšan za bruto odhodek) s povprečno vrednostjo kapitala v istem obdobju.
- **Prihodek na sredstva (neto prihodek na povprečna celotna sredstva)** (angl. *Return on assets (net income to average total assets)*) Uporaba tega kazalnika je namenjena merjenju izkoriščenosti sredstev bank.
- **Obrestna marža v bruto dohodku** (angl. *Interest margin to gross income*) je kazalnik, ki meri razmerje med neto prihodkom od obresti (prihodek od obresti, zmanjšan za strošek od obresti) in bruto dohodkom. Na to razmerje lahko vpliva razmerje kapitala in sredstev bank. Ob dani stopnji sredstev, večji donosnosti kapitala in manjših potrebah zadolževanja se lahko znižajo stroški obresti in povečajo neto prihodki od obresti.
- **Prihodek od trgovanja v celotnih prihodkih** (angl. *Trading income to total income*) je kazalnik, ki prikazuje delež prihodka bank iz aktivnosti na finančnem trgu (vštevši tečajno

poslovanje) v celotnih prihodkih. Kazalnik pripomore k ugotavljanju profitne stabilnosti oziroma vzdržnosti.

2. KAZALNIKI KAPITALIZIRANOSTI

- **Regulatorni kapital tveganju prilagojenih sredstev** (angl. *Regulatory capital to risk-weighted assets*) meri kapitalsko ustreznost bank. **Stopnja 1 regulatornega kapitala tveganju prilagojenih sredstev** (angl. *Regulatory Tier 1 capital to risk-weighted assets*) je ožji kazalnik, vendar se izračunava na enak način. Regulativni kapital stopnje 1 (angl. *Regulatory Tier 1 capital*) vsebuje vplačane in navadne delnice.
- **Kapital na sredstva** (angl. *Capital to assets*) je kazalnik, ki omogoča prikaz finančnega vzvoda. Pove nam, v kolikšni meri se sredstva (ne)financirajo iz lastnih sredstev. Tudi ta kazalnik meri kapitalsko ustreznost v sektorju bank.

3. KAZALNIKI LIKVIDNOSTI

- **Likvidna sredstva glede na celotna sredstva oziroma na bilančno vsoto (Stopnja likvidnosti sredstev)** (angl. *Liquid assets to total assets (Liquid asset ratio)*) je kazalnik, ki meri likvidnost, ki je na voljo za izpolnjevanje pričakovane in nepričakovane potrebe po gotovini.
- **Likvidna sredstva glede na kratkoročne obveznosti** (angl. *Liquid assets to short-term liabilities*) je kazalnik, namenjen za ugotavljanje likvidnostne neusklajenosti sredstev in obveznosti. Pove nam, v kolikšni meri bi lahko banke izpolnile kratkoročne obveznosti s sredstvi, ne da bi se soočale z likvidnostnimi težavami.
- **Depoziti strank na skupna (ne-medbančna) posojila** (angl. *Customer deposits to total (non-interbank) loans*) je kazalnik likvidnosti, saj primerja "stabilnost" depozitov glede na bruto kredite (brez medbančne dejavnosti). Če naraste pritisk na likvidnost v primeru, ko je obseg "stabilnih" depozitov v razmerju do posojil nizek, lahko pride do večjega tveganja ob nelikvidnosti.

4. KAZALNIKI KREDITNIH TVEGANJ

- **Slaba posojila, zmanjšana za rezervacije za slaba posojila glede na kapital** (angl. *Nonperforming loans net of provisions to capital*) je kazalnik, namenjen primerjavi potencialnih vplivov slabih posojil, zmanjšanih za rezervacije za slaba posojila, s kapitalom. S pomočjo tega kazalnika lahko ugotovimo, kakšna je zmogljivost bančnega kapitala, da vzdrži nastale izgube, povezane s slabimi posojili. Vendar pa je vpliv izgub slabih posojil na kapital v večini primerov negotov. Banka lahko pričakuje nekaj povračil izgub zaradi slabih posojil, saj so lahko posojila zavarovana ali pa so uporabljene druge oblike za zmanjšanje kreditnega tveganja
- **Velika izpostavljenost glede na kapital** (angl. *Large exposures to capital*) je kazalnik, namenjen določitvi ranljivosti, ki izhaja iz koncentracije kreditnega tveganja. Velika izpostavljenost se nanaša na eno ali več kreditnih izpostavljenosti do istih posameznikov ali

skupin, ki presegajo določen odstotek regulatornega kapitala, na primer 10 odstotkov. Kazalnik se uporablja na ravni posameznih bank.

- **Neto odprte pozicije v tuji valuti glede na kapital** (angl. *Net open position in foreign exchange to capital*) je kazalnik, namenjen določitvi izpostavljenosti bank tečajnemu tveganju v primerjavi s kapitalom. Ta kazalnik poda informacijo o razmerju med neusklajenostjo (odprto pozicijo) sredstev in obveznostmi v tuji valuti ter kapitalom. S tem se lahko oceni potencialno ranljivost kapitala glede na gibanje deviznega tečaja za celotni bančni sektor. Postavke v tuji valuti vsebujejo tako obveznosti oziroma terjatve v tuji valuti (denominirane v tuji valuti), kot tudi obveznosti, ki se plačajo v domači valuti, vendar so zneski vezani na tujo valuto (angl. *foreign-currency-linked*).
- **Položaj bruto sredstev in obveznosti v izvedenih finančnih instrumentih glede na kapital** (angl. *Gross asset and liability positions in financial derivatives to capital*) je kazalnik, ki nam pove, kolikšna je izpostavljenost finančnih pozicij izvedenih finančnih instrumentov v razmerju do kapitala za celoten bančni sektor.
- **Neto odprta pozicija lastniškega kapitala na kapital** (angl. *Net open position in equities to capital*) je kazalnik, namenjen določanju izpostavljenosti zaradi tveganja spremembe vrednosti premoženja glede na kapital bank. Tudi če sektor kot celota nima izpostavljenega kapitalskega položaja, to morda ne bo veljalo za posamezne banke ali skupine bank. Lastniška izpostavljenost tveganju je tveganje, pri katerem sprememba cene kapitala vpliva na vrednost portfelja bank in s tem na kapitalsko pozicijo. Ta kazalnik se izračuna tako, da se razmerje odprte pozicije lastniških vrednostnih papirjev postavi v števec, kapital pa v imenovalec. Odprta pozicija se izračuna kot vsota deležev v bilanci stanja, lastniških vrednostnih papirjev in hipotetične pozicije v lastniških izvedenih finančnih instrumentih. Neto pozicija je pozitivna, če gre za dolgo pozicijo (angl. *long position*), oz. negativna, če gre za kratko pozicijo (angl. *short position*). Pozicije na trgu se izračuna na podlagi tržne vrednosti.
- **Neservisirana posojila glede na celotna bruto posojila** (angl. *Non-performing loans to total gross loans*) je kazalnik, ki je namenjen zaznavanju problemov s kakovostjo sredstev v portfelju.
- **Sektorska razpršenost posojil med vsemi posojili** (angl. *Sectoral distribution of loans to total loans*) je kazalnik, ki poda informacijo o razpršenosti posojil za sektor rezidentov in nerezidentov. Ob veliki koncentraciji agregatnih kreditov v specifičnem ekonomskem sektorju rezidentov je to pomemben signal ranljivosti bančnega sektorja glede na stopnjo njihove aktivnosti, cene in dobičkonosnosti znotraj tega sektorja.
- **Posojila za (stanovanjske) nepremičnine rezidentov glede na celotna posojila** (angl. *Residential real estate loans to total loans*) je kazalnik, ki je namenjen ugotavljanju izpostavljenosti bank sektorju rezidentov nepremičnin s poudarkom na gospodinjstvih. Izkušnje kažejo, da je tipično za trg nepremičnin, da je hitra rast realnih cen nepremičnin, spodbujena s strani hitrega povečanja bančnih kreditov, kar je lahko posledica ekspanzivne monetarne politike. Ko postane monetarna politika bolj restriktivna, to lahko privede do zloma tržnih cen nepremičnin. Običajno imajo dolžniki težave z odplačevanjem posojil, kar privede do težav v finančnem sektorju. Poleg tega v primeru, da so nepremičnine namenjene

zavarovanju posojil, ima znižanje njihove tržne cene (še posebej če pade cena nepremičnine pade pod vrednost posojila) za posledico še slabši položaj za finančni sektor.

- **Posojila za poslovne nepremičnine glede na celotna posojila** (angl. *Commercial real estate loans to total loans*) je kazalnik, ki meri izpostavljenost bank trgu poslovnih nepremičnin. Razlogi za uporabo tega kazalnika so podobni tistim pri stanovanjskih posojilih rezidentov, opisanem zgoraj. Vendar pa so učinki nihanja tržnih cen poslovnih nepremičnin na gospodarstvo drugačni, saj je število posojilojemalcev manjše kot v primeru gospodinjstev.
- **Geografska porazdeljenost posojil glede na celotna posojila** (angl. *Geographical distribution of loans to total loans*) je kazalnik, ki poda informacijo o geografski razpršenosti posojil (grupiranje držav po regijah). Omogoča zaznavo povečanega kreditnega tveganja zaradi izpostavljenosti bank skupini držav in lahko pomaga pri presoji, kakšen vpliv ima nezaželen dogodek v teh državah na domači finančni sistem.
- **Posojila, denominirana v tuji valuti, glede na celotna posojila** (angl. *Foreign-currency-denominated loans to total loans*). Ta kazalnik meri relativno vrednost posojil v tuji valuti, in sicer glede na celotna posojila. Posebej v državah, v katerih je domače posojanje v tuji valuti za rezidente dovoljeno, je pomembno imeti pregled nad stopnjo posojil, denominiranih v tuji valuti, glede na celotna posojila. Kreditno tveganje je povezano z zmožnostjo domačih izposojevalcev, da lahko odplačujejo obveznosti, denominirane v tuji valuti, posebej v primeru velikih devalvacij.
- **Obveznosti, denominirane v tuji valuti, glede na celotna posojila** (angl. *Foreign-currency-denominated liabilities to total liabilities*). Ta kazalnik meri relativno odvisnost obveznosti v tuji valuti glede na celotne obveznosti. Vrednost tega kazalnika je treba obravnavati skupaj z vrednostjo prejšnjega kazalnika: vrednost posojil, denominiranih v tuji valuti, glede na celotna posojila. Banke lahko zmanjšajo izpostavljenost nihanju deviznega tečaja, če sposojeni denar v tuji valuti posojajo naprej.

5. OPERATIVNI KAZALNIKI

- **Neobrestni stroški v bruto dohodku** (angl. *Non-interest expenses to gross income*) je kazalnik, ki meri velikost administrativnih stroškov v bruto prihodku (vsota obrestne marže in neobrestnega prihodka).
- **Strošek zaposlenih v neobrestnih stroških** (angl. *Personnel expenses to non-interest expenses*) je kazalnik, ki meri velikost stroškov zaposlenih v administrativnih stroških.

Upoštevanje makroekonomskih povezav med nefinančnim in finančnim sektorjem gospodarstva je zelo pomembno pri merjenju možnega vpliva finančne krize na makroekonomski razvoj. Te povezave izhajajo iz izposojanja in posojanja sredstev med bančnim sektorjem in drugimi sektorji. Obseg teh povezav merimo s kombinacijo monetarnih/denarnih podatkov in transakcij, ki potekajo skozi tuje centre (kar nam omogoča mednarodna bančna statistika) (angl. *international banking statistics - BIS*). Ker v večini gospodarstev banke predstavljajo center finančnega sistema, so omenjene povezave lahko zelo pomembne. Nabor kazalnikov pomaga razumeti pomen bank za gospodarstvo in oceniti možne posledice finančne krize. Pri tem so

pomembni naslednji podatki: število institucij in možna lastništva, število podružnic in zaposlenih, absolutna in relativna velikost sredstev v lastništvu itd. Tujim bankam so ti kazalniki v primeru finančne krize v pomoč pri odločanju za nudenje pomoči domačim bankam. Tudi država lahko na podlagi teh kazalnikov nudi finančno pomoč in izvaja nadzor.

3.3 Kazalniki zadolženosti države

Stopnja zadolženosti (angl. *Debt-to-GDP ratio, Level of indebtedness*) je enaka razmerju nominalnega dolga države z dohodkom, ki je zmnožek cene in realnega proizvoda. Nominalni javni dolg raste zaradi proračunskega primanjkljaja. Dohodek se povečuje zaradi rasti cen (inflacija) in zaradi realne rasti družbenega proizvoda (Senjur, 1999, str. 302).

IMF med kazalniki zadolženosti države poleg zgornjega navaja še druge kazalnike, ki bodo predstavljeni v nadaljevanju (IMF, 2000). Povedati je treba, da večja vrednost izračunanega kazalnika pomeni večje breme za odplačevanje dolga, pri čemer je velikost bremena odvisna od obrestne mere in stopnje rasti zunanjega javnega dolga na eni strani ter na drugi od BDP-ja ali davčnih prihodkov.

Servisiranje dolga javnega sektorja glede na izvoz (angl. *Public Sector Debt Service over Exports*) je koristen pokazatelj pripravljenosti javnega sektorja za poplačilo dolgov in prenos tveganja.

Javni dolg glede na BDP oziroma davčne prihodke (angl. *Public Debt over GDP or Tax Revenues*) je kazalnik, ki podaja oceno solventnosti javnega sektorja oziroma zmožnost pobiranja davkov in s tem prihodkov vlade v primerjavi z bremenom dolga.

IMF izračunava tudi **povprečno dobo odplačevanja oziroma zapadlosti nekoncesioniranega dolga** (angl. *Average maturity of nonconcessional debt*). Ta kazalnik je namenjen merjenju dobe odplačevanja, ki ne temelji na dolgoročnem odplačevanju koncesijskega dolga (angl. *concessional debt*). Koncesijski dolg je najet po pogojih, ki so bistveno ugodnejši od tržnih. Koncesijske pogoje je možno doseči z nižjimi obrestnimi merami, kot so na voljo na trgu, s podaljšanimi roki ali pa s kombinacijo prvega in drugega. Za koncesijska posojila je običajno značilno dolgo obdobje mirovanja. Doba odplačevanja je opredeljena kot vsota sedanje vrednosti dolga (plačila glavnice in obresti), pomnožena s časom, do katerega ta plačila ne zapadejo, deljeno s skupno sedanjo vrednostjo vseh dolžniških plačil.

Dolg v tuji valuti glede na celoten dolg (angl. *Foreign currency debt over total debt*) je kazalnik, ki vključuje kot devizni dolg tudi valutno indeksiran dolg. Na kazalnik vpliva sprememba tečaja.

Prav tako so v uporabi nekateri drugi kazalniki (Blanchard, 1990), ki kot merilo upoštevajo dolg glede na BDP. Nekateri izmed njih poskušajo primerjati plačilo obresti ali dolga glede na različno raven dohodka. Glavni kazalniki, ki uporabljajo ta koncept za oceno dolga, so t. i.

skupni kazalniki dolga. Nekateri izmed teh se nanašajo na sestavo dolga (znesek zunanjih in notranjih obveznosti), na fiksne, variabilne in realne dele obveznosti ter na zneske kratkoročnega, srednjeročnega in dolgoročnega dolga. Ti kazalniki so koristni za prikaz razvoja dolga in plačilne sposobnosti ter dajejo nekatere signale o poslabšanju ali izboljšanju položaja vlade (International Organization of Supreme Audit Institutions – v nadaljevanju INTOSAI, 2010, str. 9).

Servisiranje dolga v davčnih prihodkih (angl. *Debt Service over domestic budgetary revenue*) je kazalnik, ki meri zmožnost vlade za odplačevanje dolga z domačimi viri. Servisiranje dolga je odvisno od obrestne mere in kapitala.

Sedanja vrednost dolga v davčnih prihodkih (angl. *Current value over domestic budgetary revenue*) je kazalnik, ki meri tekoče stroške servisiranja dolga v primerjavi s plačilno sposobnostjo vlade.

Obresti glede na BDP (angl. *Interests over GDP*) je kazalnik, ki prikazuje, kako obremenjujoče so obresti za državo. Prav tako se kazalnik lahko interpretira kot zmožnost države, da se sooči z vladnimi neproduktivnimi izdatki.

Obresti glede na davčne prihodke (angl. *Interests over domestic budgetary revenue*) je kazalnik, ki meri finančne stroške glede na domače davčne prihodke. Na splošno se ta kazalnik uporablja kot merilo tolerance javnih prihodkov v primerjavi s povečanjem neproduktivnih izdatkov.

Ključna točka, ki si jo je treba zapomniti glede dolga in primanjkljajev, je ta, da je javni dolg **stanje** javnofinančnih obveznosti države. Primanjkljaj je **tok** novega dolga, ki se pojavi, ko država potroši več, kot pa zbere z davki (Stanovnik, 1998, str. 187).

3.4 Kazalniki zadolženosti gospodinjstev

Kazalniki zadolženosti nam morajo dati podatek o sposobnosti gospodinjstev, da odplačajo dolg. Najpogostejše mere zadolženosti so (Debelle, 2004, str. 9–10):

Razmerje med dolgom in vrednostjo neto premoženja (angl. *leverage of households ali capital gearing*) ter **razmerje med odplačili dolga v določenem obdobju** (gre za odplačila glavnice in obresti) **in razpoložljivim dohodkom v istem obdobju** (angl. *interest cover*). Ta kazalnik se imenuje koeficient odplačevanja (servisiranja) dolga, ki kaže na preostala potrebna plačila dolga iz razpoložljivega dohodka v določenem trenutku plačila in nam pove, koliko virom se morajo gospodinjstva v določenem časovnem obdobju (npr. na mesec, leto) odpovedati zaradi odplačevanja dolga.

UMAR zadolženost v Sloveniji izračunava na podlagi treh mer. Te se nanašajo na zadolženost prebivalstva pri poslovnih bankah, pri tem pa namesto razpoložljivega dohodka spremljajo

prejemke prebivalstva, saj le tako lahko spremljamo gibanje kazalnikov na mesečni oziroma četrtletni ravni. Ti trije kazalniki so dokaj uporabni pri spremljanju zadolženosti v Sloveniji v določenem obdobju, niso pa uporabni za primerjavo med državami. Gre za naslednje kazalnike:

Obremenjenost prebivalstva s posojili poslovnih bank je kazalnik, ki primerja obseg bančnih posojil s prejemki prebivalstva (primerja torej stanja in tokove);

Prirast posojil glede na prirast prejemkov je kazalnik, ki pove, koliko enot posojil je bilo najetih na enoto povečanja prejemkov v istem časovnem obdobju, največkrat v enem letu. Višji kot je kazalnik, večji je prirast posojil glede na spremembo prejemkov, ki sčasoma zaradi tega postanejo bolj obremenjeni z odplačili posojil. Poudariti je treba, da je pri tem kazalniku pomembna razlika med posojili in prejemki med dvema časovnima obdobjema, tako da kazalnik ni neposredno povezan z njihovimi rastmi;

Zadolženost je kazalnik, s katerim primerjamo posojila glede na del premoženja prebivalstva, tj. varčevanje v bankah (Ferk, 2007, str. 94).

Težava pri teh merah je, da vključujejo samo bančna posojila (ne pa tudi drugih oblik zadolževanja, kot je npr. finančni najem, posojila nebančnih posojilodajalcev ipd.).

IMF navaja le dva kazalnika zadolženosti gospodinjstev (IMF, 2006). Poleg kazalnika razmerje med odplačili dolga v določenem obdobju (gre za odplačila glavnice in obresti) in razpoložljivim dohodkom v istem obdobju, ki je omenjen tudi zgoraj pri Debelle, navaja še:

Zadolženost gospodinjstev v razmerju z BDP-jem (angl. *Household debt to GDP*). To je kazalnik, ki meri splošno raven zadolženosti gospodinjstev (povezana s potrošniškimi posojili in hipotekami) v razmerju z BDP-jem. Tako kot pri nefinančnem sektorju, visoko stopnjo zadolževanja povečuje ranljivost gospodinjstev zaradi šokov na gospodarskih in finančnih trgih. Ti šoki lahko namreč ovirajo njihovo sposobnost odplačevanja dolgov. Ker imajo gospodinjstva pomembno vlogo pri potrošnji in vlaganju sredstev v banke, hkrati pa so tudi kupci drugih finančnih obveznosti podjetniškega sektorja, lahko njihovo spremenjeno obnašanje zaradi velikega dolžniškega bremena pomembno vpliva na realne gospodarske dejavnosti in finančne trge.

3.5 Kazalniki zunanje zadolženosti

Za nacionalno gospodarstvo je pomembno, kakšno obremenitev predstavlja zunanja zadolženost. Med pomembnejše kazalce, ki jih je na temelju več desetletnih izkušenj identificirala Svetovna banka, sodijo naslednji kazalniki (Mrak, 1995, str. 13).

Zunanji dolg glede na BDP (angl. *External debt to GDP*) je kazalnik, ki meri obseg zunanjega dolga glede na BDP. Večji odstotek kazalnika odraža večje breme servisiranja dolga, katerega kritična meja je 50 %. Obseg bremena je odvisen od razlike med obrestno mero dolga in stopnjo

rasti BDP-ja. Od stopnje rasti BDP-ja je še posebej odvisen, če je stopnja zunanjega dolga že visoka, saj lahko negativna rast prevesi državo v stanje nevzdržnosti dolga.

Celotni zunanji dolg glede na skupen izvoz blaga in storitev (angl. *Foreign debt to exports*) je kazalnik, ki meri raven celotnega zunanjega dolga v razmerju do izvoza blaga in storitev. Njegova kritična meja je 275 %. Ta kazalnik kaže stopnjo zadolženosti glede na izvoz oziroma zmožnost pridobivanja tuje valute. Ta kazalnik je treba uporabljati skupaj s kazalnikom servisiranja dolga v skupnem izvozu. Stopnji obeh pa lahko skupaj primerjamo s stopnjo kazalnika neproduktivnih izdatkov v deviznih rezervah.

Odplačila glavnice in obresti glede na skupni izvoz blaga in storitev (angl. *Total debt service to exports of goods and services*) je kazalnik, ki spremlja servisiranje dolga glede na celotni izvoz blaga in storitev. Po mnenju Mraka je njegova kritična meja 30 %.

Obseg obresti glede na skupni izvoz blaga in storitev (angl. *Total interest payments to exports of goods and services*) je kazalnik, katerega kritična meja je 20 %.

Med srednje zadolžene države se uvrščajo tiste, katerih trije od navedenih kazalcev presegajo 60 % kritične meje, vse druge države pa se uvrščajo med nizko zadolžene (Mrak, 1995, str. 13).

IMF poleg zgoraj omenjenih kazalnikov navaja še kazalnik **kratkoročni dolg glede na celotni zunanji dolg** (angl. *Short term debt to total external debt*). Ta pove, za koliko časa ima država devizne rezerve, pri čemer naj bi jih bilo za pokrivanje od pet- do šestmesečnih potreb po uvozu blaga in storitev.

Povprečna obrestna mera na zunanji dolg (angl. *Average interest rate on external debt*) je kazalnik, ki pove, v kakšnih pogojih je gospodarstvo države. V povezavi s stopnjo zadolženosti in obetom za rast je kazalnik ključen pokazatelj zadolženosti.

Zunanji dolg v tuji valuti glede na celotni dolg (angl. *Foreign currency external debt in total external debt*) je kazalnik, ki pokaže spremembe deviznega tečaja na dolg (učinek na stanje v bilanci). V povezavi z informacijami o izvedenih finančnih instrumentih spremeni sestavo efektivne valute.

Amortizacija v plačilu zunanjega dolga (angl. *Amortization to external debt payments*) je kazalnik, ki kaže stopnjo obnovljivosti oziroma to, kdaj države financirajo svoj dolg s ponovno izdajo (obveznic) ali s ponovnim zadolževanjem. Če je to razmerje večje od 100 %, se dolg ne refinancira z novim dolgom.

Pogosto se uporabljajo tudi drugi kazalci, povezani z rezervami, kot so (IMF, 2000).

Obseg deviznih rezerv v kratkoročnem zunanjem dolgu (angl. *Reserves to short-term external debt*) je pomemben kazalnik ustreznosti deviznih rezerv v državah, za katere je značilen nepredviden dostop do kapitalskega trga.

Obseg deviznih rezerv v uvozu blaga in storitev (angl. *Exchange reserves to imports of goods and services*) je uporaben kazalnik za merjenje potreb po deviznih rezervah države z omejenim dostopom do kapitalskih trgov in se lahko primerja z vrednostjo ostalih držav. Vrednost kazalnika naj se ne bi gibala nad 8 %.

Obseg deviznih rezerv v obsegu široko opredeljene ponudbe denarja (denarni agregat M3) (angl. *Ratio of reserves to broad money*) je kazalnik, ki meri možne vplive izgube zaupanja v domačo valuto. Ta kazalnik je uporaben, če je bančni sektor šibak in če obstaja tveganje za beg kapitala.

4 ZADOLŽENOST PO SEKTORJIH

4.1 Podatki

Pri analizi **neto** zadolženosti gospodarstva Slovenije po sektorjih so uporabljeni podatki iz Konsolidiranih finančnih računov Banke Slovenije (v nadaljevanju BS), in sicer stanja neto pozicij po posameznih sektorjih konec let 2001, 2002 in 2003, pri katerih ni četrtnetnega razmejevanja. Za ta leta zato ni opaznih nihanj znotraj posameznega leta. Od leta 2004 do leta 2012 pa so uporabljeni podatki iz tabel četrtnetnih finančnih računov 2004/Q1–2012/Q1, in sicer za stanje neto pozicij posameznega sektorja konec posameznega kvartala. Podatki o višini BDP-ja po kvartalu v mio EUR so vzeti iz podatkovne baze SURS.

Grafi neto finančnih zadolženosti so razdeljeni na tri obdobja. Meja med prvim in drugim obdobjem je drugo četrtnetje leta 2004, saj je vstop Slovenije v EU maja 2004 vplival na strukturo in obseg zadolženosti Slovenije po sektorjih. Druga ločnica je začetek gospodarske krize v EU v zadnjem četrtnetju leta 2008, ki razmejuje drugo in tretje obdobje. Takrat se je skupna zadolženost gospodarstva Slovenije umirjala.

Pri analizi **bruto** zadolženosti po sektorjih so uporabljeni podatki iz konsolidiranih finančnih računov Eurostata. Za analizo bruto dolga je bilo treba celotnim bruto obveznostim odšteti vrednosti lastniškega kapitala in delnic za posamezni sektor gospodarstva. Podatki se nanašajo na konec posameznega leta v obdobju 2001–2010. Letni podatki o višini BDP-ja v mio EUR (brez sezonskih popravkov) so vzeti iz podatkovne baze ECB.

V razdelkih 4.2 in 4.3 je analizirana neto zadolženost, v razdelku 4.4 pa bruto zadolženost.

4.2 Analiza neto zadolženosti

Skupna (konsolidirana) neto zadolženost vseh gospodarskih sektorjev in preostalega sveta (tujine) je vedno enaka nič, ker se neto finančne obveznosti in terjatve različnih sektorjev in tujine medsebojno izničijo (svet je zaprta celota).

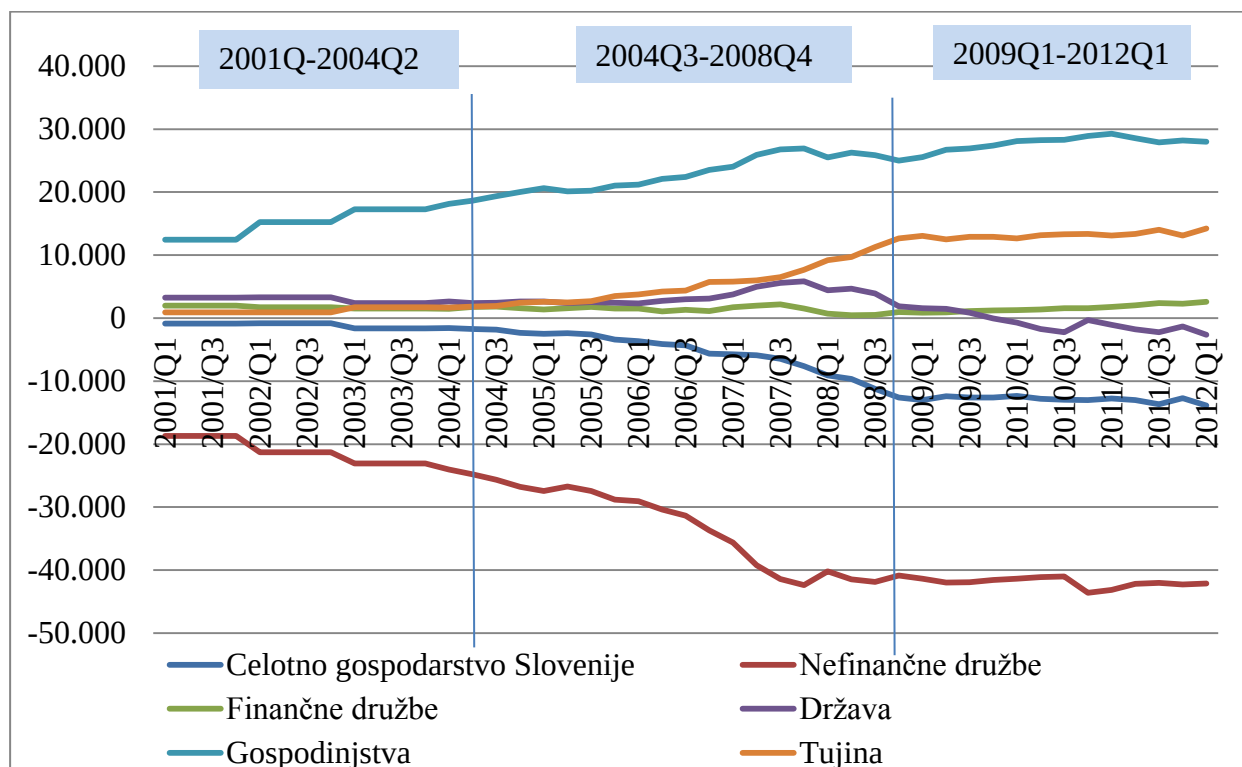
Tako so neto finančne obveznosti celotne Slovenije zrcalna slika celotnih neto terjatev tujine do Slovenije (nerezidentov do rezidentov), kar je prikazano na Sliki 3. Skupna neto zadolženost **celotnega gospodarstva Slovenije**¹, izražena v absolutnih številkah (mrd EUR), je v prvem obdobju počasi naraščala. Po vstopu Slovenije v EU so neto obveznosti pospešeno naraščale in se v času gospodarske krize nekoliko upočasnile. Ob prelomnicah so tako neto obveznosti celotnega gospodarstva Slovenije do tujine znašale 1,7 mrd EUR (2004/Q2), 12,5 mrd EUR (2008/Q4) in ob koncu preučevanega obdobja 13,8 mrd EUR (2012/Q1). To z drugimi besedami pomeni, da so se neto terjatve tujine do Slovenije v prvem preučevanem obdobju počasi povečevale, v drugem pa so strmo narasle, kar je bila posledica cenejšega zunanjega zadolževanja za finančni in nefinančni sektor ter tudi za sektor države. V obdobju gospodarske krize se rast zunanjega zadolževanja absolutno v mio EUR nekoliko umirja zaradi omejenih pogojev razpoložljivih finančnih virov na mednarodnem finančnem trgu (BS, 2012a, str. 2).

Na ravni **posameznih sektorjev gospodarstva** lahko govorimo o sektorjih s presežki finančnih terjatev nad obveznostmi in, obratno, o sektorjih s primanjkljaji finančnih terjatev glede na obveznosti. Tako gospodinjstva z nacionalnogospodarskega finančnega vidika v celotnem proučevanem obdobju predstavljajo neto suficitarni sektor. Finančne terjatve gospodinjstev glede na ostale sektorje gospodarstva v največji meri presegajo finančne obveznosti, pri čemer so presežki (neto terjatve) dosegli višek z 29,2 mrd EUR v začetku leta 2011. V zadnjem obdobju sta na varčevanje in potrošnjo gospodinjstev po eni strani vplivala negotov položaj v gospodarstvu – saj so gospodinjstva odložila večje nakupe za prihodnje čase –, po drugi strani pa se je zmanjšalo varčevanje v sektorju gospodinjstev zaradi poslabšanja razmer na trgu delovne sile (BS, 2012a, str. 4).

Privarčevana sredstva gospodinjstev zagotavljajo financiranje investicij preostalih sektorjev gospodarstva. V prvi vrsti se prek finančnega sektorja največkrat financirajo podjetja. Ta v nasprotju s prebivalstvom z nacionalnogospodarskega finančnega vidika predstavljajo neto deficitarni sektor. Rast neto zadolževanja podjetij se je hitro stopnjevala po vstopu Slovenije v EU, ko so se podjetja veliko zadolževala in so lahko investirala, hkrati pa so zaradi visoke stopnje gospodarske rasti in prihodkov tudi brez težav odplačevala posojila. Po letu 2008 se je posojanje podjetjem s strani finančnega sektorja in tujih virov financiranja omejilo, hkrati pa je prišlo do zmanjšane gospodarske aktivnosti. Neto zadolževanje podjetij se je tako umirilo. Sočasno so se podjetja zaradi padca denarnega toka soočila tudi s čedalje večjimi težavami pri odplačevanju kreditov. Neto finančne obveznosti podjetij so dosegle maksimum s 43,5 mrd EUR konec leta 2010, potem pa so se skrčile (BS, 2011a, str. 29).

¹ Celotno gospodarstvo Slovenije (S.1) zajema finančni (S.12) in nefinančni sektor, (S.11) sektor države (S.13) in gospodinjstev (S.14) s pripadajočimi podedektorji.

Slika 3: Neto finančno premoženje sektorjev države v mio EUR



Vir: Povzeto in prilagojeno po Banka Slovenije, Tabele letnih finančnih računov Slovenije (2001-2012), 2013, str.2-6 in Tabele četrletnih finančnih računov (2004Q1-2013Q1), 2013, str. 3-131.

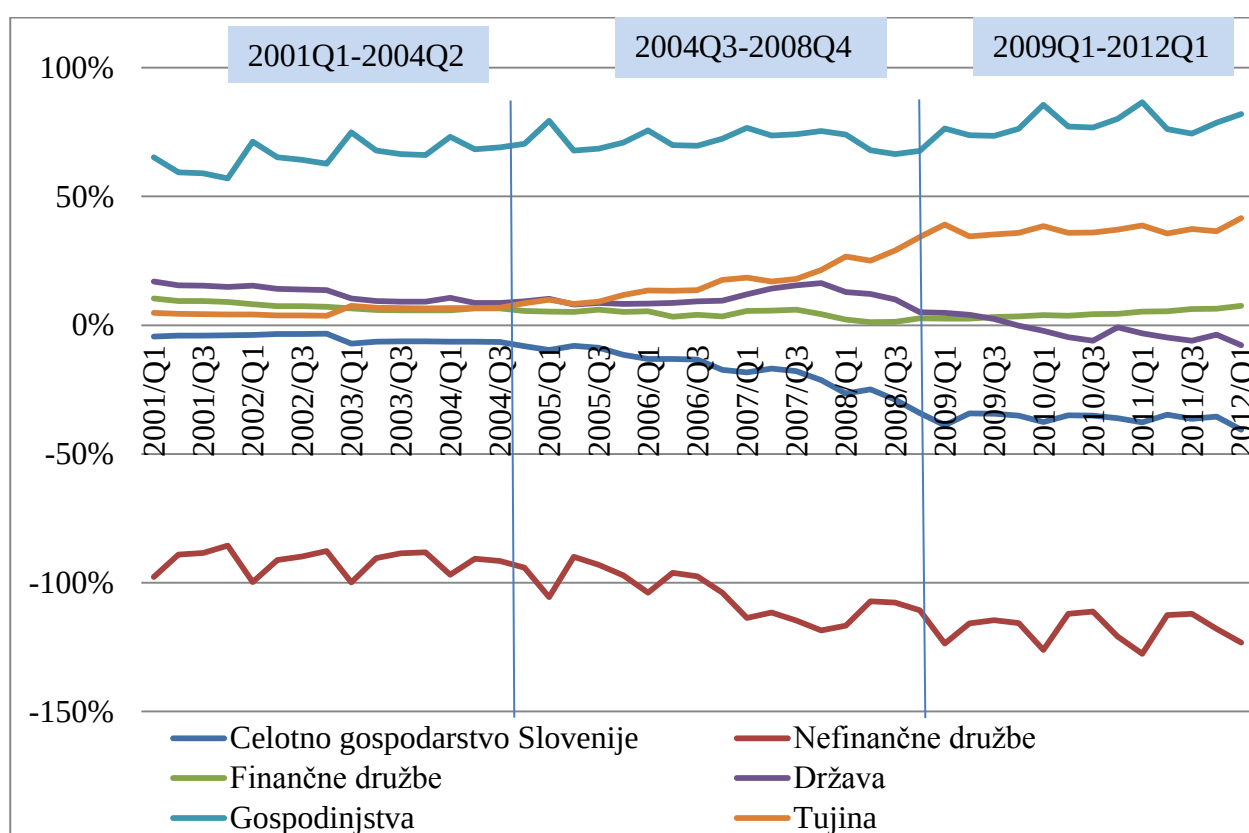
Skladno s povedanim na začetku naloge, imajo banke kot finančni posredniki med suficitarnimi in deficitarnimi gospodarskimi celicami v sestavi premoženjske bilance predvsem finančne obveznosti in terjatve do drugih subjektov gospodarstva. Tako je v celotnem obravnavanem obdobju neto finančna pozicija finančnega sektorja bolj ali manj izravnana, kar pomeni, da so finančne obveznosti in terjatve bank izenačene oziroma da imajo banke majhno vrednost neto terjatev do ostalih sektorjev gospodarstva. Banke so povečevale svoje bilančne vsote z zadolževanjem v tujini, da so lahko posojale podjetjem v obdobju visoke gospodarske rasti. Po izbruhu finančne krize pa so bile slovenske banke (zaradi krča na medbančnem trgu) prisiljene močno zmanjševati zadolževanje v tujini, namesto manjkajočih tržnih virov financiranja pa so čedalje bolj črpale enoletno, v zadnjem obdobju pa tudi triletno likvidnost, ki jim je bila dodeljena s strani ECB. Poleg financiranja s strani ECB se je finančni sektor moral vseeno še dodatno zadolževati zaradi povečanega kreditnega krča. V tem primeru so se banke zadolževale doma, in sicer s povečanjem vlog države, ki so bile naložene po izdaji dolgoročnih dolžniških vrednostnih papirjev, in z vlogami gospodinjstev (BS, 2011a, str. 47).

Privarčevana sredstva si sposoja tudi sektor države, ki je bil vrsto let v neto upniškem finančnem položaju. Maksimum neto finančnih terjatev do preostalih sektorjev je bil s 5,8 mrd EUR v obdobju 2007/Q4. Po tem obdobju so finančne obveznosti države pospešeno naraščale zaradi znižanja vrednosti njenih kapitalskih naložb in zadolževanja z izdajo obveznic in kratkoročnih menic. Tako je po obdobju 2009/Q4 prišlo do preobrata, ko so finančne obveznosti presegle

terjatve, država pa je posledično postala neto finančna dolžnica gospodarstva Slovenije. Podrobnejši podatki so v tabeli Priloge 1 (BS, 2010, str. 14).

Podobna slika se kaže tudi pri prikazu neto finančnega premoženja, izraženega v odstotku BDP-ja, vendar pri tem opazimo »valovanje«, ki je povezano z medletnimi sezonskimi nihanji BDP-ja (Slika 4). V primerjavi z absolutnimi podatki o neto finančnih pozicijah gospodarskih subjektov opazimo tudi bolj umirjeno naraščanje tako varčevanja gospodinjstev oziroma njihovih neto terjatev, kot tudi naraščanja neto obveznosti nefinančnega sektorja. Z večjo gospodarsko aktivnostjo in večjim BDP-jem se namreč uravnava hitro absolutno povečano varčevanje gospodinjstev in zadolževanje podjetij.

Slika 4: Neto finančno premoženje sektorjev države v % BDP-ja



Vir: Povzeto in prilagojeno po Banka Slovenije, *Tabele letnih finančnih računov Slovenije (2001-2012)*, 2013, str.2-6 in *Tabele četrtnih finančnih računov (2004Q1-2013Q1)*, 2013, str. 3-131, in po podatkih Eurostata, *Annual National Account, GDP and main components - Current prices, 2012*.

Preučevano obdobje se zaključuje z neto terjatvami gospodinjstev na ravni 81,92 % BDP-ja in nerezidentov do rezidentov (tujina) na ravni 41,61 % BDP-ja ter finančnega sektorja na ravni 7,52 % BDP-ja. Ti neto presežki financirajo neto obveznosti nefinančnega sektorja s 123,23 % BDP-ja in države s 7,76 % BDP-ja konec prvega četrtnega leta 2012. Na dinamiko celotnih neto obveznosti gospodarstva Slovenije najbolj vpliva dogajanje neto obveznosti nefinančnega sektorja s prevladujočim deležem neto zadolženosti v neto zadolženosti celotnega gospodarstva (BS, 2012a, str. 1).

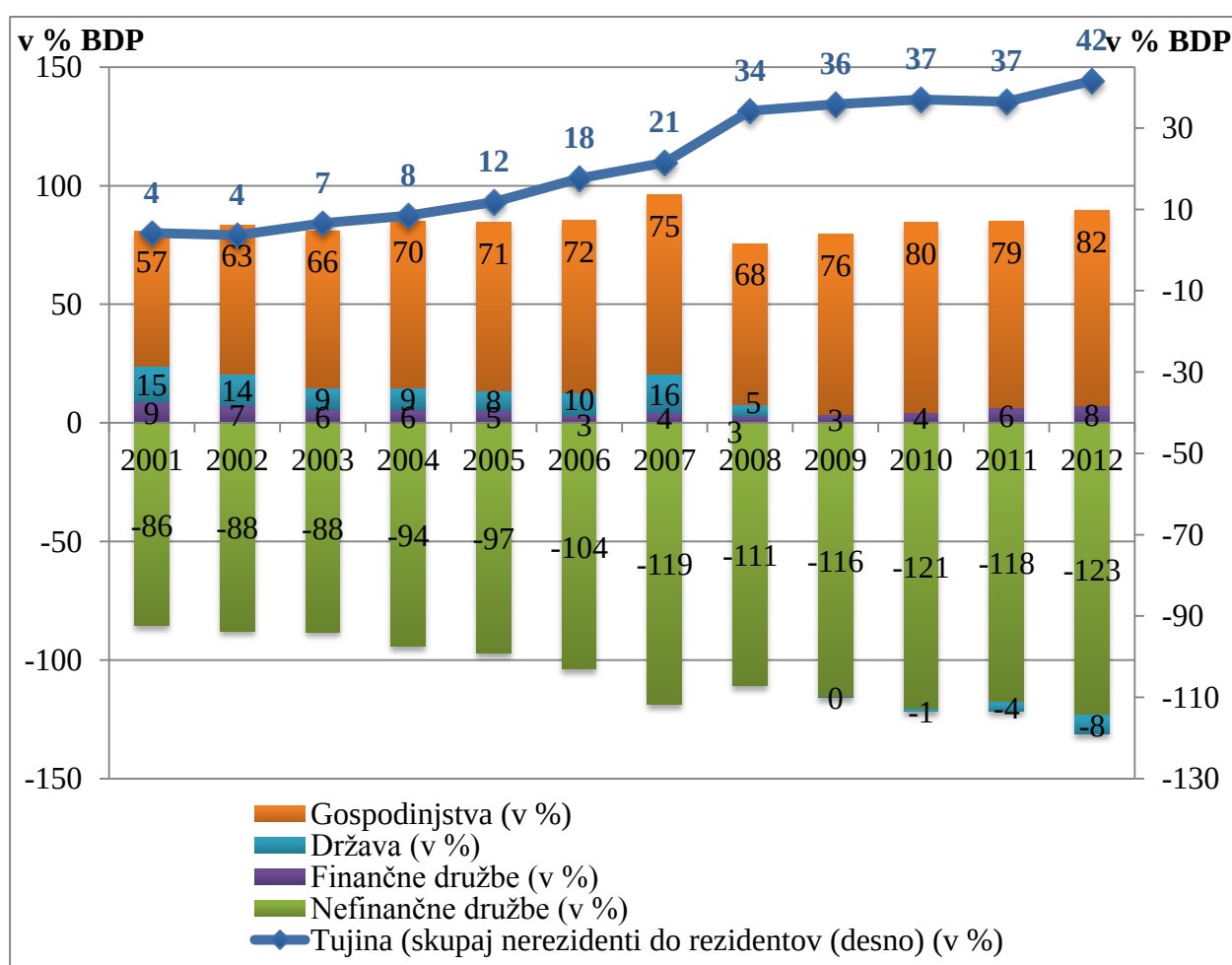
Stanja gospodarskih subjektov Slovenije so v skladu z omenjenim dogajanjem v gospodarstvu, kjer se zadolžujejo tiste gospodarske celice, ki trošijo več, kot zaslužijo, oziroma porabljajo privarčevana sredstva tistih gospodarskih celic, ki zaslužijo več, kot potrošijo.

4.3 Analiza neto zunanje zadolženosti

Neto zunanji dolg je pomemben kazalnik dolga zlasti zato, ker je enak razliki med obveznostmi in terjatvami do nerezidentov, torej je enak tistemu delu bruto zunanjega dolga, ki presega terjatve do nerezidentov in se v agregatu ne odplačuje s prilivi od finančnih naložb (BS, 2011b, str. 2).

V Sloveniji je do največjega porasta neto zunanje zadolženosti prišlo v obdobju 2004–2008 (modra črta na Sliki 5), kar je bila predvsem posledica povečanja neto zadolževanja bank do tujine (vijolični stolpec na Sliki 5). Po izbruhu krize pa neto zunanja zadolženost ostaja visoka predvsem zaradi večjega neto zadolževanja države do tujine (svetlo modri stolpec na Sliki 5).

Slika 5: Neto finančna stanja do tujine v % BDP-ja po sektorjih



Vir: Povzeto in prilagojeno po Banka Slovenije, Tabele letnih finančnih računov Slovenije (2001-2012), 2013, str.2-6 in Tabele četrtletnih finančnih računov (2004Q1-2013Q1), 2013, str. 3-131, in po podatkih Eurostata, Annual National Account, GDP and main components - Current prices, 2012.

Po podatkih Banke Slovenije se je v Sloveniji skupni bruto zunanji dolg v letu 2007 povečal za 10,7 mrd EUR, bruto terjatve do tujine pa za 7,7 mrd EUR; torej se je neto zunanji dolg povečal za 3 mrd EUR. Dve tretjini od sicer velikega povečanja bruto zunanjega dolga sta bili torej v obliki finančnih naložb plasirani nazaj v tujino. Praviloma se isti subjekti oz. sektorji v tujini niso zadolževali in hkrati vanjo investirali denar. Od teh naložb v tujino lahko v prihodnosti pričakujemo prilive, ki bodo vsaj delno pokrili odlive iz naslova dolga; seveda pod pogojem, da so bili v ozadju naložb pošteni nameni, v kar pa je mogoče glede na javno dostopne informacije o nekaterih slabih terjativah bank v tujini vsaj delno podvomiti (BS, 2011b, str. 2–3).

Sektor gospodinjstev je edini izmed sektorjev, ki ima neto finančne terjatve do tujine. Le v obdobju 2006–2007 je zmanjševal neto naložbe v tujino (Slika 5), sicer pa jih je povečeval vse do 14 % BDP-ja neto terjatev do tujine (leti 2010 in 2011).

Neto finančne obveznosti podjetij do tujine so se od začetka preučevanega obdobja povečale zaradi pomembnejših prevzemov in investicij s strani tujcev v letih 2001 in 2002 ter zaradi neposrednih naložb v letu 2003. Po letu 2005 se je trend obrnil in nefinančni sektor je zmanjševal obveznosti do tujine zaradi konvergence med domačimi in tujimi pogoji financiranja, so se pa podjetja bolj zadolževala pri domačih bankah. V letu 2009 so se podjetja spet bolj financirala s tujimi viri zaradi zaostrovanj finančne krize in krize v realnem sektorju, ki sta vplivali na zmanjšano tekoče financiranje podjetij doma. Pozneje so podjetja zmanjševala neto obveznosti do tujine, in sicer zaradi posojanja tujim lastnikom slovenskih podjetij. Hkrati so slovenska podjetja tujim lastnikom odplačevala dolgove na podlagi prejetih posojil od njih. Skupni učinek je bil ta, da so podjetja izdatno financirala tuje lastnike v skupni višini 581 mio EUR v letu 2009 (BS, 2010, str. 30).

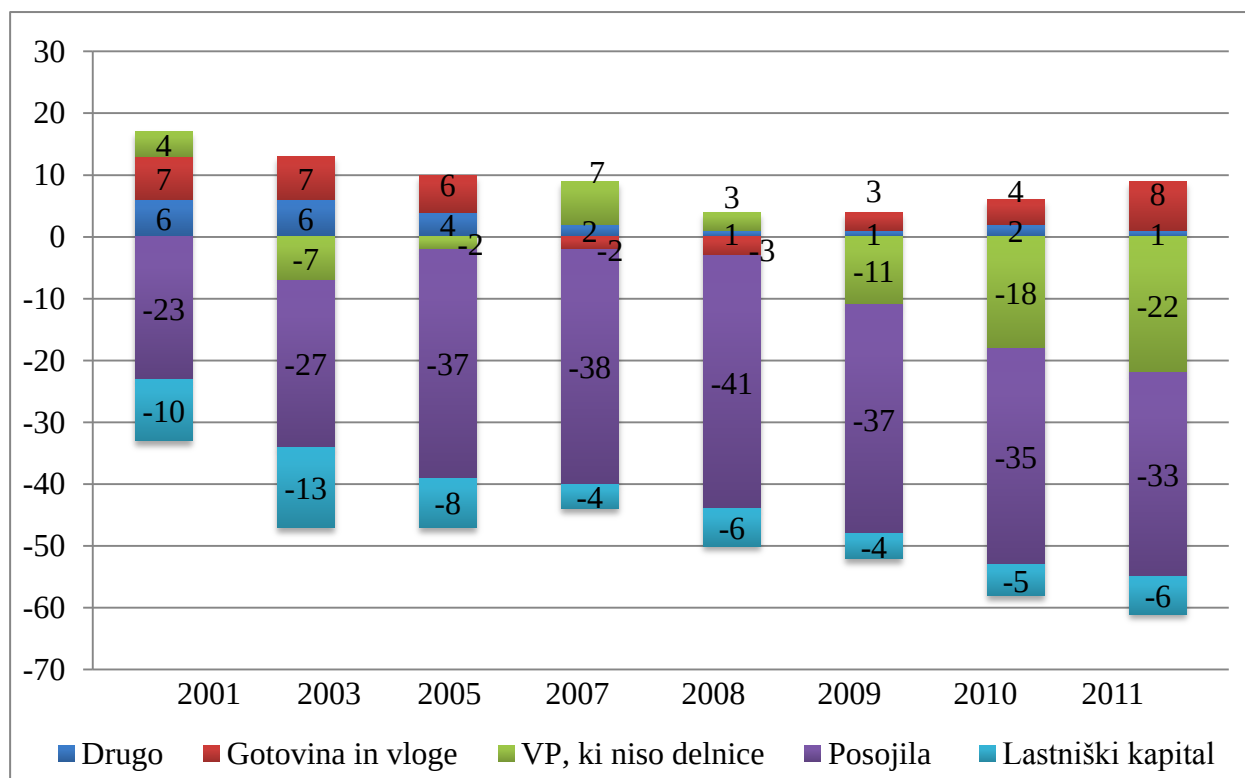
V letih 2009 in 2010 so med danimi posojili prevladovala posojila tujim lastnikom, kar je skupaj z izplačanimi dobički prispevalo k precejšnjemu odlivu kapitala iz slovenskih podjetij v tujino. V letih 2009 in 2010 so med danimi posojili prevladovala posojila tujim lastnikom, kar je skupaj z izplačanimi dobički prispevalo k precejšnjemu odlivu kapitala iz slovenskih podjetij v tujino. V letu 2011 se je tok posojil nadrejenim² družbam v tujino zmanjšal. Povsem se je ustavilo hčerinskih podjetij v tujini s posojili oziroma so se le-ta posojila neto odplačevala, a so se neto obveznosti nefinančnega sektorja do konca leta 2011 povečala na 19 % BDP (BS, 2011a, str. 34).

V obdobju 2003–2004 se je ohranjala razmeroma velika aktivnost pri zadolževanju ne le podjetij, ampak tudi bank v tujini, saj so oboji imeli dostop do virov v tujini po ugodnejših

² Nadrejena družba je družba, ki v razmerju do druge družbe (v nadaljnjem besedilu: podrejena družba) izpolnjuje enega od naslednjih pogojev: **1.** ima večino glasovalnih pravic v podrejeni družbi; **2.** ima pravico imenovati ali odpoklicati večino članov uprave ali članov nadzornega sveta ali drugega organa vodenja ali nadzora podrejene družbe in je hkrati družbenik oziroma delničar te družbe; **3.** ima pravico do prevladujočega vpliva na podrejeno družbo na podlagi podjetniške pogodbe korporacijskega prava ali drugega pravnega temelja; **4.** je družbenik oziroma delničar v podrejeni družbi in na podlagi pogodbe ali drugega pravnega posla, sklenjenega z drugimi družbeniki oziroma delničarji, nadzoruje večino glasovalnih pravic v tej družbi (Ur. l. RS, št. 77/2011).

obrestnih merah. Trend se je nadaljeval v letu 2005, ko je bančni sektor lahko zagotavljal zadostne vire sredstev za pokrivanje povpraševanja po kreditih ob nizki rasti vlog nefinančnega sektorja le z zadolževanjem v tujini, kar jim v letu 2006–2007 ni bilo več potrebno. Kljub zaostritvi krize zunaj Slovenije in z njo povezanimi omejitvami financiranja v tujini zaradi zaostrenih pogojev najemanja posojil – kot sta krajše ročnosti posojil in nezmožnost najemanja dolgoročnih posojil (BS, 2011a, str. xvii) – je finančni sektor v letu 2008 povečal svoje neto obveznosti do tujine, kar je največ v celotnem obravnavanem obdobju, in sicer za kar 10 odstotnih točk. To je posledica zmanjšane vrednosti pobranih vlog nefinančnega sektorja glede na njihove potrebe po kreditiranju. Po izbruhu krize je finančni sektor zmanjševal neto obveznosti do tujine in je v letu 2010 izpad virov v obliki posojil iz tujine nadomestil z vlogami države. Dodatno so se poslabšali pogoji za najem virov financiranja na mednarodnem trgu v drugi polovici leta 2011, ko so bile več slovenskim bankam znižane bonitetne ocene (BS, 2011a, str. xvii).

Slika 6: Neto finančno stanje do tujine po instrumentih v % BDP-ja



Vir: Povzeto in prilagojeno po Banka Slovenije, *Tabele letnih finančnih računov Slovenije (2001-2012)*, 2013, str.2-6 in *Tabele četrletnih finančnih računov (2004Q1-2013Q1)*, 2013, str. 3-131; Eurostat, *Annual National Account, GDP and main components - Current prices*, 2012.

Država se je pred nastopom finančne in gospodarske krize v odnosu do tujine neto razdolževala, kar je bilo v skladu z njeno politiko zadolževanja doma, potem pa se je začela čedalje bolj neto zunanje zadolževati. V obdobju 2007Q1-2008Q1 se stanje neto zunanje zadolženosti v obliki obveznic ni zmanjševal zaradi novih izdaj državnih obveznic na evropskem trgu MTS (pomeni enotno mednarodno platformo), kar je vodilo v dodatno povečevanje neto zunanjega dolga

sektorja države. V naslednjem letu se je le-ta povečal za 9 odstotnih točk v deležu BDP-ja, in sicer zaradi odziva bank, ki so zahtevale spremenjen način financiranja v času finančne krize. Tako je sektor države v letu 2009 za namen financiranja proračuna in splošnega financiranja izdal večji obseg vrednostnih papirjev, katerih kupci so bili večinoma nerezidenti. Zadnje leto se je močno izrazila dinamika prehajanja zunanjega zadolževanja s strani bančnega sektorja na državo. Država se je zadolžila predvsem z izdajo obveznic v prvi polovici leta 2011, zato se je njen neto zunanji dolg v % BDP-ja povečal za 4 odstotne točke. Za zelo podobno vrednost se je v istem letu zmanjšal neto zunanji dolg bančnega sektorja (BS, 2012a, str. 2). Po podatkih BS (BS, 2013a, str. 2-6, 2013b, str. 3-131) je s tem v letu 2011 država zasedla največji delež v neto zadolževanju do tujine v % BDP-ja. Slovensko gospodarstvo je do leta 2011 povečalo neto finančne obveznosti do tujine na 39 % BDP-ja (Slika 5), kar izraža precejšnjo odvisnost gospodarstva Slovenije od zunanjih virov. Višji stroški financiranja finančnega sektorja in njegova negotovost pridobivanja virov v tujini so negativno vplivali na okrevanje rasti realnega sektorja Slovenije (BS, 2012, str. xv).

Do leta 2008 je večino finančnega primanjkljaja in s tem povečanja zunanjega dolga predstavljal čedalje večji obseg najetih posojil v tujini, k čemur je po letu 2003 pripomoglo tudi zmanjševanje deleža lastniškega kapitala v neto obveznosti do tujine (Slika 6). Slednje se sklada s povečanjem naložb gospodinjstev v tujino v tem instrumentu leta 2007. V letu 2009 so se zniževale neto obveznosti v obliki najetih posojil, kar je posledica odsotnosti medbančnih posojil in nižjega najemanja posojil podjetij v tujini (BS, 2010, str. 5). V letu 2010 in 2011 so neto obveznosti v obliki lastniškega kapitala ostale na nizki ravni, kar kaže na nezanimanje tujih investorjev za kapitalske naložbe v Sloveniji in na skromen pomen slovenskih lastniških naložb v tujini (BS, 2011a, str. 3). Do leta 2011 se je povečalo tudi neto finančno stanje do tujine v obliki vrednostnih papirjev razen delnic, in sicer zaradi izdajanja državnih obveznic, ki so jih kupovali predvsem tujci (Slika 6, zelen stolpec)

V nadaljevanju sledi analiza zadolženosti po posameznih sektorjih, v kateri se obravnava le bruto obveznosti po posameznih sektorjih. Bruto dolžniške obveznosti so izračunane kot ralika med celotnimi obveznostmi zmanjšanimi za lastniški kapital in delnice.

4.4 Analiza bruto zadolženosti

Delež bruto dolžniških obveznosti celotnega gospodarstva (vseh sektorjev) v BDP-ju je bil v Sloveniji v obdobju od 2001 do 2008 med najnižjimi med državami članicami evroobmočja, nato pa se je pospešeno povečeval in je konec leta 2010 dosegel 418,7 % slovenskega BDP-ja. Bruto zadolženost EU-17 je konec leta 2010 dosegla v povprečju 765,9 % BDP-ja evrskega območja (Evropska centralna banka – angl. *European Cental Bank*- v nadaljevanju ECB, 2012).

V primerjavi z evroobmočjem, kjer je povprečna letna stopnja rasti deleža bruto dolžniških obveznosti v BDP v celotnem preučevanem obdobju znašala 3,3 %, je v Sloveniji v celotnem preučevanem obdobju bruto zadolženost kot delež BDP rastla po hitrejši stopnji, in sicer v povprečju 6,7 % letno (Tabela 2). K rasti bruto dolga v Sloveniji je najbolj prispeval finančni

sektor, saj predstavljajo njegove bruto dolžniške obveznosti kar 44 % celotnih bruto dolžniških obveznosti Slovenije, izraženih v % slovenskega BDP-ja (v letu 2010). Slovenske banke so se zadolževale najhitreje izmed vseh sektorjev gospodarstva Slovenije. Rast dolžniških obveznosti v BDP je v povprečju znašala kar % na letni ravni, saj so podjetja investirala in rast financirala z zadolževanjem. Pri EU-17 je k rasti zadolževanja celotnega evroobmočja prav tako največ prispeval finančni sektor z 59 % bruto dolžniških obveznosti v celotnih bruto dolžniških obveznostih EU-17, izraženih v % BDP-ja evroobmočja, in sicer zaradi poglobljenih financ bančnega sektorja. Medletna rast bruto dolžniških obveznosti finančnega sektorja evroobmočja znaša v povprečju 3,9 % (ECB, 2012).

Tabela 2: Bruto zadolženost Evro območja (EU-17) in Slovenije v obdobju 2004Q1-2011Q4 v % BDP-ja

v % BDP-ja	evro območje						Slovenija					
Leto/ sektor gosp.	EU- 17	S.11	S.12	S.13	S.14	S.2	SLO	S.11	S.12	S.13	S.14	S.2
2001	571,8	118,1	319,1	79,4	55,2	70,7	233,9	84,6	94,1	36,6	18,7	47,5
2002	576,3	118,7	319,6	81,0	56,9	68,8	256,1	89,1	109,0	38,7	19,3	54,6
2003	587,6	119,0	328,9	80,7	58,9	68,4	270,9	94,8	116,2	39,5	20,6	56,7
2004	602,9	118,5	341,0	82,2	61,1	72,2	280,9	97,2	121,9	40,7	21,1	59,3
2005	637,9	122,7	367,2	83,7	64,3	84,7	313,6	110,1	138,4	41,0	24,0	68,2
2006	660,8	128,3	386,0	79,9	66,6	90,6	322,1	115,2	142,8	38,1	26,1	66,8
2007	692,8	134,6	414,2	76,6	67,5	96,9	362,5	133,8	162,0	37,6	29,1	82,6
2008	729,0	139,8	438,7	81,8	68,6	96,9	379,2	142,7	170,1	36,3	30,1	78,4
2009	763,8	145,1	453,3	93,0	72,5	96,2	426,9	148,2	190,6	55,0	33,1	82,2
2010	765,9	143,8	452,2	97,2	72,7	100,3	418,7	144,7	183,0	55,8	35,2	83,0
Pov- prečna letna rast v %	3,3	2,2	3,9	2,3	3,1	4,0	6,7	6,2	7,7	4,8	7,3	6,4

Legenda: * S.11 – nefinančni sektor, S.12 – finančni sektor, S.13 – sektor države, S.14 – sektor gospodinjstev, S.2 – sektor tujine.

Vir: Povzeto in prilagojeno po Eurostat, Annual National Account, GDP and main components - Current prices, 2012; ECB. Loans to euro area residents, Aggregated balance sheet of euro area monetary financial institutions, excluding the Eurosystem, 2012.

Bruto dolžniške obveznosti so se do leta 2009 kontinuirano povečevale za vse sektorje gospodarstva Slovenije. V začetku so bile vzrok za to visoke rasti ekonomske aktivnosti, ki so jo financirali z zadolževanjem. V letu 2010 pa so se bruto dolžniške obveznosti zmanjševale zaradi omejitev pogojev na mednarodnih trgih in upočasnjene ali negativne gospodarske aktivnosti. Izjema sta sektor gospodinjstev z visoko rastjo stanovanjskih posojil in države, ki je prevzela bremena financiranja, zaradi česar se je dinamika zadolževanja nadaljevala tudi v letu 2010. EU-17 pa je ohranjala majhno povprečno rast bruto dolžniških obveznosti v % BDP-ja evrskega

območja skozi celotno obdobje za vse sektorje evroobmočja. Tudi v času finančne krize se v povprečju v EU-17 ohranja (se ne spreminja) stopnja zadolženosti. V nadaljevanju je predstavljena podrobnejša analiza bruto dolžniških obveznosti po posameznih sektorjih gospodarstva.

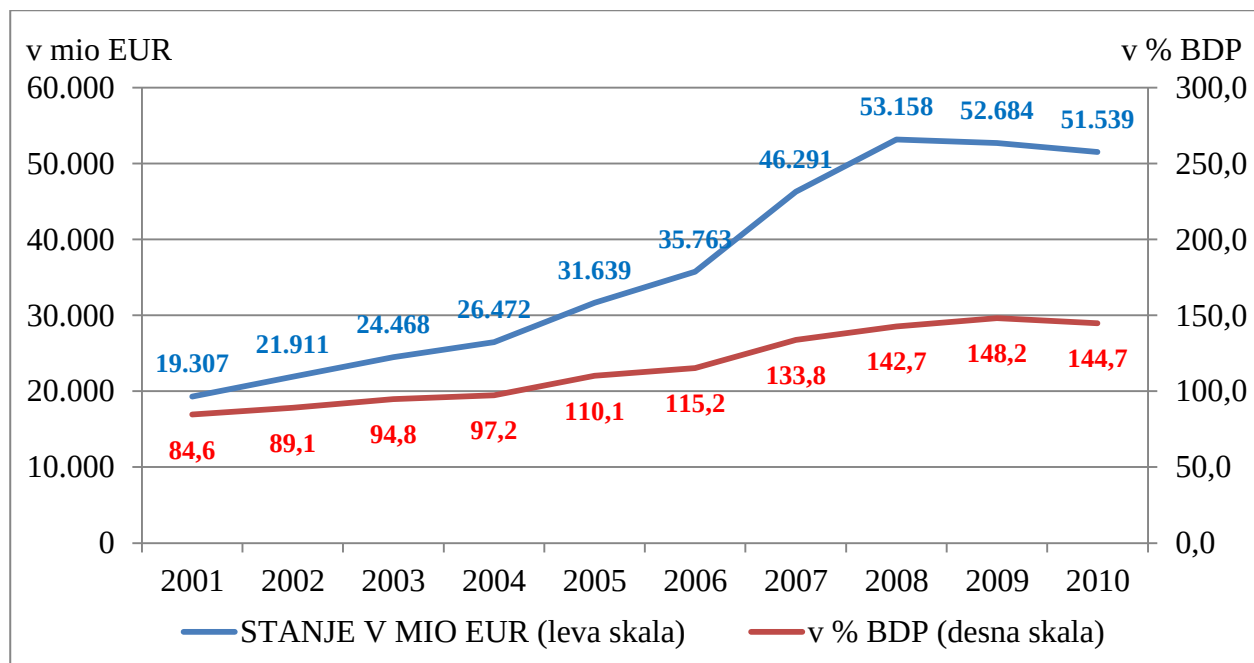
4.4.1 Analiza bruto zadolženosti nefinančnega sektorja

Bruto dolžniške obveznosti nefinančnega sektorja, izražene v deležu BDP-ja, so v obdobju 2001-2010 povprečju medletno naraščale za 6,2 %, kar je do konca leta 2010 nanoslo za 51,5 mrd EUR bruto dolga (Slika 7) (BS, 2013a, str. 2-6; 2013b, str. 3-131).

Bruto dolg, izražen v deležu BDP-ja, je že v letu 2003 začel medletno naraščati za 5 odstotnih točk. To je bila posledica močnejše gospodarske aktivnosti, ki so jo podjetja financirala predvsem z najemanjem deviznih posojil pri domačih bankah. Glavni motiv za devizno zadolževanje je bila ugodnejša obrestna mera za sklenitev pogodbe dolgoročnih deviznih posojil (vezanih na EURIBOR) v primerjavi s tolaškimi posojili.

V letu 2005 je sledil naslednji skok v povečanju bruto dolžniških obveznosti podjetij, izraženih v deležu BDP-ja, in sicer za 13 odstotnih točk. To je bila posledica večje gospodarske aktivnosti, ki so jo podjetja še naprej financirala z zadolževanjem.

Slika 7: Stanje bruto dolžniških obveznosti nefinančnega sektorja v mio EUR in % BDP-ja



Vir: Povzeto in prilagojeno po Eurostat, Annual National Account, GDP and main components - Current prices, 2012; ECB. Loans to euro area residents, Aggregated balance sheet of euro area monetary financial institutions, excluding the Eurosystem, 2012.

V letu 2007 so podjetja najbolj povečala bruto zadolženost podjetij, izraženo v odstotku BDP-ja, in sicer v povprečju za skoraj 18 odstotnih točk medletno. Izposojena sredstva so podjetja namenjala za investicije in zadovoljitev povečanega izvoznega povpraševanja. Že v naslednjem letu sta se s pojavom finančne krize znižala investicijska aktivnost in izvozno povpraševanje. Poleg tega so se zaostрили pogoji na mednarodnem trgu, kar je vplivalo na omejeno ponudbo virov financiranja finančnega sektorja. Kriza se je iz finančnega prenesla v realni sektor in zaupanje potrošnikov se je močno znižalo. To je vplivalo na zmanjšanje domačega povpraševanja, posledično pa se je zmanjšalo povpraševanje nefinančnega sektorja po dodatnem zadolževanju (BS, 2011a, str. 29). Poleg tekočega zadolževanja sta v letu 2009 k spreminjanju zadolženosti podjetij, izražene v odstotku BDP-ja, prispevala še visok padec BDP-ja in skromen porast zadolževanja podjetij v primerjavi z leti pred finančno krizo. To je vplivalo na ponovno rast celotnih dolžniških obveznosti podjetij v, izraženih v % BDP-ja. V letu 2010 so se bruto dolžniške obveznosti podjetij, izražene v deležu BDP-ja, znižale na 144,7 %, vzrok za to pa so bile zaradi nizke investicijske aktivnosti in racionalizacije poslovanja, ki so jih zahtevale krizne razmere. Edino gonilo gospodarskega okrevanja v Sloveniji je bilo izvozno povpraševanje, ki se je v drugi polovici leta 2011 začelo zmanjševati. V letu 2011 se je nadaljevalo večletno upadanje investicijskega povpraševanja. V celotnem obdobju od izbruha gospodarske krize so – po mnenju BS – največji zaviralni dejavniki pri poslovanju nefinančnega sektorja omejene možnosti financiranja podjetij z zunanjimi viri, lastniškim kapitalom in posledično tudi z zunanjimi dolžniškimi viri (BS, 2012a, str. 23).

Skupaj z naraščanjem bruto zadolženosti nefinančnega sektorja narašča v njihovi strukturi dolžniških obveznosti tudi delež posojil, saj so s posojili zagotavljali tekoče financiranje podjetij (Tabela 3). V letu 2007 se je pojavil trend krajšanja ročnosti posojil pri bankah in drugih upnikih glede na pretekla leta. Skupaj s komercialnimi krediti, ki so predvsem kratkoročni, delež virov z ročnostjo do enega leta v strukturi bruto zadolženosti podjetij presega 25 % v letu 2007 (BS, 2008, str. 26). Kratka ročnost virov za podjetja predstavlja tudi večje potrebe po refinanciranju – ki ga je v pogojih finančne krize ovirala omejenost virov –, posledično pa pomeni tudi višje celotne stroške financiranja podjetij. Z zaostrovanjem krize v realnem sektorju se je kot dodaten dejavnik, ki je vplival na skrajševanje ročnosti, pojavila negotovost pri ocenjevanju dolgoročne kreditne sposobnosti podjetij. Medpodjetniško financiranje s posojili, ki je delno nadomestilo izpad financiranja pri bankah, je bilo praktično v celoti kratkoročno. Krajši roki financiranja, združeni s podaljševanjem plačilnih rokov pri kupcih in dobaviteljih, so prispevali k poglobljanju likvidnostnih težav v podjetjih in so močno zavirali normaliziranje njihove poslovne aktivnosti (BS, 2009, str. 28).

Delež drugih obveznosti v celotnih dolžniških obveznostih podjetij je v letu 2008 precej padel zaradi manjšega financiranja s komercialnimi krediti. To se ujema s padcem gospodarske aktivnosti (ob znižani realizaciji v podjetjih) in poslabšanim odnosom s tujino. Komercialni krediti prejeti od tujih partnerjev so se v letu 2008 znižali za 9,0 %, ker se je zelo znižal tudi uvoz slovenskih podjetij (BS, 2010, str. 26). V letu 2009, ko je bila gospodarska aktivnost nizka, so podjetja neto odplačevala najete komercialne kredite. S ponovnim okrevanjem gospodarstva v letu 2010 se je začel tudi nov val komercialnega kreditiranja. Njegov obseg je sicer še precej

nižji, kot je bil v predkriznih letih, poleg tega pa komercialno kreditiranje zaenkrat prihaja samo iz tujine in je predstavljalo del povečanega obsega menjave s tujino, ki je bilo osnovno gibalno ponovne gospodarske rasti. Komercialnih kreditov med podjetji v Sloveniji je čedalje manj, kar je posledica dejstva, da impulzi gospodarske rasti prihajajo le iz zunanjega okolja, medtem ko ostaja prispevek domačega povpraševanja še naprej negativen (BS, 2011a, str. 30).

Tabela 3: Stanje bruto finančnih obveznosti nefinančnega sektorja v mio EUR in struktura bruto dolžniških obveznosti nefinančnega sektorja po instrumentih (v %)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Stanje celotnih finančnih obveznosti v mio EUR	41.295	47.436	52.387	56.551	62.984	71.305	89.356	88.629	88.813	89.237
Delež dolžniških obveznosti v celotnih finančnih obveznosti v %	46,8	46,2	46,7	46,8	50,2	50,2	51,8	60,0	59,3	57,8
Letna stopnja rasti v %		-1,2	1,1	0,2	7,3	-0,2	3,3	15,8	-1,1	-2,6
Struktura v % kot delež dolžniških obveznosti	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Denarno zlato in posebne pravice črpanja (SDR)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gotovina in vloge	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M
Vrednostni papirji, razen delnic	1,0	0,9	0,9	1,3	1,7	1,4	1,3	1,3	1,9	2,0
Dolžniški vrednostni papirji, razen izvedenih finančnih instrumentov	0,9	0,8	0,9	1,3	1,6	1,4	1,1	0,9	1,6	1,6
kratkoročni	0,3	0,2	0,3	0,3	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
dolgoročni	0,7	0,6	0,6	0,9	1,5	1,2	0,9	0,8	1,5	1,5
Izvedeni finančni instrumenti	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,4	0,3	0,4
Posojila	51,5	53,2	55,3	59,0	58,4	58,5	59,2	62,7	63,9	65,2
kratkoročni	20,3	19,1	19,1	18,5	18,7	19,5	22,0	24,9	22,1	19,8
dolgoročni	31,3	34,1	36,2	40,5	39,6	39,0	37,2	37,8	41,8	45,4
Zavarovane tehnične rezervacije	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Neto lastniški kapital gospodinjstev v rezervacijah življenjskega zavarovanja in v rezervacijah pokojninskih skladov	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Predplačila zavarovalnih premij in rezervacije za škode	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Druge obveznosti	47,5	45,9	43,8	39,7	40,0	40,1	39,5	36,0	34,2	32,8

Legenda: * M: ne pride v poštev.

Vir: Povzeto in prilagojeno po Eurostat, Annual National Account, GDP and main components - Current prices, 2012; ECB. Loans to euro area residents, Aggregated balance sheet of euro area monetary financial institutions, excluding the Eurosystem, 2012.

Delež dolžniških obveznosti v celotnih finančnih obveznostih podjetij se je povečeval skozi celotno obdobje. Za začetno strukturo razmerij med lastniškim kapitalom, posojili in drugimi obveznostmi podjetij (predvsem komercialni krediti) je veljalo razmerje 50 : 30 : 20 (Tabela 3)³.

V letu 2005 je bil delež lastniškega in dolžniškega kapitala izenačen, nato pa se je razlika med njima samo še povečevala v korist naraščanja deleža dolga zaradi dodatnega zadolževanja podjetij. Že v obdobju konjunktore in naraščajočih dobičkov so podjetja sorazmerno malo sredstev namenjala krepitvi lastniške osnove. Gospodarska rast je bila v teh letih podprta z visoko rastjo zadolževanja podjetij, hkrati pa se je sorazmerno malo dobička vračalo v podjetja, kar bi ugodno vplivalo na zniževanje naraslega finančnega vzvoda (BS, 2012a, str. 23).

V letu 2007, predvsem pa v 2008 je v strukturi finančnih obveznosti podjetij prevladovalo dolžniško financiranje, kar je vplivalo na poslabševanje njihovih bonitet možnosti najemanja novih posojil pri bankah (BS, 2012a, str. xiv). Delež lastniškega kapitala se je v letih po izbruhu finančne krize znižal od skoraj polovice v letu 2007 na slabih 43 % konec leta 2010. Na znižanje tega deleža je poleg odsotnosti dokapitalizacij odločilno vplivalo razvrednotenje kapitala zaradi negativnih trendov na borzah. Tako se je v letu 2010 finančni vzvod gibal okrog 140 % dolžniškega kapitala nad lastniškim (BS, 2011a, str. 32). Sestava celotnih finančnih obveznosti z lastniškim kapitalom, posojili in drugimi obveznostmi (predvsem komercialnimi krediti) se je spremenila v razmerje 37 : 36 : 26 (Tabela 3).

Po mnenju BS bodo podjetja, da bi izboljšala strukturo financiranja, morala namesto dolžniških aktivneje pridobivati sveže lastniške vire. Pri tem bo rast kapitala iz zadržanih dobičkov zaradi pričakovanih nizkih dobičkov v prihajajočih letih omejena. Dobički bodo po eni strani nižji zaradi pričakovane počasne dinamike okrevanja v prihodnjih letih, po drugi strani pa zaradi visoke obremenjenosti podjetij s servisiranjem visoke zadolženosti. Slednje bo še posebej veljale za tista podjetja, ki so se zadolževala z visokimi vgrajenimi pribitki v cenah posojil.

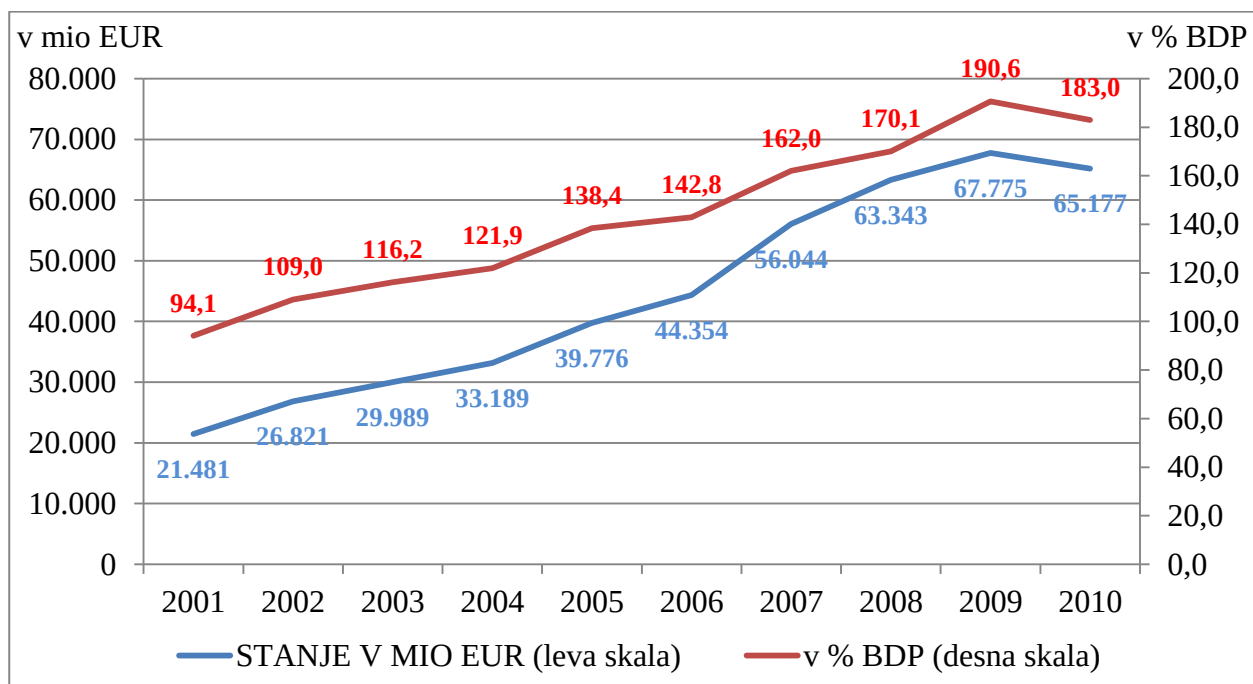
Drugi pomemben kazalnik neustrezne strukture financiranja podjetij je po mnenju BS visok delež kratkoročnih virov financiranja, ki vpliva na njihovo likvidnost podjetij. Posredno to kaže kratkoročno naravnost podjetij na tekoče poslovanje in na prenos strukturnih bančnih problemov v financiranje podjetij (BS, 2010, str. 28–29).

4.4.2 Analiza bruto zadolženosti finančnega sektorja

Bruto dolžniške obveznosti finančnega sektorja v % BDP so v obdobju 2001-2010 v povprečju medletno naraščale za 7,7 %, kar je nanoslo za 65.177 mio EUR bruto zadolženosti do konca leta 2010 (Slika 8).

³ Celotne finančne obveznosti predstavljajo tako dolžniške kot lastniške finančne obveznosti. Delež celotnih dolžniških obveznosti v celotnih finančnih obveznostih se v začetku preučevanega obdobja giblje okrog 50 % tako kot delež lastniških obveznosti. Posojila predstavljajo 60 % vseh dolžniških obveznosti, a hkrati 30% vseh finančnih obveznosti podjetij. Enako velja za druge obveznosti oziroma komercialne kredite, ki predstavljajo 40 % vseh dolžniških obveznosti in v grobem 20 % celotnih finančnih obveznosti.

Slika 8: Stanje bruto dolžniških obveznosti finančnega sektorja v mio EUR in % BDP-ja



Vir: Povzeto in prilagojeno po Eurostat, Annual National Account, GDP and main components - Current prices, 2012; ECB. Loans to euro area residents, Aggregated balance sheet of euro area monetary financial institutions, excluding the Eurosystem, 2012.

Na stanje dolžniških obveznosti finančnega sektorja najbolj vplivajo spremembe v bančnem sektorju in spreminjanja njihovih bilančnih vsot, ki je posledica prevladujočega deleža (77 % v letu 2012) bilančnih vsot bank znotraj finančnega sektorja (BS, 2012a, str. 37). Na bruto dolg bank pa največkrat vplivajo nezadostna vrednost pobranih vlog gospodinjstev in/ali države. saj se morajo banke dodatno zadolževati pri drugih sektorjih gospodarstva doma in v tujini, da zadovoljijo povpraševanje po virih financiranja.

Absolutna bruto zadolženost finančnega sektorja se je prvič povečala v večji meri leta 2005, in sicer za 20 odstotkov v primerjavi z letom prej. Tedaj so se namreč realno zmanjšale vloge sektorja države in občutno znižale stopnje rasti vlog gospodinjstev. Banke so se morale zato zadolževati pri tujih bankah, da so sledile visokim rastem povpraševanja po posojilih, ki so bila namenjena za rast obsega poslovanja (BS, 2006, str. 52).

Drugič je finančni sektor absolutno močno povečal svoje bruto dolžniške obveznosti v letu 2007, in sicer za 26 % na 56 mrd EUR. To se je zgodilo zaradi ugodnejših obrestnih mer na tujem trgu v primerjavi z domačimi. Sredstva so bila namenjena posojanju rezidentom na domačem trgu. Že naslednje leto se je rast bruto dolžniških obveznosti finančnega sektorja upočasnila. Banke so – potem ko se je jeseni 2008 kriza začela odražati pri krčenju virov, pridobljenih na tujih grosističnih trgih – sprva zmanjšale obveznosti do tujine na trgu medbančnih nezavarovanih depozitov, hkrati pa so povečale obseg zadolženosti pri ECB (BS, 2009, str. 50).

Tabela 4: Stanje bruto finančnih obveznosti finančnega sektorja v mio EUR in struktura bruto dolžniških obveznosti finančnega sektorja po instrumentih (v %)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Stanje celotnih finančnih obveznosti v mio EUR	25.371	31.548	35.516	39.600	46.613	53.034	68.174	72.678	78.064	75.407
Delež dolžniških obveznosti v celotnih finančnih obveznosti v %	84,7	85,0	84,4	83,8	85,3	83,6	82,2	87,2	86,8	86,4
Rast v %		0,4	-0,7	-0,7	1,8	-2,0	-1,7	6,0	-0,4	-0,4
Struktura v % kot delež dolžniških obveznosti	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Denarno zlato in posebne pravice črpanja (SDR)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gotovina in vloge	63,0	58,6	55,7	56,7	53,6	54,2	58,8	57,9	58,1	55,0
Vrednostni papirji, razen delnic	14,2	18,0	18,6	14,3	13,1	8,0	3,3	3,5	6,4	8,4
Dolžniški vrednostni papirji, razen izvedenih finančnih instrumentov	14,2	17,9	18,5	14,2	13,0	7,8	3,1	3,0	6,0	7,9
kratkoročni	12,0	15,0	14,9	9,9	9,0	4,1	0,0	0,2	0,0	0,0
dolgoročni	2,2	2,9	3,6	4,3	4,1	3,7	3,0	2,8	6,0	7,9
Izvedeni finančni instrumenti	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,2	0,2	0,4	0,4	0,6
Posojila	13,4	14,4	16,8	19,7	24,1	27,9	29,2	30,7	27,3	27,8
kratkoročni	1,8	1,7	2,4	1,0	1,3	1,6	2,6	3,3	2,7	2,2
dolgoročni	11,6	12,7	14,5	18,7	22,8	26,3	26,6	27,4	24,6	25,6
Zavarovane tehnične rezervacije	6,5	6,3	6,7	7,2	7,1	7,5	6,6	6,3	6,8	7,7
Neto lastniški kapital gospodinjstev v rezervacijah življenjskega zavarovanja in v rezervacijah pokojninskih skladov	2,6	2,8	3,2	3,8	4,0	4,5	4,3	4,1	4,5	5,3
Predplačila zavarovalnih premij in rezervacije za škode	3,8	3,5	3,5	3,4	3,1	3,0	2,3	2,2	2,3	2,4
Druge obveznosti	2,9	2,7	2,1	2,1	2,1	2,3	2,1	1,5	1,4	1,1

Vir: Povzeto in prilagojeno po Eurostat, Annual National Account, GDP and main components - Current prices, 2012; ECB. Loans to euro area residents, Aggregated balance sheet of euro area monetary financial institutions, excluding the Eurosystem, 2012.

Od konca leta 2008 do 2009 so se bruto obveznosti finančnega sektorja, izražene v % BDP-ja, medletno dvignile za 12 %, absolutno pa le za 7 %, in sicer na 67.775 mio EUR (BS, 2013a, str. 2-6, 2013b, str. 3-131). Vzrok je bilo zmanjšanje gospodarske aktivnosti in padec vrednosti BDP-ja. Do konca leta 2010 je bruto dolg finančnega sektorja padel na 183 % BDP-ja (Slika 8), kar je po mnenju BS posledica naraščajočega tveganja refinanciranja oziroma nekontroliranega

procesa krčenja bančnih bilanc (angl. *deleveraging*). Banke so se morale pripraviti na pritisk, ki je nastal ob zapadanju izdanih vrednostnih papirjev in depozitov, ter delovati v smeri povečevanja novih dolgoročnih virov financiranja, ki so nadomestili izpad virov na grosističnem medbančnem trgu v tujini. Največ možnosti so banke imele pri izdaji dolžniških vrednostnih papirjev, ki so jih ponudile v prodajo na tujih trgih in domačim institucionalnim investitorjem (BS, 2009, str. 75).

V obdobju od leta 2001 do leta 2007 je delež posojil v celotnih dolžniških obveznostih finančnega sektorja naraščal. Vloge, predvsem nefinančnega sektorja, so se zmanjševale, posojilo zadolževanje v tujini pa se je povečevalo (Tabela 4). Delež posojil se ni povečeval samo v bančnem sektorju, temveč tudi v strukturi drugih finančnih posrednikov. Vloge so se pospešeno zmanjševale zaradi čedalje večjega pomena nadenarnih finančnih posrednikov. Njihov pomen je zrasel, ko so gospodinjstva vlagala sredstva v sklade, namesto v banke (BS, 2007, str. 25–26).

Podobno kot nefinančna, tudi finančna podjetja v Sloveniji ne izkoriščajo dovolj pridobivanja sredstev prek izdaj obveznic in dokapitalizacij. V strukturi izdajateljcev celotnega lastniškega kapitala dosegajo finančna podjetja v Sloveniji le okrog 16 %, medtem ko v evroobmočju okrog 45%. Visok delež v evroobmočju je tudi posledica večje vloge investicijskih skladov. Struktura slovenskih bank z nizkim deležem lastniškega kapitala v obdobju krize kaže na sorazmerno večjo izpostavljenost slovenskega finančnega sektorja kapitalskim izgubam, kot to velja za celotno EU-17. Ob kapitalskih izgubah je slabo vplivalo na banke tudi ohranjanje sorazmerno visoke odvisnosti finančnih institucij od drugih virov, hkrati pa banke ne spodbujajo razvoja že sicer plitvega kapitalskega trga. V letu 2011 se delež lastniškega kapitala kljub dokapitalizacijam ni povečal, zato bi po mnenju BS morale biti še več dokapitalizacij za normalizacijo finančnega posredništva. S pričakovanimi novimi kapitalskimi ureditvami bo povečanje deleža kapitala v bankah in zavarovalnicah morale biti večje (BS, 2012a, str. 39).

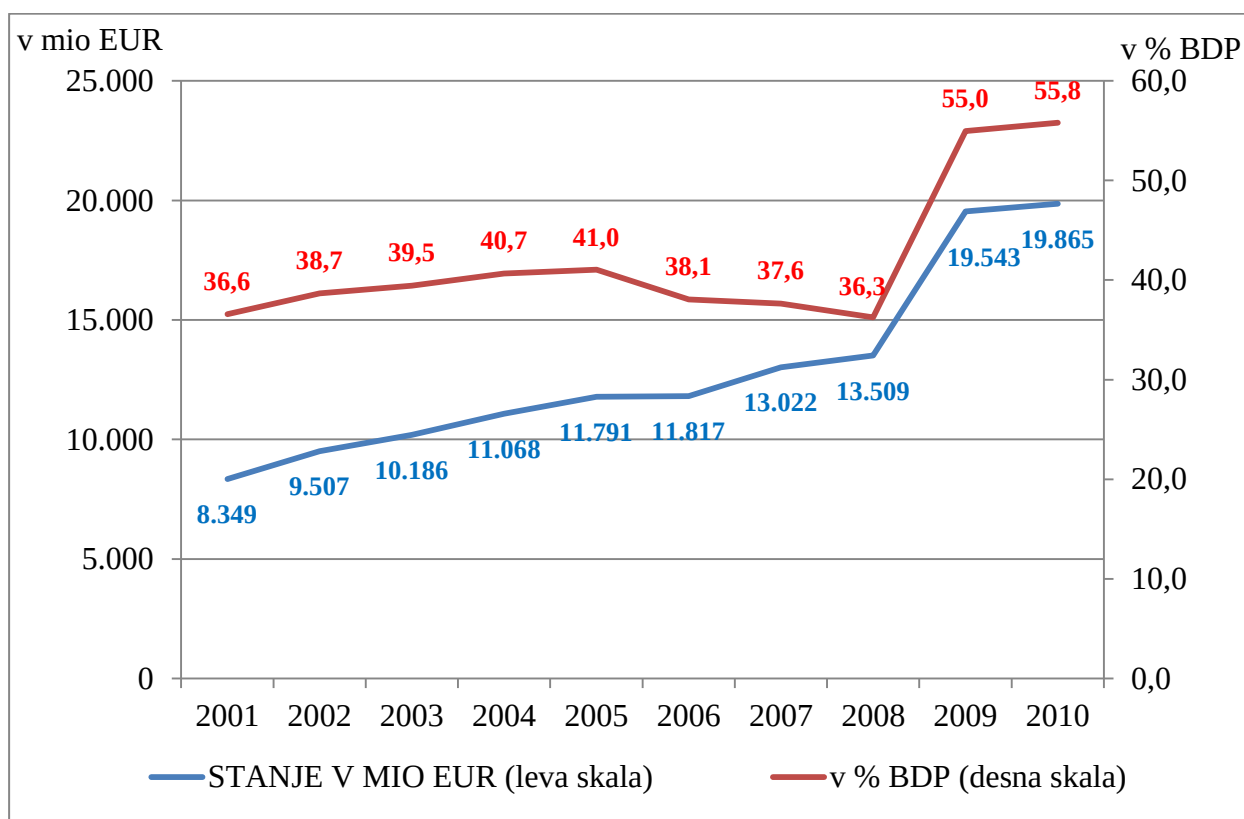
4.4.3 Analiza bruto zadolženosti sektorja države

Bruto dolžniške obveznosti sektorja države, izražene v % BDP-ja, so v obdobju 2001–2010 v povprečju medletno naraščale za 4,8 %, kar je do konca leta 2010 nanese na 19.865 mio EUR bruto zadolženosti (Slika 9) (BS, 2013a, str. 2–6; 2013b, str. 3–131).

Glavni razlog za zmanjševanje bruto dolga države, izraženega v % BDP-ja, v obdobju od leta 2005 do leta 2008 je v zelo visoki rasti ekonomske aktivnosti in s tem v velikih fiskalnih prihodkih oz. nizkih fiskalnih primanjkljajih. Z gospodarsko-finančno krizo po letu 2008 se je ekonomska aktivnost skokovito zmanjšala, kar je povzročilo zmanjšanje fiskalnih prihodkov, posebej od davkov, s tem pa generiranje fiskalnih primanjkljajev. Dodatno so k generiranju fiskalnih primanjkljajev zaradi slabšega ekonomskega položaja prispevali potrebni večji (socialni) transferji in ukrepi za zmanjševanje posledic krize (npr. dokapitalizacije bank), pa tudi davčne reforme, ki so v povprečju zniževale davčno obremenitev (BS, 2011b, str. 2–3). V letu 2009 so se povečale bruto dolžniške obveznosti države, izražene v % BDP-ja, in sicer za kar 51

% . Dejavnika, ki sta vplivala na to, sta bila dva. Prvi je bil visok primanjkljaj državnega proračuna, katerega vrednost je znašala 6,1 % BDP-ja. Primanjkljaj je bil posledica učinkov krize tako na prihodke, kot tudi na odhodke in na diskrecijske fiskalne politike. Rast celotnih javnofinančnih prihodkov je bila negativna, bila je -5,7 %, medtem ko je bila njihova povprečna letna rast v preteklih letih več kot 7 %. Odhodki so se povečali predvsem zaradi subvencij in transferov in še vedno močne dinamike plač iz prejšnjih let (plačna reforma). Drugi dejavnik za povečanje bruto dolžniških obveznosti države v letu 2009 pa je bilo vnaprejšnje zadolževanje države za financiranje primanjkljaja, ki naj bi predvidoma nastal zaradi sredstev, pridobljenih za povečanje likvidnosti bančnega sistema. To vnaprejšnje zadolževanje države je bilo podprto s spremembo Zakona o javnih financah, ki omogoča, da se državna zakladnica lahko vnaprej zadolži do obsega zapadlih glavnih v prihodnjem proračunskem letu (UMAR, 2010a).

Slika 9: Stanje bruto dolžniških obveznosti sektorja države v mio EUR in % BDP-ja



Vir: Povzeto in prilagojeno po Eurostat, Annual National Account, GDP and main components - Current prices, 2012; ECB. Loans to euro area residents, Aggregated balance sheet of euro area monetary financial institutions, excluding the Eurosystem, 2012.

V letu 2010 je država izvajala ukrepe fiskalnih spodbud in je skupaj s šibkim gospodarskim okrevanjem obdržala državni primanjkljaj na ravni 5,8 % BDP-ja. Prihodki so se povečali predvsem na račun davka na dodano vrednost in povečanja trošarin. Rast odhodkov se je v letu 2010 ustavila, vendar so odhodki države, izraženi v % BDP-ja, v tem programskem obdobju dosegli najvišjo raven (UMAR, 2010a).

Tabela 5: Stanje bruto finančnih obveznosti sektorja države v mio EUR in struktura bruto dolžniških obveznosti sektorja država po instrumentih (v %)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Stanje celotnih finančnih obveznosti v mio EUR	9.345	10.647	11.300	12.272	13.021	14.179	16.580	15.450	21.074	20.616
Delež dolžniških obveznosti v celotnih finančnih obveznosti v %	89,3	89,3	90,1	90,2	90,6	83,3	78,5	87,4	92,7	96,4
Rast v %		0,0	0,9	0,1	0,4	-8,0	-5,8	11,3	6,1	3,9
Struktura v % kot delež dolžniških obveznosti	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Denarno zlato in posebne pravice črpanja (SDR)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gotovina in vloge	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	4,1	6,9	7,9	15,6	9,9
Vrednostni papirji, razen delnic	55,1	60,0	61,7	63,7	61,1	64,9	56,5	57,5	61,9	66,1
Dolžniški vrednostni papirji, razen izvedenih finančnih instrumentov	55,1	60,0	61,6	63,7	61,1	64,9	56,5	57,5	61,9	66,1
kratkoročni	2,8	4,0	3,3	4,1	2,9	3,0	1,2	0,7	3,8	0,1
dolgoročni	52,3	56,0	58,4	59,6	58,2	61,9	55,4	56,8	58,1	65,9
Izvedeni finančni instrumenti	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Posojila	14,6	12,8	11,4	11,2	14,0	8,6	10,1	7,5	6,0	7,9
kratkoročni	1,6	1,5	1,9	0,7	3,7	0,7	3,5	0,9	0,1	0,2
dolgoročni	13,0	11,3	9,5	10,5	10,2	7,8	6,6	6,6	5,9	7,7
Zavarovane tehnične rezervacije	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Neto lastniški kapital gospodinjstev v rezervacijah življenjskega zavarovanja in v rezervacijah pokojninskih skladov	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Predplačila zavarovalnih premij in rezervacije za škode	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Druge obveznosti	30,3	27,1	26,8	24,9	24,9	22,5	26,5	27,0	16,5	16,2

Vir: Povzeto in prilagojeno po Eurostat, Annual National Account, GDP and main components - Current prices, 2012; ECB. Loans to euro area residents, Aggregated balance sheet of euro area monetary financial institutions, excluding the Eurosystem, 2012.

Največji del bruto dolžniških obveznosti sektorja države (razen delnic in izvedenih finančnih instrumentov) zavzemajo dolgoročni vrednostni papirji – predvsem gre za izdane obveznice. Slovenija je v letu 2007 izdala prvo referenčno obveznico v višini 1 mrd EUR, v začetku leta 2008 pa drugo referenčno državno obveznico v enakem obsegu, s čimer se je uspešno umestila

na evropski trg državnih obveznic. S tem si je oblikovala investitorsko zaledje, kar ji je v letu 2009 v zaostrenih pogojih zadolževanja na mednarodnih finančnih trgih omogočilo, da je izdala obveznice v skupni višini 4 mrd EUR. Razmerje med deležem dolga iz naslova posojil in deležem dolga iz naslova vrednostnih papirjev v celotnih bruto dolžnikih obveznostih države se je tako zaradi povečanega deleža zadolževanja z vrednostnimi papirji spremenilo (UMAR, 2010b, str. 23).

V letu 2010 se je to razmerje ohranilo na podobni ravni. Država se namreč še naprej zadolžuje predvsem z dolgoročnimi vrednostnimi papirji, kar je predvsem posledica strategije izdajanja desetletnih kuponskih obveznic s fiksno obrestno mero, denominiranih v evrih. Za zadolževanje slovenske države na centralni ravni je značilno precej enakomerno zapadanje dolgov brez večjih koncentracij v posameznem letu, s čimer je tveganje refinanciranja razpršeno. Ob tem pa je struktura dolga države srednje- in dolgoročna, kar dodatno izkazuje nizko raven izpostavljenosti tveganju refinanciranja (UMAR, 2011b, str. 87).

Hitra rast dolga države ter velik obseg državnih poroštev in jamstev povečujeta tveganje, da dolg preseže zgornjo dovoljeno mejo 60 % BDP-ja, kot jo določa Pakt stabilnosti in rasti. V obdobju 2009–2011 se je namreč precej povečal tudi javno garantirani dolg. Konec leta 2009 so k temu prispevala predvsem jamstva v višini 2 mrd EUR, ki jih je država podelila domačim bankam za zadolževanje. Z vladnimi ukrepi za blažitev gospodarske krize je tako povezana dobra četrtina skupnega javno garantiranega dolga.

Obseg unovčenih poroštev in jamstev, ki se je v letu 2011 nekoliko povečal, ostaja nizek (konec leta 2011 20,8 mio EUR). Kljub temu pa po mnenju UMAR višina in ocena verjetnosti unovčitve poroštev in jamstev države predstavljata pomemben dejavnik. Vplivata lahko na poslabšanje percepcije države na finančnem trgu ter posledično povečujeta pribitke in dodatno dražita zadolževanje (UMAR, 2012, str. 25).

Konec leta 2011 je največji del celotnega dolga sektorja država predstavljal dolg centralne države, in sicer 96 %. Pri tem se je delež nekonsolidiranega dolga na lokalni ravni v obdobju 2008–2011 povečal za 1 odstotno točko (UMAR, 2012, str. 25).

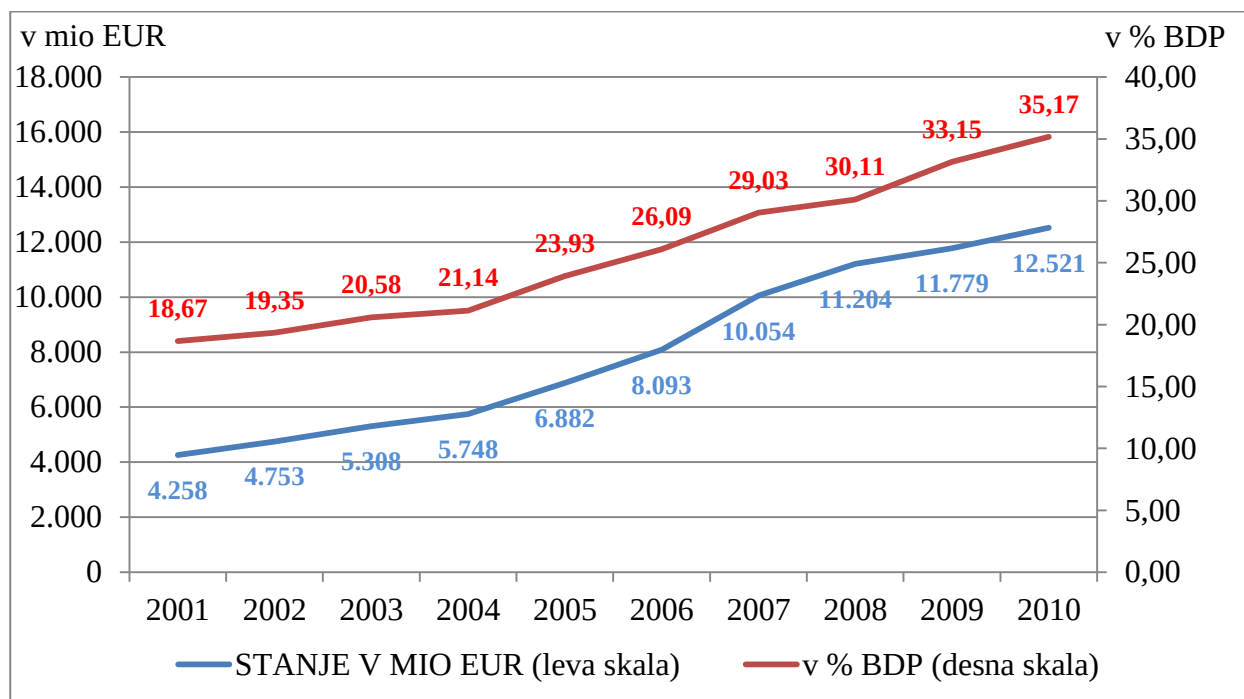
4.4.4 Analiza bruto zadolženosti sektorja gospodinjstev

Bruto dolžniške obveznosti sektorja gospodinjstev, izražene v % BDP-ja, so v obdobju 2001–2010 v povprečju medletno naraščale za 7,3 %, kar je do konca leta 2010 nanosilo za 12.521 mio EUR bruto zadolženosti (Slika 10) (BS, 2013a, str. 2-6; 2013b, str. 3-131).

Zapadanje prvih generacij petletnih pogodb Nacionalne stanovanjske sheme (NSVS) in možnost najetja posojila na podlagi varčevanja so močno vplivali na povečan tok stanovanjskih posojil gospodinjstvom v obdobju 2004/Q2–2005/Q2 (BS, 2006, str. 6). Posledično so se bruto dolžniške obveznosti, izražene v % BDP-ja, povečale za več kot 2 odstotni točki (Slika 10). V letu 2008 je sledilo naslednje povečanje bruto dolžniških obveznosti gospodinjstev, izraženih v

% BDP-ja, in sicer za skoraj 3 odstotne točke. Vzrok so bili velika gospodarska rast, nizke obrestne mere, ki so spodbujale potrošnjo, razmeroma nizka zadolženost prebivalstva in s tem večja kredibilnost ter bolj prilagodljiva ponudba potrošniških in stanovanjskih kreditov bank v letu 2005/Q2 (BS, 2006, str. 6).

Slika 10: Stanje bruto dolžniških obveznosti sektorja gospodinjstev v mio EUR in % BDP-ja



Vir: Povzeto in prilagojeno po Eurostat, *Annual National Account, GDP and main components - Current prices*, 2012; ECB. *Loans to euro area residents, Aggregated balance sheet of euro area monetary financial institutions, excluding the Eurosystem*, 2012.

Dinamika zadolževanja gospodinjstev se je v letu 2009 upočasnila. Na strani ponudbe je na manjše zadolževanje vplivalo zaostrovanje kreditnih standardov. Na strani povpraševanja gospodinjstev pa sta vplivali počasnejša dinamika plač v zasebnem sektorju in naraščanje brezposelnosti, ki sta povečala breme zadolženosti gospodinjstev. Tako se je obremenjenost gospodinjstev z odplačevanjem posojil povečala, kar je vplivalo tudi na zmožnost njihovega poplačila (BS, 2009, str. 19–22). Po podatkih BS se je namreč do leta 2011 delež posojil z zamudami več kot 30 dni povečal na 5,5 %, pri čemer je bilo še posebej veliko povečanje zamud nad enim letom. To je delno posledica jemanja zasebnih posojil za reševanje malih podjetij in samostojnih podjetnikov, prizadetih zaradi finančne krize. Po mnenju BS so v letu 2011 gospodinjstva zmanjšala svoje obveznosti, kar je bila posledica poplačil posojil drugim finančnim posrednikom ter trgovinskih kreditov in avansov, medtem ko so se dolgoročna posojila pri bankah še vedno povečevala, čeprav z nižjo dinamiko kot leto prej (BS, 2012b, str. 13).

V strukturi dolžniških obveznosti, izraženih v % BDP-ja, prevladujejo dolgoročna posojila s kar 66 % v letu 2004 in z 77,3 % v letu 2010 v celotnih dolžniških obveznostih (Tabela 6). V letu 2004 so na povečanje deleža posojil znotraj dolžniških obveznosti vplivali že omenjeni ugodni pogoji zadolževanja gospodinjstev pri bankah in sprostitev sredstev iz NSVS (BS, 2006, str. 6).

Tabela 6: Stanje bruto finančnih obveznosti sektorja gospodinjstev v mio EUR in struktura bruto dolžniških obveznosti sektorja gospodinjstev po instrumentih (v %)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Stanje celotnih finančnih obveznosti v mio EUR	4.258	4.753	5.308	5.748	6.882	8.093	10.054	11.204	11.779	12.521
Delež dolžniških obveznosti v celotnih finančnih obveznostih v %	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Rast v %		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Struktura v % kot delež dolžniških obveznosti	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Denarno zlato in posebne pravice črpanja (SDR)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
otovina in vloge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vrednostni papirji, razen delnic	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dolžniški vrednostni papirji, razen izvedenih finančnih instrumentov	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
kratkoročni	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
dolgoročni	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Izvedeni finančni instrumenti	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Posojila	76,0	76,1	75,7	78,1	79,7	83,7	85,7	86,6	87,5	88,0
kratkoročni	14,2	14,7	14,4	12,1	10,7	12,2	12,6	12,1	12,1	10,7
dolgoročni	61,9	61,4	61,4	66,0	69,0	71,6	73,1	74,6	75,4	77,3
Zavarovane tehnične rezervacije	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Neto lastniški kapital gospodinjstev v rezervacijah življenjskega zavarovanja in v rezervacijah pokojninskih skladov	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Predplačila zavarovalnih premij in rezervacije za škode	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Druge obveznosti	24,0	23,9	24,3	21,9	20,3	16,3	14,3	13,4	12,5	12,0

Vir: Povzeto in prilagojeno po Eurostat, Annual National Account, GDP and main components - Current prices, 2012; ECB. Loans to euro area residents, Aggregated balance sheet of euro area monetary financial institutions, excluding the Eurosystem, 2012.

V strukturi posojil gospodinjstev se delež stanovanjskih posojil po mnenju BS povečuje in je konec 2010 že dosegel 52 %, kar pomeni povečanje za 20 odstotnih točk v primerjavi z letom 2005. Potrošniška posojila pa so konec leta 2010 predstavljala 31 % in se počasi znižujejo (BS, 2011a, str. 13).

Povprečna ročnost stanovanjskih posojil se vseskozi podaljšuje in je februarja 2011 dosegla 15,5 leta. Podaljševanje ročnosti stanovanjskih posojil omogoča posojilojemalcem pridobitev večjega obsega posojila in hkrati dostop do posojil tudi tistemu delu gospodinjstev z nižjimi prejemki (BS, 2011a, str. 14).

Povečuje se delež posojil z variabilno obrestno mero (kar pomeni, da prevladujejo posojila, vezana na EURIBOR), ki v stanjih stanovanjskih posojil dosega 95-odstotni delež, medtem ko pri potrošniških posojilih dosega delež 58 %. Ta trend povečevanja je opazen od leta 2009 naprej, ko so referenčne obrestne mere dosegle zelo nizke ravni in so bila zato posojila z variabilno obrestno mero privlačnejša od tistih s fiksno. Z zviševanjem obrestnih mer se bo breme servisiranja dolga za gospodinjstva povečevalo (BS, 2011a, str. 14).

V kategoriji ostalih obveznosti sektorja gospodinjstev so zajeti predvsem trgovinski krediti in avansi, ki imajo skozi celotno obdobje značilen trend upadanja, in sicer zaradi povečanega zadolževanja gospodinjstev v instrumentu posojil.

4.4.5 Analiza bruto zunanje zadolženosti

Celotne bruto zunanje dolžniške obveznosti, izražene v % BDP-ja, so se medletno v povprečju povečevale za 6,4 %, kar je do konca leta 2010 nanoslo za 29.560 mio EUR bruto zadolženosti (Slika 11) (BS, 2013a, str. 2-6; 2013b, str. 3-131).

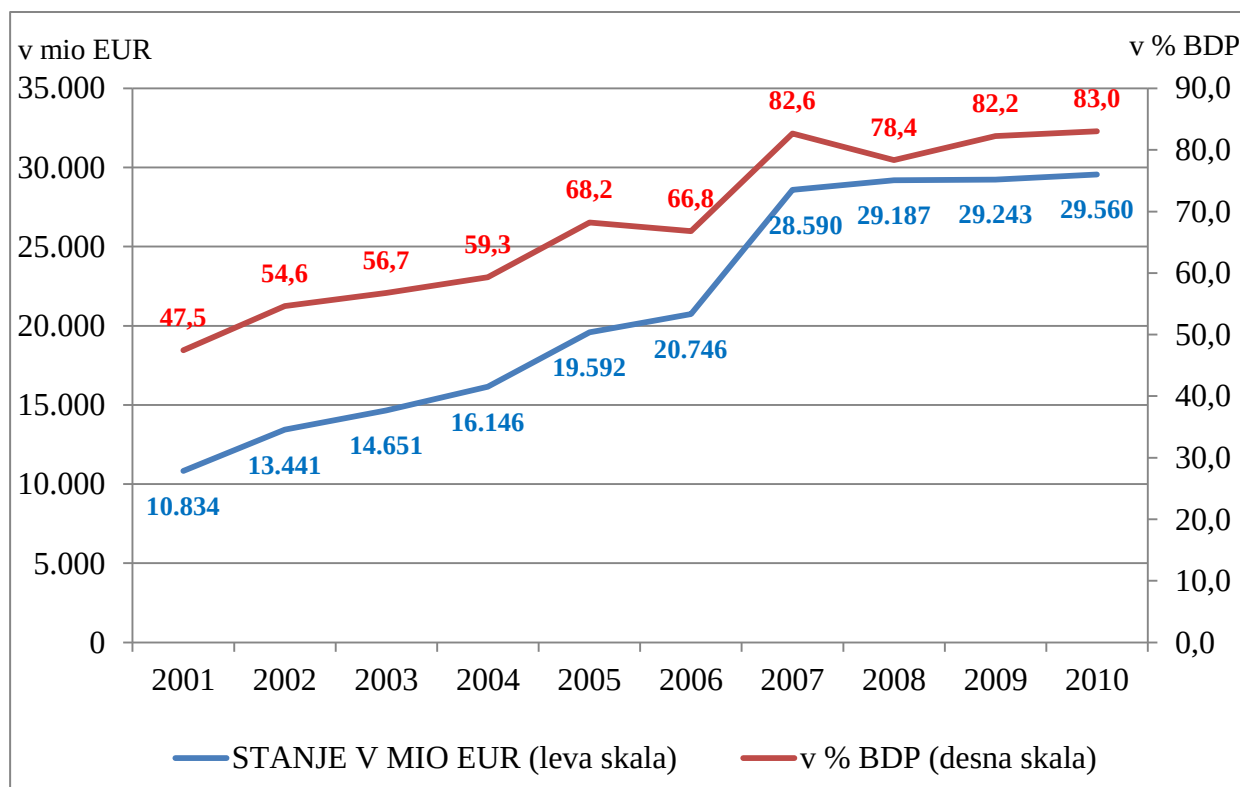
Bruto zunanje dolžniške obveznosti so se pred vstopom Slovenije v EU povečevale zaradi prevzemov, investicij in neposrednih naložb v nefinančna podjetja s strani tujcev ter zaradi boljših pogojev zadolževanja v tujini (BS, 2004, str. 13). Slednji so vplivali tudi na večje zadolževanje bančnega sektorja v tujini, ki so financirala povečano zadolževanje podjetij v času konjunktura.

V letu 2006 so se pogoji na domačem trgu spremenili; banke, podjetja in gospodinjstva so se razdolževali v odnosu do tujine. V letu 2007 in 2008 je bila visoka gospodarska rast spodbujena z visoko rastjo investicij, čemur rast domačega varčevanja ni sledila v zadostni meri. To je vodilo v povečanje zadolževanja v tujini, zlasti bank v obliki posojil in deloma tudi države s prestrukturiranjem domačega dolga v dolg do tujine z izdajanjem dolgoročnih obveznic v tujini. Zaostritev finančne krize jeseni leta 2008 in porušeno zaupanje na finančnih trgih sta v letu 2009 povzročila popoln preobrat v kreditni ponudbi slovenskih bank. Tako so se podjetja v letu 2009 pospešeno zadolževala pri bankah v tujini in dodatno se je v tujini zadolževala tudi država. Namen državnega zadolževanja je bilo financiranje proračuna in splošnega financiranja, kar je

počela z izdajo večjega obsega vrednostnih papirjev, katerih kupci so bili večinoma nerezidenti (BS, 2010, str. 30).

V letu 2010 je zunanje zadolževanje z bančnega sektorja prešlo na državo in se je – zaradi znižanja bonitetnih ocen več slovenskim bankam in posledično dodatnega poslabšanja pogojev za najem virov financiranja – nadaljevalo še naslednje leto. V odnosu do tujine so se v tem letu razdolževala tudi podjetja (BS, 2011a, str.34)

Slika 11: Stanje bruto zunanjih dolžniških obveznosti v mio EUR in % BDP-ja



Vir: Povzeto in prilagojeno po Eurostat, Annual National Account, GDP and main components - Current prices, 2012; ECB. Loans to euro area residents, Aggregated balance sheet of euro area monetary financial institutions, excluding the Eurosystem, 2012.

Zaradi sprememb v bruto zunanjem zadolževanju se spreminja tudi struktura zunanjih virov financiranja. V začetku preučevanega obdobja je prevladoval instrument gotovina in vloge s 40,9 % celotnih bruto zunanjih dolžniških obveznosti, in sicer zaradi povečanega zadolževanja bank v tem instrumentu (Tabela 7). Z leti pa se je v strukturi bruto zunanjega zadolževanja povečal delež vrednostnih papirjev. Vzrok za to je bilo povečano zadolževanje sektorja države z izdajo obveznic na evropskem trgu. Po letu 2006 se je zaradi dodatnega zadolževanja bank v tujini povečal tudi delež posojil. Po drugi strani pa se je delež drugih obveznosti zmanjševal zaradi nizke gospodarske aktivnosti, ki je vplivala na manjši obseg tujih komercialnih kreditov podjetij in na znižanje drugih državnih obveznosti do tujine (BS, 2012a, str. 2).

Tabela 7: Stanje bruto zunanjih finančnih obveznosti v mio EUR in struktura bruto zunanjih dolžniških obveznosti po instrumentih (v %)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Stanje celotnih finančnih obveznosti v mio EUR	11.527	14.426	16.024	18.144	23.273	25.655	35.528	35.150	35.890	36.582
Delež dolžniških obveznosti v celotnih finančnih obveznosti v %	94,0	93,2	91,4	89,0	84,2	80,9	80,5	83,0	81,5	80,8
Rast v %		-0,9	-1,9	-2,7	-5,4	-3,9	-0,5	3,2	-1,9	-0,8
Struktura v % kot delež dolžniških obveznosti	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Denarno zlato in posebne pravice črpanja (SDR)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gotovina in vloge	40,9	37,4	31,0	27,9	30,8	31,2	32,8	30,8	31,7	29,9
Vrednostni papirji, razen delnic	24,8	31,2	36,6	40,6	36,2	35,3	33,8	32,6	32,2	32,3
Dolžniški vrednostni papirji, razen izvedenih finančnih instrumentov	24,8	31,1	36,6	40,6	36,1	35,0	33,3	32,3	31,9	31,9
kratkoročni	0,0	0,0	0,1	0,3	0,0	1,6	3,9	3,7	4,1	2,4
dolgoročni	24,8	31,0	36,5	40,3	36,1	33,4	29,3	28,6	27,8	29,5
Izvedeni finančni instrumenti	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,3	0,5	0,3	0,3	0,4
Posojila	2,8	5,0	6,4	5,4	7,1	9,1	13,9	16,7	17,6	18,3
kratkoročni	0,8	1,9	1,7	1,2	2,1	2,7	5,5	6,8	6,6	7,0
dolgoročni	2,0	3,1	4,7	4,2	4,9	6,4	8,4	9,9	11,0	11,3
Zavarovane tehnične rezervacije	0,0	0,0	0,1	0,4	0,4	0,5	0,4	0,5	0,4	0,4
Neto lastniški kapital gospodinjstev v rezervacijah življenjskega zavarovanja in v rezervacijah pokojninskih skladov	0,0	0,0	0,0	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Predplačila zavarovalnih premij in rezervacije za škode	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Druge obveznosti	31,5	26,4	25,9	25,8	25,4	23,9	19,1	19,4	18,0	19,1

Vir: Povzeto in prilagojeno po Eurostat, Annual National Account, GDP and main components - Current prices, 2012; ECB. Loans to euro area residents, Aggregated balance sheet of euro area monetary financial institutions, excluding the Eurosystem, 2012.

SKLEP

Deficitarne gospodarske celice lahko za investicije porabijo več, kot privarčujejo, in sicer tako da neposredno ali s posredovanjem finančnih institucij koristijo prihranke suficitarnih gospodarskih

celic. V zameno za sredstva, ki se prenesejo na deficitarne celice (npr. podjetja), dobijo suficitarne celice (npr. gospodinjstva) terjatve do deficitarnih celic, če gre za kredit ali posojilo, ki ga kot finančni posrednik odobri banka. Predmet preučevanja tega diplomskega dela so bili terjatve in dolgovi glavnih sektorjev gospodarstva (gospodinjstva, nefinančna podjetja, finančne institucije in država). V diplomski nalogi smo najprej definirali pojem zadolženosti, nato pa smo analizirali dinamiko neto in bruto zadolženosti omenjenih sektorjev gospodarstva in tujine v obdobju pred izbruhom globalne finančne in gospodarske krize ter v obdobju po njem. V nadaljevanju so povzete glavne ugotovitve naloge.

Skupna neto zadolženost gospodarstva Slovenije do tujine je do vstopa Slovenije v EU naraščala počasi. Po vstopu pa so neto obveznosti celotne Slovenije do tujine naraščale pospešeno, kar je bila posledica cenejšega zunanjega zadolževanja za finančni in nefinančni sektor ter tudi za sektor države. V obdobju gospodarske krize se je absolutna rast zunanjega zadolževanja Slovenije nekoliko umirila, in sicer zaradi omejenih pogojev razpoložljivih finančnih virov na mednarodnem finančnem trgu. Bančni sektor se je tako razdolževal v odnosu do tujine, sektor države pa je vire financiranja – zaradi manjših možnosti zadolževanja doma v obdobju dolžniške krize – poiskal v tujini in v letu 2011 prevzel največji delež v skupnem neto zunanjem zadolževanju Slovenije.

V primerjavi z evroobmočjem je Slovenija v celotnem preučevanem obdobju povečevala relativni obseg bruto dolžniških obveznosti hitreje, in sicer povprečno medletno za 6,7 % (evroobmočje za 3,3 %). K rasti bruto zadolženosti v Sloveniji je najbolj prispeval finančni sektor (s povprečno medletno rastjo 7,7 %), saj predstavljajo njegove bruto dolžniške obveznosti kar 44 % celotnih bruto dolžniških obveznosti Slovenije, izraženih v % slovenskega BDP-ja. Pri EU-17 je bil finančni sektor (s povprečno medletno rastjo 3,9 %) prav tako največji »krivec« za rast zadolževanja celotnega evroobmočja z 59%. Njegove bruto dolžniške obveznosti predstavljajo 59 % celotnih bruto dolžniških obveznosti evroobmočja, izraženih v % BDP-ja evroobmočja. Vzrok za to so poglobljene finance bančnega sektorja.

Bruto dolžniške obveznosti so se do leta 2009 kontinuirano povečevale za vse sektorje gospodarstva Slovenije. Na začetku preučevanega obdobja so na povečanje vplivale visoke rasti ekonomske aktivnosti, ki so jo financirali z zadolževanjem. V letu 2010 pa so se bruto dolžniške obveznosti zmanjševale zaradi omejitev pogojev na mednarodnih trgih in upočasnjene ali negativne gospodarske aktivnosti. Izjema sta bila sektor gospodinjstev z visoko rastjo stanovanjskih posojil in sektor države, ki je prevzel breme financiranja, ko se je dinamika zadolževanja nadaljevala tudi v letu 2010.

Skupaj z naraščanjem bruto zadolženosti nefinančnega sektorja je v njegovi strukturi dolžniških obveznosti naraščal tudi delež posojil, ki so zagotavljala tekoče financiranje podjetij. V finančnem sektorju se je zaradi zmanjševanja vlog (in gotovine) prav tako povečeval delež posojil v celotnih dolžniških obveznostih finančnega sektorja. Največji del bruto dolžniških obveznosti sektorja države (razen delnic in izvedenih finančnih instrumentov) so zavzeli dolgoročni vrednostni papirji – predvsem izdane obveznice. Pri sektorju gospodinjstev so v letu

2010 prevladovala dolgoročna (stanovanjska) posojila s 77,3 % BDP-ja v celotnih dolžniških obveznostih gospodinjstev. V obdobju krize se je povečala bruto zunanja zadolženost, pa tudi struktura skupnega zunanjega zadolževanja, in sicer tako, da se je zmanjšal delež gotovine in vlog. Vzrok za to je povečanje posojilnega zadolževanja v tujini in izdaja vrednostnih papirjev v tujini.

LITERATURA IN VIRI

1. Banka Slovenije. (b.l.). Finančna stabilnost. Najdeno 1 oktobra 2009 na spletnem naslovu <http://www.bsi.si/financna-stabilnost.asp?MapaId=1183>
2. Banka Slovenije. (1997). Metodološke opombe. *Bilten*. (št. 11, november 1997). Ljubljana: Banka Slovenije.
3. Banka Slovenije. (2004). *Poročilo o finančni stabilnosti za leto 2003*. Ljubljana: Banka Slovenije.
4. Banka Slovenije. (2005). *Finančni računi Slovenije 2001-2004*. Ljubljana: Banka Slovenije.
5. Banka Slovenije. (2005). *Poročilo o finančni stabilnosti*. Ljubljana: Banka Slovenije.
6. Banka Slovenije. (2006). *Poročilo o finančni stabilnosti*. Ljubljana: Banka Slovenije.
7. Banka Slovenije. (2007). *Poročilo o finančni stabilnosti*. Ljubljana: Banka Slovenije.
8. Banka Slovenije. (2008). *Poročilo o finančni stabilnosti*. Ljubljana: Banka Slovenije.
9. Banka Slovenije. (2009). *Poročilo o finančni stabilnosti*. Ljubljana: Banka Slovenije.
10. Banka Slovenije. (2010). *Poročilo o finančni stabilnosti*. Ljubljana: Banka Slovenije.
11. Banka Slovenije. (2011a). *Poročilo o finančni stabilnosti*. Ljubljana: Banka Slovenije
12. Banka Slovenije. (2011b). Kazalniki zadolženosti Slovenij. Najdeno 22. oktobra 2012 na spletnem naslovu http://www.stat.si/StatisticniDnevi/Docs/Radenci2011/Noc-Kazalniki_zadolzenosti-prispevek.pdf
13. Banka Slovenije. (2012a). *Poročilo o finančni stabilnosti*. Ljubljana: Banka Slovenije.
14. Banka Slovenije. (2012b). Gospodarska in finančna gibanja. *Bilten*. (Št. 1., januar 2012). Ljubljana: Banka Slovenije.
15. Banka Slovenije. (2013a). *Tabele letnih finančnih računov Slovenije (2001-2012)*. Ljubljana: Banka Slovenije.
16. Banka Slovenije. (2013b). *Tabele četrletnih finančnih računov (2004Q1-2013Q1)*. Ljubljana: Banka Slovenije.
17. Benedik, B. (2003). *Ugotavljanje uspešnosti podjetij z računovodskimi in finančnimi kazalniki* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta
18. Berk, A., Lončarski, I., Zajc, P., Krajnović, E., Deželan, S., Groznik, P., & Valentinčič, A. (2004). *Poslovne finance* (2.dopolnjena in popravljena izdaja). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
19. Department for Business Enterprise & Regulatory Reform. (2009). Household Debt Monitoring Paper H1 2008. Najdeno 9. maja 2010 na spletnem naslovu <http://www.berr.gov.uk/files/file49976.pdf>
20. Bertola, G., & Hochguertel, S. (2005). *Household Debt and Credit*. Torino, Amsterdam: Università di Torino, VU University Amsterdam.
21. Betti, G., Dourmashkin, N., Rossi, M. C., Verma, V., & Yin, Y. (2001). *Study of the problem of Consumer Indebtedness: Statistical Aspects* (Final Report). London: ORC Macro.
22. Blanchard, O.J. (1990). *Suggestions for a new set of fiscal indicators*. Pariz: OECD Publishing
23. Blanchard, O.J., Amighini, A., & Giavazzi, F. (2010). *Microeconomics*. Harlow: Pearson Education Limited.

24. Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A.J. (1999). *Investments* (4th ed.). Boston : The McGraw-Hill Companies, Inc.
25. Bole, V. (2005). *Zadolževanje enot nižje ravni države, Gospodarska gibanja*. Ljubljana: Ekonomski inštitut Pravne fakultete.
26. Brelih, M., & Repovž, A. (b.l.). Kazalniki zadolženosti. Najdeno 20. aprila 2011 na spletnem naslovu <http://www.stat.si/StatDnevi2010/Docs/Radenci%202010/Brelh,%20Repovz%20-%20Kazalniki%20zadol%C5%BEenosti-prispevek.pdf>
27. Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2004). *Fundamentals of Financial Management* (11th ed.). Mason:South-Western Cengage Learning.
28. Cabral, R. (2010, 8.maj). The PIGS's extrnal debt problem. Najdeno 9. maja 2010 na spletnem naslovu <http://www.org/index.php?q=node/5008>
29. Čerman, P. S. (2002). *Oblikovanje računovodskih informacij za potrebe nadzornih svetov slovanskih podjetij* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
30. De Haan, J., & Mink, M. (2012). Contagion during the Greek sovereign debt crisis. Najdeno 13. septembra 2012 na spletnem naslovu <http://www.voxeu.org/article/contagion-during-greek-sovereign-debt-crisis>
31. Debelle, G. (2004). *Macroecoomic Implications of Rising Household Debt*. Basel: Bank for International Settlements.
32. Defrančeski, A. (1998). *Zunanje zadolževanje in upravljanje dolga Slovenije do tujine* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
33. Disney, B. G. (2008). Report to the Department for Business, Enterprise and Regulatory Reform October 2008, Drivers of Overindebtedness. Najdeno 9. maja 2010 na spletnem naslovu <http://www.berr.gov.uk/files/file49248.pdf>
34. Duhovnik, M. (1995). *Dolgoročno financiranje podjetja z vrednostnimi papirji* (srebrna knjiga 11). Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
35. Duhovnik, M. (2002). *Uspešnost in učinkovitost poslovanja podjetja na podlagi ekonomskih in finančnih kazalnikov* (doktorska disertacija). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
36. Duhovnik, M. (2003). *Obračunski in denarni tokovi kot podalga za ugotavljanje uspešnosti*. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
37. EUROSTAT. (2013). Annual National Account, GDP and main components - Current prices (namq_gdp_c). Najdeno 22. oktobra 2012 na spletnem naslovu http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/national_accounts/data/database
38. Evropska centralna banka (ECB). (2005). Loans to euro area residents, Aggregated balance sheet of euro area monetary financial institutions, excluding the Eurosystem: Slovenia. Najdeno 22. oktobra 2012 na spletnem naslovu http://www.ecb.europa.eu/stats/money/aggregates/bsheets/html/growth_rates_SI_2005.en.html
39. Evropska centralna banka (ECB). (2006). Loans to euro area residents, Aggregated balance sheet of euro area monetary financial institutions, excluding the Eurosystem: Slovenia. Najdeno 22. oktobra 2012 na spletnem naslovu http://www.ecb.europa.eu/stats/money/aggregates/bsheets/html/growth_rates_SI_2006.en.html

40. Evropska centralna banka (ECB). (2007). Loans to euro area residents, Aggregated balance sheet of euro area monetary financial institutions, excluding the Eurosystem: Slovenia. Najdeno 22. oktobra 2012 na spletnem naslovu http://www.ecb.europa.eu/stats/money/aggregates/bsheets/html/growth_rates_SI_2007.en.html
41. Evropska centralna banka (ECB). (2008). Loans to euro area residents, Aggregated balance sheet of euro area monetary financial institutions, excluding the Eurosystem: Slovenia. Najdeno 22. oktobra 2012 na spletnem naslovu http://www.ecb.europa.eu/stats/money/aggregates/bsheets/html/growth_rates_SI_2008.en.html
42. Evropska centralna banka (ECB). (2009). Loans to euro area residents, Aggregated balance sheet of euro area monetary financial institutions, excluding the Eurosystem: Slovenia. Najdeno 22. oktobra 2012 na spletnem naslovu http://www.ecb.int/stats/money/aggregates/bsheets/html/growth_rates_SI_2009.en.html
43. Evropska centralna banka (ECB). (2010). Loans to euro area residents, Aggregated balance sheet of euro area monetary financial institutions, excluding the Eurosystem: Slovenia. Najdeno 22. oktobra 2012 na spletnem naslovu http://www.ecb.europa.eu/stats/money/aggregates/bsheets/html/growth_rates_SI_2010.en.html
44. Evropska centralna banka (ECB). (2011). Loans to euro area residents, Aggregated balance sheet of euro area monetary financial institutions, excluding the Eurosystem: Slovenia. Najdeno 22. oktobra 2012 na spletnem naslovu http://www.ecb.europa.eu/stats/money/aggregates/bsheets/html/growth_rates_SI_2011.en.html
45. Evropska centralna banka (ECB). (2012a). Loans to euro area residents, Aggregated balance sheet of euro area monetary financial institutions, excluding the Eurosystem: Slovenia. Najdeno 22. oktobra 2012 na spletnem naslovu http://www.ecb.europa.eu/stats/money/aggregates/bsheets/html/growth_rates_SI_2012.en.html
46. Evropska centralna banka (ECB). (2012b). Financial Stability review, june 2012, Najdeno 4. maja 2012 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/financialstabilityreview201206en.pdf?6377a6eb7510f16cacdb6d23bc2fcd5c>
47. Fabozzi, J.F., & Modigliani, F. (1992). *Capital Markets, Institutions and Instruments*. New Jersey: Prantince-Hall.
48. Ferk, B. (2007). *Potrošno in varčevalno obnašanje gospodinjstev v Sloveniji v obdobju 1995-2005* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
49. Gibson, H. C. (1998). *Financial Reporting an analysis* (8. Izdaja). London: South Western Colleague Publishing.
50. Gregorčič, L. (1995). Vloga državne zakladnice na nacionalnem finančnem trgu. *Bančni vestnik*, 44(10/11), 26.
51. Guimaraes, B. (2008). *Optimal External Debt and Default Optimal External Debt and Default*. London: Centre for Economic Performance

52. Houben, A., Kakes, J., & Schinasi, G. (2004). Toward a Framework for Safeguarding Financial Stability. *IMF Working Paper*, 101(4), 11–12.
53. Hull, L. (2003). *Financial Deregulation and Household Indebtedness*. Discussion Paper Series 2003/01. Wellington: Reserve Bank of New Zealand.
54. International Organization of Supreme Audit Institutions (INTOSAI) Committee on Public Debt. (2010). *Debt indicators*. Copenhagen K: INTOSAI.
55. International Monetary Fund (IMF), & IDA (1999). Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative—Strengthening the Link between Debt Relief and Poverty Reduction. Najdeno 23. maj 2012 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/np/hipc/0899/link.pdf>
56. International Monetary Fund (IMF). (2000). Debt- and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability. Najdeno 20. april 2011 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/np/pdr/debtres/debtres.pdf>
57. International Monetary Fund (IMF). (2001). Methodology for Current Account and Exchange rate Assessments. Najdeno 20. april 2011 na spletnem naslovu http://books.google.si/books?id=p9qJv6QuRmwC&pg=PT18&lpg=PT18&dq=weo+projection&source=bl&ots=pcKwp49qoX&sig=oxFZdplwBn7H5GffHFXirGJxEps&hl=sl&ei=LhQ2TL25NcepsQbDnrHLAQ&sa=X&oi=book_result&ct=result&resnum=6&ved=0CD0Q6AEwBQ#v=onepage&q=weo%20projection&f=false
58. International Monetary Fund (IMF). (2002). Assessing Sustainability 2002. Najdeno 28. maj 2009 na spletnem naslovu <http://docs.google.com/gview?a=v&pid=gmail&attid=0&thid=1229dc761b5258e2&mt=application%2Fpdf&pli=1>
59. International Monetary Fund (IMF). (2006). Specification of Financial Soundness. Najdeno 9. maja 2010 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fsi/guide/2006/>
60. International Monetary Fund (IMF). (2009a). Principles of Household Debt Restructuring, June 26, 2009. Najdeno 23. maj 2012 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2009/spn0915.pdf>
61. International Monetary Fund (IMF). (2009b). Sovereign Default, Privat Sector Creditors and the IFIs. Najdeno 9. maja 2010 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp0946.pdf>
62. International Monetary Fund (IMF). (2010). Financial Soundness Indicators (FSIs) and the IMF. Najdeno 11. julija 2010 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/np/sta/fsi/eng/fsi.htm>
63. Ipavec, A. (2004). *Analiza uspešnosti poslovanja družbe Petrol d.d., Ljubljana* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
64. Kerin, M. (2004). *Teorija proračunskega primanjkljaja in javnega dolga* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
65. Koletnik, F. (1997). *Analiziranje računovodskih izkazov (bilanc)*. Maribor: Ekonomsko - poslovna fakulteta
66. Krugman, P. (2010). Learning From Greece. *The New York Times*. Najdeno 9. maja 2010 na spletnem naslovu http://www.nytimes.com/2010/04/09/opinion/09krugman.html?_r=0
67. Lončar, A. (2012, 20.oktober). Šušteršič: Slovenija se je znebila 'značke' nelikvidne države. *Finance.si* Najdeno 22. oktobra 2012 na spletnem naslovu

http://www.finance.si/sustersic_slovenija_se_je_znebila_znacke_nelikvidne_drzave_1_666006

68. Maki, D. M. (2000). *The Growth of Consumer Credit and the Household Debt Sustainability*. Washington: Federal Reserve System.
69. Markovič, H. T. (1994). Definicija javnega dolga in primernost njihove uporabe. *Bilten EDP*. (št. 2-3, junij 1994). Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
70. McKinsey Global Institut. (2010). Debt and deleveraging: The global credit bubble and its economic consequences. Najdeno 20 april 2011 na spletnem naslovu http://www.google.si/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&frm=1&source=web&cd=1&ved=0CCsQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.mckinsey.com%2F~%2Fmedia%2FMcKinsey%2Fdotcom%2FInsights%2520and%2520pubs%2FMGI%2FResearch%2FFinancial%2520Markets%2FDebt%2520and%2520deleveraging%2520Global%2520credit%2520bubble%2FMGI_Debt_and_deleveraging_full_report.ashx&ei=auYWUoHTF4aM7QacuoGYDg&usg=AFQjCNH1OWtnIaoRVsmtTTgNrSIamrE4xQ&sig2=uLlx8D1ovctJBW_WSIIfSHQ
71. Ministrstvo za finance. (2003). Poročilo o upravljanju z javnim dolgom Republike Slovenije za leto 2003. Najdeno 7. julij 2011 na spletnem naslovu http://www.mf.gov.si/fileadmin/mf.gov.si/pageuploads/tekgib/porocilo_o_dolgu_2003.pdf
72. Mishkin, F. S. (2004). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets* (9th ed.). Boston: Business school, Pearson cop.
73. Mrak, M. (2002). *Mednarodne finance*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
74. Mrak, M. (1995). Zunanja zadolženost Republike Slovenije in njeno urejanje odnosov s tujimi upniki. *Bančni vestnik*, 287(8), 10–16.
75. Mramor, D. (2010). Mramor o nujnosti pokojninske reforme. *Delo*. Najdeno 3. septembra na spletnem naslovu <http://www.delo.si/gospodarstvo/makromonitor/mramor-o-nujnosti-pokojninske-reforme.html>
76. Nielsen, U., & Møller, J. (2010). *International economics: the wealth of open nations*. London: McGraw – hill book company Europe.
77. Nelson, R., Belkin, P., & Mix, D.E. (2010). Greece's Debt Crisis: Overview, Policy, Responses, and Implications. Najdeno 22. oktobra 2012 na spletnem naslovu <http://fpc.state.gov/documents/organization/142363.pdf>
78. Prohaska, Z. (2004). *Finančni trgi* (učbenik). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
79. Samuelson, P.A., & Nordhaus, W.D. (2002). *Ekonomija* (16th ed.). Ljubljana: GV Založba.
80. Schinasi, G. J. (2004). Defining Financial Stability, *IMF Working Paper*, 187(4), 11.
81. Rant, V. (2011). O javnem dolgu. Zadolževanje je treba pravočasno omejiti. Najdeno 7. julija 2011 na spletnem naslovu <http://www.mladina.si/54489/o-javnem-dolgu/>
82. Ribnikar, I. (2003). *Monetarna ekonomija I*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
83. Senjur, M. (1999). *Makroekonomija majhnega odprtega gospodarstva*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
84. Senjur, M. (2001). *Makroekonomija* (3. izd.). Maribor: MER Evrocenter.
85. Sistem nacionalnih računov. (1993). NACE, Statistical classification of economic activities in the European Community. Brussels: SNA – System of National Accounts Commission of the European Communities – Eurostat etc. Najdeno 9. maja 2010 na spletnih straneh

http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/KS-RA-07-015/EN/KS-RA-07-015-EN.PDF

86. Stanovnik, T. (1998). *Javne finance*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
87. Stanovnik, T. (2008): *Javne finance* (4.izd.). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
88. Statistični urad Republike Slovenije. (2005a). SKIS z metodologijo. Najdeno 1. oktobra 2009 na spletnem naslovu http://www.stat.si/doc/vsebina/03/skis/SKIS_z_metodologijo.pdf
89. Statistični urad Republike Slovenije. (2005b). 2. Poglavje Enote in skupine enot. Najdeno 1. oktobra 2009 na spletnem naslovu http://www.stat.si/doc/pub/ESR1995/2.POGLAVJE_ENOTE_IN_SKUPINE_ENOT.pdf
90. Špilek, H (1996). *Javni dolg v Sloveniji* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
91. Thomas, B.L. (2006). *Money, banking and financial market*. Kansas State University.
92. Tucker, J. (2010). Financial crises: a culture of complacency. Najdeno 13. septembra 2012 na spletnem naslovu http://eprints.uwe.ac.uk/11326/2/Tucker_2010_JOTSC_paper.pdf
93. UNCTAD. (2005). Debt Sustainability Analysis (DSA): An E-Learning Training Course, The Rise of Domestic Liabilities. Najdeno 1. oktobra 2009 na spletnem naslovu <http://vi.unctad.org/debt/debt/m2/III.htm>
94. Urad za makroekonomske raziskave in razvoj (UMAR). (2007a). *Ekonomski izzivi 2007*. Ljubljana: UMAR.
95. Urad za makroekonomske raziskave in razvoj (UMAR). (2007b). Morebitni slabi časi zahtevajo previdnost. Najdeno 22. oktobra 2012 na spletnem naslovu http://www.umar.gov.si/index.php?id=78&tx_ttnews%5Btt_news%5D=319&cHash=a9b3b4d6d6
96. Urad za makroekonomske raziskave in razvoj (UMAR). (2008). *Ekonomski izzivi 2008*. Ljubljana: UMAR.
97. Urad za makroekonomske raziskave in razvoj (UMAR). (2009). *Ekonomski izzivi 2009*. Ljubljana: UMAR.
98. Urad za makroekonomske raziskave in razvoj (UMAR). (2010a). Okrogla miza ob izidu Ekonomskih izzivov: povzetki in prezentacije, Vpliv finančne krize na kreditni trg v Sloveniji. Najdeno 22. oktobra 2012 na spletnem naslovu http://www.umar.gov.si/index.php?id=62&tx_ttnews%5Btt_news%5D=1171&cHash=5ca7e6ed7e
99. Urad za makroekonomske raziskave in razvoj (UMAR). (2010b). *Poročilo o razvoju 2010*. Ljubljana: UMAR.
100. Urad za makroekonomske raziskave in razvoj (UMAR). (2010c). *Ekonomski izzivi 2010*. Ljubljana: UMAR.
101. Urad za makroekonomske raziskave in razvoj (UMAR). (2011a). *Ekonomski izzivi 2011*. Ljubljana: UMAR.
102. Urad za makroekonomske raziskave in razvoj (UMAR). (2011b). *Poročilo o razvoju 2011*. Ljubljana: UMAR.
103. Urad za makroekonomske raziskave in razvoj (UMAR). (2012). *Ekonomski izzivi 2012*. Ljubljana: UMAR.
104. Urad za makroekonomske raziskave in razvoj (UMAR). (2013). *Ekonomski izzivi 2013*. Ljubljana: UMAR

105. Weiss, M. (2012, 19. oktober). Obveznice: Sloveniji najvišji dogovorjen znesek. *Finance*. Najdeno 22. oktobra 2012 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/7305723/Obveznice-Sloveniji-najvi%C5%A1ji-dogovorjen-znesek>
106. White, G. I., Sondhi, A. C., & Fried, D. (1994). *The analysis and use of financial statements*. Las Vegas: John Wiley & Sons.
107. Zabašnik, P. (2002). *Struktura slovenskega finančnega premoženja v tujini in zunanje zadolževanje v Sloveniji* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
108. *Zadolženost Slovenije*. (2007). Najdeno 1. oktobra 2009 na spletnem naslovu http://www.siol.net/gospodarstvo/2007/12/zadolzenost_slovenije.aspx
109. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-2). *Uradni list RS* št. 77/2011.

PRILOGE

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Neto finančni položaj gospodarskih sektorjev Slovenije v obdobju 2001 do 2012 po četrtletjih v mio EUR	1
Priloga 2: Neto finančni položaj gospodarskih sektorjev Slovenije v obdobju od 2001 do 2012 po četrtletjih v % BDP	3

Priloga 1: Stanje neto finančna pozicija gospodarskih sektorjev Slovenije v obdobju 2001 do 2012 po četrtnetjih v mio EUR

Tabela 1: *Stanje neto finančne pozicije gospodarskih sektorjev Slovenije v obdobju 2001 do 2012 po četrtnetjih v mio EUR*

Leto/četrtnetje	Celotno gospodarstvo Slovenije	Nefinančne družbe	Finančne družbe	Država	Gospodinjstva	Tujina
2001/Q1	-844	-18.682	1.973	3.236	12.452	919
2001/Q2	-844	-18.682	1.973	3.236	12.452	919
2001/Q3	-844	-18.682	1.973	3.236	12.452	919
2001/Q4	-844	-18.682	1.973	3.236	12.452	919
2002/Q1	-808	-21.310	1.742	3.293	15.240	891
2002/Q2	-808	-21.310	1.742	3.293	15.240	891
2002/Q3	-808	-21.310	1.742	3.293	15.240	891
2002/Q4	-808	-21.310	1.742	3.293	15.240	891
2003/Q1	-1.636	-23.052	1.510	2.384	17.292	1.723
2003/Q2	-1.636	-23.052	1.510	2.384	17.292	1.723
2003/Q3	-1.636	-23.052	1.510	2.384	17.292	1.723
2003/Q4	-1.636	-23.052	1.510	2.384	17.292	1.723
2004/Q1	-1.575	-24.051	1.450	2.632	18.163	1.661
2004/Q2	-1.733	-24.790	1.782	2.371	18.670	1.819
2004/Q3	-1.824	-25.677	1.826	2.417	19.372	1.910
2004/Q4	-2.328	-26.785	1.591	2.630	20.007	2.414
2005/Q1	-2.490	-27.430	1.377	2.659	20.614	2.579
2005/Q2	-2.370	-26.730	1.550	2.366	20.144	2.467
2005/Q3	-2.578	-27.449	1.775	2.554	20.236	2.683
2005/Q4	-3.412	-28.798	1.544	2.452	21.052	3.492
2006/Q1	-3.672	-29.053	1.520	2.353	21.167	3.761
2006/Q2	-4.126	-30.389	1.057	2.742	22.093	4.212
2006/Q3	-4.294	-31.336	1.298	2.992	22.390	4.380
2006/Q4	-5.634	-33.696	1.093	3.083	23.504	5.722
2007/Q1	-5.735	-35.635	1.732	3.765	24.011	5.796
2007/Q2	-5.915	-39.239	1.998	4.996	25.925	5.974
2007/Q3	-6.431	-41.421	2.199	5.601	26.780	6.493
2007/Q4	-7.611	-42.369	1.549	5.856	26.940	7.678
2008/Q1	-9.118	-40.180	734	4.440	25.490	9.187
2008/Q2	-9.648	-41.475	458	4.672	26.288	9.717

se nadaljuje

nadaljevanje

Leto/četrletje	Celotno gospodarstvo Slovenije	Nefinančne družbe	Finančne družbe	Država	Gospodinjstva	Tujina
2008/Q3	-11.222	-41.864	491	3.898	25.850	11.295
2008/Q4	-12.585	-40.874	991	1.874	25.021	12.657
2009/Q1	-12.983	-41.342	845	1.584	25.545	13.063
2009/Q2	-12.407	-41.954	940	1.470	26.748	12.483
2009/Q3	-12.600	-41.928	1.143	876	26.928	12.884
2009/Q4	-12.612	-41.576	1.214	-46	27.397	12.906
2010/Q1	-12.333	-41.361	1.295	-724	28.080	12.640
2010/Q2	-12.821	-41.088	1.363	-1.730	28.271	13.163
2010/Q3	-12.964	-41.001	1.587	-2.232	28.305	13.288
2010/Q4	-13.028	-43.596	1.586	-298	28.903	13.365
2011/Q1	-12.773	-43.152	1.789	-1.055	29.287	13.086
2011/Q2	-13.008	-42.198	2.051	-1.782	28.550	13.346
2011/Q3	-13.651	-42.043	2.364	-2.259	27.910	14.016
2011/Q4	-12.725	-42.274	2.288	-1.319	28.193	13.098
2012/Q1	-13.854	-42.119	2.569	-2.651	27.999	14.223

Vir: Povzeto in prilagojeno po podatkih Banke Slovenija, Tabele letnih finančnih računov Slovenije (2001-2012), 2013, str.2-6 in Tabele četrtnih finančnih računov (2004Q1-2013Q1), 2013, str. 3-131.

Priloga 2: Stanje neto finančne pozicija gospodarskih sektorjev Slovenije v obdobju 2001 do 2012 po četrletjih v %BDP

Tabela 2: Stanje neto finančne pozicija gospodarskih sektorjev Slovenije v obdobju 2001 do 2012 po četrletjih v %BDP

Leto/ četrletje	Celotno gospodarstv o Slovenije (v %)	Nefinančn e družbe (v %)	Finančne družbe (v %)	Država (v %)	Gospodinjstva (v %)	Tujina (v %)
2001/Q1	-4,42	-97,81	10,33	16,94	65,19	4,81
2001/Q2	-4,02	-89,03	9,40	15,42	59,34	4,38
2001/Q3	-3,99	-88,41	9,34	15,31	58,92	4,35
2001/Q4	-3,86	-85,53	9,03	14,82	57,01	4,21
2002/Q1	-3,78	-99,74	8,15	15,41	71,33	4,17
2002/Q2	-3,45	-91,12	7,45	14,08	65,17	3,81
2002/Q3	-3,40	-89,78	7,34	13,87	64,21	3,75
2002/Q4	-3,33	-87,73	7,17	13,56	62,74	3,67
2003/Q1	-7,09	-99,88	6,54	10,33	74,93	7,47
2003/Q2	-6,41	-90,38	5,92	9,35	67,80	6,76
2003/Q3	-6,28	-88,52	5,80	9,15	66,40	6,62
2003/Q4	-6,25	-88,14	5,77	9,11	66,11	6,59
2004/Q1	-6,35	-96,90	5,84	10,60	73,18	6,69
2004/Q2	-6,34	-90,69	6,52	8,67	68,30	6,65
2004/Q3	-6,50	-91,48	6,51	8,61	69,02	6,80
2004/Q4	-8,19	-94,19	5,59	9,25	70,36	8,49
2005/Q1	-9,58	-105,53	5,30	10,23	79,31	9,92
2005/Q2	-7,98	-89,95	5,22	7,96	67,79	8,30
2005/Q3	-8,74	-93,01	6,01	8,65	68,57	9,09
2005/Q4	-11,50	-97,07	5,20	8,27	70,96	11,77
2006/Q1	-13,13	-103,90	5,44	8,41	75,69	13,45
2006/Q2	-13,05	-96,12	3,34	8,67	69,88	13,32
2006/Q3	-13,36	-97,51	4,04	9,31	69,67	13,63
2006/Q4	-17,36	-103,80	3,37	9,50	72,40	17,63
2007/Q1	-18,30	-113,69	5,53	12,01	76,60	18,49
2007/Q2	-16,82	-111,56	5,68	14,20	73,71	16,98
2007/Q3	-17,81	-114,68	6,09	15,51	74,15	17,98
2007/Q4	-21,30	-118,56	4,33	16,39	75,38	21,48
2008/Q1	-26,47	-116,64	2,13	12,89	74,00	26,67
2008/Q2	-24,93	-107,17	1,18	12,07	67,93	25,11
2008/Q3	-28,86	-107,67	1,26	10,03	66,49	29,05

se nadaljuje.

nadaljevanje

Leto/ četrletje	Celotno gospodarstv o Slovenije (v %)	Nefinančn e družbe (v %)	Finančne družbe (v %)	Država (v %)	Gospodinjstv a (v %)	Tujina (v %)
2008/Q4	-34,06	-110,62	2,68	5,07	67,71	34,25
2009/Q1	-38,83	-123,66	2,53	4,74	76,41	39,07
2009/Q2	-34,24	-115,78	2,59	4,06	73,82	34,45
2009/Q3	-34,42	-114,54	3,12	2,39	73,57	35,20
2009/Q4	-35,08	-115,64	3,38	-0,13	76,21	35,90
2010/Q1	-37,60	-126,08	3,95	-2,21	85,60	38,53
2010/Q2	-34,95	-112,02	3,72	-4,72	77,08	35,89
2010/Q3	-35,15	-111,17	4,30	-6,05	76,74	36,03
2010/Q4	-36,13	-120,89	4,40	-0,83	80,15	37,06
2011/Q1	-37,78	-127,63	5,29	-3,12	86,62	38,70
2011/Q2	-34,71	-112,59	5,47	-4,75	76,18	35,61
2011/Q3	-36,38	-112,03	6,30	-6,02	74,37	37,35
2011/Q4	-35,47	-117,85	6,38	-3,68	78,59	36,51
2012/Q1	-40,53	-123,23	7,52	-7,76	81,92	41,61

Vir: Povzeto in prilagojeno po podatkih Banke Slovenija, Tabele letnih finančnih računov Slovenije (2001-2012), 2013, str.2-6 in Tabele četrletnih finančnih računov (2004Q1-2013Q1), 2013, str. 3-131, in po podatkih Eurostata, Annual National Account, GDP and main components - Current prices, 2012.