

- ◆ RAST JE VZROK SKRBI –
PADEC RAZLOG ZA VESELJE

Franjo Štiblar

- ◆ KAKO DOLGO ŠE SE BOMO
LAHKO ZANAŠALI LE NA IZVOZ?

Velimir Bole, Jože Mencinger, Franjo Štiblar, Robert Volčjak

- ◆ KREDITNO TVEGANJE IN ZAHTEVAN
DONOS NA DRŽAVNE OBVEZNICE
PO NASTOPU FINANČNE KRIZE
2009 - 2014

France Križanič, Žan Oplotnik, Vasja Kolšek

- ◆ STATISTIČNA PRILOGA



GOSPODARSKA GIBANJA

480

Ljubljana, avgust 2015

UREDNIŠKI ODBOR:

Meta Ahtik, Pravna fakulteta UL, Ljubljana;
Wilfried Altzinger, Wirtschaftsuniversität, Wien, Avstrija;
Jani Bekő, Univerza v Mariboru, Maribor;
Velimir Bole, EIPF, Ljubljana;
Enrico Colombatto, Università di Torino, Italija;
France Križanič, EIPF, Ljubljana;
Jože Mencinger, EIPF, Ljubljana – urednik;
Žan Oplotnik, Univerza v Mariboru, Maribor;
Steve Pejovich, University of Texas, ZDA;
Franjo Štiblar, EIPF, Ljubljana;

GOSPODARSKA GIBANJA objavljajo rezultate raziskovanj EIPF o tekočih gospodarskih dogajanjih. Prva številka je izšla junija 1971, od novembra istega leta pa izhajajo redno vsak mesec (z eno dvojno številko v letu). Do novembra 1974 so objavljala rezultate raziskovanj EIPF za Jugoslavijo in so bila pisana v srbohrvaščini. Od novembra 1974 do oktobra 1991, ko so prenehala izhajati, so rezultate raziskovanj za Jugoslavijo objavljala PRIVREDNA KRETANJA JUGOSLAVIJE, GOSPODARSKA GIBANJA pa so se omejevala na Slovenijo. Publikacijo od 2009 sofinancira Javna agencija za knjigo RS.

Pogoji naročila: Naročilo začenja z dogovorno določenim mesecem, naslednja leta se samodejno podaljšuje, konča pa z decembrom tistega leta, v katerem je bilo pisno odpovedano.

© 2015 EIPF, Ekonomski institut d.o.o., Ljubljana, p.p.1722, Prešernova 21,
Tel: (01) 2521688, 2518776, 2518704; Fax: (01) 4256870;
Elektronska pošta: INFO@EIPF.SI,

Domača stran: WWW.EIPF.SI

ISSN številka: 0351-0360

Zaščita vključuje vsako reproduciranje, kopiranje, mikrofilmanje, ne glede na tehniko, celote in posameznih delov.

Tiskala tiskarna CICERO v 400 izvodih.
Oblikovanje in priprava za tisk: Rogač RMV, d.o.o.

KAZALO

RAST JE VZROK SKRBI – PADEC RAZLOG ZA VESELJE 6

Franjo Štiblar

KAKO DOLGO ŠE SE BOMO LAHKO ZANAŠALI LE NA IZVOZ? 10

Velimir Bole, Jože Mencinger, Franjo Štiblar, Robert Volčjak

1. Visoka izvozna ranljivost sedanje rasti se nadaljuje	15
2. Ob umirjanju dinamike rasti zunanjetrgovinski presežek narašča	18
3. Gospodarska klima v avgustu boljša	19
4. Industrijska produkcija višja	21
5. Zmeren padec gradbeništva in porast turističnega povpraševanja	21
6. Brezposelnih nekoliko manj	22
7. Cene se dolgoročno še naprej znižujejo	23
8. Plače se še naprej počasi krepijo	24
9. Tudi poleti ugodna dinamika javnofinančnih prihodkov	26
10. Krediti še naprej zavirajo rast	28
11. Julija nov rekordni presežek tekoče plačilne bilance	30

KREDITNO TVEGANJE IN ZAHTEVAN DONOS NA DRŽAVNE OBVEZNICE PO NASTOPU FINANČNE KRIZE 2009 - 2014 32

France Križanič, Žan Oplotnik, Vasja Kolšek

1. Uvod	34
2. Javni dolg in trg državnih obveznic	34
3. Vpliv makroekonomske slike držav na oceno kreditnega tveganja investitorjev v njihovo desetletno obveznico	35
4. Simulacija spreminjanja donosa državnih obveznic v primeru večjega makroekonomskega neravnotežja	41
5. Sklepi	42
6. Metodologija	43
7. Literatura	45

STATISTIČNA PRILOGA 47

RAST JE VZROK SKRBI – PADEC RAZLOG ZA VESELJE

Franjo Štiblar

Sanje ali realnost: nočna mora neoliberalnih katastrofičarjev

6

Strašne sanje, je to le nočna mora ali budna realnost? Spet je četrtoletje naokrog in znova je slovenski produkt rasel. Pa ne samo to, hitreje kot v dveh tretjinah članic EU, v ZDA.... In ob tem, kot da to ni dovolj, so še na 3% izboljšali rast BDP za 2014 neupogljivi »SURS-ovci«, ki se jih še vedno drži »virus objektivnosti«. Ali ne vedo, da je uradno mnenje, da mora produkt padati, da bi lahko utemeljili pravoverno doktrino nižanja državnih izdatkov za socialne namene.

Razvoj aktivnosti v praksi je daleč od naših napovedi padca BDP za 2% izpred dveh let, ki na žalost niso postale samouresničujoče. Še sreča, da je spomin naših ljudskih množic kratek in da uspešno onemogočamo razdelitev te rasti BDP mednje, tako da je ne občutijo in ostajajo pesimistični, cinični, prestrašeni. Takšne jih želimo, potrebujemo, če jih želimo pod negativnim šokom pripraviti do tega, da bodo podpirali ukrepe v njihovo lastno škodo (avtor, 2014).

Konstrukt katastrofičnega pesimizma, doslej uspešno negovan, se nam podira! Ne pustimo!

Naša religija pravi, da ljudi najbolj držiš v šahu, če so prestrašeni, pesimisti, v pričakovanju črne prihodnosti. Strah jim je potrebno vlivati v kosti, črno slikati prihodnost, da jih v negativnem šoku lažje kontroliramo, manipuliramo v našo korist. Kam bi pa prišli, če bi bili vsi Slovenci zadovoljni in živeli človeka dostojno življenje; kje pa bi bila potem prednost nas, elite bogatašev in odločevalcev. Imeti luksuzne dobrine vendar ni dovolj za naše elitistično zadovoljstvo; črpamo ga lahko le iz dejstva, da jih drugi ne posedujejo. Zavist revežev, »raja«, nam daje užitek, smisel življenja. Tudi med nami samimi, elitniki, je cilj imeti več kot drugi elitnik tisti ogenj, ki nas žene. Saj bo »raja« nazadnje še zaposlitev dobila, potem pa ne bo več pritiska nezaposlenih na nižanje plač zaposlenim in s tem nižanje stroškov in rast profitov nam lastnikom - elitnikom.

Doslej je bilo na srečo še tako, da smo rast BDP občutili, od nje imeli koristi, samo mi, zgornji sloji, elita. Zaradi prevelike rasti BDP pa nam bo naša »raja« sedaj delala probleme. Zaželeli si bodo kosa večje pogače, večjih dohodkov vsi tisti reveži: miličniki, bolniške sestre, vzgojiteljice, pa zatrti upokojenci, in otroci z dokladami, pa vse socialno dno. Kam pa pridemo, saj nam bo nazadnje še onemogočeno nadaljnje povečevanje razrednih razlik

v standardu, ki smo ga posebno zadnjih 10 let uspešno tako uspešno uveljavljali. Pri tem ta neobdobje, sindikati, pri nas še niso utihnili, kot je to v drugi novi Evropi.

Mediji so se na srečo izkazali in še ostajajo polni vere v našo uradno doktrino zategovalne rasti

Še sreča, da imamo v medijih časopisnih in RTV naše ljudi, ki širijo našo vero. Hvala bogu, da novinarji ne razumejo za kaj gre, saj se makroekonomije niso učili, tako da jim zlahka prodamo zgodbe kako je rast (posebej taka neokusno velika) škodljiva za naš narod. Če nam narod ne verjame, niti ni tako hudo, saj v mainstream medijih elitniki v glavnem spodbujamo eden drugega v pravilnost naših doktrin zategovalne rasti (drugih). Še sreča, da se mediji ne dajo speljati iz usmerjene poti neoliberalnega katastrofičarstva. »Visoka rast je namreč vzrok skrbi«, kot verno ugotavljajo (Delo, 2015). Ali potem logično ne sledi, da je lahko »padec BDP razlog za veselje«?

Na vest o rasti BDP so mediji reagirali različno, a vsi pravoverno. V enem mediju se držijo novinarskega izreka »dobra novica ni novica« in rasti BDP sploh ne omenjajo. Kako glasni bi bili, če bi bil namesto rasti padec BDP 3%. Drug medij pošilja novinarje krast ideje za komentar in omogoča nekim finančnikom brez minimalne makroekonomske izobrazbe komentiranje v korist naše religije. Tretji medij pa spet pravilno izpostavi vso skrb, ki jo rast povzroča njihovim novinarjem in mnenje le naših pristašev, pravovercev, ki mislijo: rast = skrb, padec = veselje. In povsod imajo javno besedo samo privrženci naše vere (doktrine, religije), saj za komentar vprašujejo samo naše izkušene katastrofičarje na GZS ali UMR-ja (Delo, 2015), ki so se že v preteklosti izkazali s katastrofičarskim pesimizmom kot pravi, zvesti borci za našo stvar.

Tisti mainstream akademski ekonomisti, ki smo jih pridobili za našo doktrino bogatih, so kar nekam tiho. Ker stvarnost negira njihove pesimistične napovedi, si bodo morali izmisliti neko novo »teoretično razlago«, zakaj več ne padamo in zakaj rast BDP ni zgolj kratkoročen slučajen sunek, kot so trdili doslej, če pa Slovenija raste že dve leti. Dolžni so nam to, saj smo jih vendar nagradili za širjenje pravoverne doktrine z medijskimi priznanji, zaposlitvami, dobro plačanimi projekti. Zagovarjajo našo zategovalno religijo, razslojevanje kot tisto pravo, branijo tiste med nami, ki jemljejo revežem. Seveda pa kaznujejo tiste elitnike, ki jemljejo drugim elitnikom, saj »krvoskrunstva« v našem razredu elitnikov ne sme biti. Kam pa pridemo, če bi se pokradli, pobili že kar med seboj, kako pa se bomo ubranili »raje«?

Za želeni padec BDP pa bi se morali tudi drugi akterji poleg vlade obnašati zaviralno, zategovalno, ne pa, da izvozniki kar naprej povečujejo izvoz, zdaj pa so še potrošniki izgubili strah (naša moč ustrahovanja je očitno izhlapela) in so že kar neokusno optimistični v pričakovanjih. Ob tem se nam kljub propagandnim napovedim velik padec investicij ni posrečil, pa še nekateri deli države so, neokusno, nehali stiskati z izdatki. Potem pa ni čudno, da se ti zgodi rast BDP, ki je kar nesprejemljivo tretja največja v EU28 in tudi letos ta grozna usoda še ne preneha, saj je naša država v prvi tretjini najhitreje rastočih (Eurostat,

2015). Katastrofalna posledica vsega tega je, da se zaostajanje Slovenije za povprečjem spet zmanjšuje, saj s tem slabijo naši argumenti, da je pri nas ves čas vse narobe.

8

Naši uspešni propagandisti sledijo in učinkovito uveljavljajo Bernaysevo doktrino (1924, 1928) v prepričevanju, manipuliranju ljudi, da so zanje dobri ukrepi zategovanja, ki jim v resnici škodijo. Vsa čast propagandi, ki uspeva prepričati preproste ljudi, »rajo«, da je varčevati treba (raja, ne mi pri koritu, ne izgubljam zaposlitve, si ne nižamo plač in drugih dohodkov, nasprotno), da boste ljudske množice odplačale dolgove, ki smo Vam jih naredili. Nič hudega, če smo pri oceni bančne luknje malo pretiravali za kakšnih 1.5 milijarde €, saj bo narod vse poplačal, pa še amaterske podrejenice smo le na ta način lahko »namočili«. Tudi glede drugih milijonskih, milijardnih lukenj se sicer občasno ljudje kaj zmrdujejo, a na srečo brez učinka, tako da »psi lajajo, naša karavana pa gre nemoteno dalje«.

Kako lepo bi bilo, če bi produkt Slovenije padal in še naprej ne bi imeli problema prepričevati ljudi, da je državna malha skrčena in morajo še bolj stiskati pasove. Hitrejša rast, večji problem. Padec BDP je bil tudi eden ključnih razlogov za prodajo naših državnih družb, ki so jih naši reveži ustvarjali kot skupno družbeno dobro v preteklih desetletjih (avtor, 2013). Kako pa bomo prišli do provizij, nagrad za prodajo tujcem, če nam množice več ne bodo verjele, da je prodaja tujcem koristna in edino primerna? »Kaj pa je to družba, nekaj takega ne obstaja«, je rekla naš guru gospa Thatcher, vsaj ne pri delitvi dobičkov. Je pa nujno skupno državno kritje izgub. S tem, da smo »zagospodarili« naše državne banke in podjetja, smo naredili zase dvojno korist: njihove dobičke smo si oblastne elite prisvojile, s tem nastale izgubaške družbe pa lažje prodali in še pri tem zaslužili provizije za izvedbo, svetovanje, nagrade za posredovanje.

Naša religija ne govori nič o tem, česar ne pozna in ne prizna: o rahljanju pasu, delitvi več ustvarjenega med ljudi in prerazdelitvi v korist množic. Rajo je potrebno držati na kratko, stiskati. Še sreča, da preprost človek iz ulice izboljšanja BDP ne čuti, kot kažejo ulične ankete. Naši vodilni odločevalci očitno dobro opravljajo delo, tako da se porast produkta ne preliva med množice revnih. Kam pa pridemo, da bomo zdaj vsi bolje živeli in da bomo nudili socialni standard vsem, pa čeprav minimalen? Saj smo vendar v drugačnem sistemu, ta »slovenska raja« pa še vedno stremi za vzdrževanjem socialnega standarda vseh, kot je bil v gnilem prejšnjem sistemu. Nevarni nostalgiki!

Še druge empirično podkrepljene pozitivne novice o Sloveniji nas spravljajo v slabo voljo

Pa ni problem našega vladanja le »nebodigatreba« - rast BDP. Heretiki v Svetovni banki primerjalno ugotavljajo, da bo staranje Slovencev počasnejše od povprečja EU (The World Bank, 2012), čeprav s pomočjo sodelavcev iz Komisije EU že leta prepričujemo slovensko »rajo«, da ji grozi starostni kolaps. Tako nam jemljejo iz rok argument za zmanjševanje pokojnin kot način zmanjšanja izdatkov države. In v zdravstvu nekateri naivneži sedaj

želijo vedeti, kdo si prisvaja tja namenjen denar, namesto da bi skupno zmanjševali pravice iz zdravstvenega varstva, tako da bi več zdravstvu namenjenih denarcev lahko pospravili naši zdravstveni elitniki.

Pri kršenju človekovih pravic naj bi bilo pri nas največ kršitev, ampak zato, ker so »pokvarjeni preprosti Slovenci« še vedno dovolj izobraženi, informirani in se zavedajo svojih pravic bolj kot večina »raje« iz drugih Vzhodnih satelitov, ter jih naši ljudje tudi dejansko uveljavljajo.

Grožnja so nam tudi primerjave mednarodnih institucij, ki Slovenijo uvrščajo v splošni družbeni razvitosti daleč nad povprečen gospodarski položaj. Tam, kjer se naši elitniki sami ocenjujejo domač položaj, na primer pri konkurenčnosti, je rezultat dober, saj smo na srečo še vedno na repu lestvice držav kljub neznatnim izboljšavam, ker smo elitniki kot srednje-Evropejci nagnjeni cinizmu, pesimizmu in samodestrukciji. Ampak na področjih, kjer nas razvrščajo tuje ugledne mednarodne organizacije ob uporabi empiričnih objektivnih podatkov in ne subjektivnih mnenj, pa je situacija že kritična. Za našo vero boleče postavljajo Slovenijo v desetino najboljših držav po kakovosti življenja, kot ga izražajo vloga žensk, znanje osnovnošolcev, športne medalje na prebivalca, kulturnost, ohranjenost narave.... Pa kaj so vsi ti tuji in njihove institucije čisto, nori, ali res hočejo slovenski raji pokazati, da je tukaj prelepo in s tem zatreti odseljevanje, ki smo ga v času krize že uspešno začeli.

Le upam, da bo sedanje more o rasti in izboljševanju standarda vseh Slovencev kmalu konec, sicer si bomo morali izmisliti drugo, drugačno religijo za kontroliranje naših ljudi, ali pa se preseliti drugam, kjer padanje produkta in standarda, pesimizem in strah še ustvarjajo šokantne razmere, v katerih bomo še naprej lahko ribarili svoje dobičke v kalnem. Pa tako lepo je šlo naši neoklasični sekti v okviru naše neoliberalne religije zadnja leta!

Literatura in viri

Bernays E.: *Propaganda, USA, 1928*

Bernays E.: *Christalizing Public Opinion, USA, 1924*

Delo, Ljubljana, 1.9.2015

Eurostat: *GDP growth rates in Euro zone and EU28, EC, Brussels, September 2015*

Štiblar F.: *Rast, rast, rast, GG, EIPF, Ljubljana, 4/2013*

Štiblar F.: *Škodljivost zategovanja pasu, GG, EIPF, 12/2014*

The World Bank: International Patterns of Pension Provision II - A Worldwide Overview of Facts and Figures, The World Bank, 2012, str. 106 in 110.

KAKO DOLGO ŠE SE BOMO LAHKO ZANAŠALI LE NA IZVOZ?

Velimir Bole, Jože Mencinger, Franjo Štiblar, Robert Volčjak

10

Velika nihanja izvoza ostajajo ključno tveganje uspešnosti slovenskega gospodarstva, saj je še naprej, tudi zaradi ekonomske politike, to močno odvisno od izvoznega povpraševanja. Okrevanje domačih komponent trošenja je, kljub zdajšnji pospežitvi trošenja prebivalstva, države in investicij, počasno in kumulativno zelo skromno. Brez sprememb v ekonomski politiki potemtakem ni pričakovati, da bi rast v Sloveniji glede na evro območje opazno pospešila. Ključno za rast je povečano trošenje države in/ali večje kreditiranje, vsaj prebivalstva. Vendar nič ne kaže, da bi se kaj spremenilo.

V juliju sta se rasti izvoza in uvoza umirili, zunanjetrgovinski presežek pa se je še povečal, posebno na račun ponovnega presežka v trgovanju izven EU. Cenovni pogoji menjave so bili v drugem četrtletju letos za skoraj 2% ugodnejši kot v enakem obdobju lani, kar je bistveno bolje kot v preostali EU27. V dinamiki in saldih izvoza in uvoza Slovenija dosega rezultate na ravni povprečja EU28.

Gospodarska klima se je ob koncu poletja izboljšala zaradi povečanega zaupanja v predelovalnih dejavnostih, uralitve zaupanja v storitvenih dejavnostih ter večjega zaupanja v gradbeništvu in trgovini na drobno. Gospodarska klima se je avgusta v primerjavi z avgustom lani popravila tudi v celotni EU28; zaradi večjih naročil v gradbeništvu, ter izboljšanj pričakanj v trgovini na drobno in v predelovalnih dejavnostih.

Industrijska produkcija se je julija v medletni primerjavi popravila; tudi trendno je hitro rasla. K temu sta prispevala tako rudarska kot predelovalna dejavnost. Industrijska produkcija v EU je junija oslabela, razlike med članicami pa ostajajo velike; tokrat je šlo najboljše Nizozemski in Danski, najslabše pa Portugalski in Hrvaški.

Vrednost gradbenih del je poleti upadala. Skupno število turističnih prenočitev se je v zgodnjem poletju povečalo. Pri tem so tujim turistom pomagali tudi domači. Zračni prevoz se še naprej krepi, mestni potniški promet ostaja nespremenjen, pretovor v Luki Koper se povečuje.

Na trgu dela se je stanje še nekoliko popravilo; število delovno aktivnih in zaposlenih se je povečalo, število brezposelnih zmanjšalo. Trg dela postaja vse bolj prekaren; v prilivih na zavode za zaposlovanje vse bolj prevladujejo iskalci dela, ki jim je pretekla zaposlitev za določen čas, v odlivih pa tisti, ki dobijo novo prekarno zaposlitev.

Dolgoročna dinamika cen se je avgusta zmanjšala že dvanajsti mesec zapored. Še naprej se blago ceni, storitve pa počasi dražijo. Rast so avgusta potiskale navzgor cene električne energije in počitniških paketov, navzdol pa naftni derivati in zelenjava. Tudi v evro področju se cene komaj premikajo, vendar se dolgoročno ne zmanjšujejo. Cene industrijskih proizvajalcev nihajo okrog ničle. Cenovna pričakovanja ne kažejo večjih sprememb v bližnji prihodnosti, kaže, da se bo, če že, pešanje cen samo še okrepilo. Cene surovin še naprej padajo.

Plače se počasi krepijo, bolj dolgoročna dinamika se je obrnila navzgor. Junija so se najbolj povečale plače v kmetijstvu, predelovalni dejavnosti in oskrbi z električno energijo, najbolj pa so zaostale v prometu in finančnih dejavnostih. Bolj dolgoročno so najbolj naraščale plače v kmetijstvu, predelovalni dejavnosti in finančnih dejavnostih, najbolj pa zaostajale v rudarstvu. V povprečju javnofinančnih sektorjev so plače junija padle, najbolj v zdravstvu, medtem ko so v izobraževanju porasle. Bolj dolgoročno plače v ožji državi in šolstvu počasi naraščajo, v zdravstvu pa padajo.

11

Povečevanje plač v gospodarstvu se odraža v dinamiki enotnih stroškov dela. Ta je v gospodarstvu v prvem četrtletju letos pospešila glede na dinamiko v evro področju, v netržnih storitvah pa je za dinamiko v evro območju dodatno zaostala.

Dinamika javnofinančnih prihodkov ostaja ugodna. Do avgusta so lanskoletne presegli že za 293 milijonov evrov. Prihodki od davkov na proizvodnjo in uvoz so avgusta padli; glavnino zmanjšanja je povzročil davek na dodano vrednost po obračunu, močno padanje cen nafte pa je omogočilo povečanje trošarin. Neposredni davki in ostali prihodki so porasli. Davčni donos se popravlja tudi glede na evro območje. Davki na proizvodnjo so že skoraj ujeli ustrezne v evro območju. Do preloma je prišlo po prenehanju ZUJF-ovega dodatnega stiskanja trošenja prebivalstva in države ter povečanju stopnje DDV. Še večji so bili učinki ZUJF-a na prispevke, ki pa so se že v 2013 vrnili na raven, okoli katere so nihali vse od začetka krize. Še bolj sta kriza in ekonomska politika prizadeli prihodke od davkov na dohodek in premoženje.

Krediti še naprej zavirajo rast; julija so se zmanjšali tako krediti podjetjem kot tudi gospodinjstvom. Dinamika kreditov podjetjem močno zaostaja za dinamiko kreditov v evro območju, čeprav je rast slovenskega gospodarstva hitrejša. Nezadostna kreditna podpora podjetjem tako še naprej zavira gospodarsko aktivnost. Čeprav je zadolženost gospodarstva že lani padla pod povprečno zadolženost v evro območju, regulator in banke ne popuščajo pri zaviranju kreditne rasti. Medtem ko v evro območju banke že od začetka 2014 neto zmanjšujejo kreditne zahteve, so jih banke v Sloveniji še v začetku letošnjega leta povečevale. Navkljub zmanjševanju kreditov se depoziti še naprej povečujejo. Pri posojilnih in depozitnih obrestih ni opaznih sprememb.

Presežek na plačilni bilanci se vztrajno povečuje. Po sedmih mesecih je presegel poldrugo milijardo evrov, presežek na računu blaga milijardo, na računu storitev pa 1.1 milijardo. Zaradi prodaj podjetij pa vztrajno narašča tudi primanjkljaj na računih primarnih in sekundarnih dohodkov. K prvemu je odliv prek računa kapitala prispeval 0.6 milijarde evrov, k primanjkljaju na računu sekundarnih dohodkov pa je neto odliv iz državne blagajne prispeval 0.2 milijarde evrov. Na finančnem računu je letošnje leto precej mirnejše od lanskega, do julija je prišlo do povečanja obveznosti predvsem zaradi preventivne zadolžitve države. Bruto in neto zunanji dolg se zmanjšujeta, donosi na slovenske desetletne obveznice nihajo na ravni italijanskih in španskih.

12

HOW LONG WILL WE BE ABLE TO RELY ON EXPORTS ONLY

Velimir Bole, Jože Mencinger, Franjo Štiblar, Robert Volčjak

Large swings in exports remain a key risk factor for performance of the Slovenian economy which continues to be highly dependent on export demand. The recovery in domestic spending components is, despite recent acceleration of households spending, government spending and investment, slow and cumulatively very modest. Without changes in economic policy it is not possible to expect that growth in Slovenia would markedly accelerate relative to the euro area. The key to growth would be increased government spending and/or increased credits, at least to households. However, there is no indication that anything will change.

In July, growth of exports and imports slowed while trade surplus increased, especially at the expense of positive balance in trade outside the EU. Terms of trade were in the second quarter almost 2% more favorable than in the same period last year, which is significantly better than in the rest of the EU28. By the dynamics and balance of exports and imports Slovenia has been at the average level of EU28.

The business climate improved at the end of the summer due to increased confidence in the manufacturing sector; stabilization of confidence in the services sector, and greater

confidence in construction and retail trade. Economic sentiments in August compared with August last year improved throughout the EU28: due to more orders in the construction sector and improving expectations in retail trade and in manufacturing.

Industrial production in July recovered, the trend is rising. Both, mining and processing activities contributed. Industrial production in the EU weakened in June, the differences between states remain high, this time the best performers were Netherlands and Denmark, the worst Portugal and Croatia.

The value of finished construction works declined. The number of tourist overnight stays increased in early summer; the performance was helped by domestic tourists. Air transport is constantly growing, urban transportation is remaining stable, transportation in the Port of Koper is increasing.

13

The situation on the labor market has improved; the number of active persons and employees is increasing, the number of jobseekers decreasing. The labor market is becoming increasingly precarious; inflow of to employment offices is more and more dominated by inflows of people who lost their terminated jobs, outflows by those who get new precarious jobs.

Long-term dynamics of consumer prices in August fell for the twelfth consecutive month. Prices of goods decreased, prices of services grew very slowly. The cost of living index was in August pushed upward by prices of electricity and holiday packages while they were pushed downwards by prices of petroleum products and seasonal vegetables. In the euro area, retail sale prices barely move. Industrial producer prices continue to fluctuate around zero. Price expectations indicate no major changes in the near future, indeed, they suggest that deflation might intensify. World commodity prices continue to fall.

Wages increased, their long-term dynamics turned up. In June, they increased the most in agriculture, manufacturing and electricity production, while they decreased in transport and financial activities. Wages in general government sector fell, the most in health care, while in education they rose. In the longer run, wages in the government sector and in education are slowly growing, in health care they are falling.

Increased wages in the business sector are reflected in the dynamics of unit labor costs which accelerated in market activities while the dynamics in the non-market services lagged behind the pace in the euro area.

The dynamics of general government revenues remains favorable. Until August, public revenues exceeded last year revenues for 293 million euro. In August, taxes on production and imports fell; the bulk of the reduction was caused by value added tax, while a strong drop in oil prices allowed an increase in excise duties. Direct taxes and other revenues grew as well.

The revenue of taxes on production almost reached the corresponding revenue in the euro area. A break occurred after the cessation of austerity measures which additionally compressed consumption of the households, and with the increase of value added tax rate. An even greater, though short lasting effects had the austerity measures on the social contributions which but soon returned to a level at which they have fluctuated since the beginning of the crisis. The revenues from taxes on income and wealth were even more affected by the crisis and by the austerity policy.

14

Loans continue to hinder growth. In July, both loans to companies and to households were reduced. The dynamics of the loans to companies significantly lags behind the dynamics of the loans in the euro area, although economic growth in Slovenia is faster. Insufficient credit support to business sector continues to inhibit economic activity, although demand for credits by companies is large enough. The indebtedness of the business companies fell below the average indebtedness in the euro area. Nevertheless, the regulator and the banks do not give up in braking the credit growth. While in the euro area banks have been reducing credit requirements since the beginning of 2014, in Slovenia, the requirements boosted at the beginning of this year. Deposits continue to increase due to large surpluses in transactions with the rest of the world which cause large net inflows in the accounts of companies. There have been no changes in the deposit and lending interest rates.

The surplus of the current account is steadily increasing; after seven months, it has exceeded one and a half billion euro, the surplus in the goods account exceeded one billion, and on the account of services 1.1 billion. Sales of companies to foreigners are steadily increasing the deficit at the account of primary and secondary income. Thus, the outflow through the capital account contributed 0.6 billion euro to the deficit. The treasury contributed 0.2 billion euro to the deficit on the account of secondary incomes. The state on the financial account has been much calmer than last year. In July, liabilities increased mainly due to preventive borrowing by the government. Gross and net external debts are slowly declining, yields on Slovenian ten-year bonds fluctuate at the level of corresponding Italian and Spanish bonds.

AGREGATNO POVPRASEVANJE IN PRIČAKOVANJA

1. Visoka izvozna ranljivost sedanje rasti se nadaljuje

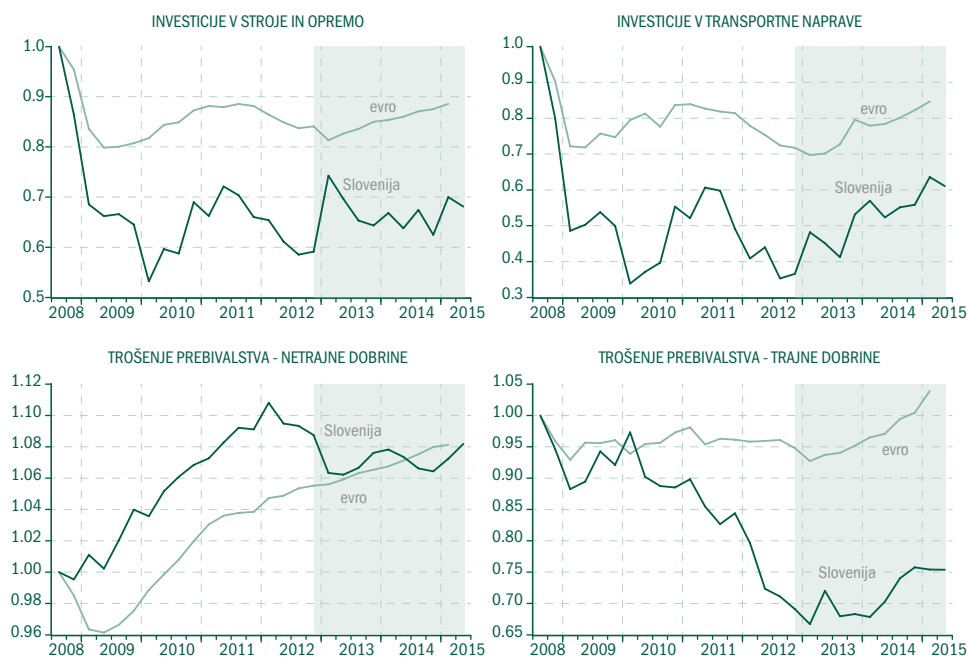
Podatki o mesečnem trošenju so dostopni do junija. Domače trošenje je junija opazno pospešilo. Poraslo je za 6.4%, bolj dolgoročna rast se je povečala še izraziteje; trendna rast se je celo podvojila in krepko presegla 6% na letni ravni. Hitro so naraščale vse tri osnovne komponente domačega trošenja, tako trošenje prebivalstva, tekoče trošenje države in investicije.

Trošenje prebivalstva se je junija povečalo za 5.7%, investicije za 3.2%, tekoče trošenje države pa se je povečalo za preko 20%. Vse tri komponente so trendno naraščale po preko 6% letno.

15

Izvozno povpraševanje se je junija prav tako zelo močno povečalo (za 9.4%), trendno je naraščalo celo po preko 12% na letni ravni; izvoz v evro območje se je povečal bistveno bolj od izvoza v ostali svet (ta se je medletno povečal le za 5.6%). Podatki o izvozu so dostopni tudi za julij, ko je dinamika izvoza opazno opešala, saj se je izvoz zmanjšal za 8.8%. Tudi bolj dolgoročna dinamika se je umirila, trendna rast je padla na samo okoli 1.5% letno.

Končno trošenje – investicije v stroje in naprave ter trošenje prebivalstva



Vir: Eurostat; lastni izračuni

Opomba: Komponente končnega trošenja; nominalne in desezonirane vrednosti; normirane na 2008/III=1; obdobje rasti BDP je osenčeno

Velika nihanja izvoza predstavljajo ključno tveganje uspešnosti slovenskega gospodarstva, saj še naprej ostaja (tudi zaradi narave ekonomske politike) izrazito odvisno samo od izvoznega povpraševanja, saj je okrevanje ostalih komponent trošenja zelo(!) počasno in doslej, kumulativno, zelo skromno.

Gospodarska aktivnost se je v zadnjem poizkusu okrevanja začela povečevati konec 2012. Od takrat neprekinjeno in krepko raste samo izvoz, ki istočasno tudi narašča tako hitro kakor v evro območju. V sredini letošnjega leta je raven izvoza Sloveniji za 10% (v evro območju pa za 15%) višja kot v pred-kriznem obdobju.

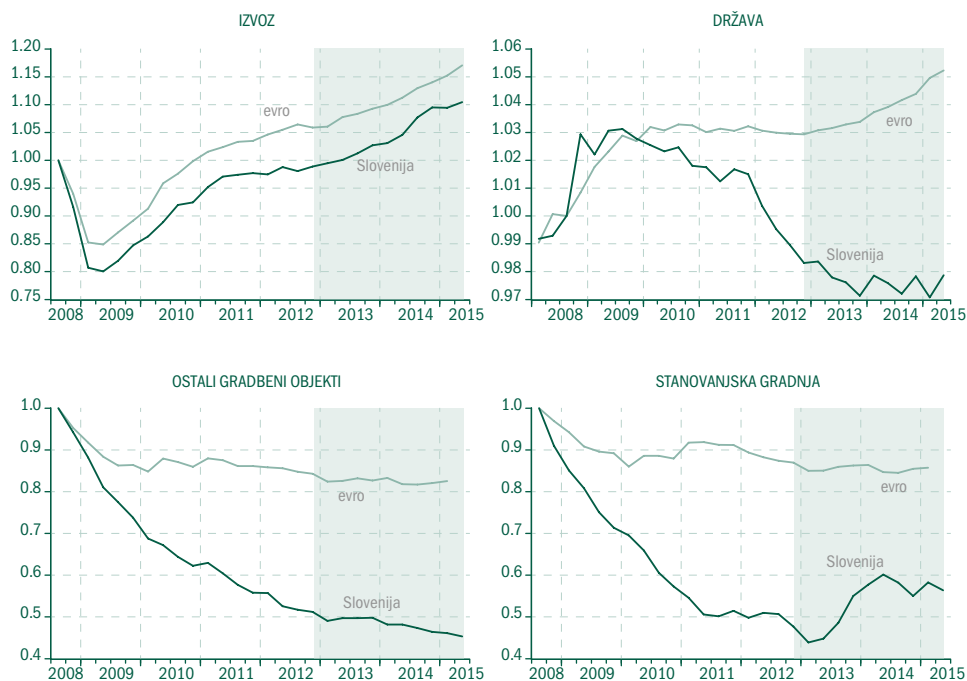
16

Neprekinjeno, vendar počasi (po okoli 1% nominalno na leto), naraščata še trošenje prebivalstva za netrajne dobrine ter investicije v transportne naprave. Obe komponenti naraščata enako hitro kot v evro območju.

Investicije v nestanovanjske gradbene objekte so (zaradi evropskih sredstev) na prehodu iz 2013 v 2014 sicer močno pospešile, vendar sedaj na doseženi malo višji ravni stagnirajo, tako kot investicije v nestanovanjske gradbene objekte v evro območju.

Ostale komponente naraščajo počasneje kot v evro območju, torej relativno rast BDP v Sloveniji zmanjšujejo.

Končno trošenje – Izvoz, tekoče trošenje države, investicije v gradbene objekte



Vir: Eurostat; lastni izračuni

Opomba: Komponente končnega trošenja; nominalne in desezonirane vrednosti; normirane na 2008/III=1; obdobje rasti BDP je osenčeno

17

Trošenje države in investicije v stroje in opremo stagnirajo, čeprav obe komponenti končnega trošenja v evro območju naraščata (čeprav počasi). Trošenje države že štiri leta nominalno stagnira, medtem ko v evro območju narašča, tako da je bilo tekoče trošenje države v Sloveniji konec drugega četrtletja za približno 9% nižje kot v evro območju, seveda relativno glede na pred-krizno obdobje.

Trošenje prebivalstva za trajne dobrine, ki je v drugi polovici 2014 pospešilo, sedaj že tri četrtletja stagnira, medtem ko v evro območju opazno narašča.

Investicije v stanovanjske objekte se v Sloveniji še vedno počasi zmanjšujejo, medtem ko v evro območju stagnirajo, v 2015 so bile 40% višje kot v Sloveniji glede na pred-krizno obdobje.

Brez sprememb v ekonomski politiki (fiskalni ali monetarni) potemtakem ni pričakovati, da bi rast v Sloveniji opazno pospešila glede na evro območje. Ključno za rast je očitno

povečano trošenje države in/ali večje kreditiranje, vsaj prebivalstva. Vendar nič ne kaže, da bi se kaj spremenilo. Kot kaže komentar v točki 10, je zadolženost podjetij padla že daleč pod raven v evro območju, vendar so kreditni standardi v Sloveniji še vedno bistveno ostrejši, tako da krediti podjetjem še naprej padajo. Celo krediti prebivalstvu praktično stojijo, čeprav je prebivalstvo v Sloveniji najbolj solventno v evro območju.

2. Ob umirjanju dinamike rasti zunanjetrgovinski presežek narašča

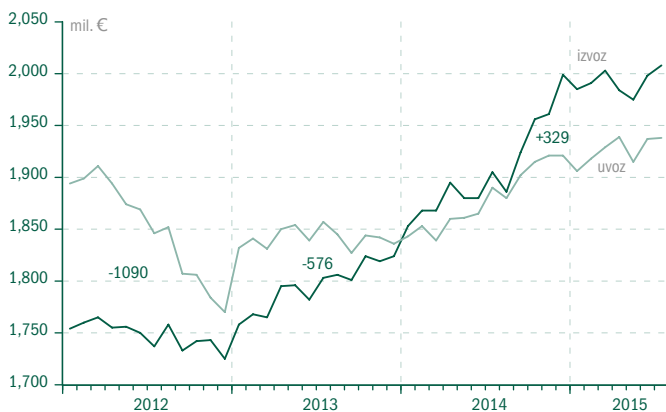
18

V juliju sta se rasti izvoza in uvoza nekoliko umirili, vendar se je poleti zunanjetrgovinski presežek še povečal, posebno na račun ponovno pozitivnega salda v trgovanju izven EU. Cenovni pogoji menjave so bili v drugem četrtletju letos skoraj 2% ugodnejši kot v enakem obdobju lani, kar je bistveno bolje kot v preostali EU27. V dinamiki in saldi izvoza in uvoza letos Slovenija dosega rezultate na ravni povprečja EU28.

V juliju 2015 je bil skupni izvoz 2123 milijonov € (4.8% več kot julija 2014), skupni uvoz 1959 milijonov € (0.5% manj kot leto prej), kar pomeni presežek 164 milijonov € oziroma 108.4% pokritje uvoza z izvozom. Pri tem je odprema blaga v članice EU znašala 1597 milijonov € (2.7% več kot pred letom), prejem blaga iz članic EU 1611 milijonov € (0.3% več kot leto prej), kar pomeni primanjkljaj 14 milijonov € oziroma 99.1% pokritje uvoza z izvozom. V menjavi z nečlanicami EU je bil izvoz 526 milijonov € (11.8% več kot julija lani), uvoz 348 milijonov € (4.5% manj kot leto prej), kar da presežek 178 milijonov € oziroma 151.1% pokritje uvoza z izvozom.

V prvih sedmih mesecih 2015 je skupni izvoz znašal 14045 milijonov € (5.6% več kot v enakem obdobju lani), skupni uvoz 13526 milijonov € (3.3% več), kar pomeni presežek 519 milijonov € oziroma 103.8% pokritje uvoza z izvozom. V menjavi s članicami EU je bila petmesečna odprema blaga 10846 milijonov € (6.9% več kot leto prej), prejem blaga 10883 milijonov € (5.7% več kot v enakem obdobju lani), kar pomeni primanjkljaj -37 milijonov € oziroma 99.7% pokritje prejema z odpremo blaga. Izvoz v nečlanice EU je bil prvih sedem mesecev letos 3199 milijonov € (1.4% več kot lani), uvoz 2643 milijonov € (4.4% manj kot lani), kar da presežek 556 milijonov € ali 121.0% pokritje uvoza z izvozom.

Trgovinska menjava



Vir: SURS,

Opomba: desezonirani podatki, številke med črtama so letni podatki

19

Za dinamiko blagovne menjave so podatki do vključno julija 2015, ko je bila mesečna dinamika slovenskega izvoza rahlo pozitivna (0.08%) in povsem enaka dinamiki uvoza (0.08%). V drugem četrtletju letos je bilo razmerje med cenami izvoza in cenami uvoza Slovenije 1.019, v preostali EU27 pa 1.006, kar pomeni, da so se cenovni pogoji zunanjetrgovinske menjave Slovenije izboljšali in to celo nekaj bolj kot v preostali EU27.

V prvem polletju skupaj je bil izvoz blaga iz evro območja 6%, uvoz v evro območje pa 3% večji kot v enakem obdobju 2014, kar je na ravni slovenskih porastov. Med 28 članicami celotne EU je Slovenija dosegla v polletni rasti izvoza 10.-12. mesto, pri rasti uvoza pa 8.-11. mesto. Je med 13 članicami EU28 s pozitivno trgovinsko bilanco v prvem polletju 2015.

3. Gospodarska klima v avgustu boljša

Gospodarska klima se je ob koncu poletja otoplila. Po anketi Statističnega urada Republike Slovenije (SURS) o gospodarski klimi je bila vrednost njenega kazalnika v avgustu glede na mesec poprej za 3,4 odstotne točke višja, od avgusta 2014 je višja za 8,5 odstotne točke, hkrati pa je njegova vrednost za skoraj 11 odstotnih točk višja od dolgoletnega povprečja.

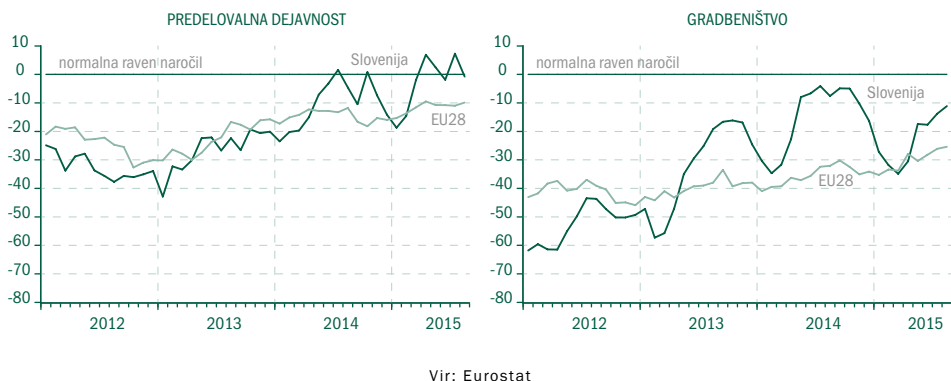
Porast vrednosti kazalnika gospodarske klime v avgustu je bil med drugim posledica zvišanja vrednosti kazalnika zaupanja v predelovalnih dejavnostih, ki je bila za 2 odstotni točki višja kot julija, glede na avgust 2014 je bila njegova vrednost višja za 6 odstotnih točk, glede na dolgoletno povprečje pa za 10 odstotnih točk. Pričakovanja za naslednje tri mesece

so se v avgustu v primerjavi s predhodnim im mesecem večinoma izboljšala; znižala se je le vrednost kazalnika pričakovane cene.

V storitvenih dejavnostih se je klima ustalila, saj je bila vrednost kazalnika zaupanja v teh sektorjih v avgustu enaka kot predhodni mesec in hkrati za 8 odstotnih točk višja od dolgoletnega povprečja, v primerjavi z avgustom lani pa je bila njegova vrednost višja za 9 odstotnih točk.

Naročila

20



Vir: Eurostat

Zaupanje v gradbeništvu se je popravilo; vrednost kazalnika zaupanja v tem sektorju je bila v avgustu za odstotno točko višja kot julija 2015 in za 3 odstotne točke nižja kot avgusta 2014. Pomenljivo je, da so se vrednosti kazalnikov pričakovanj v gradbenem sektorju za naslednje tri mesece v primerjavi z julijem večinoma znižale; zvišala se je le vrednost kazalnika pričakovana skupna naročila, medtem ko se vrednosti kazalnikov pričakovano zaposlovanje in pričakovane cene nista spremenili.

Ankete SURS-a kažejo, da se je zaupanje v trgovini na drobno v avgustu povečalo, vrednost kazalnika je bila glede na predhodni mesec višja za 11 odstotnih točk, glede na avgust 2014 pa za 5 odstotnih točk. Pričakovanja za naslednje tri mesece so se avgusta v primerjavi s prejšnjim mesecem večinoma okrepila, znižale so se samo vrednosti kazalnikov pričakovano zaposlovanje, pričakovana skupna nabava in prodajne cene.

Gospodarska klima se je avgusta v primerjavi z enakim mesecem v letu 2014 v celotni EU28 popravila. V gradbeništvu so se naročila glede na mesec prej zvišala za 0,7 odstotne točke, glede na avgust lani pa so višja za slabih 7 odstotnih točk. Glede na julij so se v avgustu za 7,5 odstotnih točk zvišala pričakovanja v trgovini na drobno, pričakovanja v predelovalnih dejavnostih pa so se v enakem obdobju popravila za 1,1 odstotne točke.

GOSPODARSKA AKTIVNOST IN ZAPOSLENOST

4. Industrijska produkcija višja

Industrijska produkcija se je v medletni primerjavi popravila. Po podatkih SURS-a je bila industrijska produkcija v juliju 2015 za 3,3% višja kot v enakem mesecu leta 2014, glede predhodni mesec pa se je vrednost povišala za 0,9%. Impulzni trend kaže, da se je v juniju 2015 industrijska produkcija zviševala po stopnji 1,33%.

Dejavnost rudarstva se je po podatkih SURS-a v letošnjem juliju v primerjavi z julijem 2014 povečala za 7,6%, glede na junij 2015 pa zmanjšala za slabih pet odstotkov. Impulzni trend pa kaže, da se je v letošnjem juniju dejavnost rudarstva zviševala po stopnji 5.66%.

Produkcija predelovalnih dejavnosti se je po podatkih SURS-a v juliju v primerjavi z julijem 2014 povišala za 4 odstotke, glede na mesec prej pa za 1,1%. Impulzni trend pa kaže, da se je v juniju dejavnost predelovalne industrije zviševala po stopnji 1,29%.

Desezonirani podatki Eurostata kažejo, da je v juniju glede na maj industrijska produkcija v EU28 upadla za 0,2%, na območju evra (EA19) pa za 0,4%. Glede na junij lani pa je v letošnjem juniju industrijska produkcija v EU28 porasla za 1,2%, na območju evra pa za 1,7%. Med državami članicami, za katere so dostopni podatki, je industrijska produkcija v juniju glede na mesec poprej najbolj porasla na Nizozemskem (3,9%) in na Danskem (4,2%), najbolj pa je upadla na Hrvaškem (-2,9%) in na Portugalskem (-2,1%).

5. Zmeren padec gradbeništva in porast turističnega povpraševanja

Po podatkih SURS-a je bila vrednost gradbenih del junija letos za 1,8% nižja od vrednosti gradbenih del, opravljenih v maju, vrednost opravljenih gradbenih del v juniju v primerjavi z istim mesecem 2014 pa se je zmanjšala za dobrih 13 odstotkov.

Skupno število turističnih prenočitev se je v zgodnjem poletju povečalo. Junija jih je bilo za 6,7% več kot v enakem mesecu leta 2014, skupno število prenočitev v šestem mesecu letos pa se je zviševalo po mesečni stopnji 1,3%. Pri tem je prišlo do porasta domačega turističnega povpraševanja, saj je v juniju število turističnih prenočitev domačih gostov poraslo za 7,4% glede na junij 2014. Impulzni trend prenočitev domačih gostov v letošnjem juniju kaže rast po stopnji 0,28%. V juniju letos se je tudi število prenočitev tujih gostov povečalo in sicer za 6,3% glede na enak mesec v letu 2014, impulzni trend prenočitev tujih gostov v juniju kaže pozitivno rast po stopnji 1,63%.

Podatki SURS-a o transportu za junij 2015 kažejo, da je bilo v zračnem prevozu prepeljanih za 19% več potnikov kot junija lani, število opravljenih potniških kilometrov pa je bilo v

zračnem prevozu prav tako večje in sicer za 22%. V cestnem mestnem prevozu je bilo junija prepeljanih približno enako število potnikov kot v istem mesecu 2014. V luki Koper je bil blagovni promet v juniju za 9% večji kot junija lani.

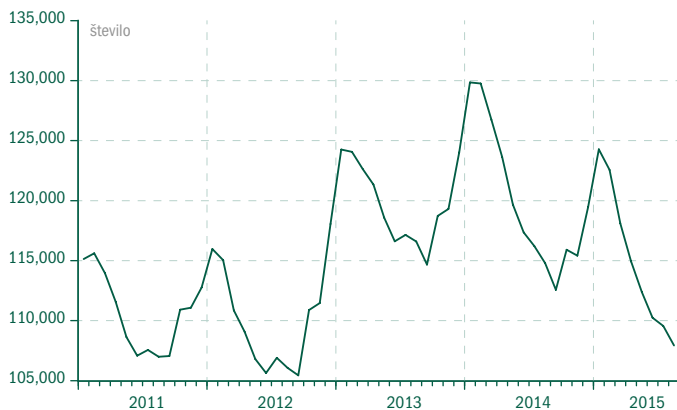
6. Brezposelnih nekoliko manj

22

Na trgu dela se je stanje nekoliko popravilo. Število aktivnih prebivalcev se je po podatkih SURS-a v mesecu juniju 2015 povečalo na 917310 oziroma za 12 oseb glede na mesec prej, glede na junij 2014 pa se je število zmanjšalo za dobrih 2 tisoč oseb oziroma 0,2 odstotka. V juniju je bilo v Sloveniji 807065 delovno aktivnih prebivalcev. Glede na maj se je število delovno aktivnih povečalo za 2152 oseb, glede na junij 2014 pa se je to število povečalo za 4976 oseb ali 0,6%. Med zaposlenimi jih je bilo še vedno slabih 93% zaposlenih pri pravnih osebah, njihovo število pa se je od junija lani povečalo za 1,4 odstotka. Število zaposlenih pri fizičnih osebah se je glede na junij 2014 povečalo za 0,9%. Med samozaposlenimi pa je bilo 66% samostojnih podjetnikov posameznikov, katerih število se je v juniju povečalo za 91, od junija 2014 pa za 4,6%.

Po zadnjih podatkih ZRSZ je bilo v Sloveniji konec avgusta 2015 registriranih 107935 brezposelnih oseb, kar je za 1622 oseb oziroma 1,5% manj kot ob koncu julija, v primerjavi z avgustom 2014 pa je bilo brezposelnih oseb manj za šest odstotkov. V letošnjem avgustu se je na Zavodu za zaposlovanje na novo prijavilo 5754 brezposelnih oseb, kar je slabih 20% manj kot v juliju in za 3,1% več kot avgusta 2014. Med novo prijavljenimi je bilo 664 iskalcev prve zaposlitve, 1014 trajno presežnih delavcev in stečajnikov ter 3200 brezposelnih zaradi izteka zaposlitve za določen čas. Odliv iz brezposelnosti je avgusta letos znašal 7376 brezposelnih oseb, med katerimi se jih je zaposlilo oziroma samozaposlilo 4701, kar je 10,1% manj kot julija in 10,5% več kot avgusta lani.

Iskalci dela



Vir: ZRSZ

Po podatkih Eurostata je bila julija 2015 stopnja brezposelnosti na območju evra (EA19) 10,9%, kar je 0,2 odstotne točke manj kot predhodni mesec ter 0,7 odstotne točke manj kot julija lani. V celotni evropski osemindvajseterici (EU28) je bila stopnja brezposelnosti v juliju 9,5% in se je glede na enak mesec v 2014 zmanjšala za 0,7 odstotne točke. Po Eurostatovih ocenah je bilo julija v EU28 23,1 milijona brezposelnih oseb, od teh 17,5 milijona na območju evra. Med članicami EU so v juliju najnižjo stopnjo brezposelnosti imeli v Nemčiji (4,7%) in na Češkem (5,1%), najvišjo pa v Španiji (22,2%) in v Grčiji, za katero majski podatek znaša 25,0%.

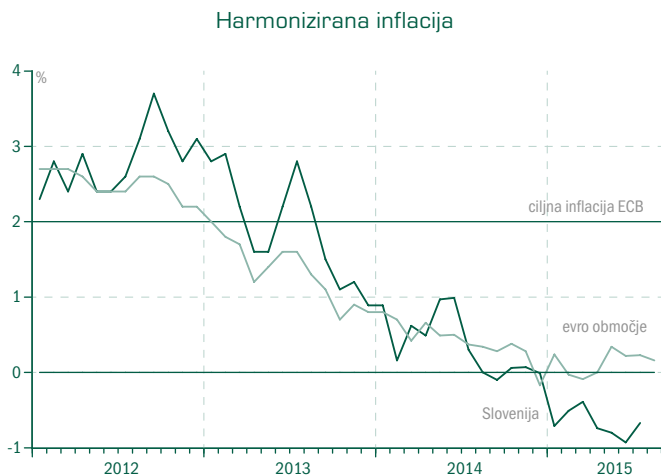
CENE, PLAČE, STROŠKI DELA

23

7. Cene se dolgoročno še naprej znižujejo

Avgusta so cene porasle za 0.1%, bolj dolgoročno pa so se zmanjšale za 0.3%. Dolgoročna dinamika cen (merjena z rastjo impulznega trenda kot medletno rastjo) se je zmanjšala že dvanajsti mesec zapored. Še naprej se blago ceni, storitve pa (sicer počasi) dražijo; avgusta se je blago pocenilo za 0.1%, storitve pa so se podražile za 0.6%! Dinamiko skupnih življenjskih stroškov še naprej diktirajo predvsem padajoče cene energentov, saj padajo po skoraj 7% na leto.

Rast življenjskih stroškov so avgusta potiskale navzgor cene električne energije in počitniških paketov (vsaka od teh skupin je k dinamiki cen prispevala po 0.1 točke), navzdol pa so avgusta cene še naprej stiskali naftni derivati sezonsko pa tudi zelenjava (cene goriv so skupne cene zmanjšale za 0.2 točke, zelenjava pa za 0.1 točke).



Vir: Eurostat

Med državami primerljivo rast cen kaže harmoniziran indeks življenjskih potrebščin, ki je bil avgusta že 0.6% nižji kot pred enim letom. Tudi v celotnem evro področju se cene komaj premikajo, vendar se dolgoročno še ne zmanjšujejo. Tako so avgusta medletno rastle po 0.2%. Navzdol jih tiščijo predvsem cene energentov, ki padajo po 7.1% na leto, medtem ko cene blaga (brez energije) naraščajo medletno po 0.6%, storitev pa po 1.2%.

Cene industrijskih proizvajalcev še naprej nihajo okoli ničle. Julija so se tako znižale za 0.2%, bolj dolgoročno pa so naraščale po 0.2% letno. Znižale so proizvajalčeve cene produktov za izvoz (za 0.4%), medtem ko so proizvajalčeve cene za domači trg ostale nespremenjene. Po namenu porabe so proizvajalčeve cene julija padale pri surovinah, energentih in proizvodih za široko porabo, le pri investicijskih proizvodih so se povečevale.

Cenovna pričakovanja ne kažejo večjih sprememb v bližnji prihodnosti, kažejo, da se bo, če že, pešanje cen samo še okrepilo. Pričakovane cene blago na drobno se še naprej zadržujejo opazno pod dolgoletno ravniyo (delež tistih, ki pričakujejo znižanje cen presega delež tistih, ki pričakujejo zvišanje za skoraj 20% vseh anketiranih). Cenovna pričakovanja pri proizvajalcih so začela ponovno zaostajati za dolgoletnim povprečjem, pri storitvah pa so pričakovanja po daljšem obdobju povečevanja sicer dosegla dolgoletno povprečje, vendar so se takoj ponovno obrnila navzdol.

Cene surovin še naprej padajo. V zadnjem mesecu (do 10 septembra) so se v evrih znižale, za 5.8%. Najbolj so se zmanjšale cene hrane (za 8.8% v evrih), medtem ko so, na drugi strani, cene kovin, zlata in nafte v evrih porasle, cene prvih dveh za malenkost (za okoli 0.2%), cene nafte pa za 4.5%.

V zadnjem letu so se surovin pocenile (v evrih) za 7.8%, najbolj nafta (za 38.4% v evrih) ter kovine (za 13.5% v evrih), najmanj pa hrana (za 5% v evrih), medtem ko se je zlato v evrih podražilo za 1.7%!

8. Plače se še naprej počasi krepijo

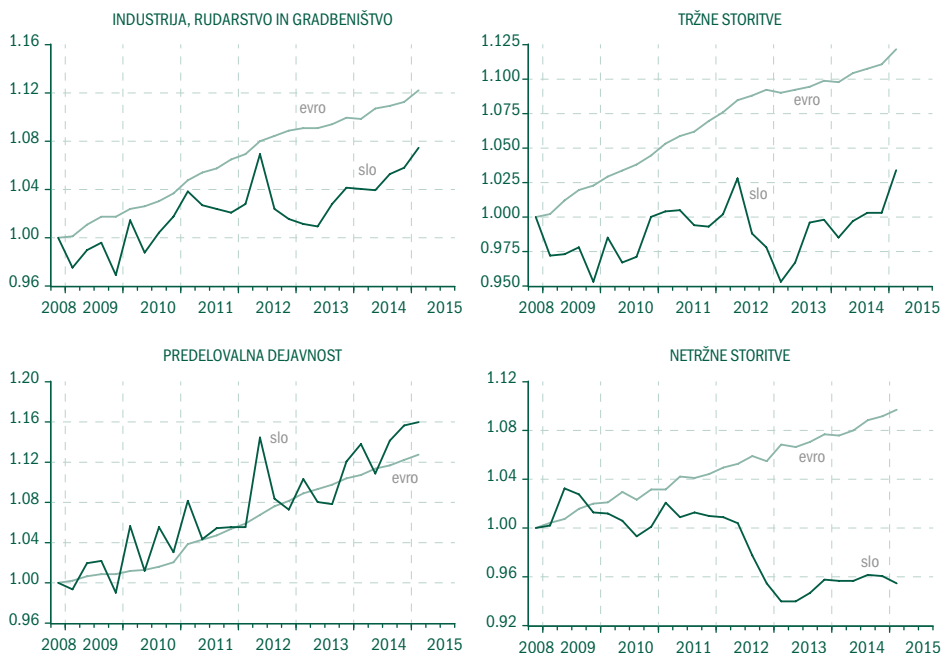
Junija so se plače povečale za 0.7%. Bolj dolgoročna dinamika se je tudi opazneje obrnila navzgor (medletna stopnja rasti je porasla na 1.2%, trendna rast pa celo na preko 3% letno).

Junija so se plače najbolj povečale v kmetijstvu, predelovalni dejavnosti in oskrbi z električno energijo (za preko 2%), najbolj pa so zaostale v prometu in finančnih dejavnostih (za 1.2%). Bolj dolgoročno so plače najbolj naraščale v kmetijstvu, predelovalni dejavnosti in finančnih dejavnostih (po preko 3% letno), medtem ko so najbolj zaostajale v rudarstvu (kjer so v letu dni padle za 7.7%).

V povprečju javnofinančnih sektorjev so junija plače padle, najbolj v zdravstvu (za 0.9%), medtem ko so v izobraževanju porasle za 0.4%. Bolj dolgoročno so plače v ožji državi in

šolstvu počasi naraščale (po 0.8% oziroma 0.2% letno), v zdravstvu pa padale (po 0.7% letno).

Stroški dela



Vir: Eurostat; lastni izračuni
Opomba: Enotni stroški dela; normirani na 2008/IV=1

Povečevanje plač v gospodarstvu je vidno tudi v dinamiki enotnih stroškov dela. Ta je namreč v gospodarstvu (industriji, in tržnih storitvah ter še zlasti predelovalni dejavnosti) v prvem četrtletju letos pospešila glede na dinamiko v evro območju. Istočasno pa je dinamika enotnih stroškov dela v netržnih storitvah še dodatno zaostala za dinamiko v evro območju. Konec prvega četrtletja letos je bila raven enotnih stroškov dela v netržnih storitvah za 14% nižja od ustrezne ravni v evro območju, glede na izhodiščno stanje tik pred izbruhom krize. Istočasno so enotni stroški dela v predelovalni dejavnosti glede na evro območje povsem ohranili, v tržnih storitvah, pa nihajo okoli ravni, ki so jo dosegli konec 2008 (na začetku letošnjega leta so zaostajali za evro območjem, glede na izhodiščno razdobje 2008/IV, za 10%). Precej večji zaostanek aktivnosti storitvenih sektorjev za pred-krizno (glede na evro območje) torej opazno vpliva tudi na raven enotnih stroškov dela v tržnih storitvah.

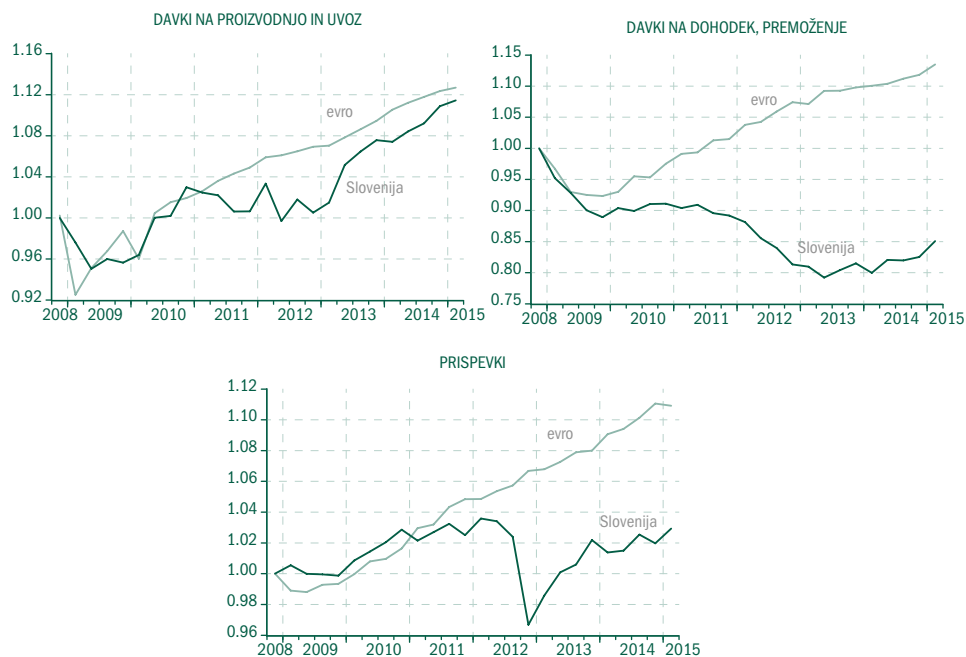
FINANČNA GIBANJA

9. Tudi poleti ugodna dinamika javnofinančnih prihodkov

Javnofinančni prihodki so avgusta porasli za 3.9%, bolj dolgoročna dinamika je tudi porasla, saj je medletna stopnja rasti povečala z 5.3% julija na 8% v avgustu. Kumulativno so do letošnjega avgusta javnofinančni prihodki presegli lanskoletne že za 293 milijonov, torej za dobrih 0.8% BDP. Če se upošteva, da so lani koncesije enkratno povečal prihodke države za okoli 140 milijonov, je letošnji izplen javnofinančnih prihodkov še toliko boljši!

26

Javnofinančni prihodki



Vir: Eurostat; lastni izračuni

Opomba: Javnofinančni prihodki; nominalne vrednosti normirane na 2008/IV; desezonirane vrednosti

Davki na proizvodnjo in uvoz so avgusta padli zaradi močne sezone in premika timinga vplačil. Na to kaže bolj dolgoročna dinamika davkov na proizvodnjo in uvoz, ta je namreč avgusta močno porasla (za preko 17%). Glavnino zmanjšanja davkov na proizvodnjo je povzročil davek na dodano vrednost po obračunu (za preko 70 milijonov); prav ta izpad je verjetno posledica tudi premika timinga vplačil. Za končno oceno trendnih vrednosti davka na dodano vrednost in tudi celotnih davkov na proizvodnjo in uvoz v juliju in avgustu

bo treba počakati še za kakšen mesec. Trošarine so avgusta porasle za 6%, še bistveno večje pa je bilo njihovo medletno povečanje, vendar je slednje prav tako verjetno posledica enkratnih dogodkov na svetovnem trgu derivatov; celoletno in močno padanje cen nafte (padle so za okoli 50% v dolarjih) je namreč omogočilo povečanje trošarin.

Neposredni davki in ostali prihodki so avgusta zelo močno (za prek 16%) porasli. Povečanje je v veliki meri posledica timinga obračuna (julijskih vračil) dohodnine. Ta se je, zaradi julijskega izpada, avgusta povečala kar za 126 milijonov.

Bolj dolgoročna trajektorija davčnega donosa kaže, da se donos popravlja tudi glede na evro območje. Le da je pospeševanje davkov na proizvodnjo (še zlasti po lanskoletnem dvigu davčne stopnje davka na dodano vrednost bistveno bolj izrazito, kot popravljanje davkov na dohodek in premoženje ali pa prispevkov.

27

Davki na proizvodnjo so v prvem četrtletju letos po ravni že skoraj ujeli ustrezne prihodke v evro območju. Do preloma v trajektoriji donosa je očitno prišlo po prenehanju ZUJF-ovega dodatnega stiskanja trošenja prebivalstva in države v 2012 ter povečanja stopnje davka na dodano vrednost v 2013.

Še večji (a le začasni) so bili učinki ZUJF-a na prispevke, saj je njihova raven v 2012 padla skoraj za 8%. Vendar so se že v 2013 prispevki vrnili na raven, okoli katere so nihali vse od začetka krize (to raven so sicer dosegli že konec 2008). Zaradi padanje plač in zaposlenosti po začetku krize (do 2014), takšna stagnacija prispevkov sploh ne preseneča. Seveda pa je zaradi te stagnacije obseg prispevkov v Sloveniji zaostal za prispevki v evro območju za okoli 11%, čeprav je nominalni obseg produkta v Sloveniji v istem razdobju zaostal za ustreznim produktom v evro območju le za 6.9% (nominalni produkt v 2014 je v Sloveniji zaostajal za produktom v 2008 za 1.7%, v evro območju pa ga je prehiteval za 5.1%) !

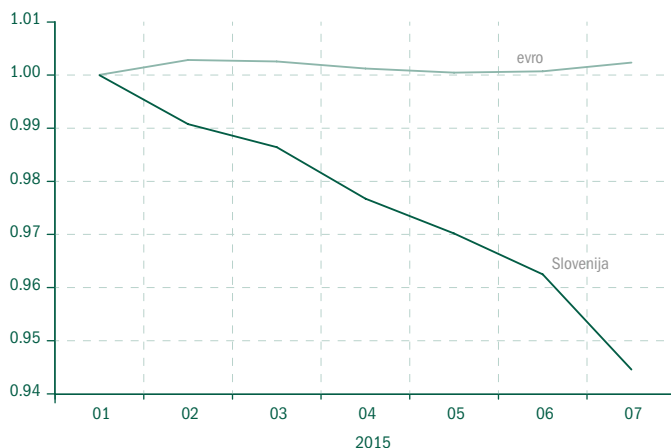
Še bolj je kriza in ekonomska politika v pokriznem obdobju (predvsem ZUJF) prizadela prihodke od davkov na dohodek in premoženje. Ti so namreč najprej, zaradi krize, padli za okoli 10% (v evro območju za 7%), tam so nato stagnirali do 2012, potem pa so zaradi ZUJF-a padli še za 10% (v evro območju so od 2009 dalje vztrajno naraščali). Šele po sredini 2013 so se začeli počasi popravljati, vendar so še v prvem letošnjem četrtletju zaostajali za ustreznimi davčnimi prihodki konec 2008 za okoli 15% in za ustreznimi prihodki v evro območju kar za 27%, čeprav je, kot rečeno, nominalni obseg produkta v Sloveniji v istem razdobju zaostal za ustreznim produktom v evro območju le za 6.9%!!

Tako velika razlika med zaostankom (za evro območjem) pri davčnih prihodkih (prispevkih in še zlasti davkih na dohodek in premoženje) in zaostankom (za evro območjem) BDP je posledica prestrukturiranja razdelitve BDP v škodo (bolj obdavčenega) dela in korist (manj obdavčenega) kapitala (poslovnega viška), do katerega je prišlo v Sloveniji po začetku krize.

10. Krediti še naprej zavirajo rast

Julija so skupni krediti po daljšem času zopet precej padli. Medtem ko so se od novembra 2013 zmanjševali po mesečnih stopnjah manjših od 0.5%, so julija padli za 1.1%. Tako so se v 2015 že po sedmih mesecih zmanjšali za preko 6%. V istem času so skupni krediti v evro območju porasli za 0.7%.

Krediti podjetjem

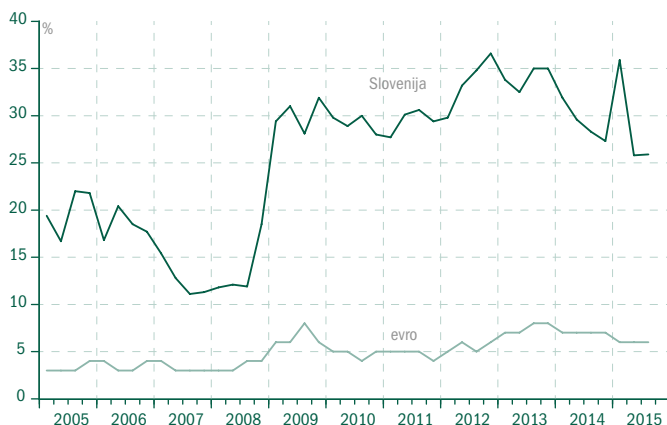


Vir: ECB, BS; lastni izračuni

Opomba: Nominalni krediti podjetjem; normirani na 2015/1=1

Julija so se zmanjšali tako krediti podjetjem kot gospodinjstvom. Medtem ko je bilo zmanjšanje pri kreditih gospodinjstvom simbolično, so krediti podjetjem padli za 1.9%. Dinamika kreditov podjetjem V Sloveniji močno zaostaja za dinamiko kreditov v evro območju, čeprav je rast gospodarstva še enkrat hitrejša. Medtem ko so v evro območju krediti podjetjem v letošnjem letu stagnirali, se v Sloveniji krediti podjetjem hitro zmanjšujejo. V šestih mesecih so se zmanjšali že za 5.5%! Nezaдостna kreditna podpora podjetij tako še naprej opazno zavira rast gospodarske aktivnosti. Čeprav gospodarstvo raste opazno hitreje kot v evro območju, torej čeprav je povpraševanje po kreditih podjetij dovolj veliko (glej sliko) in čeprav je solventnost (zadolženost) gospodarstva že v lanskem letu padla opazno pod zadolženost v povprečju evro območja (zadolženost je padla pod 3.8 EBITDA), regulator in banke ne popuščajo pri zaviranju kreditne rasti. Medtem ko v povprečju evro območja banke že od začetka 2014 neto zmanjšujejo kreditne zahteve (»mehčajo« standarde), so jih banke v Sloveniji še v začetku letošnjega leta povečevale. In to ne glede na dejstvo, da so kumulativne zahteve, kot kaže slika, v Sloveniji že tako bistveno višje kot v evro območju.

Finančne omejitve proizvodnje v predelovalni dejavnosti



Vir: EC-AMECO; lastni izračuni

Opomba: Anketa; odstotek podjetij predelovalne dejavnosti, ki jih nezadostna kreditna podpora ovira pri proizvodnji

Spreminjanje kreditnih standardov



Vir: ECB; lastni izračuni

Opomba: Neto spreminjanje kreditnih standardov bank pri odobranju kreditov podjetjem

Navkljub zmanjševanju skupnih kreditov se skupni depoziti prebivalstva in podjetij še naprej povečujejo. Samo v zadnjih treh mesecih so se povečali za preko 2%, v letu dni pa za skoraj 4%. Bolj dolgoročna dinamika je še zlasti visoka pri depozitih podjetij, saj ti naraščajo medletno po stopnjah preko 6%. Veliki viški v transakcijah s tujino se potemtakem še naprej kažejo v velikih neto prilivih na račune podjetij.

Pri obrestih julija ni bilo opaznih sprememb. Krediti prebivalstvu (za stanovanja in potrošnjo) in podjetjem za manjše zneske (pod milijon) so se malo pocenili (v povprečju za 0.1 točke), večji krediti podjetjem pa so se, prav tako malo, podražili. Depozitne obrestne mere se niso spremenile.

11. Julija nov rekordni presežek tekoče plačilne bilance

Julijski presežek tekočega računa plačilne bilance je znašal kar 378.1 milijonov € (julija 2014 je bil 307.2 milijonov €) kar je rezultat blagovnega presežka 243,1 milijonov € (135 milijonov €), storitvenega presežka 223,2 milijonov € (191 milijonov €), primanjkljaja v primarnih dohodkih 58,4 milijonov € (lani presežek 36.6 milijonov €) in primanjkljaja v sekundarnih dohodkih 29,7 milijonov € (55,3 milijonov €). K storitvenemu presežku je 80 milijonov evrov prispeval transport, 147,5 milijonov pa potovanja oziroma turizem. Največji del 93 milijonov evrov primarnega primanjkljaja v višini so ustvarili neto odlivi prek računa kapitala, presežek na računu dela je bil 31 milijonov evrov.

Plačilna bilanca
(milijoni evrov)

	januar-julij		julij	
	2014	2015	2014	2015
I. Tekoči račun	1.478,8	1.562,5	307,2	378,1
1. Blago	714,7	1.020,8	135	243,1
2. Storitve	955,3	1.107,2	191	223,2
Transport	426,1	480,3	74,1	80,0
- potovanja	689,6	771,3	130,3	147,5
3. Primarni dohodki	96,8	-263,4	36,6	-58,4
od dela	254,4	248,8	31,9	31
- od kapitala	-326,0	-629,2	-1,3	-93
ostali	168,4	117,0	6,0	3,6
4. Sekundarni dohodki	-288,1	-302,1	-55,3	-29,7
- država	-209,1	-200,0	-32,5	-11,2
II. Kapitalski račun	-19,4	51,5	19,0	49,2
III. Finančni račun	1.392,3	1.656,9	301,6	328,2
1. Neposredne naložbe	-357,9	-239,6	77,8	23,5
2. Naložbe v vrednostne papirje	-4.630,0	1.260,7	-312,1	-1.035,7
3. Finančni derivativi	-7,0	26,0	4,3	-2,9
4. Ostale naložbe	6.223,4	598,2	533,2	1.334,3
IV. Neto napake in izpustitve	-67,1	42,9	-24,7	-99,1

Vir: Banka Slovenije

V sedmih mesecih je presežek tekoče na tekočem računu dosegel 1562,5 milijone evrov (v enakem obdobju lani je bil 1478,8 milijonov €), pri čemer je bil blagovni presežek 1020,8.0 milijonov € (714,7 milijonov €), storitveni presežek 1107,2 milijonov € (955,3 milijonov €), primanjkljaj v primarnih dohodkih 263,4 milijonov € (lani presežek 96,8 milijona €), in primanjkljaj v sekundarnih dohodkih 302,1 milijonov € (288,1). K storitvenemu presežku je dobrih 480 milijonov prispeval transport 771 milijonov pa potovanja. K primanjkljaju primarnih dohodkov pa je kar 629,2 milijona evrov prispeval kapital; velik del tega so dobički tujih lastnikov podjetij, ker se delež njihovega lastništva povečuje se bo primanjkljaj na računu povečeval: v nekdanjih socialističnih gospodarstvih primarni primanjkljaj že presega presežke na drugih podračunih.

31

Na finančnem računu pa je bilo letošnje leto precej mirnejše od lanskega, do julija je prišlo do povečanja obveznosti (zmanjšanja terjatev) za 1656,9 milijonov € (lani v enakem obdobju 1392.3 milijonov €). Pri tem je bilo neto neposrednih naložb -239.4 milijone €, naložb v tuje vrednostne papirje neto kar 1260,7 milijonov €, obveznosti iz ostalih naložb pa 598 milijonov €. Ob visoko pozitivni tekoči bilanci se je v prvem polletju 2015 Slovenija preventivno dodatno zadolžila v tujini.

EU28 je dosegla v juniju pozitivni saldo plačilne bilance 12.3 milijard € in 130.3 milijard € v mesecih do junija. V juniju so po razpoložljivih podatkih za 21 članic EU28 le štiri imele negativno plačilno bilanco: Latvija, Litva, Poljska in Romunija.

Po podatkih iz Biltena Banke Slovenije je bruto zunanji dolg ob polletju znašal 44921 milijonov € (668 milijonov € manj kot mesec prej oziroma 885 milijonov € manj kot junija 2014. Pri tem je državnega dolga ali dolga za katerega jamči država že 63.9%. Mednarodne rezerve banke Slovenije so bile konec julija 2015 913 milijonov €, kar je 20 milijonov € več kot mesec prej oziroma 49 milijonov € več kot leto prej.

Slovenskim desetletnim obveznicam se je donos po nekaj mesečni rasti znova znižal, je znaša 10. septembra znašal 1.821%, kar je znova ugodneje od Italije in Španije, s katerima donose običajno primerjamo.

KREDITNO TVEGANJE IN ZAHTEVAN DONOS NA DRŽAVNE OBVEZNICE PO NASTOPU FINANČNE KRIZE 2009 - 2014

32

France Križanič, Žan Oplotnik, Vasja Kolšek

Povzetek

Narodnogospodarski rezultati pojasnjujejo velik del spreminjanja donosa državnih obveznic v svetu. Ocenjeno na vzorcu 23-tih držav s štirimi milijardami prebivalstva, nato pa med njimi še ločeno za velike države, razvite države ali pa izbrane članice EU, obstaja statistično signifikantna povezava med spreminjanjem donosa državnih obveznic in spremembami BDP, tekočega računa plačilne bilance, obrestne mere centralnih bank in javnofinančnega ravnotežja. Pri gospodarsko razvitih državah je v pojasnitvi sprememb donosa državnih obveznic statistično signifikanten tudi vpliv spreminjanja borznega indeksa, pri članicah EU pa je bil v pojasnitvi spreminjanja donosa državnih obveznic v obdobju 2009 – 2014 statistično značilen negativen časovni trend. V obdobju 2010 – 2014 je bil vpliv konjunktura (spreminjanje BDP) ter inflacije na donos državnih obveznic zelo majhen, precejšen pa je bil učinek spreminjanja obrestnih mer centralne banke.

Večje negativne spremembe v gospodarskem okolju ne vodijo v bistveno povečanje donosa državnih obveznic zaradi ocenjene spremembe kreditnega tveganja. Vpliv pri porušenem javnofinančnem ravnotežju (za 5% BDP) dosega 1 odstotno točko, pri porušenem zunanjem ravnotežju (prav tako za 5% BDP) pa 0.5 odstotne točke donosa državnih obveznic. Skok obrestnih mer centralne banke za 5 odstotnih točk pa lahko vpliva na povečanje zahtevanega donosa za 3 odstotne točke.

Ključne besede: obveznice, donos, javni dolg, mednarodni finančni trg, makroekonomija

JEL: E43, E44, E47, E65, F32, F34, F41, G15, H63

Abstract

Macroeconomic performance explains a large part of government bond yields' variation around the world. Estimated on a sample of 23 states with a total population of four billion inhabitants and then estimated again in groupings for the large countries, developed countries or selected EU Members States, there is a significant statistical connection between changes in the GDP, current account, central bank's interest rates and fiscal balance that lead to changes in government bond yields. In the group of economically developed countries the governments bond yield is also affected by changes in the stock exchange index, and in the group of EU Member States for the period 2009–2014 there was a statistically significant negative time trend. In the period of 2009–2014 the government bond yields were moderately affected by changes of GDP or changes in inflation and strongly under the influence of central bank interest rates.

Larger negative changes in the economic environment do not lead to a significant increase in the required yields. In the case of deep imbalance in a given government's finances (ranging 5% of GDP) the yield would increase by one percentage point; in the case of disturbed external balance (also by 5% of GDP) the government's bond yield would increase by 0.5 of a percentage points, while a jump in the central bank's interest rate by five percentage points could affect the increase in the required government bond yield by 3 percentage points.

Key words: Bonds, Yield, Public debt, International financial markets, Macroeconomics

JEL: E43, E44, E47, E65, F32, F34, F41, G15, H63

1. Uvod

Trg državnih obveznic je eno najbolj občutljivih področij delovanja sodobnega narodnega gospodarstva. To se je še zlasti pokazalo med finančno krizo po 2008. Kaj je med to krizo vplivalo na zahtevan donos državnih obveznic, smo v letu 2014 analizirali za obdobje 2009 do 2012, sedaj pa smo analizo podaljšali za dve leti in obenem ocenili spremembe v donosu državnih obveznic ob morebitnem nastopu večjih narodnogospodarskih neravnotežij. Faktorji tveganja kupcev državnih obveznic so ocenjeni brez podatkov za Slovenijo, saj nam bo analiza služila kot osnova za oceno odstopanja zahtevanega donosa na obveznico slovenske države od tistega, ki bi ustrezal normalnemu delovanju trga tega vrednostnega papirja v svetu. Rezultati bodo prikazani v naslednjem članku.

34

2. Javni dolg in trg državnih obveznic

Za institucionalni okvir, v katerem deluje sodobno gospodarstvo, je značilna velika vloga države. Ta je regulator na različnih področjih gospodarskega delovanja, nosilec antirecesijske in stabilizacije politike, organizator in upravljevec dejavnosti, ki kreirajo in vzdržujejo ter povečujejo »človeški kapital« (šolstvo, kultura, znanost, zdravstvo,...) ter nosilec t.i. strateške politike (včasih poimenovane tudi industrijska politika), s katero pospešuje uvajanje novih podjetij, tehnologij in poslovnih pristopov. Povečana vloga države se kaže v velikem deležu njenih prihodkov in odhodkov v bruto domačem produktu in dejstvu, da je ta delež (z nekaj izjemami, pri katerih pa del vloge države nadomešča dobro organiziran in dolgo časa grajen zavarovalniški sektor) premo sorazmeren njeni relativni gospodarski razvitosti. Skupaj s povečanim pomenom države v delovanju sodobnega narodnega gospodarstva nastajajo tudi problemi stabilnega financiranja državne porabe. Kadar nastajajo med javnofinančnimi prihodki in odhodki razlike, država stopa na trg prihrankov, najpomembnejši instrument za vstop na ta trg pa so obveznice.

Obveznica je vrednostni papir, s katerim se njegov prodajalec (izdajatelj) zadolži pri njegovem kupcu (imetniku) za obdobje enega leta ali več (za krajša obdobja govorimo o instrumentih denarnega trga) in mu za to plačuje obresti. Imetnik (kupec, novi lastnik) obveznice lahko to proda na sekundarnem trgu. Obveznica ima običajno fiksirane obresti, njena cena na trgu pa niha odvisno od različnih faktorjev. Z znižanjem cene obveznice se poveča donos (yield)¹ obveznice za njene kupce in obratno. Rast donosa obveznice je torej povezan s povečanim tveganjem, ki ga imajo kupci obveznice pri plasiranju svojih prihrankov v dano obveznico.

Tveganje kupcev obveznic se pri različnih izdajateljih v različnih obdobjih razlikuje, oceno tveganja pa kaže zahtevan donos na obveznico, kot se pač oblikuje na trgu tega

¹ Donos izračunamo kot delež tega, kar dobi kupec obveznice do njenega dospelja in ob njenem dospelju, deljeno s tem, kar je plačal za nakup obveznice in preračunano na leta do dospelja te obveznice.

vrednostnega papirja. Tveganje kupcev obveznic se deli na kreditno tveganje (da izdajatelj obveznice ne bo poravnal dolga), likvidnostno tveganje (da lastnik obveznice te ne bo uspel prodati v primeru, ko bi to želel), tveganje reinvestiranja (da lastnik obveznice po njenem dospelju ne bo več mogel enako donosno plasirati svojih prihrankov), tveganje odpoklica (da bo izdajatelj obveznice to predčasno odkupil nazaj) in politično tveganje (možna sprememba davčne zakonodaje, sprememba regulacije plačil). Pri nakupu državnih obveznic je kreditno tveganje (v glavnem pa tudi ostale oblike tveganja) odvisno od gospodarske razvitosti in makroekonomskega ravnotežja v državi izdajateljici te obveznice. S spreminjanjem makroekonomskih rezultatov se spreminja tudi tveganje, ki ga nosijo kupci državnih obveznic in s tem zahtevan donos na te obveznice. Na likvidnostno tveganje kupcev državnih obveznic vplivajo tudi psihološki dejavniki. Pri likvidnostnem tveganju imetnikov državnih obveznic se torej lahko srečamo z begom kratkoročnega kapitala (hot money) brez realne podlage za takšen beg. V tem primeru lahko nastopijo kratkoročna nihanja, ki pa se kasneje umirijo. Na koncu je vendarle odločilno kreditno tveganje in moč narodnega gospodarstva v dani državi, zaradi katerega bo ta lahko ali pa ne poravnala svoje obveznosti ob njihovem dospelju.

Razmere po nastopu zadnje finančne krize (od 15. septembra 2008) so pokazale, da je, gledano s svetovne ravni, trg državnih obveznic robusten. Prav s tem instrumentom so bila zbrana sredstva, ki so krizo omejila in zagotovila pogoje za povratek gospodarske rasti. Pomembno vlogo so imele tudi centralne banke, ki so z obrestno politiko povečale stabilnost tega trga. V Evropski uniji je Evropska centralna banka najprej oklevala, nato pa je bil njen odziv primerljiv ostalemu razvitemu delu sveta. V prehodnem obdobju je pomanjkljivo delovanje »kreditorja na zadnji ravni« (the creditor of last resort) poglobilo finančno krizo in recesijo v nekaterih gospodarsko manj razvitih članicah evroskupine.

3. Vpliv makroekonomske slike držav na oceno kreditnega tveganja investorjev v njihovo desetletno obveznico

Spreminjanje donosov državnih obveznic in makroekonomska ravnotežja (neravnotežja), ki na te donose vplivajo, analiziramo po 23 državah z vseh celin in z okoli štirimi milijardami prebivalstva. Od 2009 do 2014 se je povprečen² zahtevan donos na državne obveznice v analiziranih članicah EU (Avstrija, Belgija, Češka, Danska, Francija, Italija, Nemčija, Nizozemska, Poljska, Švedska, Španija, Združeno kraljestvo Velike Britanije in Severne Irske - UK) prepolovil, v gospodarsko najbolj razvitih državah sveta izven EU (Avstralija, Japonska, Južna Koreja, Kanada, Švica, ZDA) zmanjšal za tretjino, v velikih gospodarstvih s srednje visokim dohodkom na prebivalca (Brazilija, Indija, Južna Afrika, Kitajska, Rusija) pa je ostal na sorazmerno visoki ravni. V letu 2014 je bil za opazovane države EU in skupino gospodarsko najbolj razvitih držav nekoliko nad 2%, medtem ko je bil v velikih državah s srednje visokim dohodkom na prebivalca dobrih 9%.

2 Povprečen donos ponderiran z realnim obsegom BDP po pariteti kupne moči v tekočih dolarjih.

Primerjava donosa desetletnih obveznic 23 opazovanih držav v letu 2014 kaže, da so investitorji v te vrednostne papirje ocenjevali za najbolj varne (najmanj tvegane) švicarske in japonske obveznice (donos pod 1%), v drugo skupino sodijo članice EU iz Srednje, Severne in Zahodne Evrope: Avstrija, Belgija, Češka, Nemčija, Nizozemska, Danska, Švedska ter Francija (donos med 1% in 2%), v tretjo skupino pa sodi večina analiziranih anglosaksonskih držav - ZDA, UK in Kanada - pa tudi Španija (donos med 2% in 3%). V četrto skupino sodijo Italija, Poljska, Južna Koreja in Avstralija (donos med 3% in 4%)³. V letu 2014 je bil med opazovanimi članicami EU ter gospodarsko najbolj razvitimi državami izven EU povprečen donos na letni ravni pri desetletni obveznici države najvišji (nakup obveznice je torej veljal za najbolj tveganega v tej skupini držav) v Avstraliji (3.8%). Velike države s srednje visokim dohodkom na prebivalca se v procesu dohitevanja razvitejših gospodarstev (catching up) srečujejo s precej višjo inflacijo od gospodarsko razvitejših držav. Ker ob tem izdajajo obveznice v glavnem nominirano v domači valuti, so tudi zahtevani donosi na te obveznice ustrezno višji kot pri gospodarsko razvitih državah. Kupci obveznic v donos vključijo tveganje izgube vrednosti svoje investicije zaradi inflacije. Med analizirano skupino velikih držav s srednje visokim dohodkom na prebivalca je bil med 2009 in 2014 zahtevan donos na državno obveznico še najbolj podoben tistemu za gospodarske razvite države pri Kitajski. V letu 2014 je znašal povprečno 4.2%. Na drugi strani je bil 2014 najvišji, kar 12.4%, donos na desetletno državno obveznico pri Braziliji.

Faktorje, ki so vplivali na različno visok donos državnih obveznic v obdobju 2009 do 2014, smo analizirali za omenjenih 23 držav skupaj in za tri specifične skupine držav. Te skupine so: velike države, gospodarsko razvite države in članice EU. Med velike države smo uvrstili Avstralijo, Brazilijo, Francijo, Indijo, Japonsko, Južno Afriko, Kitajsko, Nemčijo, Rusijo, UK in ZDA. V tej skupini so zajeti vsi kontinenti. V njej so tudi tri države članice EU. Med gospodarsko razvite države v naši analizi sodijo Francija, Italija, Japonska, Južna Koreja, Kanada, Nemčija, Nizozemska, Švedska, Švica, UK in ZDA. V skupini držav članic EU upoštevamo Avstrijo, Belgijo, Češko, Dansko, Francijo, Italijo, Nemčijo, Nizozemsko, Poljsko, Španijo, Švedsko in UK. Posamezna država je lahko vključena v različne skupine. Nemčija, UK in Francija so, na primer, v vseh treh skupinah.

3 V četrto skupino s povprečnim zahtevanim donosom med 3% in 4% v letu 2014 sodi tudi Slovenija.

Tabela 1

Vpliv faktorjev kreditnega tveganja na donos desetletne državne obveznice
(ocena na prvih diferencah)

		Velike in manjše države	Velike države	Gospodarsko razvite države	EU
		23 držav	11 velikih držav	11 gospodarsko razvitih držav	12 članic EU
Gospodar. Rast	BDP (v \$ po pariteti kupne moči)	-0.000002(-1) [-2.0]	-0.000002(-1) [-2.3]	-0.000002(-2) [-1.9]	-0.000002(-1) [-1.8]
Zunanje ravnotežje	Tekoči račun plačilne bilance (% v BDP)	-0.0896(-2) [-3.9]	-0.1106(-2) [-1.9]	-0.0647(-2) [-2.8]	-0.1080(-2) [-1.9]
Notranje Ravnotežje	Inflacija	0.0033 (2.0)	0.0044(-2) (2.7)	0.1095(-2) (2.4)	
Kapitalski trg	Obrestna mera centralne banke	0.6565 (10.6)	0.598 (11.2)	1.6604 (4.8)	0.3727 (1.5)
	Borzni indeks			-0.00004 [-1.4]	
Ravnotežje javnih financ	Bilanca javnega financiranja (% v BDP)	-0.1842(-1) [-5.8]	-0.1395(-1) [-3.0]	-0.1739(-1) [-3.8]	-0.1906(-1) [-3.9]
Zaupanje	Časovni trend				-0.0398 [-2.0]
R2		69.5%	83.5%	64.0%	60.1%
DW		2.1	2.2	2.3	2.1

37

Kako vpliva spreminjanje faktorjev kreditnega tveganja na dinamiko (rast ali upadanje) donosa obveznic po državah, smo ocenili s stohastično analizo (panel). Rezultati so za analiziranih 23 držav skupaj in po omenjenih skupinah držav prikazani v Tabelah 1 in 2. V Tabeli 1 prikazujemo rezultate ekonometrične analize na prvih diferencah. V tej tabeli je morebitni časovni zamik (time lag) vpliva dane neodvisne (sprememba BDP,...) na odvisno spremenljivko (sprememba donosa obveznic) prikazan s številko (t.j. število let tega zamika) v oklepaju za navedbo količnika vpliva odvisne na neodvisno spremenljivko. Rezultati v Tabeli 1 kažejo, za koliko se spremeni medletna razlika v donosu obveznic v analizirani skupini držav ob spremembi medletne razlike dane pojasnjevalne spremenljivke (BDP,...) za eno enoto. Pojasnitev variance je dobra, od 60% do skoraj 84%. T vrednosti so za vpliv posameznih neodvisnih spremenljivk prikazane v oklepajih pod navedbo količnikov njihovega vpliva na neodvisno spremenljivko. DW statistika je med 2.1 in 2.3 ter kaže, da ni avtokorelacije prvega reda oziroma, da se nepojasneni ostanki distribuirajo slučajno in so rezultati naše analize v sprejemljivem okvirju.

V Tabeli 1 vidimo, da velik del spreminjanja donosa državnih obveznic v svetu pojasnjujejo spremembe različnih makroekonomskih spremenljivk. V vsakem primeru (od analiziranih

možnosti), torej celoten vzorec 23 držav, velike države, razvite države ali pa analizirane članice EU, obstaja statistično signifikantna povezava med spreminjanjem donosa državnih obveznic in spremembami BDP, tekočega računa plačilne bilance, obrestne mere centralnih bank in javnofinančnega ravnotežja. Inflacija vpliva na zahtevan donos v velikih in gospodarsko razvitih državah, statistično signifikantno pa tudi za celotno skupino 23 analiziranih držav, ne vpliva pa na zahtevan donos v skupini opazovanih članic EU. Pri gospodarsko razvitih državah je v pojasnitvi sprememb donosa državnih obveznic statistično signifikanten tudi vpliv spreminjanja borznega indeksa, pri članicah EU pa je bil v pojasnitvi spreminjanja donosa državnih obveznic v obdobje 2009 – 2014 statistično značilen negativni časovni trend.

38

Rezultati v Tabeli 1 kažejo, da na spreminjanje donosa državnih obveznic najhitreje vplivajo spremembe na kapitalskem trgu dane države (obrestne mere centralnih bank in borzni indeks), pa tudi spremembe v notranjem ravnotežju (inflacija). Tu je učinek statistično značilen že v istem letu. Z letom zamika na donos državnih obveznic učinkujejo spremembe javnofinančnega ravnotežja in gospodarske rasti (BDP). Pri gospodarsko razvitih državah je učinek gospodarske rasti na donos državnih obveznic zamaknjen za dve leti. Zaupanje se tu izgublja počasneje, morebitno nezaupanje pa tudi ne nastane hitro. Podobno velja za vpliv, ki ga imajo na donos državnih obveznic spremembe na tekočem računu plačilne bilance. Tu je značilen dveletni časovni zamik za celotno skupino 23 držav sveta, za skupino velikih držav, za skupino gospodarsko razvitih držav in za skupino članic EU.

Kolikšen je vpliv spremembe posamezne neodvisne spremenljivke (BDP,...) na donos državnih obveznic, smo ocenili s historično simulacijo modela, prikazanega v Tabeli 1. Simulacijo smo izvedli za obdobje 2012 do 2014 tako, da smo za leta 2009 do 2011 upoštevali dejanske vrednosti donosa na državne obveznice, BDP, tekoči račun plačilne bilance, inflacijo, obrestno mero, centralne banke, borzni indeks ter javnofinančno ravnotežje, od 2012 dalje pa smo posamezno pojasnjevalno spremenljivko povečali za 1% (BDP, inflacija, borzni indeks) oziroma za eno odstotno točko (delež stanja na tekočem računu plačilne bilance v BDP, obrestne mere centralne banke, delež stanja v konsolidirani bilanci javnih financ glede na BDP). Primerjava z donosom državnih obveznic, ocenjenim ob predpostavki *ceteris paribus*, torej brez sprememb neodvisnih spremenljivk, v 2012, 2013 in 2014 kaže, kolikšen je, v skladu z našim modelom, vpliv tako zastavljene spremembe neodvisne spremenljivke (BDP,...) na donos državnih obveznic. Rezultati (ocenjen donos ob predpostavki dane spremembe neodvisne spremenljivke manj ocenjen donos brez sprememb neodvisnih spremenljivk) so prikazani za učinek na koncu opazovanega obdobja, torej leta 2014, v Tabeli 2. Rezultati predstavljajo ponderirane vsote za skupine držav (23 držav sveta, 11 velikih držav, 11 gospodarsko razvitih držav in 12 članic EU). Utež dane države je njen realni BDP po pariteti kupne moči.

Tabela 2

Vpliv faktorjev kreditnega tveganja na donos desetletne državne obveznice – simulacija spremembe za 1% (BDP, inflacija, borzni indeks) oziroma 1 odstotno točko (obrestna mera, zunanje in javnofinančno ravnotežje)

		Velike in manjše države	Velike države	Gospodarsko razvite države	EU
		23 držav	11 velikih držav	11 razvitih držav	12 članic EU
Gospodarska Rast	BDP (v \$ po pariteti kupne moči) + 1%	-0.01	-0.01	-0.02	-0.04
Zunanje ravnotežje	Tekoči račun plačilne bilance (% v BDP) + 1 o.t.	-0.09	-0.11	-0.06	-0.11
Notranje ravnotežje	Inflacija + 1%	0.01	0.02	0.18	
Kapitalski Trg	Obrestna mera centralne banke + 1 o.t.	0.66	0.60	1.66	0.37
	Borzni indeks + 1%			-0.01	
Ravnotežje javnih financ	Bilanca javnega financiranja (% v BDP) + 1 o.t.	-0.18	-0.14	-0.17	-0.19

39

Rezultati v Tabeli 2 kažejo:

1. Zelo nizek vpliv 1% povečanja ali zmanjšanja BDP na donos državnih obveznic. Stanje gospodarskega ciklusa samo (brez stranskih učinkov na javnofinančno ravnotežje) v razmerah, ki veljajo na trgu državnih obveznic, ne vpliva bistveno na oceno tveganja vlaganj v te vrednostne papirje in s tem tudi ne na njihov donos. Pri povečanju BDP za 1% se zahtevan donos na državne obveznice zmanjša samo za 0.01 odstotne točke. Ta vpliv je še največji pri članicah EU. Verjetno v tem primeru služi spreminjanje BDP kot pokazatelj nastajajoče dihotomije članic EU na države »evropskega severa« (z rastjo BDP) in države »evropskega juga« z upadanjem BDP. V tej dihotomiji je prišlo tudi do razlik med donosom na državne obveznice v eni in drugi skupini držav (na primer Nemčija : Italija).
2. Izboljšanje tekočega računa plačilne bilance za eno odstotno točko, po prilagoditvenem obdobju (dve leti), vpliva na znižanje zahtevanega donosa obveznic dane države za 0.1 odstotne točke. Ta učinek je še najmanjši (le 0.06 odstotne točke) pri gospodarsko razvitih državah. Ravno obratno deluje vpliv poslabšanja na tekočem računu plačilne bilance.

3. Povečanja inflacije za 1% vpliva na povečanje donosa državnih obveznic celotne skupine analiziranih držav le za 0.01 odstotne točke. V EU tega učinka sploh ni zaslediti (notranja stabilnost, ki jo kaže nizka inflacija ali celo deflacija, je ocenjena za zadovoljivo), pač pa je opazen pri gospodarsko razvitih državah kjer 1% povečanje inflacije vpliva na rast zahtevanega donosa državnih obveznic za 0.2 odstotne točke.
4. Centralna banka je imela v opazovanem obdobju preko svoje politike obrestnih mer precejšno možnost za vpliv na donos državnih obveznic. Povečanje obrestne mere centralne banke za eno odstotno točko je vodilo v rast zahtevanega donosa na državne obveznice za malo manj kot 0.7 odstotne točke. Učinek, ki ga imajo na donos državnih obveznic spremembe obrestnih mer centralne banke, je po analiziranih skupinah držav najmanjši v članicah EU (ob povečanju obrestnih mer centralne banke za eno odstotno točko se donos državnih obveznic poveča za 0.4 odstotne točke) in izrazito visok v skupini gospodarsko najbolj razvitih držav. Tu povečanje obrestnih mer centralne banke za eno odstotno točko vpliva na dvig zahtevanega donosa državnih obveznic za 1.7 odstotne točke. V obdobju 2009 do 2014 je bil seveda značilen obraten učinek. Znižanje obrestnih mer centralnih bank (in s tem povezana povečana ponudba denarja v obtoku) je vodilo v upad zahtevanega donosa na državne obveznice. Ta učinek je bil najmanjši v članicah EU, na ravni povprečja v velikih državah in najmočnejši v gospodarsko najbolj razvitih državah.
5. Vpliv spreminjanja borznega indeksa je statistično signifikanten samo pri skupini gospodarsko razvitih držav. Tu povečanje borznega indeksa za 1% nakazuje izboljšanje gospodarskih razmer in s tem gospodarskega potenciala dane države ter tako vpliva na 0.01 odstotne točke nižji zahtevan donos njenih obveznic. Ta vpliv je torej zaznati, ni pa velik. Za opazno znižanje donosa državne obveznice so torej potrebni precejšnji premiki na borznem trgu. Obratno velja, kadar borzni indeks upade. Takrat se za državo, na katerem območju ima center dana borza, zahtevan donos na obveznice nekoliko poveča.
6. Povečanje javnofinančnega presežka ali pa zmanjšanje javnofinančnega primanjkljaja za 1 odstotno točko vpliva na 0.2 odstotne točke nižji donos državnih obveznic. Omenjen vpliv je nekoliko nadpovprečen pri članicah EU in najmanjši (pri izboljšanju javnofinančnega ravnotežja za 1 odstotno točko se zahtevan donos na državne obveznice zmanjša za 0.14 odstotne točke) pri velikih državah. Zanje je značilno, da obveznice izdajajo v domači valuti, kreditno tveganje pa je odvisno od drugih faktorjev (gospodarska rast, vloga centralne banke, inflacija, zunanje ravnotežje) in v manjši meri direktno od javnofinančnega ravnotežja.

Pri skupini članic EU smo v pojasnitvi donosa državnih obveznic odkrili statistično signifikanten časovni trend. Predznak je (-), kar pomeni, da donos v tej skupini držav upada ne glede na ostale pojasnjevalne spremenljivke (BDP,...), oziroma da je treba vpliv

teh spremenljivk dopolniti s trendnim zmanjševanjem zahtevanega donosa na državne obveznice v obdobju 2009 – 2014 po 0.04 odstotne točke letno (Tabela 1).

4. Simulacija spreminjanja donosa državnih obveznic v primeru večjega makroekonomskega neravnotežja

Rezultati naše analize faktorjev kreditnega tveganja za lastnike obveznic omogočajo tudi oceno, koliko bi se spremenil zahtevan donos na državne obveznice v primeru večje porušitve makroekonomskega ravnotežja. Pri tem predpostavljamo (simuliramo) povečanje neravnotežja, ki bi bilo realno možno oziroma, ob določenih pogojih, verjetno. To je 5% upad realnega BDP, 20% znižanje borznega indeksa, poslabšanje zunanjskega ravnotežja tako, da bi se delež stanja na tekočem računu plačilne bilance v BDP znižal za 5 odstotnih točk, dvig obrestne mere centralne banke za 5 odstotnih točk ter poslabšanje javnofinančnega ravnotežja (merjeno kot delež v BDP) za 5 odstotnih točk. Rezultate omenjenih sprememb (vsake posebej, se pravi ne vseh skupaj ali povezano) predstavljamo v Tabeli 3. Tu vidimo spremembe donosa državnih obveznic glede na simulacijo tega donosa po historičnih vrednostih. Zopet je očiten močan vpliv obrestne mere centralne banke in zelo nizek učinek recesije. Tudi kadar je ta recesija globoka. Precejšnji premiki v gospodarskem okolju (obrestno mero centralne banke štejemo za ukrep monetarne politike) ne vodijo v povečanje donosa državnih obveznic za več kot eno odstotno točko. Vpliv pri porušenem javnofinančnem ravnotežju (za 5% BDP) dosega 1 odstotno točko, pri porušenem zunanjem ravnotežju (prav tako za 5% BDP) pa 0.5 odstotne točke donosa državnih obveznic. Skok obrestnih mer centralne banke za 5 odstotnih točk vpliva na povečanje zahtevanega donosa na državne obveznice za več kot 3 odstotne točke. Pri gospodarsko najbolj razvitih državah je ta vpliv celo izjemno močan (8 odstotnih točk), kar pa po drugi strani nakazuje učinkovitost monetarne politike (ki se je, na primer v ZDA, tudi pokazala pri hitrem odpravljanju posledic zadnje finančne krize). V Tabeli 3 vidimo, da tudi večja sprememba (20% upad) borznega indeksa nima omembe vrednega direktnega vpliva na zahtevan donos državnih obveznic.

Oscilacije donosa državnih obveznic so pri nihajih gospodarskega ravnotežja udušene. Izjema je vpliv obrestne mere centralne banke. Naša ocena kaže, da je ta učinek v državah članicah EU nižji kot drugod in še zlasti nižji kot v drugih gospodarsko razvitih državah.

Tabela 3.

Vpliv faktorjev kreditnega tveganja na spremembo donosa desetletne državne obveznice ob večjem poslabšanju makroekonomskega ravnotežja (upad BDP za 5%, rast obrestnih mer centralne banke za 5 odstotnih točk, padec borznega indeksa za 20%, poslabšanje tekočega računa plačilne bilance kot deleža BDP za 5 odstotnih točk ter poslabšanje javnofinančnega ravnotežja kot deleža BDP za 5 odstotnih točk)

	Velike in manjše države	Velike države	Gospodarsko razvite države	EU
	23 držav	11 velikih držav	11 razvitih držav	12 članic EU
	o.t.	o.t.	o.t.	o.t.
BDP (v \$ po pariteti kupne moči) - 5%	0.07	0.06	0.09	0.22
Bilanca javnega financiranja [% v BDP] - 5 o.t.	0.92	0.70	0.87	0.95
Obrestna mera centralne banke [%] + 5 o.t.	3.28	2.99	8.30	1.86
Borzni indeks - 20%			0.10	
Tekoči račun plačilne bilance [% v BDP] - 5 o.t.	0.45	0.55	0.32	0.54

42

5. Sklepi

Narodnogospodarski rezultati pojasnjujejo velik del spreminjanja donosa državnih obveznic v svetu. Ocenjeno na vzorcu 23-tih držav s štirimi milijardami prebivalstva, nato pa med njimi še ločeno za velike države, razvite države ali pa izbrane članice EU, obstaja statistično signifikantna povezava med spreminjanjem donosa državnih obveznic in spremembami BDP, tekočega računa plačilne bilance, obrestne mere centralnih bank in javnofinančnega ravnotežja. Pri gospodarsko razvitih državah je v pojasnitvi sprememb donosa državnih obveznic statistično signifikanten tudi vpliv spreminjanja borznega indeksa, pri članicah EU pa je bil v pojasnitvi spreminjanja donosa državnih obveznic v obdobju 2009 – 2014 statistično značilen negativen časovni trend. Pri velikih in gospodarsko razvitih državah vpliva na zahtevan donos državnih obveznic tudi inflacija, medtem ko pri analizirani skupini članic EU ta vpliv statistično ni signifikanten.

Na spreminjanje donosa državnih obveznic najhitreje vplivajo spremembe na kapitalskem trgu dane države (obrestne mere centralnih bank in borzni indeks), pa tudi spremembe v notranjem ravnotežju (inflacija). Tu je učinek statistično značilen že v istem letu. Z letom zamika na donos državnih obveznic učinkujejo spremembe javnofinančnega ravnotežja in gospodarske rasti (BDP). Pri gospodarsko razvitih državah je učinek gospodarske rasti na donos državnih obveznic zamaknjen za dve leti. Spremembe na tekočem računu plačilne bilance vplivajo na zahtevan donos državnih obveznic z dveletnim časovnim zamikom.

Simulacija modela, ocenjenega na prvih diferencialih za obdobje 2010–2014, kaže zelo nizek vpliv povečanja ali zmanjšanja BDP na donos državnih obveznic. Izboljšanje tekočega računa plačilne bilance za eno odstotno točko vpliva na znižanje zahtevanega donosa obveznic dane države za 0.1 odstotne točke (in obratno v primeru poslabšanja). Povečanja inflacije za 1% vpliva na povečanje donosa državnih obveznic celotne skupine analiziranih držav le za 0.01 odstotne točke (v članicah EU tega učinka sploh ni zaslediti). Vpliv spreminjanja borznega indeksa je statistično signifikanten samo pri skupini gospodarsko razvitih držav. Tu povečanje borznega indeksa za 1% nakazuje izboljšanje gospodarskih razmer in s tem gospodarskega potenciala dane države in tako vpliva na 0.01 odstotne točke nižji zahtevan donos njenih obveznic (poslabšanje borznega indeksa ima obraten učinek). Povečanje javnofinančnega presežka ali pa zmanjšanje javnofinančnega primanjkljaja za 1 odstotno točko vpliva na 0.2 odstotne točke nižji donos državnih obveznic in obratno v primeru poslabšanja javnofinančnega ravnotežja (ta vpliv je nekoliko nadpovprečen pri članicah EU in najmanjši pri velikih državah).

V opazovanem obdobju so imele centralne banke precejšno možnost za vpliv na donos državnih obveznic preko svoje politike obrestnih mer. Povečanje obrestne mere centralne banke za eno odstotno točko je vodilo v rast zahtevanega donosa na državne obveznice za malo manj kot 0.7 odstotne točke (in obratno v primeru znižanja obrestnim mer centralnih bank). Ta učinek je najmanjši v članicah EU in izrazito visok v skupini gospodarsko najbolj razvitih držav.

Simulacija modela za velike negativne premike v gospodarskem okolju kaže, da ti ne vodijo v bistveno povečanje donosa državnih obveznic. Vpliv pri porušenem javnofinančnem ravnotežju (za 5% BDP) dosega okoli 1 odstotne točke, pri porušenem zunanjem ravnotežju (prav tako za 5% BDP) pa 0.5 odstotne točke donosa državnih obveznic. Skok obrestnih mer centralne banke za 5 odstotnih točk pa lahko vpliva na povečanje zahtevanega donosa na državne obveznice za 3 odstotne točke.

6. Metodologija

Povezavo med prvimi diferenciali⁴ donosa državnih obveznic (podatki se spreminjajo po triindvajsetih državah sveta, enajstih velikih državah, prav tako enajstih gospodarsko najbolj razvitih državah ter po dvanajstih članicah EU) in prvimi diferenciali spremenljivk (realni BDP, delež salda tekočega računa v BDP, ...), ki na spreminjanje donosa državnih obveznic vplivajo, kaže analiza panela (letnih prvih diferencialov različnih spremenljivk po državah).

4 Podatki so letni, prve difference pa so izračunane kot razlika vrednosti dane spremenljivke (donosa državne obveznice, BDP, salda na tekočem računu plačilne bilance,...) v danem letu in vrednosti te spremenljivke v prejšnjem letu. Ker imamo za analizirane države podatke od 2009 do 2014, nam torej za oceno preostanejo podatki o prvih diferencialih od 2010 do 2014.

Prikazano z enačbo:

$$[b_{-?} - b_{-?(-1)}] = f \{ [b_{dp_{-?}} - b_{dp_{-?(-1)}}] + [b_{tt_{-?}} - b_{tt_{-?(-1)}}] + \dots + t + u \}$$

Kjer je:

- 44 $b_{-?}$ – donos (v odstotkih) na državne obveznice po državah v skupini (23 vseh, 11 velikih, 11 najbolj razvitih ali 12 članic EU); te države označuje »?«;
- $b_{-?(-1)}$ – je za eno leto nazaj prestavljena spremenljivka $b_{-?}$, torej donos na državne obveznice v prejšnjem letu;
- $b_{dp_{-?}}$ – bruto domači produkt (realno) po državah v skupini, ki jo označuje »?«, $b_{dp_{-?(-1)}}$ pa je enaka spremenljivka po teh državah v prejšnjem letu;
- $b_{tt_{-?}}$ – delež salda na tekočem računu plačilne bilance v BDP po državah v skupini, ki jo označuje »?«, $b_{tt_{-?(-1)}}$ pa je delež salda na tekočem računu plačilne bilance v BDP po teh državah v prejšnjem letu;
- ... – na podoben način oblikovane ostale spremenljivke, ki statistično signifikantno vplivajo na spreminjanje donosa državnih obveznic (obrestna mera centralne banke, borzni indeks, delež javnofinančnega primanjkljaja /presežka/ v BDP);
- t – časovni trend;
- u – v regresijski analizi nepojasneni ostanek, odvisen od napak v podatkih, pomanjkljive specifikacije enačbe (zajete niso relevantne spremenljivke in upoštevana ustrezna funkcijska zveza) ter slučajnih vplivov na odvisno spremenljivko.

Statistično signifikantnost povezave glede na dano neodvisno spremenljivko kaže T statistika, skupno pojasnitev variance (spreminjanja odvisne spremenljivke s spreminjanjem neodvisnih spremenljivk) pa kaže determinacijski količnik: R^2 . Prikazan je v odstotkih. Zavzame lahko vrednosti od 0% do 100%. Pri 0% povezave ni, pri 100% je povezava deterministična (brez omenjenih napak zajetih v členu »u«).

Enačbe smo ocenili na letnih podatkih, ki smo jih testirali za Unit Root in zavrnili hipotezo, da ima serija enotni koren. V regresiji smo specifičnosti posameznih držav, ki bi lahko vplivale na pristranskost končnega rezultata (heteroskedastičnost), odpravili z uvedbo uteži.

Rezultati naše analize so omejeni časovno (2009 – 2014) in prostorsko (na največ triindvajset držav).

7. Literatura

Ang A., Longstaff, F.A., 2012: *Systemic Sovereign Credit Risk: Lessons From the U.S. and Europe, Working Paper*, March 2012, str. 1- 38.

Bridel P, 1994: *Saving Equals Investment, The New Palgrave a Dictionary of Economics, Vol. 4, New York, Tokyo, str. 246-248.*

Chik V., 1994: *Finance and saving, The New Palgrave a Dictionary of Economics, Vol 2., New York, Tokyo, str. 337.*

Dosi G., Orsenigo L., 1988: *Coordination and Transformation: an Overview of Structures, Behaviors and Change in Evolutionary Environments, objavljeno v zborniku Dosi G. in drugi: »Technical Change and Economic Theory«, Printer Publishers, London and New York, 13-37.*

Freeman C., Perez C., 1988: *Structural Crises and Adjustment, objavljeno v zborniku Dosi G in drugi: »Technical Change and Economic Theory«, Printer Publishers, London and New York, 60 – 61.*

Hagen J., Schuknecht L., Wolswijk G., 2011: *Government Bond Risk Premiums in the EU Revisited: The Impact of the Financial Crisis, European Journal of Political Economy, 27, str. 36-43.*

Haugh D., Ollivaud P., Turner D., 2009: *What Drives Sovereign Risk Premiums? An Analysis of Recent Evidence From the Euro Area, OECD Economic Department Working Papers No. 718, OECD Publishing, str. 1-24.*

Hester D.D., 1994: *Bonds, The New Palgrave a Dictionary of Economics, Vol. 1, New York, Tokyo, str. 337.*

Križanič F., Oplotnik Ž., Kolšek V., 2014: *Faktorji zahtevane donosnosti državnih obveznic v svetu 2009 2012, Gospodarska gibanja, št. 469, januar 2014, EIPF, Ljubljana, str. 30-44;*

Krugman P., 1979: *A Model of Balance-of-Payments Crises, Journal of Money, Credit and Banking, N. 11, str. 311-325;*

Krugman P., 2013: *Macroeconomic Models and Currency Models Examining Current Crises, The Unofficial Paul Krugman Web Page.*

Syrquin M., 1988: *Patterns of Structural Change, objavljeno v »Handbook of Development Economics«, Volume 1, Chapter 7, Ed. Chenery H., Srinivasan T. N., North-Holland, New York, Oxford, Tokyo, str. 244-248.*

Wright M., L., J., 2011: *The Theory of Sovereign Debt and Default, The paper prepared for Encyclopedia of Financial Globalization, 1-21.*

8. Viri podatkov

V analizo faktorjev dinamike donosa državnih obveznic smo zajeli podatke za Avstralijo, Avstrijo, Belgijo, Brazilijo, Češko, Dansko, Francijo, Indijo, Italijo, Japonsko, Južno Afriko, Južno Korejo, Kanado, Kitajsko, Nemčijo, Nizozemsko, Poljsko, Rusijo, Španijo, Švedsko, Švico, UK in ZDA.

Po omenjenih državah smo podatke zbrali:

46

- a. v Trading Economics, New York City (<http://www.tradingeconomics.com/>) za 2009 do 2013 in
- b. v World Economic Outlook Database, April 2015, IMF (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/weodata/index.aspx>) za 2014.

V naši analizi uporabljeni podatki so objavljeni na dnevni ravni pri donosu državnih obveznic, obrestnih merah centralne banke in borznem indeksu. Glede na potrebe analize smo jih preračunali v letna povprečja. Na četrletni ravni so objavljeni podatki o BDP po stalnih cenah, na mesečni ravni pa so objavljeni podatki za indeks cen življenjskih potrebščin. Ene in druge smo na ustrezen način (seštevanje oziroma izračun povprečja indeksov) agregirali.

Na letni ravni so objavljeni podatki o odstotku salda tekočih transakcij plačilne bilance v BDP in odstotku javnofinančnega primanjkljaja v BDP.

9. Programska oprema

EViews 7.1

Domače končno trošenje za blago in tržne storitve													
Leto	Prebivalstvo			Investicije v osn. sredstva			Širša država			Skupno			
	mio. €	letni porast	mesečna rast	mio. €	letni porast	mesečna rast	mio. €	letni porast	mesečna rast	mio. €	letni porast	mesečna rast	
2008	19243	8,8	0,00	10405	9,78	0,87	2526	14,18	1,35	32174	9,50	0,87	
2009	18952	-2,30	-2,78	8369	-22,11	-23,57	2512	-0,57	2,56	29732	-8,70	-9,29	
2010	19578	0,74	3,64	7651	-9,69	-5,79	2512	-0,10	-1,79	29741	-2,24	-1,78	
2011	20675	2,80	1,19	6694	-6,62	-0,96	2443	-2,77	-5,99	29812	0,07	-0,11	
2012	20452	-1,08	-0,43	6157	-8,03	-6,99	2363	-3,27	-4,63	28972	-2,82	-2,26	
2013	19524	-1,76	2,62	6304	0,47	-0,76	2237	-5,32	-6,49	28066	-1,56	-2,54	
2014	19417	0,61	1,07	7503	5,28	6,37	2230	-0,41	-1,21	29150	1,69	2,21	
2104/I	4442	1,68		1750	5,50		531	-5,06		6724	2,07		
4	1682	5,74	1,32	647	8,76	1,67	183	7,36	-0,46	2511	5,41	1,26	
5	1600	-0,14	-0,39	630	6,60	-0,11	165	-14,90	-0,85	2396	0,33	-0,34	
6	1661	-1,78	-0,53	651	7,38	0,31	190	8,78	2,14	2501	1,21	-0,13	
II	4943	1,21		1928	7,58		538	-4,97		7409	2,30		
7	1710	4,15	0,15	675	11,73	0,84	207	4,53	2,97	2592	6,05	0,53	
8	1573	-4,18	-1,60	614	8,99	0,11	170	5,56	-1,05	2357	-0,38	-1,16	
9	1687	1,51	-0,58	666	5,22	-0,26	169	1,02	2,09	2522	2,43	-0,29	
III	4970	0,50		1955	8,58		546	3,73		7471	2,73		
10	1746	-1,69	-0,55	676	1,74	0,66	180	3,79	-1,24	2602	-0,45	-0,32	
11	1583	-1,73	-0,49	601	-8,88	-2,21	182	-0,39	-1,45	2366	-3,55	-1,02	
12	1733	1,04	0,52	594	7,58	-1,63	253	9,40	3,30	2579	3,26	0,20	
IV	5062	-0,78		1871	-0,27		615	4,69		7547	-0,23		
2015/1	1459	-3,03	-0,05	514	1,36	0,20	154	-12,67	-4,30	2126	-2,79	-0,40	
2	1392	1,10	0,64	590	5,93	1,71	147	-20,20	-2,54	2129	0,52	0,67	
3	1637	0,89	0,96	693	1,42	0,54	200	16,86	0,91	2530	2,13	0,87	
I	4488	-0,36		1797	2,84		500	-5,77		6786	0,04		
4	1647	-3,36	0,82	626	-2,00	0,74	180	-1,79	-1,46	2453	-2,90	0,64	
5	1650	2,01	0,61	627	1,30	0,60	165	0,14	-2,00	2442	1,70	0,43	
6	1744	4,29	0,69	643	0,79	0,55	213	12,30	4,95	2600	4,00	0,97	
II	5041	0,94		1896	0,02		558	3,77		7495	0,91		

Izvoz													
Leto	Izvoz Slovenije *			Izvoz Slovenije izven EU27 **			Izvoz EU27 **			Izvozne cene Slovenija **		Izvozne cene EU27 **	
	mil. €	letni porast	mesečna rast	mil. €	medletna stopnja	mil. €	medletna stopnja	mil. €	medletna stopnja	indeks	medletna stopnja	indeks	medletna stopnja
2008	19724	1,74	-0,68	7407	9,90	1308960	5,4	109,3	3,4	109,3	3,4	108,0	2,9
2009	16006	-18,85	-21,86	5773	-22,07	1090939	-16,6	107,3	-1,82	107,3	-1,82	107,0	-0,84
2010	18251	14,02	16,09	6359	10,16	1338504	22,63	110,3	2,75	110,3	2,75	112,7	5,27
2011	20458	12,10	13,22	7255	13,87	1530880	13,47	117,6	6,57	117,6	6,57	117,7	4,45
2012	20884	2,08	1,60	7827	7,89	1685277	10,09	124,2	2,90	124,2	2,90	124,7	4,80
2013	21620	2,65	1,85	6447	3,02	1733123	2,97	107,2	-0,27	107,2	-0,27	108,7	-0,88
2014	23054	6,63	6,44	6704	3,99	1705004	-1,62	107,4	0,22	107,4	0,22	108,4	-0,24
2014/I	5588	6,12		1623	4,53	409047	-2,34	107,8	1,44	107,8	1,44	107,5	-1,50
4	1965	2,28	1,34	614	2,92	138958	-7,76	108,9	0,93	108,9	0,93	107,1	-2,10
5	1834	1,69	-0,85	520	-3,27	141035	-8,78	107,2	-1,47	107,2	-1,47	107,7	-1,01
6	1946	8,42	-0,03	591	14,99	141701	-2,18	104,8	0,00	104,8	0,00	108,6	-0,46
II	5746	4,08		1725	4,66	421694	-6,32	107,0	-0,19	107,0	-0,19	107,8	-1,19
7	2023	5,54	1,32	589	0,60	151479	-2,46	108,5	1,02	108,5	1,02	108,8	1,02
8	1545	1,75	-1,00	457	-0,95	123239	-7,71	107,5	-2,27	107,5	-2,27	109,0	0,65
9	2153	13,83	2,02	586	9,07	150659	6,77	110,0	4,07	110,0	4,07	109,4	0,92
III	5722	7,40		1632	3,02	425377	-1,06	108,7	0,90	108,7	0,90	109,1	0,86
10	2162	8,41	1,58	600	6,27	157324	2,36	108,0	1,03	108,0	1,03	109,7	1,20
11	2010	7,49	0,11	543	-0,06	145709	2,40	107,5	-0,56	107,5	-0,56	109,2	0,74
12	1827	11,24	1,98	581	4,95	145853	5,53	103,1	-4,27	103,1	-4,27	109,3	0,74
IV	5999	8,94		1724	3,76	448885	3,38	106,2	-1,27	106,2	-1,27	109,4	0,89
2015/1	1802	-0,18	0,09	459	-5,91	126727	-2,85	108,8	1,21	108,8	1,21	109,5	1,77
2	1876	6,25	0,28	542	1,86	138025	1,63	109,5	0,55	109,5	0,55	111,4	3,72
3	2174	9,57	0,63	615	1,79	162375	13,72	107,8	0,84	107,8	0,84	112,9	5,02
I	5852	5,34		1615	-0,50	427127	4,42	108,7	0,87	108,7	0,87	111,3	3,50
4	1961	0,37	-0,96	577	-6,08	155373	11,81	107,9	-0,92	107,9	-0,92	114,4	6,82
5	1962	7,31	-0,47	565	8,71	145842	3,41	109,3	1,96	109,3	1,96	114,6	6,41
6	2147	10,90	1,19	624	5,62	159739	12,73	112,8	7,63	112,8	7,63	114,0	4,97
II	6070	6,16		1766	2,39	460954	9,31	110,0	2,84	110,0	2,84	114,3	6,06
7	1959	-0,55	0,08										

* podatki SURS, ** podatki Eurostat

Uvoz													
Leto	Uvoz Slovenije*			Uvoz Slovenije izven EU27**			Uvoz EU27**			Uvozne cene Slovenija**		Uvozne cene EU27**	
	mil. €	letni porast	mesečna rast	mil. €	medletna stopnja	mil. €	medletna stopnja	indeks	medletna stopnja	indeks	medletna stopnja		
2008	22648	6,65	-0,05	7240,0	19,7	1550276	8,12	128,0	6,8	121,8	8,7		
2009	16773	-25,94	-28,77	5527	-23,65	1198313	-22,70	117,8	-7,96	108,9	-10,53		
2010	19504	16,29	17,44	7292	31,94	1482947	23,70	128,0	8,65	123,8	13,65		
2011	21954	12,56	14,40	8250	13,06	1681150	11,40	138,7	8,33	137,2	10,80		
2012	22051	0,44	-0,51	8166	-1,02	1782930	6,05	141,1	4,58	146,5	6,26		
2013	22180	0,46	-0,64	7525	7,89	1683261	-6,39	108,3	-3,50	114,4	-3,65		
2014	22566	1,74	2,30	7896	4,92	1679925	-0,20	105,5	-2,63	111,4	-2,61		
2014/I	5479	-0,64		1869	6,63	414020	-1,91	106,8	-3,20	113,0	-2,86		
4	1903	-0,29	1,11	673	0,22	138054	-3,24	106,1	-4,16	110,6	-4,66		
5	1917	-1,61	-0,03	719	15,55	140462	0,16	104,8	-3,94	110,9	-2,72		
6	1856	5,70	0,19	664	20,94	138943	1,57	105,1	-4,11	111,7	-2,02		
II	5676	1,13		2056	11,57	417459	-0,54	105,3	-4,07	111,1	-3,14		
7	1941	2,77	1,35	612	-5,44	150017	3,60	105,7	-0,94	111,1	-1,68		
8	1635	3,42	-0,54	612	1,32	132068	-3,00	106,6	-0,28	111,4	-2,54		
9	2000	7,19	1,16	747	14,69	148038	4,51	104,1	-2,53	111,8	-2,95		
III	5577	4,51		1971	3,60	430123	1,78	105,5	-1,25	111,4	-2,39		
10	2057	2,18	0,63	726	-8,52	149623	0,03	106,3	-0,84	111,9	-1,15		
11	2014	2,50	0,46	678	3,83	135213	-2,88	105,5	0,00	110,2	-1,08		
12	1764	1,43	-0,13	596	2,62	133488	2,65	101,2	-4,98	107,9	-3,83		
IV	5835	2,06		1999	-1,35	418324	-0,12	104,3	-1,94	110,0	-2,02		
2015/1	1780	0,41	-0,95	619	-0,63	137467	-4,58	104,5	-2,34	106,4	-5,84		
2	1878	6,00	0,65	699	15,43	134374	2,49	104,1	-2,71	109,2	-3,62		
3	2054	7,91	0,56	694	8,19	152308	9,69	108,3	1,69	111,8	-0,89		
I	5712	4,85		2011	7,60	424149	2,45	105,6	-1,12	109,1	-3,45		
4	1985	4,54	0,52	678	0,74	146473	6,10	108,4	2,17	113,7	2,80		
5	1886	-1,47	-1,23	653	-9,16	139671	-0,56	108,5	3,53	114,6	3,34		
6	1984	6,75	1,12	696	4,94	149347	7,49	107,0	1,81	112,5	0,72		
II	5855	3,23		2028	-1,37	435491	4,32	108,0	2,50	113,6	2,28		
7	1959	-0,55	0,08										

* podatki SURS, ** podatki Eurostat

50

Leto	Poslovna klima EU28			Naročila, predelovalna dejavnost EU28			Naročila, gradbeništvo EU28			Trgovina na drobno pričakovanja EU28		Poslovni optimizem EU28	
	ocena stanja	medletna sprememba		ocena stanja	medletna sprememba		indeks naročil	medletna sprememba		ocena stanja	medletna sprememba	EU 27	Slovenija
2009	-2,55	-2,17		-53,00	-37,49		-45,33	-28,09		-13,12	-9,54	-26,53	-16,44
2010	0,45	2,92		-24,36	28,65		-43,25	2,08		6,02	19,12	-5,13	2140
2011	0,60	0,16		-11,68	12,70		-40,31	4,12		-0,64	-6,85	-2,33	2,62
2012	-0,70	-1,30		-24,07	-12,39		-41,17	-0,86		-5,45	-4,81	-10,70	-8,37
2013	-0,44	-0,20		-22,78	1,30		-39,82	1,35		-0,70	4,76	-7,63	3,08
2014	0,24	0,68		-14,41	8,31		-35,16	4,43		9,15	9,78	-3,58	4,02
2014/I	0,4	1,2		-14,9	13,3		-38,9	3,8		8,4	15,4	-1,2	8,3
4	0,3	1,3		-11,3	18,7		-35,5	7,7		18,3	23,7	0,8	9,9
5	0,4	1,1		-12,8	14,7		-37,1	3,5		14,4	15,5	-0,9	8,2
6	0,2	0,9		-12,5	11,0		-35,6	3,5		9,7	11,6	-2,8	6,2
II	0,3	1,1		-12,2	14,8		-36,1	4,9		14,1	16,9	-1,0	8,1
7	0,2	0,7		-13,3	8,9		-32,4	6,2		7,2	8,3	-4,5	4,9
8	0,2	0,5		-11,9	4,8		-32,1	5,4		8,4	3,0	-3,5	1,2
9	0,0	0,2		-16,6	0,9		-30,2	2,9		4,1	-3,7	-4,8	-1,7
III	0,1	0,5		-13,9	4,9		-31,6	4,8		6,6	2,5	-4,3	1,5
10	0,1	0,1		-17,9	1,4		-32,3	6,7		6,3	0,6	-7,5	-1,3
11	0,2	-0,1		-15,2	0,7		-34,7	3,3		8,9	8,0	-7,7	-1,8
12	0,1	-0,2		-15,9	-0,3		-34,3	3,5		7,8	4,5	-8,2	-2,0
IV	0,1	-0,1		-16,3	0,6		-33,8	4,5		7,7	4,4	-7,8	-1,7
2015/1	0,2	-0,1		-15,3	1,2		-35,3	4,5		6,2	1,4	-4,0	-1,1
2	0,1	-0,3		-13,7	0,8		-33,4	5,2		7,6	-2,5	-0,9	-0,4
3	0,2	-0,3		-11,6	2,0		-33,8	4,6		15,5	5,2	0,2	0,3
I	0,2	-0,2		-13,5	1,3		-34,2	4,8		9,8	1,4	-1,6	-0,4
4	0,3	0,0		-9,5	1,8		-27,9	7,6		16,1	-2,2	-0,1	-0,9
5	0,3	-0,1		-10,7	1,6		-30,4	5,8		22,0	6,7	-0,8	-0,2
6	0,1	-0,1		-10,7	1,4		-28,3	7,3		13,9	4,2	-2,6	0,2
II	0,2	-0,1		-10,3	1,6		-28,9	6,9		17,3	2,9	-1,2	-0,3
7	0,4	0,2		-11	2,3		-26,1	6,3		7,9	0,7	-3,4	1,1
8	0,2	0,0		-9,9	2,0		-25,4	6,7		15,4	7,0	-2,5	1,0

Naročila, pričakovanja in poslovni optimizem v Sloveniji															
Leto	Gospodarska klima			Naročila, predelovalna dejavnost			Naročila, gradbeništvo			Trgovina na drobno pričakovanja			Poslovni optimizem		
	ocena stanja	medletna sprememba		ocena stanja	medletna sprememba	indeks naročil	medletna sprememba	ocena stanja	medletna sprememba	ocena stanja	medletna sprememba	ocena stanja	medletna sprememba		
2008	2,2	-11,2		-19,3	-27,6	-6,5	-19,5	30,5	-10,4	-4,3	-15,9				
2009	-22,3	-25,5		-61,7	-42,4	-61,7	-55,2	0,0	-30,5	-22,9	-18,6				
2010	-8,8	12,9		-24,6	37,1	-68,8	-7,1	24,9	24,8	-0,9	22,0				
2011	-6,7	2,0		-15,5	7,0	-59,3	9,7	24,7	-1,8	-0,3	-0,1				
2012	-16,7	-10,0		-32,4	-16,9	-52,7	6,6	20,0	-4,7	-10,9	-10,6				
2013	-13,4	3,3		-26,5	5,8	-32,5	20,2	24,0	4,0	-5,3	5,5				
2014	-2,17	11,25		-9,89	16,68	-15,08	17,47	30,49	6,48	2,05	7,42				
2014/I	-7,7	7,0		-19,7	16,5	-31,7	21,7	31,4	10,7	1,9	8,1				
4	4	9,0		-15,1	15,0	-22,8	24,3	38,7	1,2	5,3	10,4				
5	3	16,0		-7,1	15,3	-8	27,0	36,5	4,3	6,2	8,4				
6	1	13,0		-3,2	18,9	-6,7	22,8	29,8	-3,9	4,9	9,1				
II	0,0	12,7		-8,5	16,4	-12,5	24,7	35,0	0,5	5,5	9,3				
7	2	15,0		1,6	28,3	-4,1	21,1	34,5	6,0	4,0	12,0				
8	0	11,0		-4,6	17,8	-7,6	11,6	8,7	-4,1	3,6	6,2				
9	1	11,0		-10,5	16,1	-4,9	11,7	30,7	1,5	3,3	3,7				
III	1,0	12,3		-4,5	22,1	-5,5	14,8	24,6	1,1	3,6	7,3				
10	1	15,0		0,8	20,1	-5,0	11,2	28,7	0,1	1,2	7,3				
11	-3	12,0		-7,4	13,2	-10,3	6,6	30,9	29,2	-4,6	3,6				
12	-4	12,0		-14,1	6,0	-16,3	8,3	33,3	11,4	-4,9	3,9				
IV	-2,0	13,0		-6,9	13,1	-10,5	8,7	31,0	13,6	-2,8	4,9				
2015/1	2,2	11,2		-18,7	4,8	-27,2	3,2	24,4	0,8	4,5	6,9				
2	4,7	12,7		-14,6	5,6	-31,8	2,9	36,8	3,0	8,3	4,7				
3	6,7	12,7		-2,0	13,4	-34,9	-4,8	54,6	17,9	12,3	7,9				
I	4,5	12,2		-11,8	7,9	-31,3	0,4	38,6	7,2	8,4	6,5				
4	6,8	10,8		6,9	22,0	-30,5	-7,7	44,4	5,7	9,2	3,9				
5	8,2	5,2		2,5	9,6	-17,4	-9,4	58,3	21,8	9,2	3,0				
6	5,4	4,4		-1,9	1,3	-17,7	-11,0	33,9	4,1	4,0	-0,9				
II	6,8	6,8		2,5	11,0	-21,9	-9,4	45,5	10,5	7,5	2,0				
7	4,2	2,2		7,3	5,7	-13,8	-9,7	33,0	-1,5	3,7	-0,3				
8	8,0	8,0		-0,8	3,8	-11,1	-3,5	14,6	5,9	9,1	5,5				

Leto	Industrijska produkcija											
	Skupno				Rudarstvo				Predelovalna industrija			
	indeks	letni porast	mesečna rast	indeks	letni porast	mesečna rast	indeks	letni porast	indeks	letni porast	mesečna rast	Oskrba (el., plin, voda)
2008	129,1	-1,7	-0,06	117,3	-1,6	-0,32	130,2	-1,7	116,2	0,9	0,00	
2009	107,6	-16,7	-1,64	113,7	-3,1	-0,29	107,1	-17,7	107,5	-7,5	-0,64	
2010	115,3	7,1	0,78	127,5	12,1	1,00	115,3	7,6	107,8	0,3	-0,06	
2011	104,4	-9,5	-0,4	118,7	-7,7	-0,73	105,1	2,7	89,1	4,6	0,09	
2012	104,1	0,0	-0,15	110,7	-6,6	-0,86	103,6	-1,0	98,7	10,0	0,69	
2013	99,6	-4,3	0,31	88,2	-10,4	0,82	97,6	-5,8	120,1	2,16	0,26	
2014	101,5	2,1	0,48	83,4	-0,09	-2,26	101,4	4,2	103,3	-13,9	-1,09	
2014/1	99,0	-0,1		74,9	-1,3		98,6	2,4	105,2	-18,3		
4	103,2	1,5	1,74	138,4	73,2	11,27	102,6	1,5	99,1	-9,8	-1,33	
5	101,5	0,5	-0,08	93	18,0	0,60	101,3	0,5	101,6	-4,8	-0,18	
6	105,8	6,4	0,57	82,2	9,3	-3,25	107,1	8,7	94,3	-15,4	-1,3	
II	103,5	2,8		104,5	34,1		103,7	3,5	98,3	-10,1		
7	107	5,6	1,69	74,9	-20,1	-7,05	107,1	7,4	110	-6,1	2,19	
8	83,2	-1,3	-1,16	67,9	-27,4	-9,03	81,9	1,4	98,1	-15,8	-0,08	
9	108,8	5,1	0,27	93,3	19,6	-4,72	109,6	6,8	100,4	-13,1	0,94	
III	99,7	3,4		78,7	-11,0		99,5	5,5	102,8	-11,6		
10	110,4	2,9	0,39	94,6	-3,4	-5,26	111	5,1	104,7	-16,2	0,18	
11	104,6	1,5	-0,46	77,2	-23,6	-7,91	104,9	3,7	104,2	-13,7	-0,96	
12	96,3	3,5	0,95	55,1	-50,6	-6,53	95,3	8,2	111,7	-18,2	-0,53	
IV	103,8	2,6		75,6	-26,9		103,7	5,5	106,9	-16,1		
2015/1	98,4	3,3	0,12	74,1	-14,5	2,62	98,3	4,2	101,9	-2,8	-2,22	
2	101,4	6,5	0,49	71,8	-3,4	3,28	101,9	7,6	100,9	-1,5	-2,00	
3	114,3	7,7	1,09	81,8	29,8	4,39	115,9	8,8	104,9	-3,1	-0,23	
I	104,7	5,9		75,9	1,7		105,4	7,0	102,6	-2,5		
4	102,5	0,0	-0,34	87,8	-35,3	5,21	103,3	1,2	96,4	-2,8	0,74	
5	105,8	4,8	0,05	94,8	2,3	7,15	107,0	6,0	95,4	-6,2	0,94	
6	112,7	6,8	1,33	89,4	8,0	5,66	115,3	8,1	92,1	-2,4	-0,21	
II	107,0	3,9		90,7	-12,6		108,5	5,1	94,6	-3,9		

Leto	Gradbeništvo				Nočnice domačih gostov				Nočnice tujih gostov				Skupaj nočitve			
	tisoč ur	letni porast	mesečna rast	v 1000	letni porast	mesečna rast	v 1000	letni porast	mesečna rast	letni porast	mesečna rast	v 1000	letni porast	mesečna rast	v 1000	letni porast
2008	43591	10,7	0,86	3543	4,4	0,39	4809	-1,2	-0,08	-1,2	-0,08	8352	1,1	0,11	8352	1,1
2009	41929	-3,0	-0,92	3777	4,8	0,12	4526	-7,0	-0,42	-7,0	-0,42	8303	-2,0	-0,20	8303	-2,0
2010	36901	-12,0	-1,01	3848	-4,2	-0,35	4923	0,7	0,03	0,7	0,03	8772	-1,5	-0,13	8772	-1,5
2011	31765	-13,9	-0,91	3867	0,5	0,21	5373	91	0,67	91	0,67	9240	5,3	0,47	9240	5,3
2012	28965	-8,8	-1,07	3679	-4,9	-0,58	5678	5,7	0,70	5,7	0,70	9355	1,2	0,16	9355	1,2
2013	27521	-5,0	0,04	3554	-3,4	-0,06	5833	2,7	0,02	2,7	0,02	9387	0,3	0,01	9387	0,3
2014	27835	1,1	0,21	3430	-2,7	-0,15	5914	2,4	0,13	2,4	0,13	9344	0,3	-0,02	9344	0,3
2014/1	5695	-0,7		764	-3,4		820	-0,6		-0,6		1583	-2,0		1583	-2,0
4	2287	1,7	0,44	217	-3,6	-1,61	387	15,5	-0,71	15,5	-0,71	603	7,8	-1,13	603	7,8
5	2422	-0,7	-0,20	257	1,0	1,8	468	-4,9	1,16	-4,9	1,16	725	-2,9	1,47	725	-2,9
6	2495	5,9	0,36	315	-1,3	-0,88	598	8,3	1,59	8,3	1,59	913	4,8	0,79	913	4,8
II	7204	2,3		788	-1,2		1454	5,3		5,3		2242	2,9		2242	2,9
7	2696	0,8	1,23	449	-7,7	-1,1	931	-3,8	0,49	-3,8	0,49	1380	-5,1	0,11	1380	-5,1
8	2460	-2,5	-0,90	483	-8,7	-1,93	1163	2,1	1,74	2,1	1,74	1646	-1,3	0,75	1646	-1,3
9	2633	4,5	1,24	246	-5,8	-1,57	591	-4,2	0,18	-4,2	0,18	837	-4,7	-0,11	837	-4,7
III	7789	0,9		1177	-7,7		2685	-1,4		-1,4		3862	-3,4		3862	-3,4
10	2470	1,8	0,77	271	8,2	3,47	401	4,5	0,9	4,5	0,9	672	6,0	1,92	672	6,0
11	2407	-1,1	-1,07	208	-0,7	0,59	264	-0,7	0,16	-0,7	0,16	471	-0,7	0,06	471	-0,7
12	2270	5,0	1,02	222	-3,6	0,81	291	13,9	2,52	13,9	2,52	512	5,6	1,39	512	5,6
IV	7147	1,8		700	1,6		955	5,6		5,6		1656	3,9		1656	3,9
2015/1	1666	-1,6	-0,47	221	9,6	1,59	326	4,0	-0,43	4,0	-0,43	547	6,2	0,20	547	6,2
2	1835	1,0	-0,52	332	9,9	2,09	256	15,7	1,99	15,7	1,99	588	12,4	1,43	588	12,4
3	2321	6,2	0,66	263	1,0	0,96	294	3,2	-1,07	3,2	-1,07	557	2,2	-0,39	557	2,2
I	5822	2,2		816	6,8		876	6,9		6,9		1692	6,8		1692	6,8
4	2318	1,4	0,26	239	10,5	1,28	401	3,7	0,79	3,7	0,79	640	6,1	1,00	640	6,1
5	2371	-2,1	-1,07	249	-2,9	-0,20	535	14,2	1,52	14,2	1,52	784	8,1	1,06	784	8,1
6	2608	4,5	1,34	338	7,4	0,28	636	6,3	1,63	6,3	1,63	975	6,7	1,3	975	6,7
II	7297	1,3		827	4,9		1572	8,2		8,2		2399	7,0		2399	7,0

Leto	Letalski			Cestni			Promet			Železniški			Luški		
	PKM mio	letni porast	mesečna rast	tkm	letni porast	mesečna rast	tkm mio	letni porast	mesečna rast	tisoč ton	letni porast	mesečna rast	tisoč ton	letni porast	mesečna rast
2008	1349	13,8	1,49	16262	18,4	1,50	3520	-2,3	-1,22	16554	4,5	-1,22	16554	4,5	0,45
2009	1194	-11,5	-1,16	14762	-9,2	-0,78	2668	-24,2	-0,85	13356	-19,3	-0,85	13356	-19,3	-1,70
2010	1224	2,5	0,19	15931	7,7	-0,36	3421	28,2	-1,42	14591	9,2	-1,42	14591	9,2	0,66
2011	1219	0,2	-0,90	16440	3,2	0,54	3752	9,7	0,08	16201	14,0	0,08	16201	14,0	1,20
2012	1055	-13,5	-0,48	15888	-3,4	-0,69	3740	-7,5	0,02	16907	4,4	0,02	16907	4,4	0,11
2013	1061	0,56	0,30	15915	1,6	0,39	3799	9,5	-0,01	17185	1,6	-0,01	17185	1,6	0,39
2014/I	182	6,7		3704	-9,7		995,9	13,0		4601	9,7		4601	9,7	
4	85	10,8	1,13	1393	2,2	0,13	347,3	15,7	1,45	1097	-17,8	1,45	1097	-17,8	-5,79
5	96	5,5	0,46	1375	2,2	0,53	343,0	15,7	-0,80	1537	3,6	-0,80	1537	3,6	-1,45
6	120	5,5	0,70	1400	2,2	0,81	349,3	15,7	-1,09	1539	2,0	-1,09	1539	2,0	0,33
II	302	6,9		4168	2,2		1039,6	15,7		4172	-3,5		4172	-3,5	
7	140	-2,3	-1,90	1406	4,4	2,57	347,8	3,5	1,28	1692	12,0	1,28	1692	12,0	3,31
8	160	8,7	1,44	1140	4,4	2,53	281,8	3,5	-0,71	1247	-2,3	-0,71	1247	-2,3	-1,48
9	129	21,7	1,13	1410	4,4	2,28	348,7	3,5	0,63	1432	-2,3	0,63	1432	-2,3	0,45
III	429	8,2		3956	4,4		978,3	3,5		4371	2,7		4371	2,7	
10	110	31,0	4,13	1578	12,8	3,14	389,1	2,1	1,13	1790	10,3	1,13	1790	10,3	4,88
11	84	29,6	3,72	1555	12,8	2,65	383,5	2,1	1,18	1599	10,7	1,18	1599	10,7	3,23
12	72	13,9	4,36	1313	12,8	2,10	323,8	2,1	1,27	1480	10,0	1,27	1480	10,0	-0,46
IV	265	25,5		4445	12,8		1096,4	2,1		4869	10,3		4869	10,3	
2015/1	65	8,9	1,06	1349	17,8	0,60	317	3,1	0,36	1803	17,0	0,36	1803	17,0	3,83
2	57	1,2	-1,64	1444	17,8	0,06	340	3,1	0,06	1447	-6,5	0,06	1447	-6,5	-0,37
3	73	9,9	-0,97	1569	17,8	-0,44	369	3,1	-0,24	1607	6,3	-0,24	1607	6,3	1,07
I	195	6,9		4362	17,8		1026	3,1		4857	5,6		4857	5,6	
4	100	16,8	0,94							2027	84,8		2027	84,8	8,14
5	118	22,1	1,57							1778	15,7		1778	15,7	0,87
6	146	22,0	1,79							1676	8,9		1676	8,9	-0,81
II	364	20,6								5481	31,4		5481	31,4	

Leto	Zaposlenost										Skupaj	
	v podjetjih in organizacijah	Zaposlene osebe			Samozaposlene osebe			Iskalci zaposlitve		aktivno prebivalstvo	letni porast	
		letni porast	pri samoz. osebah	letni porast	podjetniki in poklici	letni porast	število	letni porast				
2007	696116	3,1	69933	5,1	53303	3,5	71336	-16,9	925334	1,6		
2008	717564	3,1	72300	3,4	55442	4,0	63216	-11,4	942473	1,9		
2009	699435	-2,5	67937	-6,0	58507	5,5	86353	37,1	944524	0,2		
2010	685733	-2,0	61461	-9,5	59824	2,2	100504	16,4	935543	-1,0		
2011	671812	-2,0	57238	-7,0	61258	2,0	110692	10,0	934658	0,0		
2012	662552	-1,4	54491	-4,8	60823	-0,7	110183	-0,5	920184	-1,5		
2013	647584	-2,2	51139	-6,1	61395	0,9	119827	8,8	913423	-0,7		
2014	652557	0,8	50482	-1,3	64351	4,8	120109	0,2	917901	0,5		
2014/1	643055	-0,3	48456	-3,6	63191	4,8	129843	4,5	911404	-0,2		
2	644829	-0,2	48161	-3,7	63376	5,0	129764	4,6	913040	0,0		
3	647810	0,2	49096	-2,7	63680	5,2	126730	3,3	914384	0,2		
4	651008	0,6	49814	-2,6	63916	5,1	123636	1,9	920237	0,6		
5	653568	0,7	50424	-2,2	64124	5,3	119670	0,9	919754	0,6		
6	654659	0,8	50958	-1,5	64190	5,7	117352	0,6	919441	0,7		
7	654106	0,9	51035	-1,4	64206	4,8	116199	-0,8	918034	0,7		
8	653569	1,0	51292	-0,6	64360	4,9	114784	-1,6	916508	0,7		
9	656447	1,2	51715	-0,3	64824	5,1	112560	-1,8	918083	0,9		
10	658616	1,4	52274	0,5	65389	4,6	115901	-2,4	922325	0,6		
11	658996	1,4	52183	1,0	65538	4,0	115411	-3,3	922188	0,5		
12	654023	1,4	50387	1,7	65421	3,4	119458	-3,7	919416	0,4		
2015/1	651838	1,4	49117	1,4	65694	4,0	124279	-4,3	918533	0,8		
2	654339	1,5	49255	2,3	66015	4,2	122552	-5,6	919908	0,8		
3	657569	1,5	50620	3,1	66414	4,3	118099	-6,8	920565	0,7		
4	659579	1,3	51350	3,1	66726	4,4	114923	-7,0	917886	-0,3		
5	661307	1,2	51441	2,0	66883	4,3	112385	-6,1	917298	-0,3		
6	663525	1,4	51393	0,9	66946	4,3	110245	-6,1	917310	-0,2		
7							109557	-5,7				
8							107935	-6,0				

Leto	Cene življenjskih potrebščin											
	Življenjske potrebščine				Osnovna inflacija				Blago		Storitve	
	indeks	letni porast	mesečna rast	indeks	letni porast	mesečna rast	indeks	letni porast	indeks	letni porast	indeks	letni porast
2009	113,12	0,72	0,06	112,40	1,90	0,05	110,85	-0,37	117,96	3,24	117,13	-4,02
2010	115,20	1,80	0,17	112,58	0,15	0,02	113,73	2,60	119,34	1,18	133,46	14,01
2011	117,29	1,81	0,19	113,47	0,79	0,12	117,29	3,12	119,37	0,03	145,09	8,84
2012	120,34	2,60	0,22	115,36	1,67	0,17	121,36	3,46	121,21	1,55	158,19	8,96
2013	122,45	1,77	0,09	117,14	1,55	0,08	123,48	1,76	123,93	2,24	161,06	1,86
2014	122,70	0,20	-0,01	118,15	0,83	0,03	122,17	-0,42	123,75	1,62	159,54	-1,39
2014/1	121,76	0,5	-	117,02	1,2	-	121,49	-0,1	122,23	-	159,45	-
4	123,05	0,4	-0,18	118,23	1,1	-0,12	123,02	-0,3	122,98	2,0	159,85	-1,7
5	123,78	0,7	-0,01	118,92	1,3	0,04	123,86	0,1	123,49	2,1	160,75	0,6
6	123,92	0,8	0,11	119,13	1,4	0,04	123,53	0,1	124,67	2,2	161,52	0,9
II	123,58	0,6	-	118,76	1,3	-	123,47	0,0	123,71	-	160,71	-
7	122,56	0,0	0,24	117,81	0,4	0,04	120,88	-0,6	126,16	1,3	161,94	-0,3
8	122,56	-0,3	0,20	118,17	0,6	0,06	120,63	-0,9	126,71	1,0	159,99	-2,0
9	122,88	-0,3	0,00	118,46	0,4	-0,08	122,06	-0,9	124,55	1,0	159,24	-2,6
III	122,67	-0,2	-	118,15	0,5	-	121,19	-0,8	125,81	1,1	160,39	-1,7
10	123,17	-0,1	-0,05	118,72	0,2	-0,05	122,78	-0,8	123,92	1,3	159,32	-1,1
11	122,89	-0,3	-0,05	118,79	0,2	-0,05	123,17	-0,5	122,16	0,4	158,65	-1,0
12	122,32	0,2	-0,04	118,48	0,8	-0,10	121,64	-1,0	123,69	2,8	154,82	-4,1
IV	122,79	-0,1	-	118,66	0,4	-	122,53	-0,8	123,26	1,5	157,60	-2,1
2015/1	120,75	-0,5	-0,07	117,43	0,8	0,01	119,16	-1,5	124,14	1,7	148,27	-7,3
2	121,02	-0,4	-0,12	117,57	0,7	0,14	119,25	-1,5	124,83	2,2	148,06	-7,0
3	122,10	-0,3	-0,10	118,50	0,6	0,08	120,98	-1,2	124,46	1,7	150,34	-5,6
I	121,29	-0,4	-	117,83	0,7	-	119,80	-1,4	124,48	1,8	148,89	-6,6
4	122,20	-0,7	-0,29	118,50	0,2	-0,12	121,48	-1,3	123,66	0,6	149,76	-6,3
5	123,14	-0,5	-0,11	118,71	-0,2	0,04	122,77	-0,9	123,83	0,3	152,64	-5,0
6	123,05	-0,7	-0,05	118,82	-0,3	0,06	122,35	-1,0	124,48	-0,2	152,70	-5,5
II	122,80	-0,6	-	118,68	-0,1	-	122,20	-1,0	123,99	0,2	151,70	-5,6
7	122,04	-0,4	-0,03				119,93	-0,8	126,61	0,4	151,39	-6,51

Hamonizirani indeksi cen v Sloveniji (podatki Eurostata)											
Leto	Skupni indeks		Blago		Storitve		Osnovna inflacija		Energijska		
	indeks	letna rast	indeks	letna rast	indeks	letna rast	indeks	letna rast	indeks	letna rast	
2007	106,39	3,76	105,31	3,19	108,56	4,87	105,07	3,47	112,10	3,36	
2008	112,28	5,53	111,28	5,66	114,26	5,25	110,32	4,99	122,64	9,40	
2009	113,25	0,86	110,85	-0,40	117,96	3,23	112,40	1,88	117,13	-4,38	
2010	115,62	2,09	113,73	2,60	119,33	1,16	112,58	0,16	133,46	13,94	
2011	118,03	2,09	117,29	3,13	119,37	0,00	113,47	0,79	145,19	8,88	
2012	121,35	2,81	121,36	3,47	121,21	1,54	115,36	1,66	158,19	8,95	
2013	123,68	1,92	123,47	1,74	123,93	2,24	117,14	1,54	161,05	1,81	
2014	124,14	0,32	122,96	-0,49	126,30	1,78	118,30	0,86	158,79	-1,60	
2014/1	122,93	0,89	122,04	0,38	124,42	1,74	116,50	1,05	159,14	0,12	
/2	122,89	0,16	121,89	-0,74	124,58	1,82	116,73	0,96	158,27	-3,75	
/3	123,81	0,62	123,12	-0,18	124,93	2,08	117,84	1,42	158,62	-3,10	
/4	124,37	0,49	123,70	-0,35	125,45	2,07	118,23	1,08	159,27	-1,62	
/5	125,28	0,97	124,67	0,25	126,23	2,29	118,92	1,34	160,44	1,14	
/6	125,36	0,99	124,43	0,22	126,94	2,41	119,13	1,40	161,16	1,21	
/7	124,11	0,30	122,01	-0,04	127,82	1,54	117,81	0,73	161,66	-0,05	
/8	124,03	0,00	121,62	-0,82	128,29	1,39	118,17	0,61	159,31	-1,99	
/9	124,39	-0,10	122,91	-0,96	126,95	1,43	118,46	0,42	158,39	-2,74	
/10	124,53	0,06	123,41	-0,64	126,43	1,33	118,72	0,20	158,48	-0,85	
/11	124,38	0,07	123,69	-0,47	125,51	1,07	118,79	0,23	157,73	-0,96	
/12	123,54	-0,01	122,01	-1,32	126,19	2,20	118,48	0,83	153,37	-4,29	
2015/1	122,06	-0,71	119,57	-2,03	126,48	1,65	117,43	0,79	145,98	-8,27	
/2	122,26	-0,52	119,58	-1,90	127,02	1,95	117,57	0,72	145,88	-7,83	
/3	123,33	-0,39	121,29	-1,49	126,91	1,58	118,50	0,56	148,37	-6,47	
/4	123,45	-0,74	121,66	-1,65	126,60	0,92	118,50	0,22	147,73	-7,25	
/5	124,28	-0,80	122,88	-1,44	126,71	0,38	118,71	-0,65	151,06	-5,85	
/6	124,20	-0,93	122,60	-1,48	127,00	0,05	118,82	-0,27	151,07	-6,27	
/7	123,29	-0,67	120,43	-1,30	128,35	0,41	118,11	0,25	149,72	-7,39	

Leto	Harmonizirani indeksi cen v evro območju											
	Skupni indeksi			Blago			Storitve			Osnovna inflacija		
	indeks	letna rast	indeks	letna rast	indeks	letna rast	indeks	letna rast	indeks	letna rast	indeks	letna rast
2007	104,4	2,1	104,2	1,9	104,5	2,5	103,6	2,0	110,5	2,6	110,5	2,6
2008	107,8	3,4	108,2	4,0	107,2	2,5	106,1	2,5	122,9	11,6	122,9	11,6
2009	108,1	1,0	107,3	-0,9	109,4	2,0	107,6	1,4	112,2	-8,7	112,2	-8,7
2010	109,8	1,5	109,1	1,6	110,8	1,3	108,6	0,9	120,3	7,2	120,3	7,2
2011	112,8	2,7	112,8	3,4	112,8	1,8	110,5	1,7	134,4	11,9	134,4	11,9
2012	115,6	2,5	116,2	3,0	114,8	1,8	112,5	1,8	144,9	7,9	144,9	7,9
2013	117,2	1,4	117,8	1,4	116,5	1,5	114,0	1,3	145,9	0,7	145,9	0,7
2014	117,6	0,35	117,6	-0,19	117,9	1,22	114,9	0,84	143,1	-1,84	143,1	-1,84
2014/1	115,57	-0,00	116,51	0,07	116,60	1,15	113,32	0,97	144,84	-1,40	144,84	-1,40
/2	116,92	0,70	116,70	0,23	117,19	1,28	113,77	1,11	144,92	-2,49	144,92	-2,49
/3	118,02	0,42	118,45	-0,01	117,42	1,15	115,10	0,85	144,42	-2,21	144,42	-2,21
/4	118,20	0,66	118,65	0,05	117,58	1,60	115,33	1,06	144,30	-1,82	144,30	-1,82
/5	118,07	0,49	118,57	0,04	117,38	1,12	115,22	0,80	144,20	1,14	144,20	1,14
/6	118,20	0,50	118,38	-0,01	117,93	1,28	115,36	0,85	144,53	0,09	144,53	0,09
/7	117,43	0,37	116,20	-0,04	119,02	1,25	114,58	0,82	144,19	-0,01	144,19	-0,01
/8	117,57	0,34	116,18	-0,34	119,37	1,20	114,89	0,90	143,39	-2,00	143,39	-2,00
/9	118,08	0,28	118,04	-0,33	118,10	0,99	115,40	0,75	143,64	-2,46	143,64	-2,46
/10	118,01	0,38	118,10	-0,29	117,86	1,22	115,41	0,70	142,33	-2,12	142,33	-2,12
/11	117,80	0,28	117,86	-0,37	117,68	1,11	115,33	0,63	140,37	-2,56	140,37	-2,56
/12	117,69	-0,17	117,03	-1,22	118,52	1,24	115,66	0,68	135,75	-6,29	135,75	-6,29
2015/1	115,85	0,24	114,57	-1,67	117,77	0,43	113,92	0,53	131,43	-9,25	131,43	-9,25
/2	116,59	-0,03	115,08	-1,39	118,55	1,16	114,47	0,61	133,50	-7,90	133,50	-7,90
/3	117,92	-0,09	117,38	-0,91	118,58	1,02	115,76	0,57	135,82	-5,82	135,82	-5,82
/4	118,21	-0,00	117,82	-0,70	118,70	0,92	116,04	0,62	135,95	-5,79	135,95	-5,79
/5	118,48	0,34	118,09	-0,41	118,94	1,33	116,16	0,82	137,23	-4,84	137,23	-4,84
/6	118,46	0,22	117,87	-0,44	119,21	1,04	116,18	0,71	137,09	-5,13	137,09	-5,13
/7	117,71	0,23	115,58	-0,54	120,48	1,22	115,55	0,84	136,13	-5,59	136,13	-5,59
/8	117,76	0,16			120,83	1,22			133,20	-7,11	133,20	-7,11

Leto	Industrijske cene											
	Skupaj			Oprema			Repmaterial			Živiljske potreščine		
	indeks	letni porast	mesečna rast	indeks	letni porast	mesečna rast	indeks	letni porast	mesečna rast	indeks	letni porast	mesečna rast
2009	113,58	-0,4	-0,16	102,96	-1,6	-0,43	116,68	-1,1	-0,17	110,25	-0,4	-0,15
2010	115,90	2,0	0,17	102,58	-0,4	-0,03	120,07	2,9	0,25	111,36	1,0	0,08
2011	120,28	3,78	0,24	103,19	0,59	0,05	126,30	5,20	0,29	114,12	2,5	0,19
2012	121,50	1,01	0,10	104,14	0,93	0,04	127,30	0,79	0,08	115,71	1,40	0,16
2013	121,86	0,30	-0,04	103,96	-0,17	0,01	127,33	0,03	-0,09	116,80	0,94	0,01
2014	120,55	-1,07	-0,08	103,65	-0,30	-0,02	125,01	-1,82	-0,14	116,31	-0,41	-0,10
2014/1	120,72	-1,0	-	103,40	-0,5	-	125,20	-1,9	-	116,69	0,3	-
4	120,26	-1,5	-0,37	103,18	-0,9	-0,21	124,52	-2,6	-0,37	116,38	-0,3	-0,20
5	120,23	-1,5	-0,35	103,32	-0,8	-0,31	124,51	-2,3	-0,34	116,26	-0,7	-0,27
6	120,49	-1,2	-0,33	103,30	-0,7	-0,16	124,70	-2,2	-0,31	116,72	-0,1	-0,11
II	120,33	-1,4	-	103,27	-0,8	-	124,57	-2,3	-	116,45	-0,4	-
7	120,55	-1,0	-0,04	103,90	-0,3	0,11	124,86	-1,8	-0,21	116,40	-0,3	-0,17
8	120,51	-1,2	0,06	103,87	-0,2	0,17	124,99	-1,8	-0,13	116,11	-0,9	-0,12
9	120,66	-1,1	0,13	104,00	0,0	0,21	125,37	-1,5	-0,04	115,90	-1,0	-0,12
III	120,57	-1,1	-	103,92	-0,2	-	125,07	-1,7	-	116,13	-0,8	-
10	120,63	-1,0	0,18	103,93	0,0	0,15	125,28	-1,4	0,01	115,96	-0,9	-0,10
11	120,54	-0,9	0,25	103,98	0,3	0,20	125,06	-1,4	0,10	116,04	-0,8	-0,05
12	120,62	-0,6	0,21	104,15	0,5	0,12	125,24	-1,0	0,24	115,91	-0,8	-0,06
IV	120,60	-0,8	-	104,02	0,3	-	125,19	-1,3	-	115,97	-0,8	-
2015/1	120,64	-0,6	0,23	104,09	0,4	0,14	125,03	-1,1	0,14	116,27	-0,5	0,06
2	119,98	-0,4	0,02	103,84	0,5	0,08	124,16	-0,4	0,03	115,72	-0,8	-0,01
3	120,31	0,0	-0,10	103,85	0,6	-0,02	124,27	-0,2	-0,15	116,44	-0,2	0,10
I	120,31	-0,3	-	103,92	0,5	-	124,49	-0,6	-	116,14	-0,5	-
4	120,24	0,0	-0,15	103,87	0,7	0,02	124,01	-0,4	-0,25	116,62	0,2	0,23
5	120,34	0,1	-0,22	103,79	0,5	-0,07	124,22	-0,2	-0,19	116,63	0,3	0,18
6	120,31	-0,2	-0,23	103,75	0,4	-0,03	124,34	-0,3	-0,19	116,39	-0,3	-0,04
II	120,30	0,0	-	103,81	0,5	-	124,19	-0,3	-	116,55	0,1	-
7	120,30	-0,2	-0,23	103,86	0,0	-0,06	124,06	-0,6	-0,17	116,70	0,3	0,15

Leto	Skupaj bruto				Skupaj neto				Število plačanih ur				BTO plača za plačano uro	
	€	letni porast	mesečna rast	€	letni porast	mesečna rast	€	letni porast	število	letni porast	mesečna rast	€	letni porast	mesečna rast
2008	1391,14	8,3	0,67	899,65	7,8	0,63	170	0,0	170	0,0	0,0	8,19	8,5	0,56
2009	1439,26	3,5	0,11	930,16	3,4	0,12	168	-1,2	168	-1,2	-1,2	8,58	4,9	0,59
2010	1494,89	3,9	0,31	966,69	3,9	0,33	168	0,3	168	0,3	0,0	8,87	3,5	0,16
2011	1524,56	2,0	0,09	987,34	2,2	0,10	167	-0,7	167	-0,7		9,08	2,3	0,02
2012	1526,26	0,1	-0,09	991,47	0,4	-0,05	168	0,6	168	0,6		9,08	0,1	0,04
2013	1523,14	-0,2	0,06	996,98	0,6	0,11	168	0,0	168	0,0		9,08	0,0	-0,04
2014	1540,11	1,1	0,11	1005,34	0,8	0,07	168	-0,02	168	-0,02		9,19	1,2	0,02
2014/1	1527,26	0,9	-	999,02	0,8	-	165	0,0	165	0,0	-	9,27	0,9	-
4	1531,56	1,0	0,24	1001,03	0,8	0,13	169	0,0	169	0,0	-	9,06	0,9	-0,05
5	1531,66	0,5	0,05	1000,69	0,4	-0,01	170	-2,9	170	-2,9	-	9,03	3,8	-0,19
6	1521,38	1,7	0,12	995,64	1,3	0,07	164	3,8	164	3,8	-	9,30	-1,6	-0,25
II	1528,20	1,1	-	999,12	0,8	-	168	0,3	168	0,3	-	9,13	1,0	-
7	1535,66	1,7	0,39	1002,75	1,2	0,30	175	0,0	175	0,0	-	8,75	1,6	-0,30
8	1516,93	0,7	-0,10	992,94	0,3	-0,10	164	-3,5	164	-3,5	-	9,25	4,4	-0,27
9	1519,32	1,6	0,08	994,31	1,1	0,13	169	3,0	169	3,0	-	8,97	-1,9	-0,17
III	1523,97	1,3	-	996,67	0,9	-	169	-0,2	169	-0,2	-	8,99	1,4	-
10	1543,66	1,1	0,20	1007,24	0,7	0,19	175	0,0	175	0,0	-	8,81	1,3	-0,12
11	1633,22	1,0	-0,15	1053,77	0,8	-0,05	157	-4,3	157	-4,3	-	10,38	5,2	-0,07
12	1566,09	1,4	0,07	1018,67	1,1	0,08	175	3,6	175	3,6	-	8,95	-2,0	-0,05
IV	1580,99	1,2	-	1026,56	0,9	-	169	-0,2	169	-0,2	-	9,38	1,5	-
2015/1	1538,01	0,2	-0,11	1003,48	-0,2	-0,18	169	-3,4	169	-3,4	-	9,11	3,8	-0,04
2	1515,98	-0,3	-0,17	981,91	-1,3	-0,38	170	0,0	170	0,0	-	9,68	0,1	0,83
3	1550,33	1,6	0,08	1008,10	1,1	-0,02	171	3,7	171	3,7	-	9,20	-1,7	0,10
I	1534,77	0,5	-	997,83	-0,1	-	170	0,1	170	0,1	-	9,33	0,7	-
4	1543,95	0,8	0,09	1005,52	0,4	0,04	169	0,0	169	0,0	-	9,14	0,9	0,04
5	1528,50	-0,2	-0,23	997,51	-0,3	-0,20	163	-4,1	163	-4,1	-	9,36	3,7	-0,04
6	1539,82	1,2	0,29	1003,74	0,8	0,24	169	3,0	169	3,0	-	9,10	-2,2	-0,10
II	1537,42	0,6	-	1002,26	0,3	-	167	-0,4	167	-0,4	-	9,20	0,8	-

62

Prispevki za socialno varnost													
	Skupno			Zdravstveno zavarovanje			Pokojninsko zavarovanje			Zaposlovanje			
	mio. €	letni porast	mesečna rast	mio. €	letni porast	mesečna rast	mio. €	letni porast	mesečna rast	mio. €	letni porast	mesečna rast	
2008	5496,23	10,5	0,78	2169,86	10,2	0,82	3300,93	10,8	0,77	2711	10,9	1,18	
2009	5597,70	2,01	-0,26	2221,80	2,58	-0,24	3347,60	1,58	-0,27	2830	4,8	1,42	
2010	5690,63	1,7	0,3	2263,68	1,9	0,3	3399,24	1,5	0,3	2770	-2,0	-1,6	
2011	5781,44	1,1	-0,1	2302,45	1,3	0,0	3451,02	0,9	-0,2	27,97	1,8	0,6	
2012	5720,63	8,4	-0,13	2268,25	5,7	-0,25	3425,95	-0,1		26,34	-0,1	-	
2013	5604,85	-2,1	0,36	2237,89	-1,3	4,54	3340,17	-2,5	6,17	26,79	1,7	-	
2014	5740,76	2,4	0,32	2314,13	3,4	0,46	3396,92	1,7	0,22	29,71	11,3	-	
2014/1	1388,48	0,2	-	538,81	-2,8	-	842,43	2,2	-	7,25	14,1	-	
4	505,86	6,6	1,27	222,57	18,2	3,68	280,84	-1,2	-0,41	2,45	12,2	-	
5	472,62	1,4	-0,04	191,53	2,9	0,45	278,55	0,3	-0,42	2,54	14,6	-	
6	473,18	1,5	0,09	191,30	2,7	0,55	279,41	0,7	-0,30	2,47	11,0	-	
II	1451,66	3,2	-	605,40	8,0	-	838,80	-0,1	-	7,46	12,6	-	
7	476,03	3,1	0,60	192,41	5,2	1,10	281,16	1,6	0,14	2,45	7,6	-	
8	471,39	2,8	0,15	190,65	3,0	0,04	278,27	2,6	-0,17	2,46	6,8	-	
9	469,36	2,5	0,81	189,47	3,1	1,93	277,44	2,0	-0,03	2,45	12,1	-	
III	1416,78	2,8	-	572,54	3,8	-	836,87	2,1	-	7,37	8,8	-	
10	479,66	4,4	4,23	193,64	5,3	2,08	283,51	3,7	5,89	2,51	17,4	-	
11	476,95	2,1	2,91	192,43	3,2	3,09	282,07	1,4	3,62	2,45	2,1	-	
12	527,24	3,8	-3,28	211,32	5,2	-3,03	313,24	2,8	-3,36	2,68	9,2	-	
IV	1483,85	3,4	-	597,38	4,6	-	878,82	2,6	-	7,64	9,6	-	
2015/1	4611,5	-2,0	-1,61	167,19	-11,2	-3,65	291,40	4,2	-0,38	2,56	10,5	-	
2	540,10	12,1	2,02	255,19	32,4	5,69	282,40	-1,5	-0,63	2,51	1,6	-	
3	451,79	3,6	-1,84	162,10	2,8	-3,83	287,15	4,0	-0,70	2,54	3,1	-	
I	1453,04	4,6	-	584,48	8,0	-	860,96	2,2	-	7,60	5,1	-	
4	492,50	-2,6	-0,45	197,14	-11,4	-0,84	292,77	4,2	-0,27	2,59	5,7	-	
5	486,36	2,9	-0,11	195,16	1,9	-0,30	288,69	3,6	0,02	2,51	-1,4	-	
6	486,49	2,8	0,03	194,99	1,9	-0,02	288,95	3,4	0,16	2,55	3,3	-	
II	1465,35	1,0	-	587,29	-2,5	-	870,41	3,8	-	7,65	2,5	-	
7	493,68	3,7	0,65	197,55	2,7	0,74	293,57	4,4	0,68	2,56	4,5	-	

Leto	Kreditni in depoziti									
	Kreditni podjetjem		Kreditni prebivalstvu		Depoziti podjetij		Depoziti prebivalstva			
	mio. €	letni porast	mio. €	letni porast	mio. €	letni porast	mio. €	letni porast		
2006	11784	22,8	4871	25,8	3299	6,9	10940	6,0		
2007	15292	29,8	6117	25,6	3647	10,5	12003	9,7		
2008	19438	28,0	7443	22,4	3735	2,4	13237	10,3		
2009	20790	0,93	8413	7,49	3868	1,79	14362	4,55		
2010	20827	0,07	9282	10,33	4038	4,40	14897	3,73		
2011	20091	-3,53	9454	1,85	4016	-0,54	15151	1,71		
2012	18682	-7,02	9267	-1,98	3823	-4,83	15114	-0,24		
2013	14191	-23,88	8918	-3,77	4247	11,06	14613	-3,32		
2014	11190	-20,83	8763	-1,73	4710	10,90	15368	5,17		
2014/1	13951	-24,93	8879	-3,39	4201	10,70	14761	-3,05		
2	13940	-24,94	8849	-3,40	4159	10,52	14926	-2,37		
3	13773	-24,91	8853	-3,34	4407	4,88	14886	-1,73		
4	13735	-24,50	8849	-3,19	4356	5,12	14863	-0,01		
5	13628	-24,67	8835	-2,99	4428	5,08	14927	0,99		
6	13371	-25,80	8810	-3,18	4680	10,64	15025	1,51		
7	13201	-25,99	8808	-2,67	4674	9,49	15140	2,01		
8	13098	-26,53	8814	-2,70	4723	10,95	15259	3,10		
9	12978	-26,78	8813	-2,63	4718	10,70	15207	3,11		
10	12065	-30,35	8807	-2,48	4747	9,35	15205	3,78		
11	11923	-30,46	8791	-2,28	4696	10,26	15241	4,08		
12	11191	-20,83	8762	-1,74	4710	10,90	15368	5,17		
2015/1	11317	-18,88	8842	-0,42	4543	8,14	15486	4,91		
2	11213	-18,98	8802	-0,53	4521	8,70	15582	4,40		
3	11164	-18,94	8834	-0,21	4710	6,88	15593	4,75		
4	11054	-19,52	8826	-0,26	4655	6,86	15490	4,22		
5	10980	-19,43	8847	0,14	4747	7,20	15515	3,94		
6	10893	-18,53	8836	0,30	4999	6,82	15578	3,68		
7	10690	-19,02	8821	0,15	4936	5,61	15663	3,45		

