

## KAZALO

Povzetek.....	1
Uvod .....	2
1. Kreditni trgi .....	3
1.1. Kreditni trgi v evrskem območju .....	3
1.2. Gibanja na kreditnem trgu v Sloveniji.....	4
1.2.1. Zadolževanje podjetij in NFI .....	5
1.2.2. Zadolževanje gospodinjstev pri domačih bankah .....	6
1.2.2. Zadolževanje države pri domačih bankah .....	8
1.3. Obrestne mere .....	9
2. Zadolženost in finančna struktura podjetij v Sloveniji.....	10
2.1. Analiza zadolženosti podjetij po velikosti .....	15
2.2. Analiza zadolženosti podjetij po izvozni usmerjenosti.....	16
2.3. Analiza zadolženosti podjetij po dejavnostih.....	17
2.3.1. Predelovalne dejavnosti .....	22
2.3.2. Gradbeništvo .....	24
2.3.3. Trgovina in popravila motornih vozil .....	26
2.3.4. Zadolževanje po dejavnostih pri bankah v letu 2011 .....	28
2.4. Finančna struktura podjetij.....	29
2.4.1. Struktura virov financiranja .....	31
2.4.2. Tuji viri financiranja podjetij .....	32
3. Bančni viri .....	37
3.1. Tuji viri.....	38
3.2. Domači viri in viri evrosistema .....	39
4. Tveganja za kreditno aktivnost.....	41
4.1. Poslabševanje možnosti refinanciranja zapadlih obveznosti .....	41
4.2. Poslabševanje kakovosti bančnih naložb .....	43
4.3. Kapitalska ustreznost bank .....	48
4.4. Upočasnjena gospodarska aktivnost in prezadolženost slovenskega gospodarstva .....	50
4.5. Slabe razmere na trgu dela in nelikviden nepremičninski trg.....	52
5. Izzivi .....	53
Literatura in viri.....	53
Priloga - opredelitev kazalnikov uporabljenih v analizi zadolženosti in finančne strukture podjetij v Sloveniji .....	54

## KAZALO TABEL

Tabela 1: Nekateri kazalniki po različnih dejavnostih podjetij zasebnega sektorja, v obdobju 2006-2010 .....	21
Tabela 2: Nekateri kazalniki po različnih dejavnostih podjetij zasebnega sektorja, v obdobju 2007-2010 .....	22
Tabela 3: Obveznosti 'ostalih sektorjev' in tiste obveznosti bank, ki so vir kreditiranja podjetij v bilanci Stanja mednarodnih naložb Slovenije – obveznosti po spremenljivkah v 2002-2011, v mio EUR .....	33
Tabela 4: Stanje mednarodnih naložb 'ostalih sektorjev' Slovenije - obveznosti po spremenljivkah konec leta 2011 .....	35

## KAZALO SLIK

Slika 1: Medletne stopnje rasti kreditov nebančnim sektorjem v državah članicah EMU .....	4
Slika 2: Medletne stopnje rasti kreditov bank nebančnim sektorjem v Sloveniji in v EMU .....	5

Slika 3: Medletne stopnje rasti kreditov bank podjetjem in NFI v Sloveniji in v EMU ...	6
Slika 4: Medletne stopnje rasti kreditov gospodinjstev v Sloveniji in EU.....	7
Slika 5: Ocena povečanja obsega terjatev do države v slovenskem bančnem sistemu .....	8
Slika 6: Gibanje obrestnih mer za kredite podjetjem v Sloveniji in nekaterih državah članicah EMU .....	9
Slika 7: Obrestne mere za dolgoročne vloge, vezane nad 2 leti, v Sloveniji in EMU .	10
Slika 8: Delež dolga v virih sredstev (v %), razmerje med dolgom in EBITDA ter donosnost sredstev (ROA) podjetij zasebnega sektorja, v obdobju 2006-2010.....	12
Slika 9: Delež finančnih obveznosti do bank in dobaviteljev v virih sredstev podjetij zasebnega sektorja, v obdobju 2006-2010.....	13
Slika 10: Razmerje finančnih odhodkov iz finančnih obveznosti in prihodkov od prodaje podjetij zasebnega sektorja, v obdobju 2008-2010 .....	14
Slika 11: Delež dolga v virih sredstev (v %) in v EBITDA po velikostnih razredih v podjetjih zasebnega sektorja, v obdobju 2008-2010 .....	16
Slika 12: Delež dolga v virih sredstev (v %) in glede na EBITDA po izvozni usmerjenosti podjetij zasebnega sektorja, v obdobju 2008-2010.....	17
Slika 13: Delež dolga v virih sredstev po različnih panogah zasebnega sektorja, v obdobju 2006-2010 .....	18
Slika 14: Dolg v virih sredstev (v %) in glede na EBITDA po različnih panogah zasebnega sektorja, v obdobju 2008-2010.....	19
Slika 15: Struktura deleža finančnih odhodkov iz finančnih obveznosti glede na prihodke po različnih dejavnostih podjetij zasebnega sektorja, v letu 2010: .....	20
Slika 16: Struktura dolga v virih sredstev in dinamika dolga podjetij predelovalnih dejavnostih, v obdobju 2009-2010.....	23
Slika 17: Struktura in dinamika ročnosti zadolževanja podjetij predelovalnih dejavnostih, v obdobju 2008-2010.....	24
Slika 18: Struktura dolga v virih sredstev in dinamika dolga podjetij v gradbeništvu, v obdobju 2009-2010 .....	25
Slika 19: Struktura in dinamika ročnosti zadolževanja podjetij v gradbeništvu, v obdobju 2008-2010 .....	26
Slika 20: Struktura dolga v virih sredstev in dinamika dolga v podjetjih dejavnosti trgovina in popravila motornih vozil, v obdobju 2009-2010 .....	27
Slika 21: Struktura in dinamika ročnosti zadolževanja v podjetjih dejavnosti trgovina in popravila motornih vozil, v obdobju 2008-2010 .....	28
Slika 22: Delež finančnih obveznosti do bank in rast izpostavljenosti slovenskega bančnega sistema do posameznih gospodarskih dejavnosti .....	29
Slika 23: Struktura finančnih sredstev podjetij in NFI v Sloveniji in evrskem območju v obdobju od leta 2004–2011 .....	30
Slika 24: Medletne stopnje rasti kreditov podjetij in NFI med finančnimi sredstvi .....	30
Slika 25: Struktura finančnih obveznosti podjetij in NFI v Sloveniji in evrskem območju v obdobju od leta 2004–2011 .....	32
Slika 26: Obveznosti 'ostalih sektorjev' in tiste obveznosti bank, ki so potencialni vir kreditiranja podjetij v bilanci Stanja mednarodnih naložb Slovenije v 2002-2011 - Skupaj .....	34
Slika 27: Vrednost obveznosti 'ostalih sektorjev' v bilanci Stanja mednarodnih naložb Slovenije - obveznosti po spremenljivkah v 2002-2011.....	36
Slika 28: Struktura obveznosti 'ostalih sektorjev' v bilanci Stanja mednarodnih naložb Slovenije - obveznosti po spremenljivkah v 2002-2011.....	37
Slika 29: Neto tokovi tujih virov v slovenskem bančnem sistemu v obdobju od leta 2007 do prvega četrletja 2012.....	38
Slika 30: Struktura bančnih virov sredstev v obdobju od leta 2004 do leta 2012 .....	39
Slika 31: Prirasti vlog države, gospodinjstev in obveznosti do centralne banke v slovenskem bančnem sistemu v obdobju od leta 2007 do 2012.....	40
Slika 32: Razlike v donosnosti do dospelja za slovenske in nemške desetletne državne obveznice.....	42

Slika 33: Povezava med bonitetnimi ocenami S&P in donosnostjo do dospelja za državne obveznice na dan 15. 5. 2012.....	43
Slika 34: Obseg terjatev po posameznih bonitetnih razredih v obdobju od leta 2006 do 2012 .....	44
Slika 35: Prirast nedonosnih terjatev in terjatev, razvrščenih v C bonitetni razred, ter njihov delež v celotni izpostavljenosti bank do posameznih dejavnosti v letu 2011 ...	45
Slika 36: Delež nedonosnih terjatev in terjatev s C bonitetno oceno gospodinjstev, v %, 2006–2012, stanje konec obdobja .....	46
Slika 37: Oblikovanje dodatnih oslabitev in rezervacij v slovenskem bančnem sistemu v obdobju od leta 2006 do 31.3. 2012 .....	47
Slika 38: Delež nedonosnih terjatev v posameznih državah članicah evrskega območja v obdobju od 2008 do 2011 (v %) .....	48
Slika 39: Kapitalska ustreznost prvega reda (Tier 1) v posameznih državah članicah evrskega območja v obdobju od 2008 do 2011 (v %) .....	49
Slika 40: Obseg dolga podjetij in NFI glede na obseg kapitala v Sloveniji in v evrskem območju v obdobju od 2004 do 2011 .....	51
Slika 41: Delež obveznosti v finančnih sredstvih, v %, gospodinjstva in NPISG, 2010 in 2001, EMU.....	52

## Povzetek

**Razmere v slovenskem finančnem sektorju so se v letu 2011 še zaostriale.** Obseg kreditov slovenskih bank nebančnim sektorjem je beležil največje zmanjšanje doslej. To je posledica močno omejene kreditne ponudbe, pa tudi manjšega povpraševanja po kreditiranju, ki je najpomembnejši vir financiranja slovenskega gospodarstva. Vsi ti dejavniki predstavljajo tudi tveganje za prihodnjo kreditno aktivnost v Sloveniji. Ocenjujemo, da je stanje v slovenskem finančnem sistemu pomembno prispevalo k ponovnemu nadpovprečnemu umirjanju gospodarske aktivnosti v Sloveniji<sup>1</sup>.

**Zunanji dejavniki še naprej ostajajo pomembna omejitev kreditiranja v Sloveniji.** Razmere na medbančnih trgih so se tako konec preteklega leta močno zaostriale, saj je bilo zaupanje med bankami zaradi poglobljanja dolžniške krize zelo nizko. Ponudba medbančnih sredstev se je močno skrčila, tako da je ECB ob koncu leta ponovno sprejela sveženj nestandardnih ukrepov, s katerimi je omilila pritiske na medbančnih trgih. Vpliv omejene ponudbe medbančnih finančnih virov so naše banke še posebej močno občutile, saj se Slovenija uvršča v tisto skupino držav članic evrskega območja, ki se jim je bonitetna ocena občutneje znižala, vzporedno s tem pa so se zniževale tudi bonitetne ocene slovenskih bank, kar je še dodatno omejilo njihov dostop do svežih virov financiranja.

**Poleg zunanjih dejavnikov pa so k nižji ponudbi bančnih virov močno prispevala tudi notranja neravnovesja, ki izhajajo iz obdobja ugodnih gospodarskih gibanj.** Slovenske banke se zaradi slabih odločitev v preteklosti, ko so financirale tudi projekte, ki niso bili ekonomsko upravičeni, soočajo z močnim prirastom deleža nedonosnih terjatev, ki je bil med najvišjimi v evrskem območju<sup>2</sup>. Banke so zaradi vse slabše kakovosti njihove aktive tako še okrepile oblikovanje dodatnih rezervacij in oslabitev, ki je bilo na najvišji ravni doslej. To je poslabšalo tudi poslovne rezultate bank in še dodatno zavrlo kreditno aktivnost. Banke pa so zaradi nizke kapitalske ustreznosti precej omejene pri pridobivanju virov financiranja in prevzemanju dodatnih tveganj. Na slabo kapitalsko ustreznost slovenskih bank kažejo tudi stresni testi, kjer sta dve slovenski banki kljub dokapitalizaciji dosegli podpovprečne rezultate. Samo dokapitalizacija bank pa ni dovolj za izboljšanje razmer v slovenskem bančnem sistemu, saj že obe lani dokapitalizirani banki ponovno potrebujejo svež kapital<sup>3</sup>. Ocenjujemo, da je treba za večjo učinkovitosti slovenskega gospodarstva izboljšati upravljanje bank in tudi drugih gospodarskih družb.

**Omejitveni dejavniki na strani povpraševanja po kreditiranju so se v preteklem letu okrepili.** Slovenska podjetja in nedenarne finančne institucije (v nadaljevanju NFI) so močno odvisna od dolžniških virov financiranja in so med najbolj zadolženimi v evrskem območju. Zadolženost pa se kljub močnemu naporu podjetij za njeno zmanjšanje do leta 2010 ni bistveno znižala, v letu 2011 pa se je še povečala in se močno približala rekordnim ravnem iz leta 2008. Prirast je tako v prvi vrsti posledica nadaljnega krčenja kapitala slovenskih podjetij in NFI zaradi negativnih gibanj na kapitalskih trgih, na drugi strani pa se je obseg kreditov podjetij in NFI kljub občutnemu zmanjševanju obveznosti do bank povišal, kar je po naši oceni tudi posledica večjega medpodjetniškega financiranja. Ta deloma nadomešča izpad bančnega financiranja, s tem pa se tveganje slabšanja bilanc zaradi prevelike izpostavljenosti prenaša tudi na podjetja in NFI. Slabši poslovni rezultati pa ob nezmožnosti ustvarjanja lastnih virov financiranja in večji obremenjenosti prostega

<sup>1</sup> V primerjavi s Slovenijo sta leta 2011 večji realni upad BDP-ja beležili le še Grčija in Portugalska.

<sup>2</sup> Nekoliko višji prirast od Slovenije sta beležili le še Grčija in Irska.

<sup>3</sup> Za NLB zahtevajo dodatno dokapitalizacijo tudi regulatorji.

denarnega toka še poglobljajo problem prezadolženosti slovenskega gospodarstva. Gospodarska aktivnost se je v drugi polovici preteklega leta skrčila, kar je prav tako vplivalo na nižji obseg povpraševanja po kreditih. Močno pa se je umirilo tudi zadolževanje gospodinjstev, ki je bilo še leta 2010 na razmeroma visoki ravni, kar pa je po naši oceni posledica slabih razmer na trgu dela, manjše kreditne sposobnosti in velike negotovosti na nepremičninskem trgu.

**Banke tako kljub ukrepom ECB še naprej ostajajo nenaklonjene prevzemanju dodatnih tveganj.** Prosta denarna sredstva v veliki meri vlagajo predvsem v financiranje države, ki za pokrivanje velikega javnofinančnega primanjkljaja sredstva nujno potrebuje in se zaradi omejenega dostopa do virov financiranja na evrskem trgu obveznic od druge polovice lanskega leta zadolžuje le na domačem trgu s kratkoročnimi zakladnimi menicami. Obseg dolžniških vrednostnih papirjev domačih nebančnih sektorjev, kjer po naši oceni pretežen del predstavljajo državni vrednostni papirji, se je v zadnjih šestih mesecih<sup>4</sup> (kljub zapadlosti državne obveznice v višini 1 mrd EUR<sup>5</sup>) okrepil za 1,1 mrd EUR. Banke lahko namreč državne vrednostne papirje zastavijo za refinanciranje pri ECB, tako da takšno kreditiranje nima večjega vpliva na likvidnost bančnega sistema. Takšne operacije pa niso brez tveganja, saj se lahko zgodi, da ob morebitnem nadaljnjem zniževanju bonitetne ocene Slovenije slovenski državni vrednostni papirji ne bodo več primerni za zavarovanje posojil, prejetih od ECB. Poleg tega nestandardni ukrepi, ki jih je sprejela ECB, veljajo le omejen čas.

**Ena izmed pomembnejših težav v slovenskem finančnem sistemu je po naši oceni tudi upravljanje naložb.** Ugotavljamo, da po treh letih hitrega poslabševanja kakovosti naložb še ni prišlo do čiščenja portfelja naložb slabše kakovosti. To je po naši oceni posledica neučinkovitosti slovenskega pravnega sistema, kjer so stečajni postopki dolgotrajni in ob tem dopuščajo še dodatno izčrpavanje podjetij. Poleg tega se še vedno čuti močna vloga države v gospodarstvu, kar onemogoča, da bi upravljanje z naložbami potekalo po ekonomskih kriterijih. Ena izmed pomanjkljivosti pa je po naši oceni tudi neažurno spremljanje dolžnikov, saj ocenjujemo, da se banke njihovih težav zavedo šele, ko pride do zamud pri poravnavanju zapadlih obveznosti do bank. Takrat so upniki običajno že v precej velikih težavah, saj so banke v večini primerov med zadnjimi v vrsti subjektov, ki jim podjetja v težavah ne poravnajo zapadlih obveznosti.

## Uvod

**Kreditna aktivnost se je v evrskem območju pretežen del leta 2011 krepila, v Sloveniji pa se je še naprej zmanjševala.** Odstopanja so precej velika na strani bančnega financiranja podjetij in NFI, kjer se je v EMU njihovo kreditiranje do vključno oktobra pretežno krepilo, medtem ko je v Sloveniji kreditna aktivnost izraziteje upadla. To je posledica tega, da so viri financiranja za slovenske banke še vedno močno omejeni, obenem pa banke ob hitrem slabšanju kakovosti njihovih naložb niso pripravljene sprejemati novih tveganj, umirjalo pa se je tudi povpraševanje po kreditih. Ob koncu leta, ko so se razmere na finančnih trgih evrskega območja močno zaostriale, kreditna aktivnost bank pa se je občutno skrčila, je ECB ponovno sprejela nestandardne ukrepe za blažitev finančne krize. Osrednji ukrep sta bili dve operaciji dolgoročnejšega refinanciranja, s katerimi je ECB bankam zagotovila dobrih 1000 mrd EUR dolgoročnih sredstev. S tem so se sicer omilili pritiski na likvidnost bančnega sistema in na trg obveznic držav članic evrskega območja, kreditna

<sup>4</sup> V zadnjem četrletju lani in prvem četrletju letos.

<sup>5</sup> Na osnovi podatkov iz plačilne bilance ocenjujemo, da so slovenske banke imele v lasti za približno 300 mio EUR zapadlih obveznic.

aktivnost pa je ostala skromna.

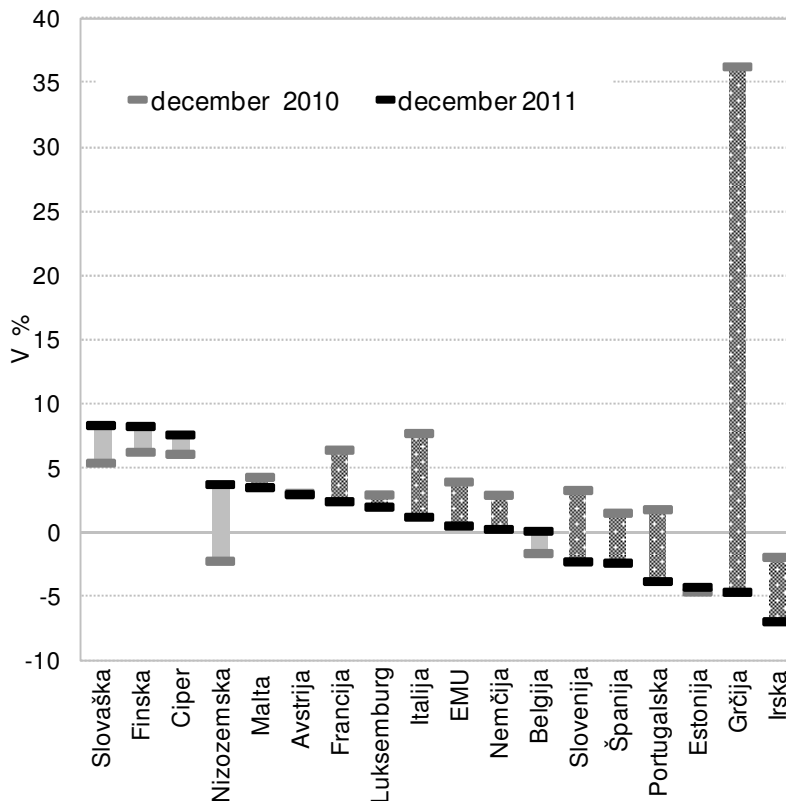
***V tem delu Ekonomskih izzivov smo se osredotočili predvsem na gibanja, povezana s financiranjem slovenskega gospodarstva.*** V prvem poglavju se osredotočamo na gibanja na kreditnih trgih v evrskem območju in v Sloveniji. V drugem poglavju analiziramo gibanje zadolževanja in zadolženosti slovenskih podjetij, ki je eden izmed pomembnejših dejavnikov omejene kreditne aktivnosti v Sloveniji. Na to pa pomembno vplivajo tudi močno omejeni bančni viri in visoka odvisnost slovenskih bank od tujih dolžniških virov, kar bomo podrobneje opredelili v tretjem poglavju. V četrtem poglavju izpostavljam največja tveganja za nadaljnje zaostrovanje razmer v slovenskem bančnem sistemu in še izrazitejše umirjanje kreditne aktivnosti, v zadnjem poglavju pa podajamo izzive.

## 1. Kreditni trg

### 1.1. Kreditni trg v evrskem območju

***Primerjava medletnih stopenj rasti kreditov nebančnim sektorjem kaže, da se je kreditna aktivnost v letu 2011 umirjala v večini držav članic EMU.*** Večji upad od Slovenije pa so beležile le še Estonija in države, ki jih je finančna kriza najbolj prizadela z izjemo Italije. Po podatkih ECB je najvišjo rast med vsemi državami članicami evrskega območja beležila Slovaška, ki je tudi že v preteklih letih beležila nadpovprečno rast kreditov domačim nebančnim sektorjem.

Slika 1: Medletne stopnje rasti kreditov nebančnim sektorjem v državah članicah EMU



Vir: ECB, BS; preračuni UMAR.

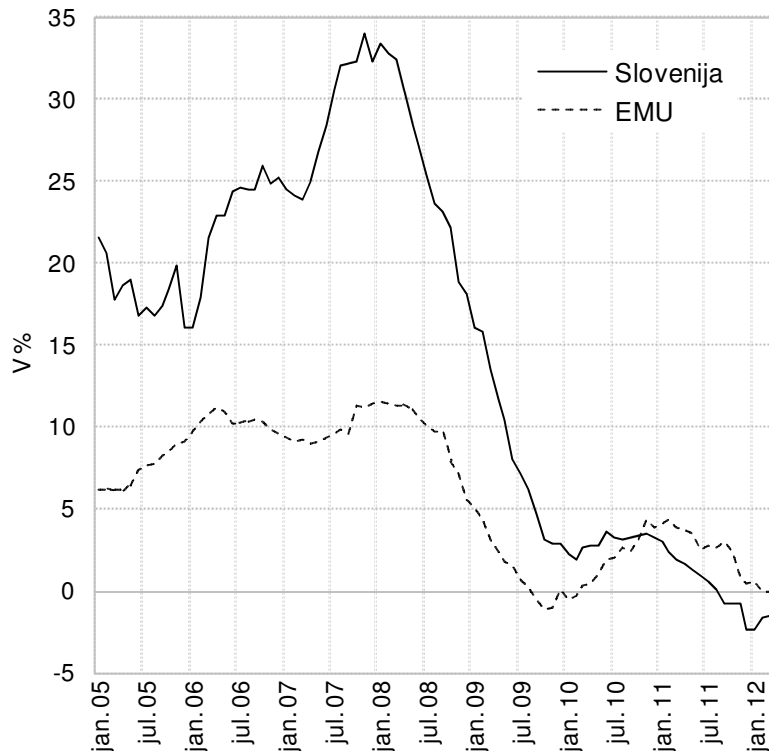
**Prirast kreditov v evrskem območju je lani dosegel le dobro desetino ravni iz leta 2010.** Glavni razlog za umirjanje pa bi lahko iskali predvsem v umirjanju zadolževanja gospodinjstev in odplačevanju kreditov države, medtem ko se je financiranje podjetij in NFI povečalo in je predstavljalo pretežen del neto tokov zadolževanja nebančnih sektorjev, a je kljub temu bilo še vedno precej pod ravno pred izbruhom finančne krize. Glede na prirast obsega kreditov podjetij in NFI ocenjujemo, da so bile banke lani pretežen del leta manj zadržane pri prevzemanju tveganj. S ponovnim zaostrovanjem razmer na finančnih trgih ob kocu leta pa se je tudi kreditiranje podjetij in NFI močno umirilo in ga tudi ukrepi ECB niso okrepili.

## 1.2. Gibanja na kreditnem trgu v Sloveniji

**V letu 2011 se je kreditna aktivnost v Sloveniji glede na leto prej precej umirila, kar je posledica manjšega kreditiranja in večjega razdolževanja nebančnih sektorjev.** Obseg kreditov je prvič od kar imamo primerljive podatke beležil upad<sup>6</sup>, ki je znašal slabih 800 mio EUR. Odplačila so bila izrazita predvsem v drugi polovici leta.

<sup>6</sup> Od leta 2005 dalje.

Slika 2: Medletne stopnje rasti kreditov bank nebančnim sektorjem v Sloveniji in v EMU



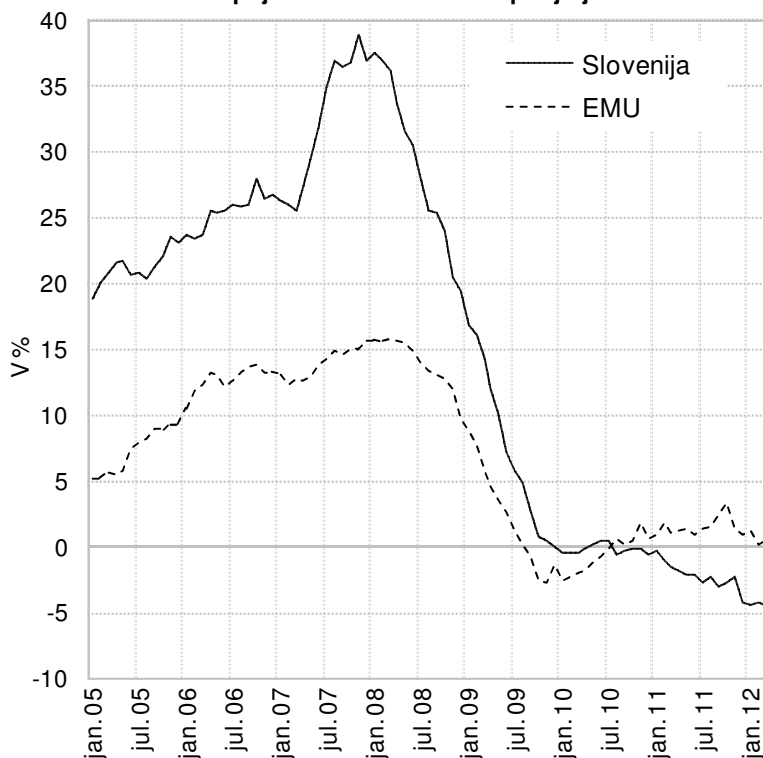
Vir: ECB, BS; preračuni UMAR.

### 1.2.1. Zadolževanje podjetij in NFI

**Znižanje kreditov podjetij in NFI se je v letu 2011 še okrepilo, medtem ko so ta na drugi strani okrepila zadolževanje v tujini.** Upad kreditov podjetij in NFI pri domačih bankah je dosegel skoraj 1 mrd EUR. Približno tri četrtine znižanja je posledica nižjega obsega kreditov podjetij, ki so še leto pred tem beležila skromen prirast kreditov pri domačih bankah. Občutnejši kot leto pred tem pa je bil tudi upad obsega kreditov NFI. Obseg kreditov podjetij in NFI se je postopoma zniževal skozi vse leto, decembra pa so se razmere močno zaostrole, tako, da je samo zniževanje v tem mesecu predstavljalo dobrih 60 % letnega zmanjšanja obsega kreditov podjetij in NFI.



Slika 3: Medletne stopnje rasti kreditov bank podjetjem in NFI v Sloveniji in v EMU



Vir: ECB, BS; preračuni UMAR.

**Večja in finančno stabilnejša podjetja pa so lani v večji meri izkoristila možnost financiranja v tujini.** S tem so po naši oceni tudi izkoristila boljšo dostopnost tujega financiranja in ugodnejše pogoje financiranja, saj so tuje obrestne mere v povprečju še vedno občutno nižje. Neto tokovi tujih kreditov podjetij in NFI so tako v letu 2011 znašali 185,3 mio EUR, medtem ko so neto odplačila v letu 2010 bila na ravni 261,3 mio EUR. Kljub okrepljenemu zadolževanju v tujini pa ostaja ročnostna struktura najetih kreditov precej neugodna, kar lahko kaže na nizko stopnjo zaupanja tujih bank do slovenskih posojilojemalcev. Dolgoročni krediti so tako predstavljali le četrtnino vseh neto najetih tujih kreditov. V prvem četrtletju letos pa so se podjetja in NFI v tujini neto razdolževala v višini dobrih 10 mio EUR, kar je posledica neto odplačil dolgoročnih kreditov, medtem ko so se neto prilivi kratkoročnih kreditov glede na isto obdobje lani celo nekoliko okrepili.

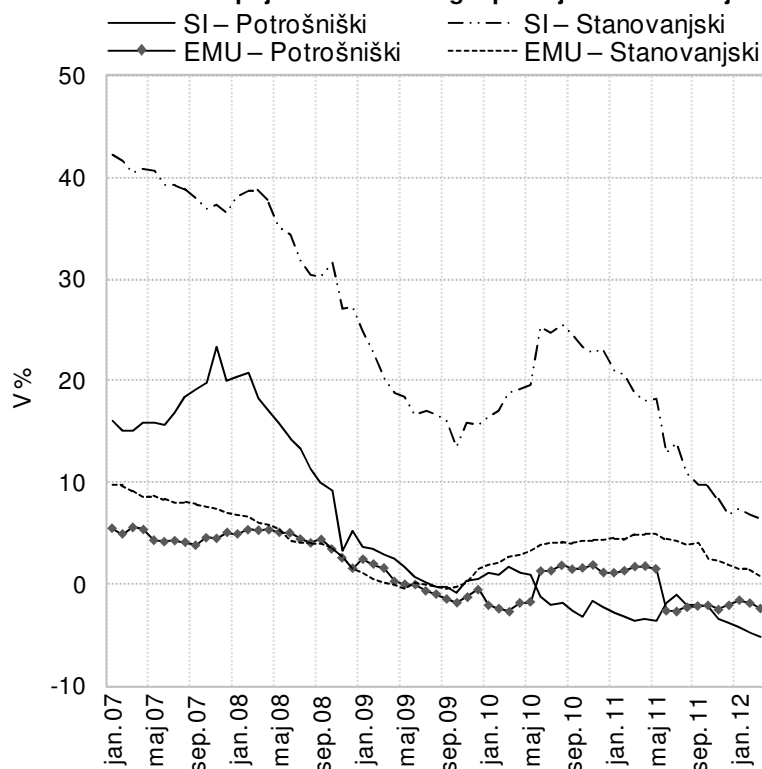
### 1.2.2. Zadolževanje gospodinjstev pri domačih bankah

**Obseg kreditov gospodinjstvom se je leta 2011 le skromno povečal.** Še leto prej se je obseg kreditov gospodinjstvom in NPISG povečal za dobro desetino, leta 2011 pa je rast bila najnižja (1,9 %), odkar imamo na voljo podatke (2005). Tako kot že prejšnji dve leti, je tudi lani rast izhajala izključno iz stanovanjskih kreditov, zaradi njih pa obseg vseh kreditov gospodinjstvom v Sloveniji še vedno raste nekoliko hitreje kot v EMU. Precej se je zmanjšal (-10,3 %) obseg kreditov v tuji valuti<sup>7</sup>, kar je po naši oceni tudi posledica zamenjave deviznih kreditov v evrske. Upad pa je bil nekoliko manjši zaradi visoke vrednosti švicarskega franka, ki je bila konec leta kljub

<sup>7</sup> Med njimi prevladujejo krediti, najeti v CHF.

intervenciji švicarske centralne banke še vedno za slabe 3 % višja kot leto pred tem. Zaradi večje volatilnosti na valutnih trgih je v dobrih treh letih delež teh kreditov upadel, za več kot tretjino, na 12,3 %.

Slika 4: Medletne stopnje rasti kreditov gospodinjstev v Sloveniji in EU



Vir: BS, ECB, preračuni UMAR.

**Obseg stanovanjskih posojil se je leta 2011 povečal, vendar za manj kot v predhodnih letih.** Višji je bil za 6,8 % oz. za 327 mio EUR (december 2011 glede na december 2010). Na to kažejo tudi zadnji podatki GURS-a, po katerih je bilo število prodanih stanovanj in hiš leta 2011 nižje kot leta 2010, ko smo beležili razmeroma visoko rast in se je tudi obseg tovrstnih kreditov povečal za največ doslej, in sicer za dobrih 900 mio EUR<sup>8</sup>). Delež stanovanjskih posojil se je tako v zadnjih letih precej povečal, a je še za slabih 18 o. t. nižji kot v EMU (december 2011: 72,3 %). Tudi v prvih mesecih leta 2012 se je obseg stanovanjskih posojil še naprej povečeval, vendar še za nekoliko manj kot v predhodnem letu.

**V razmerah šibke potrošnje, se je leta 2011 že drugo leto zapored zmanjšal obseg potrošniških kreditov.** Povpraševanje po potrošniških kreditih se zmanjšuje že od leta 2008. Obseg teh kreditov pa se je prvič zmanjšal leta 2010 (-2,3 %), zmanjševanje pa se je nadaljevalo tudi lani (-3,9 %), tako da se je njihov obseg znižal za 110 mio EUR (2010: za 67 mio EUR). Ocenjujemo, da se krediti najemajo pretežno za trajne dobrine, za katere se je potrošnja v teh dveh letih nominalno zmanjšala za skoraj 6 %, realno pa je leta 2011 ostala na ravni 2009. Tudi v prvih mesecih letošnjega leta se obseg potrošniških kreditov zmanjšuje. Vključno z marcem se je v primerjavi s koncem lanskega leta zmanjšal za 67 mio EUR, kar je

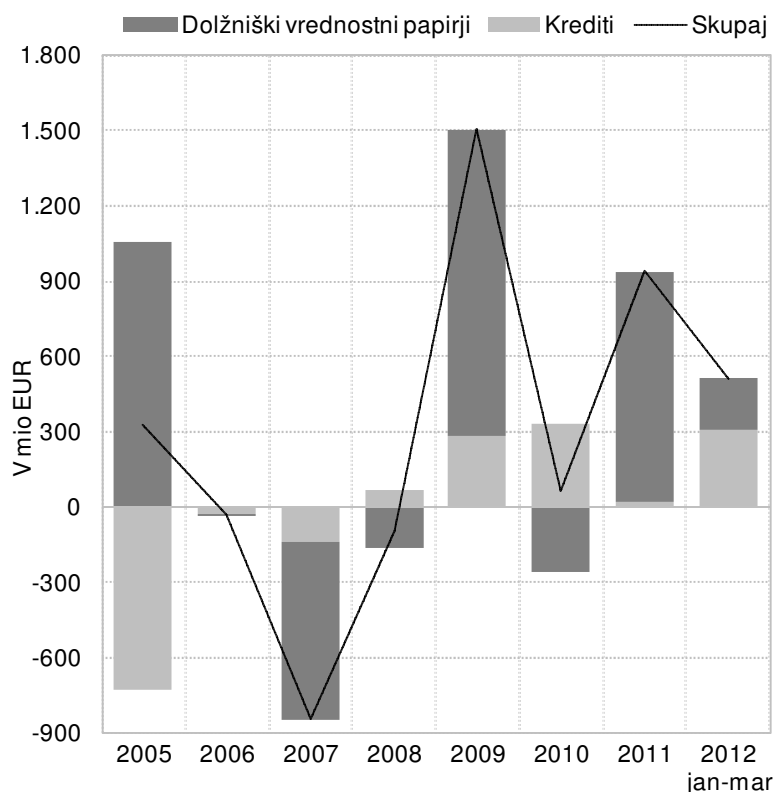
<sup>8</sup> V manjši meri pa je k temu prispevala tudi krepitev švicarskega franka.

večje zmanjšanje kot v enakem obdobju lani. Tudi letos se namreč nadaljuje trend padanja potrošnje za večje nakupe, prihodek v trgovini na drobno s pohištvo, gospodinjskimi napravami, gradbenim materialom, avdio in video zapisi v specializiranih prodajalnah se je v prvih treh mesecih medletno zmanjšal za 3,1 %.

### 1.2.2. Zadolževanje države pri domačih bankah

**Zadolževanje države pri domačih bankah se je v letu 2011 precej okrepilo.** Obseg terjatev bank do države<sup>9</sup> se je okrepil za skoraj 940 mio EUR. Zadolževanje države je pretežen del leta zaostajalo za ravno iz leta 2010, saj se je ta v prvem četrtletju 2011 na mednarodnih finančnih trgih zadolžila za 3 mrd EUR, kar je začasno zadostilo potrebam za tekoče financiranje. Ob koncu leta so se razmere na mednarodnih finančnih trgih, zaradi poglobljanja dolžniške krize, močno zaostrele, dostop Slovenije do mednarodnih finančnih trgov pa je bil prekinjen. Tako se je država decembra zadolžila z izdajo 18-mesečnih zakladnih menic v višini 907,0 mio EUR, zbrana sredstva pa je porabila za poplačilo obveznice RS64, ki ja zapadla v plačilo v začetku februarja 2012.

**Slika 5: Ocena povečanja obsega terjatev do države v slovenskem bančnem sistemu**



Vir: BS, preračuni UMAR.

**Slovenija tudi v letu 2012 nima dostopa do mednarodnih finančnih virov, tako da financiranje proračunskega primanjkljaja še vedno temelji na zadolževanju pri domačih bankah.** Samo v prvih treh mesecih letos se je obseg terjatev do države

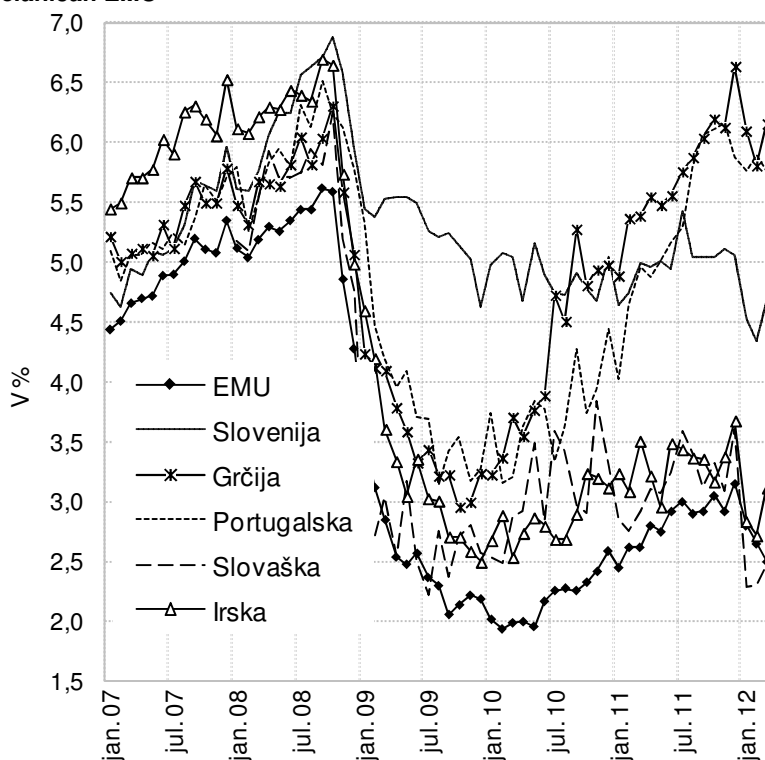
<sup>9</sup> Upoštevali smo državne kredite in dolžniške vrednostne papirje nedenarnih sektorjev, ki jih po naši oceni v veliki meri predstavljajo dolžniški vrednostni papirji republike Slovenije.

okrepil za dobrih 500 mio EUR. Približno 60 % prirast je posledica večjega obsega kreditov. Okrepil pa se je tudi obseg dolžniških vrednostnih papirjev in to kljub poplačilom zapadle obveznice<sup>10</sup>.

### 1.3. Obrestne mere

**Razlike pri aktivnih obrestnih merah za slovenska podjetja so se v preteklem letu glede na evrsko povprečje znižale na raven pod 200 b.t.** Takšno gibanje pa je precej nepričakovano, saj se je bonitetna ocena Slovenije od konca tretjega četrletja lani že dvakrat znižala. Zato bi lahko pričakovali, da se bo ob višjih obrestnih merah za zadolževanje države podražilo tudi zadolževanje bank in posledično tudi gospodarstva. Vendar pa do tega ni prišlo, kar je po naši oceni predvsem posledica zelo restriktivne kreditne politike bank v Sloveniji, ki tako odobravajo kredite le še komitentom s prvovrstno bonitetno oceno, medtem ko je komitentom z nekoliko nižjo bonitetno oceno dostop do kreditov praktično onemogočen. Zniževanje razlik med slovenskimi in tujimi obrestnimi merami se je nadaljevalo tudi v začetku letošnjega leta. Ob koncu prvega četrletja pa so razlike precej poskočile in presegle mejo 200 b.t.

**Slika 6: Gibanje obrestnih mer za kredite podjetjem v Sloveniji in nekaterih državah članicah EMU**



Vir: BS, ECB.

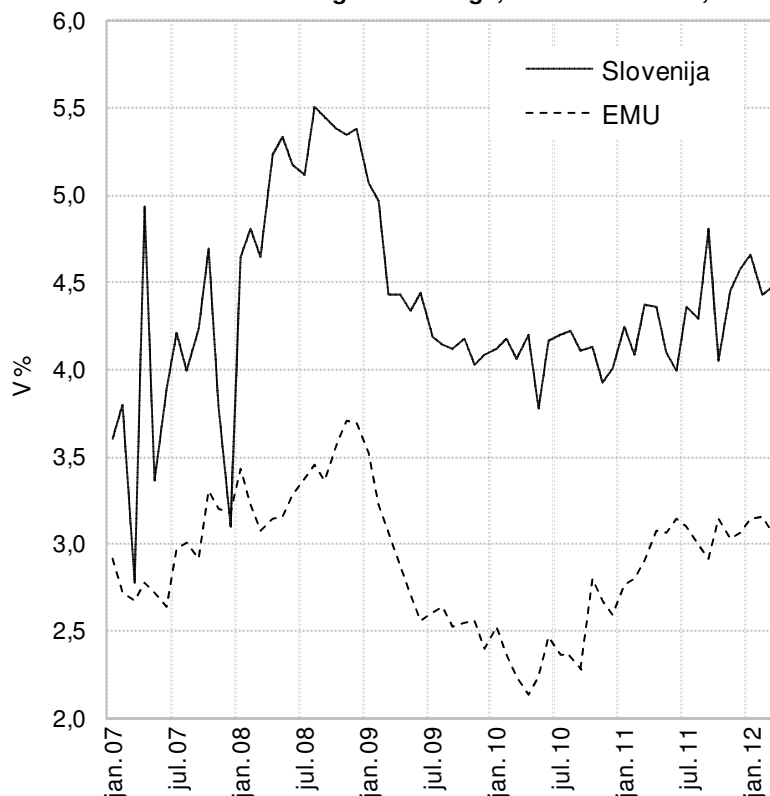
**Precej manjše razlike do evrskega povprečja so medtem pri obrestnih merah za**

<sup>10</sup> Država je v petih mesecih letos izdala že za 961 mio EUR zakladnih menic (glej poglavje o Javnih financah)

**kreditirane gospodinjstev, posebno pri stanovanjskih kreditih, ki se še naprej znižujejo na najnižje ravni vse od uvedbe evra.** To je še vedno tudi deloma posledica tega, da banke poskušajo prevaliti breme dolga iz prezadolženih podjetij, ki so se ukvarjala s stanovanjsko gradnjo k manj zadolženim gospodinjstvom. Vendar pa se je tudi stanovanjsko financiranje gospodinjstev močno umirilo, kar je po naši oceni tako posledica večje previdnosti bank, prav tako pa tudi omejenega povpraševanja po stanovanjskih kreditih zaradi neugodnih razmer na trgu dela, manjše kreditne sposobnosti in velike negotovosti na nepremičninskem trgu.

**Tudi razlike pri obrestnih merah za dolgoročne depozite so se v preteklem letu nekoliko znižale, a te kljub temu še naprej ostajajo visoke.** Ob manjši dostopnosti dolgoročnih finančnih virov na mednarodnih finančnih trgih banke nadomeščajo del izpada tovrstnih virov z domačimi dolgoročnimi viri, ki so se v kriznih časih pokazali za stabilnejše od tujih. Zato so obrestne mere za tovrstne depozite še vedno občutno višje od povprečja v evrskem območju. Banke posebno pozornost posvečajo depozitom z zapadlostjo, daljšo od dveh let, kjer so razlike največje in se tudi v prvem četrtletju letos niso opazneje znižale. Po drugi strani pa slovenske banke še naprej ponujajo nižje obrestne mere za kratkoročne depozite, s čimer so še dodatno spodbujale prenos kratkoročnih depozitov med dolgoročne.

Slika 7: Obrestne mere za dolgoročne vloge, vezane nad 2 leti, v Sloveniji in EMU



Vir: BS, ECB.

## 2. Zadolženost in finančna struktura podjetij v Sloveniji

**Osrednji temi tega dela poglavja sta zadolženost in finančna struktura slovenskih podjetij.** Preučevali smo ju na podlagi individualnih podatkov iz bilance stanja in izkaza poslovnega izida gospodarskih družb v Sloveniji, ki jih zbira Agencije

Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve (v nadaljevanju AJPES), za obdobje od 2006 do 2010.<sup>11</sup>

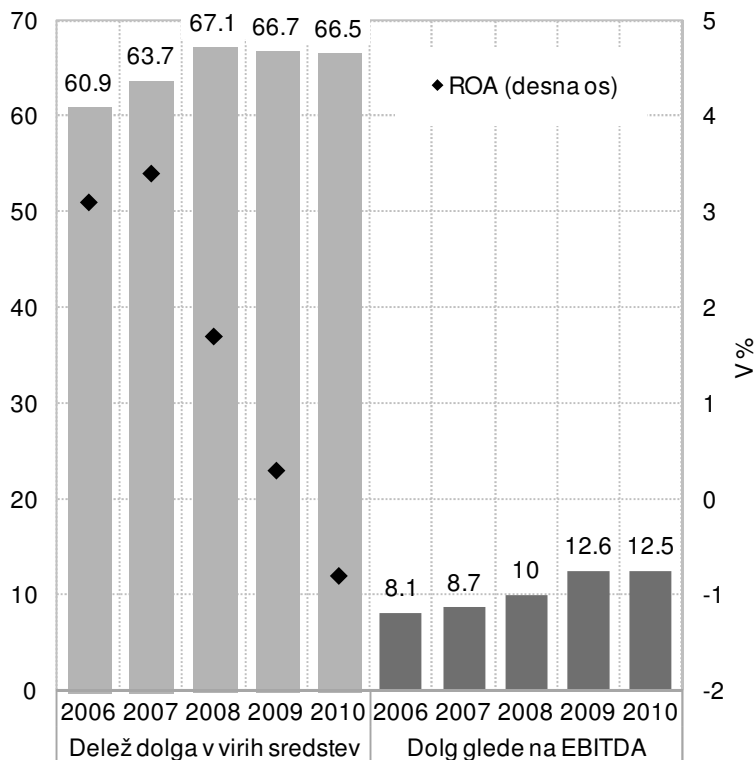
**Obseg poslovanja podjetij zasebnega sektorja se je z nastopom krize precej skrčil.** To je vplivalo tudi na donosnost poslovanja (ROA), ki se je v obdobju 2008-2010 znižala za 2,5 o.t. V letu 2010 je bila donosnost sredstev celo negativna (-0,8 %).

**Zadolženost slovenskega gospodarstva se v času krize ni bistveno znižala.** Delež dolga v virih sredstev podjetij zasebnega sektorja se je v obdobju pred krizo<sup>12</sup> (2006-2008) v povprečju stalno povečeval. V obdobju krize (2009-2010) pa se je v obeh letih malenkost znižal (za 0,6 o.t.). Razmerje med dolgom in EBITDA, ki kaže na sposobnost za odplačevanje dolgov, se je v celotnem opazovanem obdobju (2006-2010) povečevalo. Najvišjo rast je beležilo v prvem letu krize (letu 2009), ko se je povečalo iz 10 v letu 2008 na 12,6 v letu 2009. Prirast je bil v prvi vrsti posledica občutnega upada EBITDA (za dobrih 20 %), obseg dolga pa je v tem obdobju ostal nespremenjen. V letu 2010 se je to razmerje ohranilo na ravni iz preteklega leta.

<sup>11</sup>Ta baza vključuje vse gospodarske družbe v Sloveniji. Iz baze smo izločili ekstremne vrednosti, katerih rast finančnih obveznosti podjetij do bank (kratkoročnih in dolgoročnih skupaj) je bila več kot 50.000 %, saj bi nam lahko ta podjetja popačila sliko dejanskega stanja na področju kreditiranja slovenskih podjetij. Končni vzorec za celotno bazo vsebuje 25.232 podjetij s povprečnim štiriletnim časovnim horizontom (kar pomeni 100.928 enot), ki so v obdobju 2006-2010 v povprečju predstavljali 89,4 % finančnih obveznosti do bank vseh gospodarskih družb, ki so v bazi podatkov.

<sup>12</sup>Zaradi letnega zajema podatkov v predkrizno obdobje štejemo tudi leto 2008, kljub temu, da se je kriza dejansko začela v zadnjem četrtletju leta 2008. V tem letu smo še vedno beležili solidno gospodarsko rast, prav tako pa je bila tudi kreditna aktivnost slovenskih bank še vedno na razmeroma visoki ravni. Tuje povpraševanje je sicer ob koncu leta precej padlo, kar je vplivalo na padec obsega naročil predvsem v izvozno usmerjenih dejavnostih. Glavni šok so izvozna podjetja doživela v prvi polovici leta 2009, medtem ko so ostala podjetja s krizo soočila nekoliko pozneje.

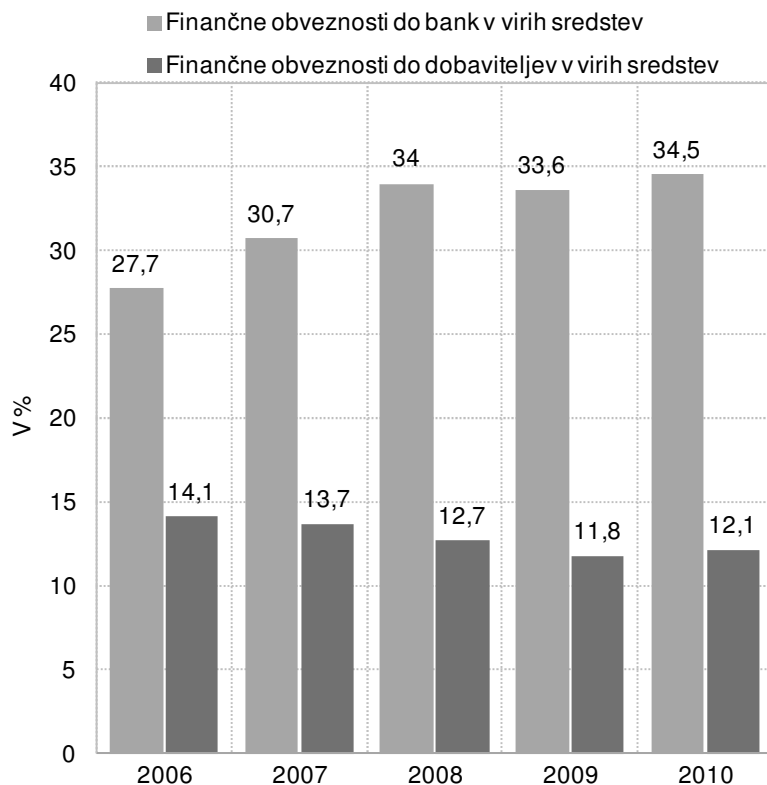
**Slika 8: Delež dolga v virih sredstev (v %), razmerje med dolgom in EBITDA ter donosnost sredstev (ROA) podjetij zasebnega sektorja, v obdobju 2006-2010**



Vir: AJPES, preračuni UMAR.

**Del dinamike dolga lahko pojasnujemo tako z zadolževanjem prek bank kot z zadolževanjem prek dobaviteljev, ki ju podjetja uporabljajo za financiranje lastne dejavnosti (glej Sliko 9).** Zadolževanje prek dobaviteljev predstavlja dodaten vir financiranja in je bilo v obdobju 2006-2010 precej stabilno (okoli 13 %). Delež finančnih obveznosti do bank v celotnih virih sredstev podjetij pa je v celotnem obdobju konstantno naraščal vse do leta 2008, nato se je v letu 2009 ohranil na ravni iz leta 2008 (33,6 %), v letu 2010 pa se je zvišal za okoli 1 o.t. (34,5 %). Prirast deleža finančnih obveznosti do bank v virih sredstev je tako posledica 4,3-odstotnega upada obsega virov sredstev, saj se je tudi obseg finančnih obveznosti do bank znižal skoraj za 2 %.

**Slika 9: Delež finančnih obveznosti do bank in dobaviteljev v virih sredstev podjetij zasebnega sektorja, v obdobju 2006-2010**

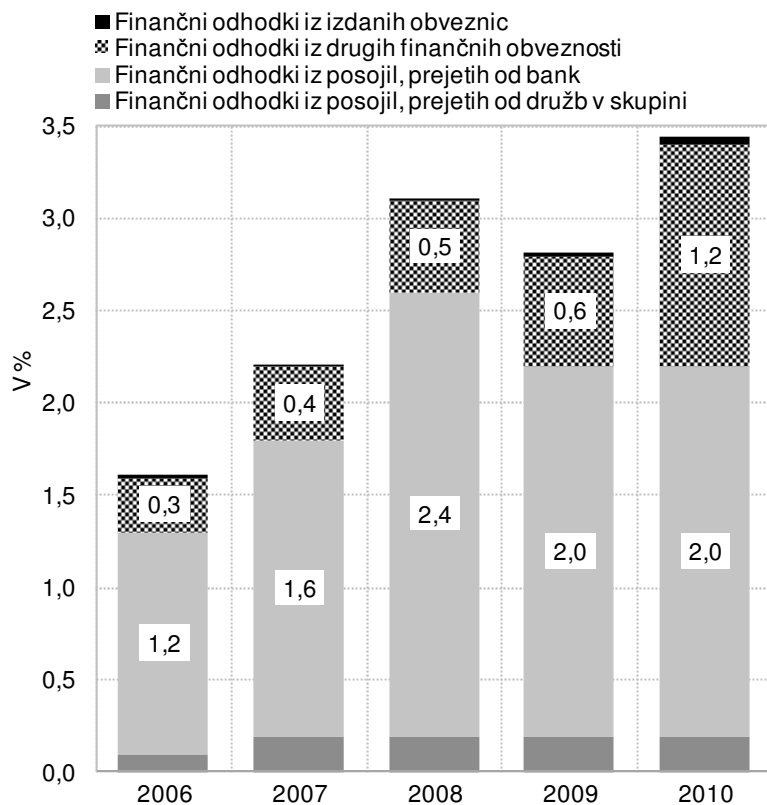


Vir: AJPES, preračuni UMAR.

**Razmerje med finančnimi odhodki iz finančnih obveznosti in prihodki od prodaje podjetij zasebnega sektorja je v obdobju pred krizo (2006-2008) konstantno naraščalo.** V prvem letu krize se je znižalo za 0,4 o.t., nato pa se je v letu 2010 povišalo za kar 0,7 o.t., na 3,5 % in je bilo tako za malenkost višje od predkrizne ravni. To je rezultat občutnega porasta finančnih odhodkov iz drugih finančnih obveznosti, kjer so se enemu podjetju tovrstni odhodki močno okrepili. Razmerje med finančnimi odhodki iz posojil, prejetih od bank in prihodki od prodaje se je že v letu 2009 znižalo za 0,4 o.t. in se ohranilo na tej nižji ravni tudi v letu 2010.



**Slika 10: Razmerje finančnih odhodkov iz finančnih obveznosti in prihodkov od prodaje v podjetjih zasebnega sektorja, v obdobju 2008-2010**



Vir: AJPES, preračuni UMAR.

**Struktura finančnih odhodkov iz finančnih obveznosti kaže na velik pomen bančnega financiranja v slovenskem gospodarstvu.** Vidimo, da pri finančnih odhodkih prevladujejo odhodki iz posojil prejetih od bank (v letu 2010 so imela 2-odstoten delež teh odhodkov v prihodkih) ter precej manj odhodki povezani z drugimi viri financiranja (posojila, ki jih prejmejo od družb v skupini in izdajanjem obveznic). Delež odhodkov od posojil prejetih od bank se je sicer v času krize nekoliko znižal, a je bilo znižanje precej skromno. Tako se obremenjenost prihodkov z odhodki povezanimi z zadolževanjem pri bankah ni bistveno znižala, kljub izdatnemu ukrepanju ECB, ki je v času krize za 325 b.t. znižala osrednjo obrestno mero, saj so na drugi strani tudi prihodki zasebnega sektorja beležili upad, in sicer za skoraj 15 %. Kljub zvišanju obrestnih mer v letu 2010, pa so te bile še vedno nizke. Problem bo, ko bodo te začele hitreje naraščati in bodo pritiski na odhodke še večji kot sicer. Poleg celotne zadolženosti zasebnega sektorja pa smo nekoliko podrobneje analizirali tudi zadolženost podjetij po velikosti, izvozni usmerjenosti in dejavnostih.

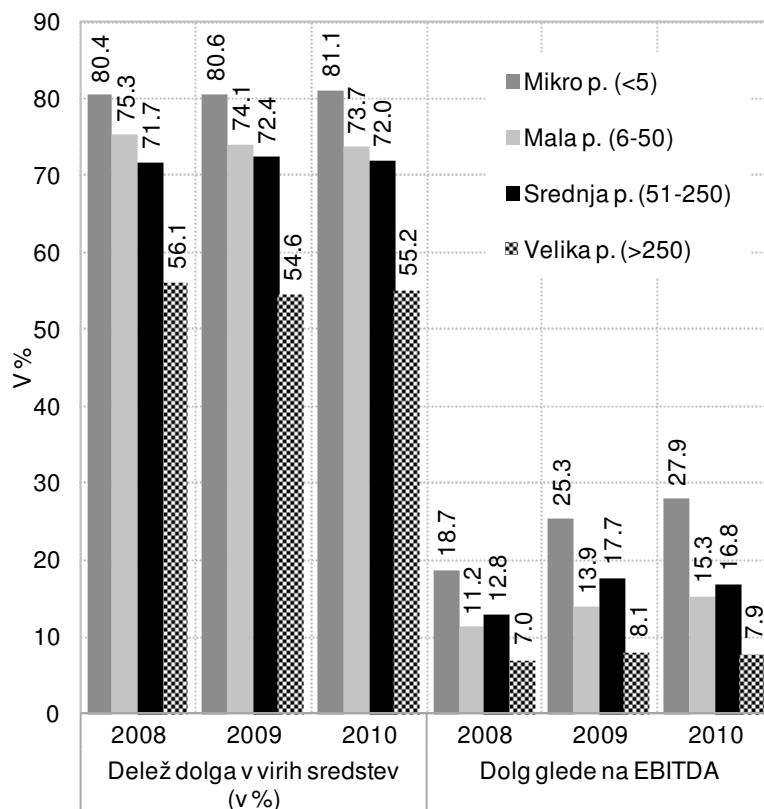
## 2.1. Analiza zadolženosti podjetij po velikosti<sup>13</sup>

**V strukturi podjetij po velikosti so najbolj zadolžena mikro, najmanj pa velika podjetja.** Pri mikro podjetjih se je zadolženost (delež dolga v sredstvih presega 80 %) od začetka krize še nekoliko okrepila. Mala in srednja podjetja so nekoliko manj zadolžena (delež dolga v sredstvih presega 70 %), vendar se je tudi pri srednjih podjetjih delež dolga v virih sredstev okrepil. Daleč najmanj pa so zadolžena velika podjetja pri katerih delež dolga dosega le dobro polovico njihovih sredstev in je v času krize tudi nekoliko upadel. Največji del dolga predstavljajo finančne obveznosti do bank, ki pri mikro, malih in srednjih podjetjih dosegajo približno 40 % virov sredstev<sup>14</sup>, medtem ko je pri velikih podjetjih ta delež nižji od 30 %. Z zaostrovanjem krize se je z nižjimi prihodki od prodaje sposobnost podjetij (predvsem mikro, malih in srednjih) za odplačevanje njihovega dolga precej skrčila. Tako bi mikro podjetja za poplačilo svojih obveznosti do bank ob taki ravni prostega denarnega toka (EBITDA) kot v letu 2010 potrebovala skoraj 28 let (kar je skoraj 10 let več kot leta 2008), medtem ko bi velika podjetja potrebovala 20 let manj, obdobje pa se je za njih povečalo le za eno leto. Zanimivo je, da so srednja in velika podjetja v času krize kljub razdolževanju delež obveznosti do bank v sredstvih celo okrepila, kar je tudi posledica upada vrednosti sredstev, ki je bil večji od upada finančnih obveznosti do bank. Še naprej prihaja tudi do spreminjanja ročnostne strukture obveznosti do bank. Obseg dolgoročnih posojil je naraščal tudi med časom krize (mikro in velika podjetja), oziroma so bili njihovi upadi na nižji ravni kot pri kratkoročnih posojilih (mala in srednja podjetja).

<sup>13</sup> V nadaljevanju prikazujemo rezultate analize zadolženosti slovenskih podjetij po velikosti, kjer imajo mikro podjetja do 5 zaposlenih, mala od 6 do 50, srednja od 51 do 250 in velika podjetja nad 250 zaposlenih. V celotni bazi imamo 57 % mikro, 35 % malih, 6 % srednjih in 2 % velikih podjetij. Vseh zaposlenih je v povprečju okoli 321.632 in sicer v mikro podjetjih jih je v povprečju okoli 13.720 (4 %), v malih podjetjih okoli 68.451 (21 %) v srednjih podjetjih okoli 82.450 (26 %) in v velikih okoli 157.011 (49 %).

<sup>14</sup> Še najbolj odstopajo mala podjetja, kjer je delež konec leta 2010 bil na ravni 35,7 %.

Slika 11: Delež dolga v virih sredstev (v %) in razmerje med dolgom in EBITDA po velikostnih razredih v podjetjih zasebnega sektorja, v obdobju 2008-2010



Vir: AJPES, preračuni UMAR.

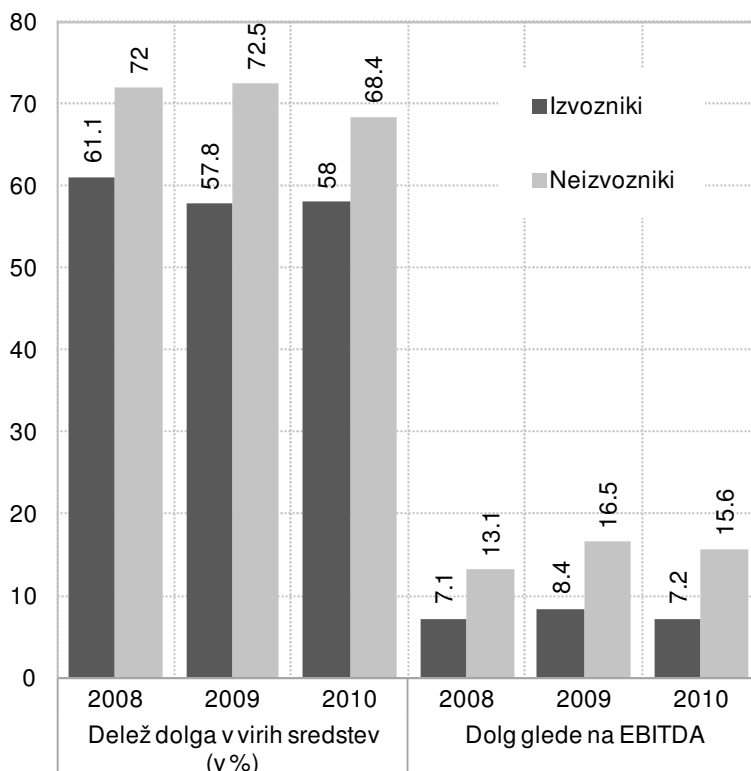
## 2.2. Analiza zadolženosti podjetij po izvozni usmerjenosti<sup>15</sup>

**Analiza zadolženosti podjetij glede na njihovo izvozno usmerjenost je pokazala, da so podjetja, ki so usmerjena na domači trg, bolj zadolžena.** V obdobju krize se je sicer znižala zadolženost tako neizvoznim kot tudi izvoznim podjetjem, vendar pa je bila dinamika različna. V letu 2009 se je tako znižala zadolženost izvoznikov, v letu 2010 pa tudi neizvoznikov, medtem ko je zadolženost izvoznih podjetij v tem letu že nekoliko porasla, kar povezuje predvsem z oživiljanjem izvoznih trgov, rast zadolženosti pa je v veliki meri posledica prirasta obveznosti do dobaviteljev, medtem ko so tudi v letu 2010 zmanjševala obseg bančnih posojil. Delež obveznosti do bank je pri neizvoznikih precej višji kot pri izvoznikih in je v letu 2010 dosegel 38 %, kar je več kot pred krizo. Čeprav je delež bančnega financiranja neizvoznih podjetij le za dobro tretjino višji kot pri izvoznikih, pa je razmerje med finančnimi odhodki iz posojil prejetih od bank in prihodki od prodaje je za približno polovico višje kot pri izvoznikih in se je v letu 2010 že dvignilo na približno isto raven kot je bil pred krizo. Tako izvozno kot neizvozno usmerjena podjetja so v času krize okrepila delež dolgoročnih bančnih posojil, vendar pa je ročnostna struktura pri neizvoznih podjetjih precej bolj uravnovešena, medtem ko pri neizvoznih podjetjih dobrih 60 % predstavljajo dolgoročna posojila. Zadolženost merjena kot razmerje med dolgom in EBITDA se je

<sup>15</sup> Izvozno usmerjene so družbe katerih prihodki od prodaje na tujih trgih so večji od prihodkov od prodaje na domačem trgu. V celotni bazi imamo 10 % izvozno usmerjenih in 90 % na domači trg usmerjenih družb, slednja pa predstavljajo 66,9 % dodane vrednosti vseh gospodarskih družb.

leta 2010 pri izvoznikih že znižala na predkrizno raven, medtem ko je bila pri neizvoznikih še vedno za približno petino višja kot leta 2008.

**Slika 12: Delež dolga v virih sredstev (v %) in razmerje med dolgom in EBITDA po izvozni usmerjenosti podjetij zasebnega sektorja, v obdobju 2008-2010**



Vir: AJPES, preračuni UMAR.

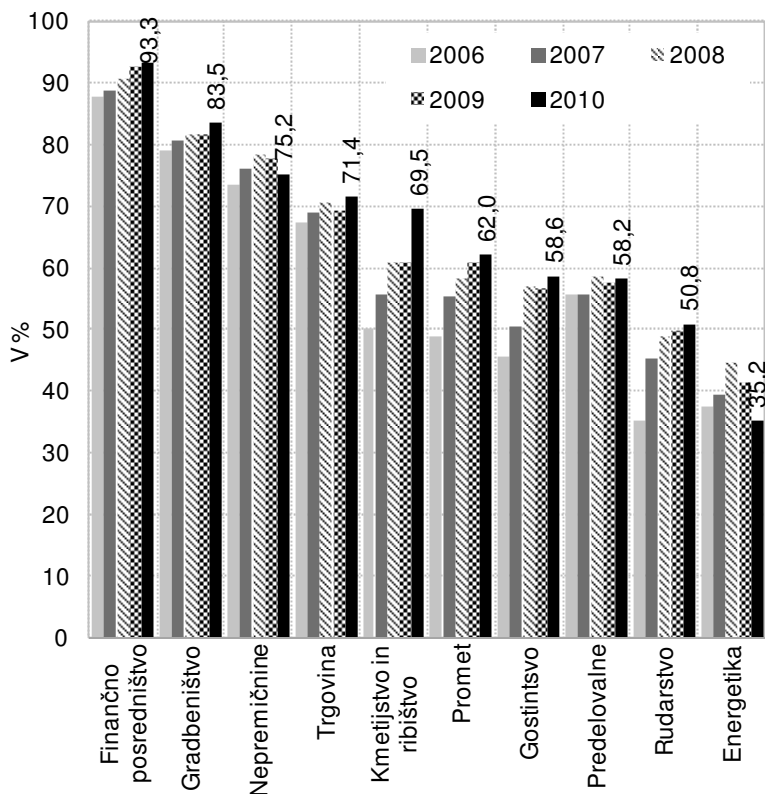
### 2.3. Analiza zadolženosti podjetij po dejavnostih<sup>16</sup>

**Analiza zadolževanja zasebnega sektorja po dejavnostih kaže, da so bila v obdobju 2006-2010 najbolj zadolžena podjetja v dejavnostih finančnega posredništva, gradbeništva, nepremičnin in trgovine.** Delež dolga v virih sredstev se je v obdobju pred krizo (2006-2008) v vseh omenjenih panogah povečeval, v letih (2009-2010) pa so se prirasti močno umirili, v nekaterih dejavnostih so vrednosti kazalnika celo nekoliko upadle<sup>17</sup>.

<sup>16</sup> Z namenom večje konsistentnosti vzorca so podatki razvrščeni po SKD 2002.

<sup>17</sup> Gibanje deleža dolga v kapitalu je bilo v celotnem opazovanem obdobju skladno z gibanji deleža dolga v celotnih sredstvih. V letu 2010 so imela podjetja predelovalnih dejavnosti 1,4 krat več, gradbeništva 5 krat več in trgovine 2,5 krat več dolga kot kapitala.

Slika 13: Delež dolga v virih sredstev po različnih panogah zasebnega sektorja, v obdobju 2006-2010



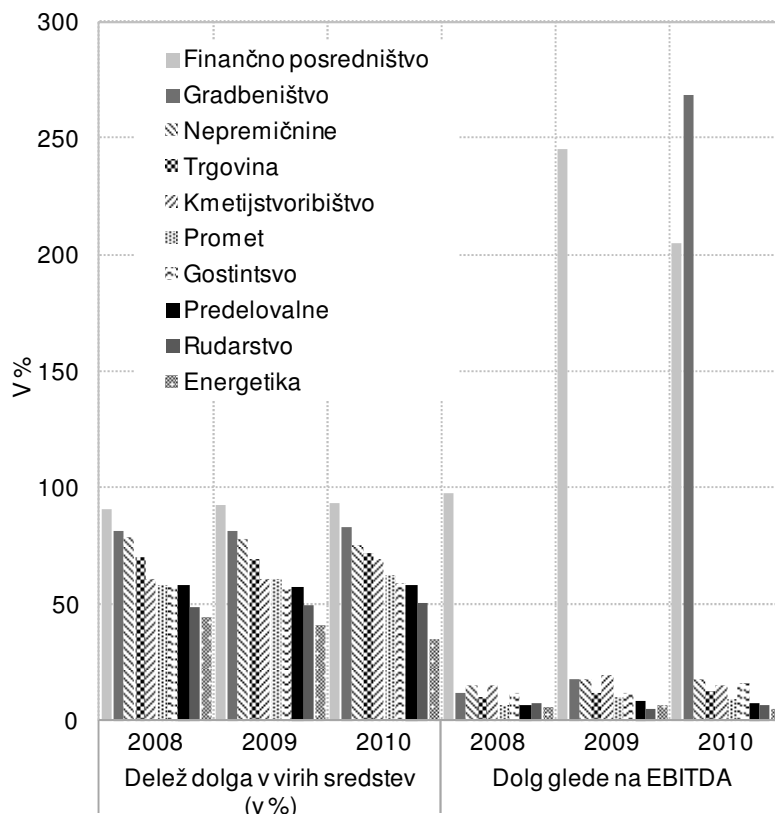
Vir: AJPES, preračuni UMAR.

**Razmerje med dolgom in EBITDA, ki posredno kaže na sposobnost podjetij za odplačevanje dolgov, se je v času krize predvsem v najbolj zadolženih dejavnostih močno okrepil, kar kaže na njihove povečane težave z odplačevanjem zapadlih obveznosti.** Krepitev je posledica tega, da se je v letih 2009 in 2010 obseg prostega denarnega toka znižal za skoraj četrtino. Največje povečanje je bilo značilno za gradbeništvo, ki je v letu 2010 imelo tudi največje razmerje med dolgom in EBITDA, in sicer kar 268. To pomeni, da bi ta dejavnost ob obsegu prostega denarnega toka iz leta 2010 potrebovala 268 let za poplačilo svojega dolga<sup>18</sup>. Tako veliko povečanje deleža lahko pripišemo najdaljnemu hitremu krčenju prihodkov od prodaje (za -14,6 %) in s tem povezanim močnim upadom prostega denarnega toka<sup>19</sup>. Podjetja predelovalnih dejavnosti in trgovine svoje poslovanje večinoma financirajo z bančnim zadolževanjem, medtem ko se gradbena podjetja močneje zadolžujejo tudi prek dobaviteljev.

<sup>18</sup> Brez upoštevanja obresti.

<sup>19</sup> EBITDA pa je v tem obdobju upadel kar za 94 %.

**Slika 14: Dolg v virih sredstev (v %) in razmerje med dolgom in EBITDA po različnih panogah zasebnega sektorja, v obdobju 2008-2010**

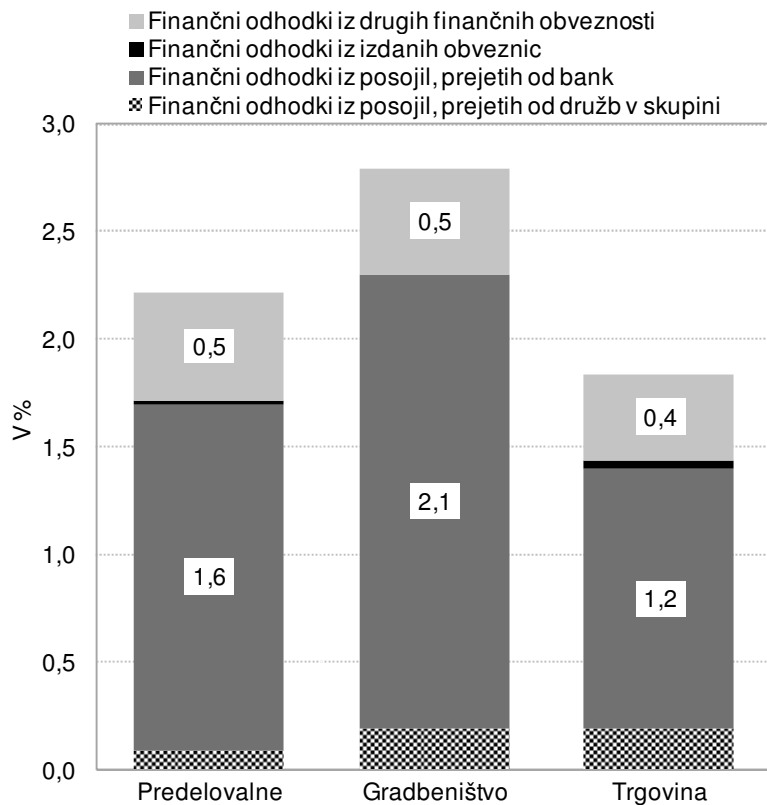


Vir: AJPES, preračuni UMAR.

**Na osnovi podatkov o finančnih odhodkih iz finančnih obveznosti glede na prihodke ugotavljamo, da je njihova struktura precej podobna (glej Slika 15).**

Vidimo, da se vsa podjetja podrobneje analiziranih dejavnosti zadolžujejo pretežno preko bank, oziroma imajo zelo velike odhodke za plačevanje obresti ter se zelo malo zadolžujejo preko posojil, ki jih prejema od družb v skupini in skoraj nič z izdajanjem obveznic. Podjetjem so se v letu 2009 močno skrčili finančni odhodki iz posojil, prejetih od bank. Konec leta 2010 so se obrestne mere poleg zadolženosti začele povečevati, kar se je odrazilo na ponovni rasti finančnih odhodkov iz posojil, prejetih od bank (Tabela 1).

**Slika 15: Razmerje med finančnimi odhodki iz finančnih obveznosti in prihodki od prodaje po različnih dejavnostih podjetij zasebnega sektorja, v letu 2010:**



Vir: AJPES, preračuni UMAR.

**Tabela 1: Nekateri kazalniki po različnih dejavnostih podjetij zasebnega sektorja, v obdobju 2006-2010**

		Glede na prihodke podjetij (v %)		Dinamika (v %)	
		Fin. odhodki iz fin. obveznosti	Fin. odhodki iz posojil, prejetih od bank	Fin. odhodki iz posojil, prejetih od bank	Prihodki od prodaje
<b>Predelovalne dejavnosti</b>	2006	1,3	1		11,8
	2007	1,6	1,3	42,3	14
	2008	2,3	1,8	47,2	1
	2009	2,3	1,8	-24,4	-21
	2010	2,2	1,6	1	10,4
<b>Gradbeništvo</b>	2006	1,2	1		15
	2007	1,3	1,1	51,1	43,9
	2008	2	1,5	61,3	12,4
	2009	2,4	1,8	-5,9	-20,5
	2010	2,8	2,1	2,9	-14,6
<b>Trgovina</b>	2006	1,1	0,8		7
	2007	1,3	1	35,3	8,9
	2008	1,8	1,4	51,5	12,3
	2009	1,6	1,2	-25	-14,9
	2010	1,8	1,2	-2,6	-2,3
<b>Finančno posredništvo</b>	2006	69,8	47		31,5
	2007	101,8	78,5	129,3	37,4
	2008	145,7	113,3	82,2	26,2
	2009	87,6	63,2	-55,3	-19,8
	2010	98,3	77,5	29,7	5,6

Vir: AJPEŠ, preračuni UMAR.



Tabela 2: Nekateri kazalniki po različnih dejavnostih podjetij zasebnega sektorja, v obdobju 2007-2010

	A&B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	
2007	Prihodki od prodaje	14,2	12,1	14	45,1	43,9	8,9	28,8	14,5	37,4	29,5
	Dodana vrednosti	-1,8	4,9	12,2	2,8	25,9	10,3	16,9	13,5	69,6	27
	ROA	2,3	2,2	4,0	1,7	3,3	4,1	1,4	4,8	3,0	3,7
	Finančne obveznosti do bank v virih sredstev	29,2	16,5	24,9	10,2	26,5	30,6	28,4	22,6	73,8	39,2
	DR finančne obveznosti do bank v virih sredstev	16,5	7,5	11,3	7,7	8,5	15,5	22,1	14,8	58,9	19,6
	KR finančne obveznosti do bank v virih sredstev	12,7	9	13,6	2,5	18	15,1	6,3	7,8	14,9	19,6
2008	Prihodki od prodaje	16,7	13,1	1	8,7	12,4	12,3	10,3	3,7	26,2	15,9
	Dodana vrednosti	4	1,3	1,4	0,5	17,7	8,6	5,8	1,8	4,5	16,1
	ROA	-1,8	-1	2,3	1,4	2,3	1,6	-1,5	2,7	0,5	1,6
	Finančne obveznosti do bank v virih sredstev	32,6	19,9	28,2	12,3	27,8	33,4	33	26,2	73,8	40,9
	DR finančne obveznosti do bank v virih sredstev	19,6	9,1	12,1	9,4	7,1	14,7	23,4	15,8	57,9	19,6
	KR finančne obveznosti do bank v virih sredstev	13	10,8	16,1	2,9	20,7	18,8	9,6	10,3	15,9	21,3
2009	Prihodki od prodaje	-5,3	-6,4	-21	12	-20,5	-	-1,5	-	-	-
	Dodana vrednosti	7,2	2,7	-	-3,1	-15	-4,5	0,4	-	-	-
	ROA	-4	0,2	0,2	0,9	-0,2	1,6	-1,4	-1	-0,7	0,9
	Finančne obveznosti do bank v virih sredstev	33,9	23,1	28,8	12,6	29,8	31,6	33,9	25,6	73,9	38,8
	DR finančne obveznosti do bank v virih sredstev	20,1	12,4	13,3	9,6	9,6	13,9	23,8	17,6	53,5	19,2
	KR finančne obveznosti do bank v virih sredstev	13,8	10,7	15,5	3	20,2	17,7	10,1	8	20,4	19,6
2010	Prihodki od prodaje	-4,7	6,6	10,4	3,3	-14,6	-2,3	-3,4	4,1	5,6	5,7
	Dodana vrednosti	3,2	-2,5	4,3	9,1	-23,7	-5,6	-4,3	1,4	1,7	-
	ROA	-9,4	0,7	0,9	1,7	-4,3	0,04	-2,2	-5,8	-1,4	0,2
	Finančne obveznosti do bank v virih sredstev	39,9	23	29	15,7	34,3	33	35	27,1	74,8	37,8
	DR finančne obveznosti do bank v virih sredstev	18,8	12,8	14,3	11,7	11,2	14,9	24,6	17,8	56	21,6
	KR finančne obveznosti do bank v virih sredstev	21,1	10,2	14,7	4	23,1	18,1	10,4	9,3	18,8	16,3

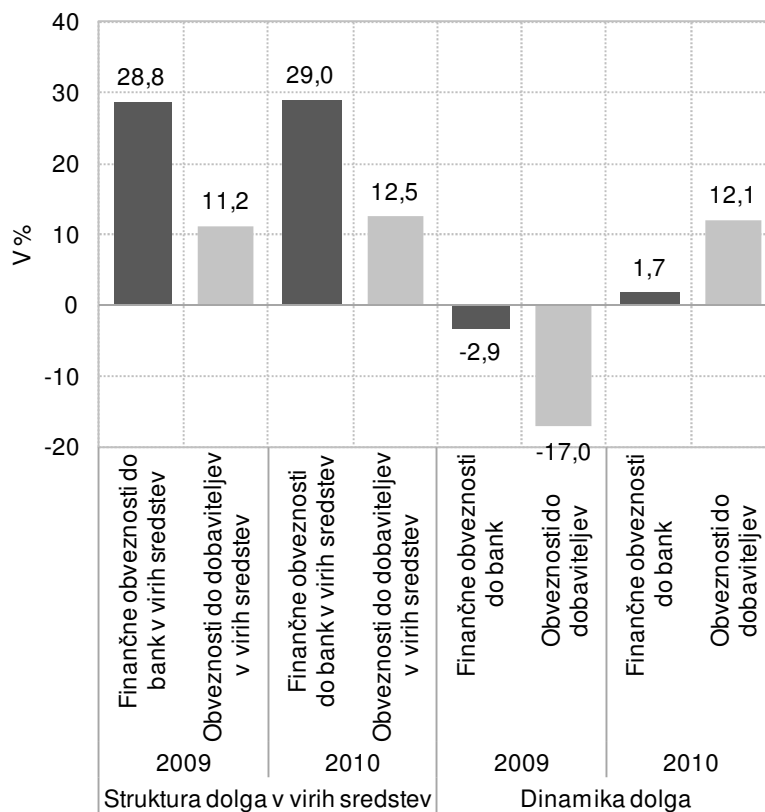
Vir: AJPES, preračuni UMAR. Opomba: SKD 2002: A&B: Kmetijsko-ribiška dejavnost; C: Rudarstvo; D: Predelovalne dejavnosti; E: Energetika; F: Gradbeništvo; G: Trgovina, popravila motornih vozil in izdelkov široke porabe; H: Gostinstvo; I: Promet, skladiščenje in zveze; J: Finančno posredništvo in K: Poslovanje z nepremičninami, najem in poslovne storitve; DR: dolgi rok; KR: kratki rok

### 2.3.1. Predelovalne dejavnosti

*V predelovalnih dejavnostih je delež zadolževanja prek bank v celotnem obdobju konstantno naraščal, vendar se je rast v zadnjih letih močno umirila.*

Bančno zadolževanje oziroma finančne obveznosti podjetij predelovalnih dejavnosti do bank so se v obdobju pred krizo še krepile, z nastopom krize leta 2009 so padle za 3 % in se nato v letu 2010 ponovno okrepile za 2 %. Delež zadolževanja prek dobaviteljev pa je bil za več kot polovico manjši in se je v celotnem obdobju gibal okoli 13 %. Kriza je najprej prizadela predelovalne dejavnosti, ki so med vsemi dejavnostmi najbolj izvozno orientirane, obseg prihodkov od prodaje pa se je v letu 2009 znižal za dobro petino. Skromna proizvodna aktivnost in omejen denarni tok podjetij predelovalnih dejavnosti sta tako po naši oceni na strani povpraševanja ob kapitalski podhranjenosti podjetij pomembnejša razloga za umirjanje zadolževanja teh podjetij prek bank.

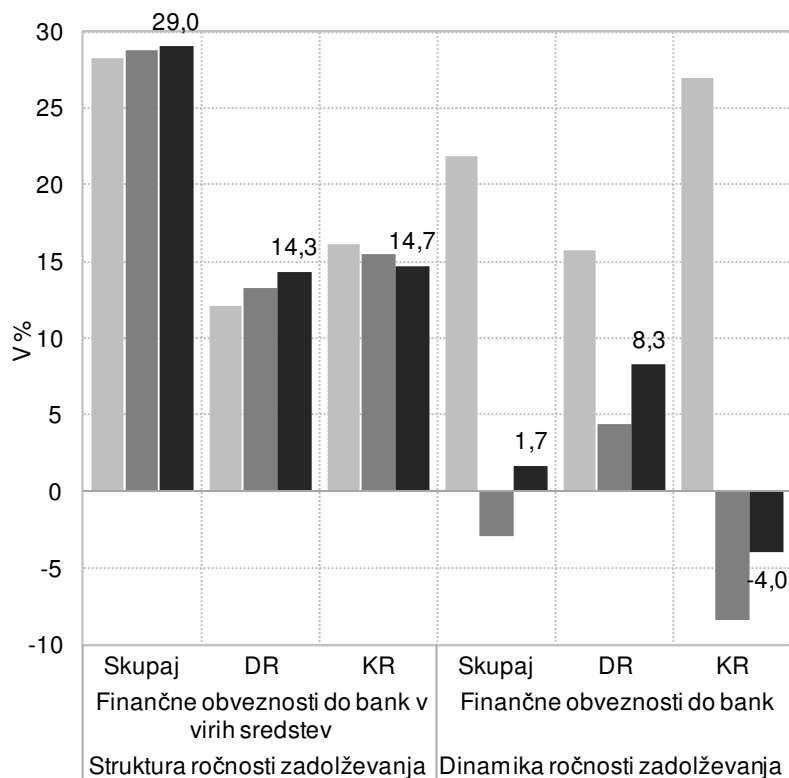
Slika 16: Struktura dolga v virih sredstev in dinamika dolga podjetij predelovalnih dejavnosti, v obdobju 2009-2010



Vir: AJPES, preračuni UMAR.

**Struktura ročnosti zadolževanja se je s krizo začela spreminjati.** Za podjetja predelovalnih dejavnosti je bil v celotnem obdobju značilen višji delež kratkoročnega zadolževanja, kar je po naši oceni tudi posledica tega, da so se v tem sektorju podjetja v veliki meri zadolževala za financiranje tekočega poslovanja. To se je z letom 2009 začelo spreminjati, saj je obseg kratkoročnega zadolževanja tudi zaradi manjšega obsega poslovanja padel, to pa se je nadaljevalo tudi v letu 2010, ko sta se deleža dolgoročnega in kratkoročnega zadolževanja skoraj izenačila.

Slika 17: **Struktura in dinamika ročnosti zadolževanja podjetij predelovalnih dejavnostih, v obdobju 2008-2010**

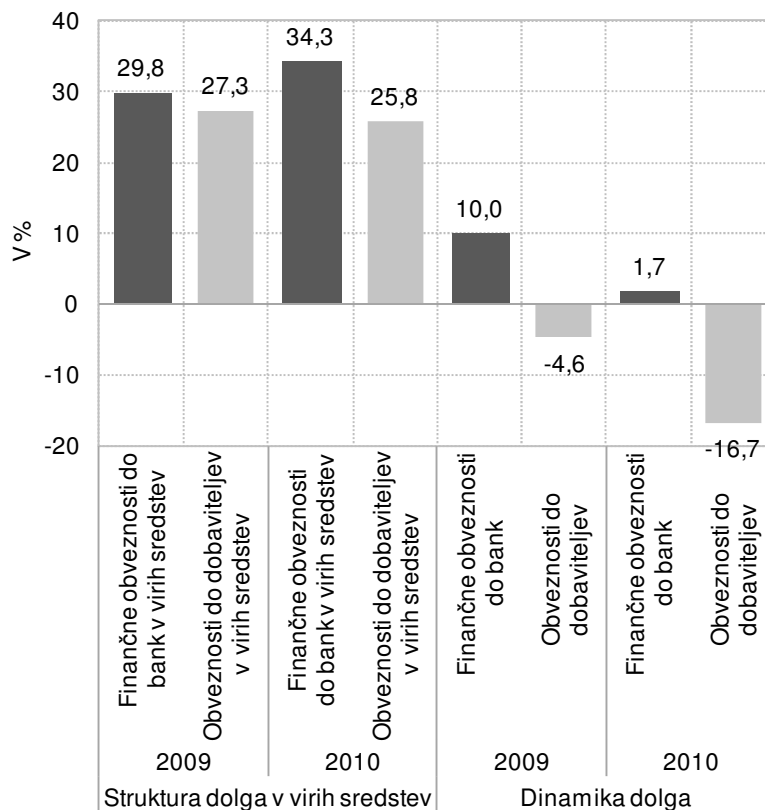


Vir: AJPES, preračuni UMAR.

### 2.3.2. Gradbeništvo

**Delež bančnega zadolževanja v gradbeništvu se je v obdobju 2006-2010 povečeval in je leta 2010 dosegal približno tretjino virov sredstev.** Z nastopom krize je postalo zadolževanje prek bank pomembnejše od zadolževanja prek dobaviteljev, kar je po naši oceni tudi posledica skromne aktivnosti v tej dejavnosti. Gradbena podjetja se v primerjavi z ostalimi dejavnostmi precej več zadolžujejo tudi prek dobaviteljev<sup>20</sup>.

<sup>20</sup> K temu je po naši oceni delno prispevala tudi plačilna nedisciplina, ki je v tej dejavnosti zelo visoka.

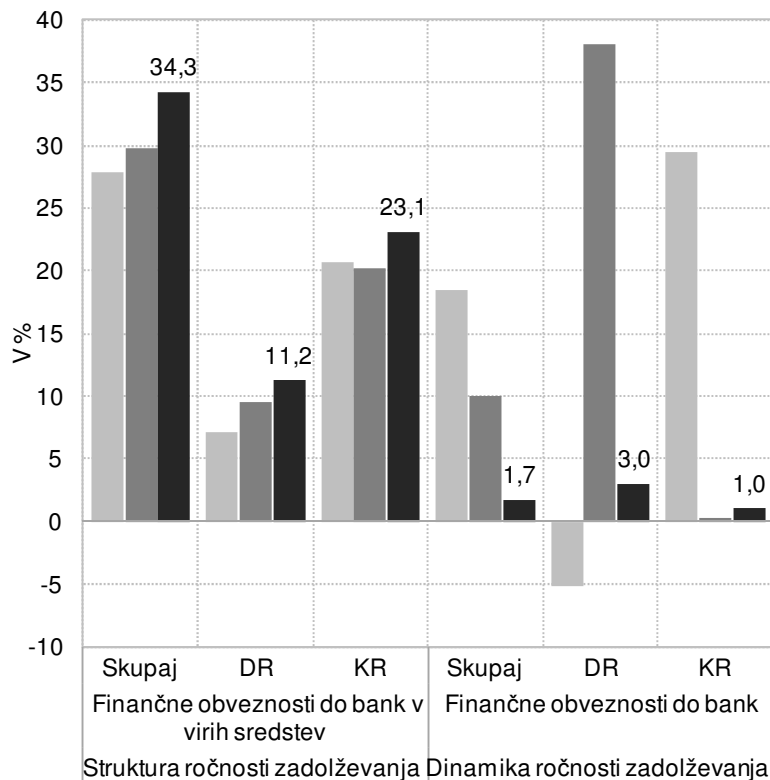
**Slika 18: Struktura dolga v virih sredstev in dinamika dolga podjetij v gradbeništvu, v obdobju 2009-2010**

Vir: AJPES, preračuni UMAR.

**Skladno z rastjo deleža bančnega zadolževanja je tudi razmerje med deležem finančnih odhodkov iz posojil prejetih od bank in prihodki podjetij v celotnem opazovanem obdobju (2006-2010) naraščalo.** Do največjega porasta je prišlo v letu 2008, ko so finančni odhodki iz posojil prejetih od bank beležili kar 61-odstotno rast. V času krize so se ti sprva znižali (za skoraj 6 %), v letu 2010 pa so se ponovno nekoliko okrepili (za 3 %).

**Gradbeništvo je edina izmed izpostavljenih dejavnosti, ki se ji je v obdobju krize obseg finančnih obveznosti do bank povečal, in sicer za več kot desetino.** Ocenjujemo, da je to posledica nadaljnjega refinanciranja kreditov podjetij v gradbeništvu, čeprav je postajalo vedno bolj očitno, v kako slabi poslovni kondiciji so se znašla. Struktura ročnosti zadolževanja se s krizo ni bistveno spremenila, tako da še naprej prevladujejo kratkoročni krediti, kljub temu, da so se v zadnjih letih tudi v tej dejavnosti krepili dolgoročni krediti.

**Slika 19: Struktura in dinamika ročnosti zadolževanja podjetij v gradbeništvu, v obdobju 2008-2010**

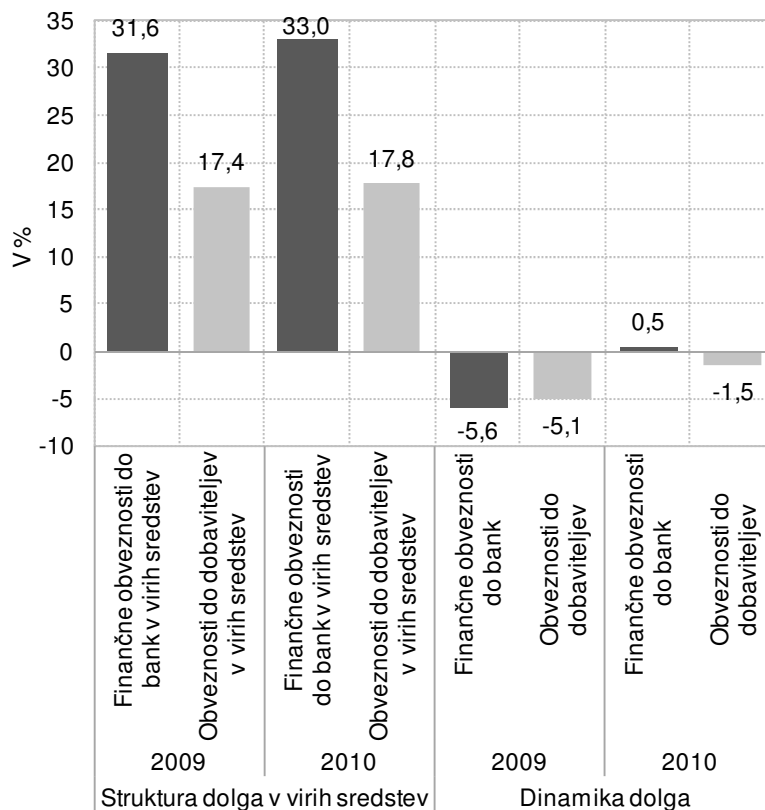


Vir: AJPES, preračuni UMAR.

### 2.3.3. Trgovina in popravila motornih vozil

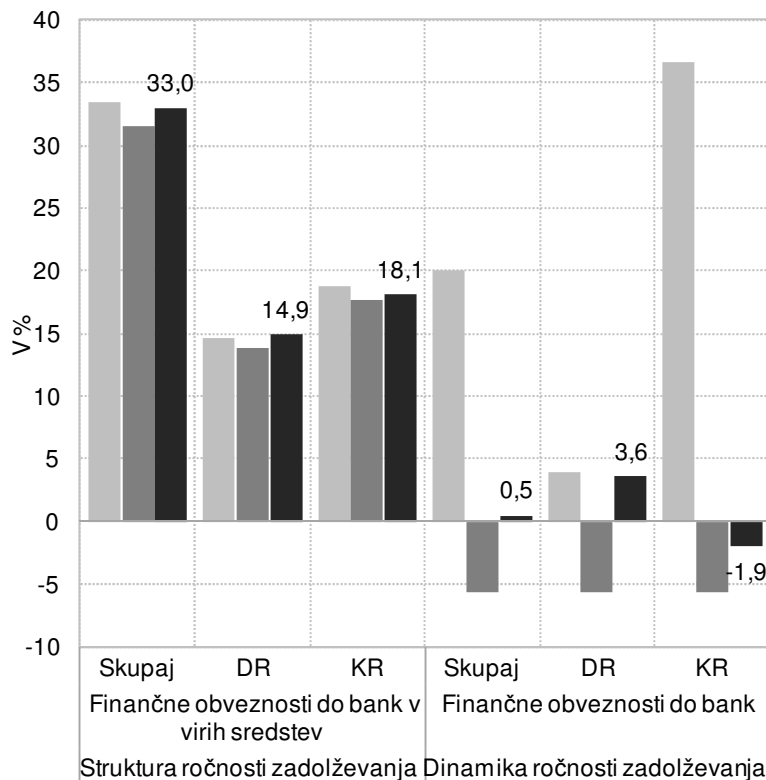
**Delež finančnih obveznosti do bank se je v obdobju krize, od vseh izpostavljenih panog, nekoliko znižal edino v dejavnosti trgovina in popravila motornih vozil (v nadaljevanju trgovina).** Padec obsega finančnih obveznosti do bank je bil v letu 2009 v primerjavi z ostalimi panogami največji (skoraj 6 %), medtem ko je bila v letu 2010 rast precej skromna. Delež zadolževanja prek dobaviteljev pa je bil v povprečju celotnega obdobja 19-odstoten in se je v obdobju krize zmanjšal.

Slika 20: Struktura dolga v virih sredstev in dinamika dolga v podjetjih dejavnosti trgovina in popravila motornih vozil, v obdobju 2009-2010



Vir: AJPES, preračuni UMAR.

**Razmerje med finančnimi odhodki iz finančnih obveznosti in prihodki od prodaje se v obdobju krize ni znižalo, po tem ko je pred krizo (2006-2008) stalno naraščalo.** To je posledica večjega deleža finančnih odhodkov za posojila prejetih od družb v skupini in finančnih odhodkov od drugih obveznosti, medtem ko se je delež finančnih odhodkov od posojil prejetih od bank le nekoliko znižal. Tudi v trgovini se je spreminjala struktura ročnosti zadolževanja, vendar je bila glede na druge dejavnosti drugačna. V obdobju pred krizo sta bila deleža kratkoročnega in dolgoročnega zadolževanja podobna (glej Tabelo 2), nato pa se je v letu 2008 struktura spremenila v prid kratkoročnega zadolževanja.

**Slika 21: Struktura in dinamika ročnosti zadolževanja v podjetjih dejavnosti trgovina in popravila motornih vozil, v obdobju 2008-2010**

Vir: AJPES, preračuni UMAR.

### 2.3.4. Zadolževanje po dejavnostih pri bankah v letu 2011<sup>21</sup>

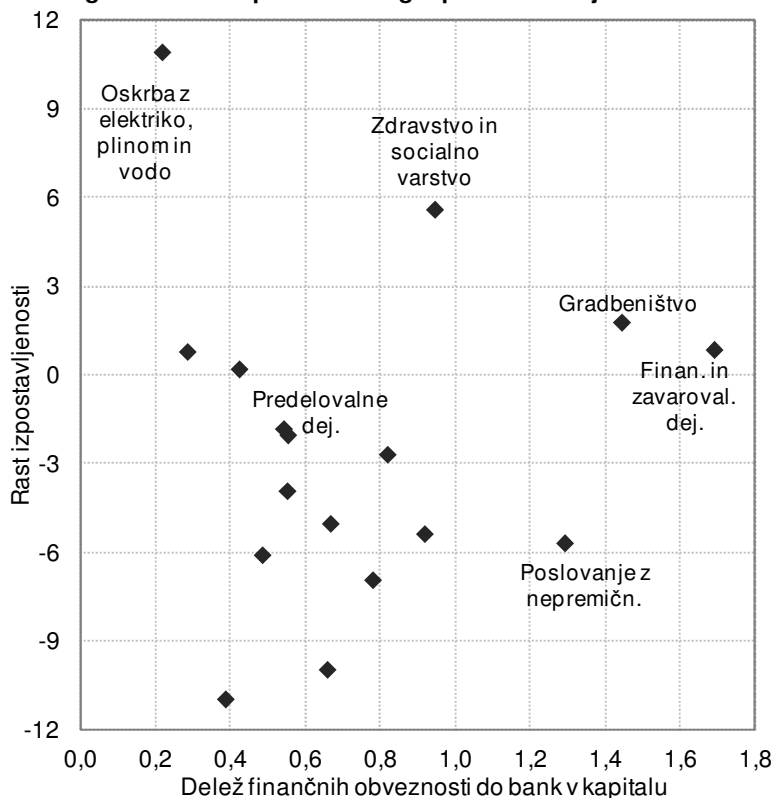
**Izpostavljenost slovenskega bančnega sistema do slovenskega gospodarstva se je krepila tudi v letu 2011, a je bil prirast za skoraj štiri petine nižji kot v letu 2010.** Obseg izpostavljenosti do vseh gospodarskih dejavnosti skupaj se je tako povečala za 250 mio EUR. Banke so še vedno naklonjene financiranju predvsem najmanj tveganih dejavnosti. Tako je prirast celotne izpostavljenosti v veliki meri posledica okrepljenega zadolževanja dejavnosti javne uprave, obrambe in obvezne socialne varnosti. Ministrstvo za finance je namreč zaradi omejenega dostopa do finančnih virov na mednarodnih finančnih trgih doma izdalo zakladne menice v višini dobrih 900 mio EUR. Ocenjujemo, da so te zakladne menice pretežno kupile slovenske banke, saj se je v tem mesecu obseg dolžniških vrednostnih papirjev izdanih s strani domačih nebančnih sektorjev okrepil kar za dobrih 850 mio EUR. Brez zadolževanja državnega sektorja bi se tako izpostavljenost do ostalih gospodarskih dejavnosti zmanjšala za skoraj 540 mio EUR. Banke so zmanjševale izpostavljenost do večine ostalih gospodarskih dejavnosti, nekoliko se je povečala le izpostavljenost do dejavnosti oskrbe z elektriko, plinom ter vodo, finančnega posredništva<sup>22</sup>. Precej presenetljivo pa je, da se še vedno krepi tudi obseg izpostavljenosti do gradbeništva. Ta se je v letu 2011 povečala za dobrih

<sup>21</sup> Za opis gibanj po dejavnostih v letu 2011 so podatki razvrščeni po SKD 2008 in niso v celoti primerljivi s podatki, uporabljenimi v analizi na prejšnjih straneh.

<sup>22</sup> Predvsem zavarovalništva, ki je med najmanj zadolženimi panogami v slovenskem gospodarstvu.

60 mio EUR, kar sicer dosega manj kot četrtno krepitve iz leta 2010. To je po naši oceni lahko tudi posledica tega, da predvsem tisti največji dolžniki iz te dejavnosti še povečujejo zamude, saj delež zamud daljših od 90 dni v gradbeništvu dosega skoraj 50-odstotno raven, medtem ko je kreditiranje gradbeništva po naši oceni kljub temu izredno skromno.

**Slika 22: Delež finančnih obveznosti do bank in rast izpostavljenosti slovenskega bančnega sistema do posameznih gospodarskih dejavnosti**



Vir: BS, AJPES, preračuni UMAR.

**V večini gospodarskih dejavnosti pa so banke še naprej zmanjševale obseg izpostavljenosti.** Že tretje leto zapored se je zniževala izpostavljenost do trgovine, ki je bila lani za dobrih 240 mio EUR manjša kot leto pred tem<sup>23</sup>. Tokrat pa se je občutno (za 132,9 mio EUR) znižala tudi izpostavljenost do dejavnosti transporta in skladiščenja. Že drugo leto zapored se zmanjšuje izpostavljenost do predelovalnih dejavnosti, ki je bila nižja za dobrih 120 mio EUR, kar je za dobrih 35 % večji upad kot leta 2010. Zniževanje izpostavljenosti pa je tudi lani bilo v veliki meri posledica zmanjševanja izpostavljenosti do tehnološko zahtevnejših panog kot sta kemična industrija in proizvodnja računalniških, elektronskih, optičnih izdelkov in električnih naprav, med ostalimi skupinami v predelovalnih dejavnosti pa se je močneje znižala izpostavljenost tudi do proizvodnje tekstilij, oblačil, usnja in usnjenih izdelkov.

## 2.4. Finančna struktura podjetij

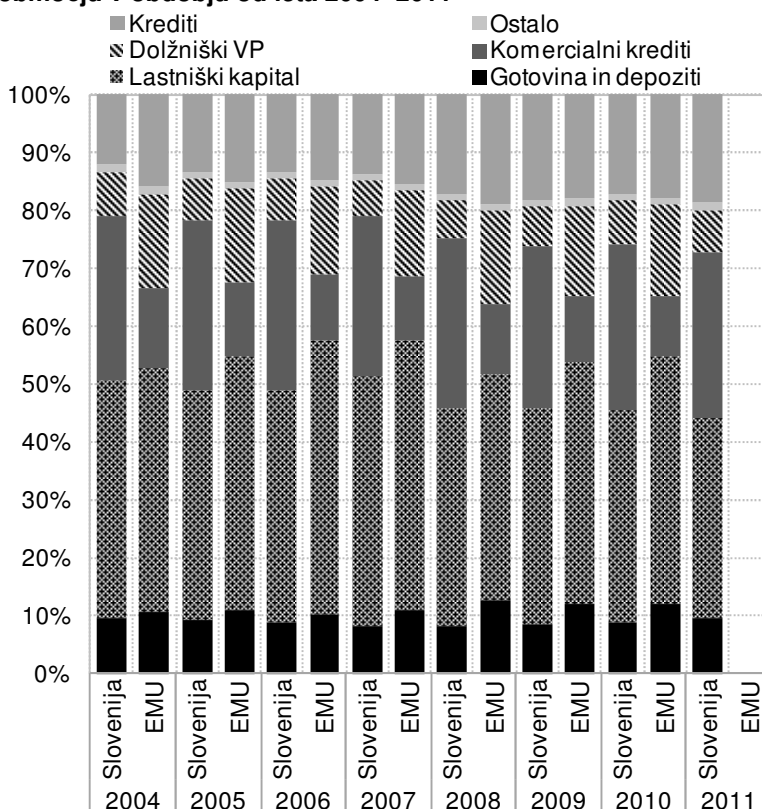
**Slovenska podjetja in NFI ostajajo v primerjavi s povprečjem evrskega območja še vedno finančno podhranjena.** Obseg finančnih sredstev podjetij in NFI v

<sup>23</sup> Od konca leta 2008 pa se je izpostavljenost te dejavnosti znižala za več kot 530 mio EUR.



Sloveniji dosega le slabih 60 % finančnih obveznosti, medtem ko je v EMU ta 80-odstoten. Slovensko gospodarstvo ima nadpovprečen delež manj likvidnih finančnih sredstev, kot so npr. komercialni krediti, kar ob visoki plačilni nedisciplini še dodatno duši njegovo likvidnost. Medtem ko je na drugi strani delež gotovine in dolžniških vrednostnih papirjev, ki so ob delujočem trgu kapitala ena izmed bolj likvidnih naložb, precej nižji kot v povprečju v državah članicah EMU.

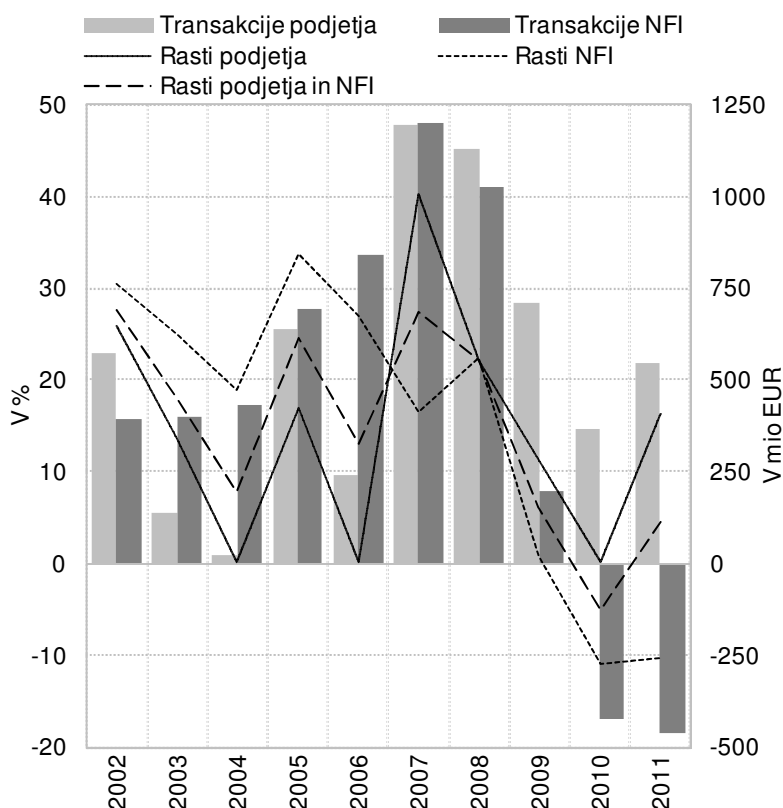
**Slika 23: Struktura finančnih sredstev podjetij in NFI v Sloveniji in evrskem območju v obdobju od leta 2004–2011**



Vir: BS, Eurostat, preračuni UMAR.

**Obseg finančnih sredstev podjetij in NFI v Sloveniji se je v letu 2011 skrčil za dobre 3 %.** K upadu je največ prispevala za 8,4 % nižja vrednost lastniškega kapitala, kar je po naši oceni predvsem posledica negativnih gibanj na kapitalskem trgu. Občutneje pa so se znižale tudi druge terjatve, kamor spadajo trgovinski krediti in avansi. To pa je po naši oceni deloma tudi posledica umirjanja proizvodne aktivnosti slovenskega gospodarstva. Lahko pa je tudi posledica tega, da so podjetja del terjatev zaradi slabe likvidnosti slovenskega gospodarstva uvrstila med kredite in tudi pretvorila v lastniške deleže, saj sta se ti dve vrsti finančnih sredstev v preteklem letu okrepili.

**Slika 24: Medletne stopnje rasti kreditov podjetij in NFI med finančnimi sredstvi**



Vir: BS, Eurostat, preračuni UMAR.

**Na strani finančnih sredstev podjetij in NFI se je najmočneje okrepljen obseg posojil, in sicer po naši oceni predvsem na račun večjega izposojanja med podjetij.** Podjetja so ob omejenem bančnem financiranju nekoliko okreplila medsebojno financiranje. Obseg stanja kreditov podjetij se je tako okrepljen za dobrih 15 %. Dobra polovica prirasta je posledica kreditnih transakcij, oziroma dejanskega večjega zadolževanja, medtem ko je ostalo posledica vrednostnih sprememb<sup>24</sup>.

#### 2.4.1. Struktura virov financiranja

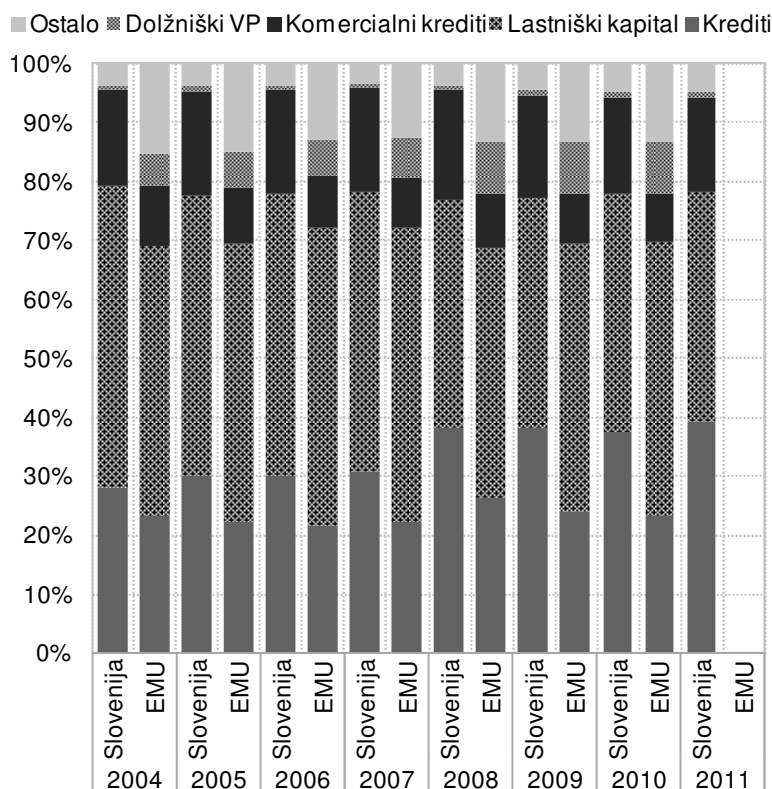
**Struktura virov financiranja slovenskih podjetij se je v letu 2011 precej poslabšala.** Obseg finančnih obveznosti slovenskih podjetij in NFI je tako upadel za 3,1 %, oziroma za 3,3 mrd EUR. Skorja tri četrtine upada gre pripisati upadu vrednosti delnic<sup>25</sup>, medtem ko se je drug lastniški kapital sicer nekoliko okrepljen (za dobrih 370 mio EUR), kar pa še zdaleč ni bilo dovolj, da bi nadomestilo upad delniškega kapitala. Tako je v veliki meri upadal le obseg dolgoročnejših virov financiranja, medtem ko je bil upad kratkoročnejših virov nižji in v veliki meri posledica nižjega obsega drugih obveznosti, in sicer predvsem trgovinskih kreditov in avansov. Precej presenetljivo pa je, da se je obseg posojil podjetij in NFI v preteklem letu povečal za približno 370 mio EUR, saj podatki Banke Slovenije kažejo, da se je obseg bančnih kreditov podjetij in NFI v tem obdobju skrčil za skoraj eno mrd EUR. Kot smo omenili v prejšnjem podpoglavju, pa ocenjujemo, da se je v preteklem letu

<sup>24</sup> Slovenske železnice so se razdelile na potniški promet, infrastrukturo in tovorni promet, posojila ki so jih imele Slovenske železnice do bank so se potem razdelila med ta podjetja kot posojila Slovenskih železnic do hčerinskih družb, kar je bilo prikazano med vrednostnimi spremembami.

<sup>25</sup> Tistih, ki kotirajo in tistih, ki ne kotirajo na borzi.

poleg tujega okrepilo tudi medpodjetniško financiranje, ki tako vsaj deloma nadomešča izpad domačega bančnega financiranja in s tem blaži likvidnostne težave slovenskih podjetij.

**Slika 25: Struktura finančnih obveznosti podjetij in NFI v Sloveniji in evrskem območju v obdobju od leta 2004–2011**



Vir: BS, Eurostat, preračuni UMAR.

#### 2.4.2 Tuji viri financiranja podjetij

Z vidika financiranja podjetij so v bilanci stanja mednarodnih naložb pomembne obveznosti 'ostalih sektorjev' kamor spadajo podjetja in tiste obveznosti bank do tujine, ki so potencialno vir kreditiranja podjetij; to so dolžniški vrednostni papirji (obveznice in zadolžnice), posojila, gotovina in vloge ter ostale obveznosti (Tabela 3). Obseg in trende tujih virov financiranja podjetij analiziramo s pomočjo analize obveznosti Stanja mednarodnih naložb Slovenije v razdobju 2002 do 2011.

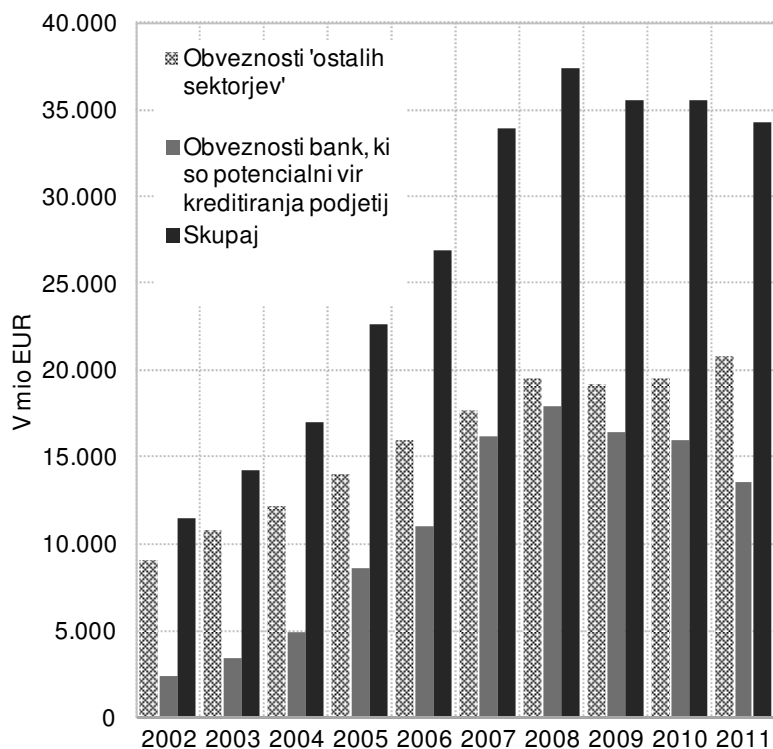
**Tabela 3: Obveznosti 'ostalnih sektorjev' in tiste obveznosti bank, ki so vir kreditiranja podjetij v bilanci Stanja mednarodnih naložb Slovenije – obveznosti po spremenljivkah v 2002-2011, v mio EUR**

V mio EUR	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>OBVEZNOSTI 'OSTALIH SEKTORJEV' - Skupaj</b>	9052,6	10731,9	12101,5	13974,8	15902,7	17707,6	19489,4	19159,6	19498,5	20730,5
<b>NEPOSREDNE INVESTICIJE V SLOVENIJI</b>	3308,6	4367,5	4871	5427,9	5795,8	8547,1	9787,2	9053,5	9342,5	10172,1
Lastniški kapital in reinvestirani dobički	2974,2	3917,7	4301,6	4901,7	5256,7	5558	6023,7	5955,9	6068,9	6230
Neto obveznosti do povezanih družb	334,4	449,8	569,4	526,2	539,1	2989,1	3763,5	3097,6	3273,6	3942,1
<b>INVESTICIJE V VREDNOSTNE PAPIRJE</b>	96,4	233,7	185,9	274,6	620,8	1215,6	544,3	849,4	894	869
Lastniški vrednostni papirji	74,8	205,4	176,2	261,3	604,1	1209,4	540,5	578,3	643,9	628,4
Dolžniški vrednostni papirji - Obveznice in zadolžnice	21,6	28,3	9,7	13,3	16,7	6,2	3,8	271,1	250,1	240,6
<b>KOMERCIALNI KREDITI</b>	1730,3	1693,5	1878,9	2855,2	3337	3855,5	4018,7	3429,4	3748,3	3931,1
<b>POSJILA</b>	3831,7	4346,8	5063,8	5319,5	5980,9	4057,9	5102,5	5693,7	5379,6	5610,2
<b>OSTALE OBVEZNOSTI</b>	85,6	90,4	101,9	97,6	168,2	31,5	36,7	133,6	134,1	148,1
<b>OBVEZNOSTI BANK, KI SO POTENCIALNI VIR KREDITIRANJA PODJETIJ - Skupaj</b>	2425	3445,4	4854,4	8643	11019,1	16216,4	17886,5	16414,2	16013,2	13557,7
Dolžniški vrednostni papirji - Obveznice in zadolžnice	19,6	33,4	221,4	336,3	331,8	352,7	436,9	2033	2771,7	2567,8
Posojila	1633	2284,3	3255,5	5929,6	7354,6	11374,9	12704,7	9740,2	9127	7678,2
Gotovina in vloge	662,3	1063,6	1286,8	2312,6	3286,5	4450	4701,3	4621,8	4106,4	3307,5
Ostale obveznosti	110,1	64,1	90,7	64,5	46,2	38,8	43,6	19,2	8,1	4,2
<b>SKUPAJ</b>	11477,6	14177,3	16955,9	22617,8	26921,8	33924	37375,9	35573,8	35511,7	34288,2

Vir: BS.

**Skupen, dejanski in potencialni (preko bank) obseg tujih virov financiranja podjetij se je do leta 2008 izrazito hitro povečeval (v razdobju 2002-2008 se povečal za skoraj 3,3-krat), potem pa se je zmanjšal.** Do zmanjšanja je prišlo izključno zaradi zmanjšanja kreditiranja bank iz naslova tujih virov financiranja, medtem ko so se neposredni tuji viri financiranja podjetij še naprej povečevali, seveda ob močno zmanjšani dinamiki. Skupen znesek neposrednih tujih virov financiranja podjetij, ki se odraža v obveznostih 'ostalnih sektorjev' do tujine je v razdobju 2002 do 2008 stalno rasel, v letu 2009 sicer rahlo padel in potem spet narasel, kar kaže na to, da podjetja še vedno pridobivajo vire financiranja tudi iz tujine. Drugačna je slika tistih obveznosti bank do tujine, ki predstavljajo potencialni vir kreditov za podjetja. Te obveznosti so se po hitri rasti do leta 2008 začele zmanjševati, kar pomeni da se ta potencialni vir financiranja podjetij zmanjšuje. Do drastičnega zmanjšanja je prišlo tudi v letu 2011, ko so se tuji viri financiranja podjetij že precej okrepili. Torej skupen, dejanski in potencialni obseg tujih virov financiranja podjetij se je po letu 2008 zmanjšal izključno zaradi zmanjšanja tistega dela tujih virov financiranja, ki prihaja v podjetja s posredovanjem bank, medtem ko se je neposredno tuje financiranje podjetij še naprej povečevalo, še posebej v letu 2011 (Slika 26).

Slika 26: **Obveznosti 'ostalnih sektorjev' in tiste obveznosti bank, ki so potencialni vir kreditiranja podjetij v bilanci Stanja mednarodnih naložb Slovenije v 2002-2011 - Skupaj**



Vir: BS.

**Med neposrednimi tujimi viri financiranja podjetij so najpomembnejše neposredne investicije iz tujine (NTI), ki jim sledijo posojila.** Konec leta 2011 so NTI predstavljale 49,1 % vseh tujih virov financiranja 'ostalnih sektorjev', pri čemer je 30,1 % odpadlo na lastniški kapital in reinvestirane dobičke, preostalih 19,0 % pa na neto obveznosti slovenskih podružnic do svojih matičnih podjetij iz naslova medsebojnega kreditiranja povezanih družb. Naslednjih 27,1 % je odpadlo na posojila in 19,0 % na komercialne kredite. Le skromnih 4,2 % tujega financiranja se nanaša na investicije v vrednostne papirje, 3,0 % na lastniške, 1,2 % pa na dolžniške vrednostne papirje (Tabela 4). Če bi podatkom o neposrednih tujih virih financiranja podjetij prišteli še tiste, ki prihajajo v podjetja s posredovanjem domačih bank, potem so posojila seveda dominantna oblika prilivov tujih virov financiranja v podjetja.

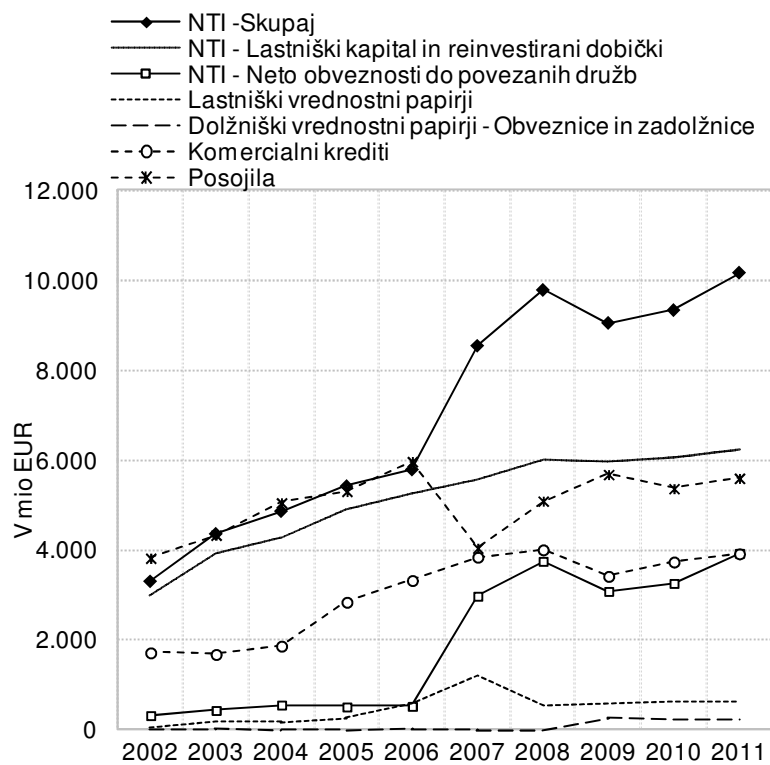
**Tabela 4: Stanje mednarodnih naložb 'ostalnih sektorjev' Slovenije - obveznosti po spremenljivkah konec leta 2011**

	Mio EUR	%
<b>OBVEZNOSTI 'OSTALIH SEKTORJEV' – Skupaj</b>	20730,5	100,0%
<b>NEPOSREDNE INVESTICIJE V SLOVENIJI</b>	10172,1	49,1%
<b>Lastniški kapital in reinvestirani dobički</b>	6230	30,1%
<b>Neto obveznosti do povezanih družb</b>	3942,1	19,0%
<b>INVESTICIJE V VREDNOSTNE PAPIRJE</b>	869	4,2%
<b>Lastniški vrednostni papirji</b>	628,4	3,0%
<b>Dolžniški vrednostni papirji - Obveznice in zadolžnice</b>	240,6	1,2%
<b>KOMERCIALNI KREDITI</b>	3931,1	19,0%
<b>POSOJILA</b>	5610,2	27,1%
<b>OSTALE OBVEZNOSTI</b>	148,1	0,7%

Vir: BS.

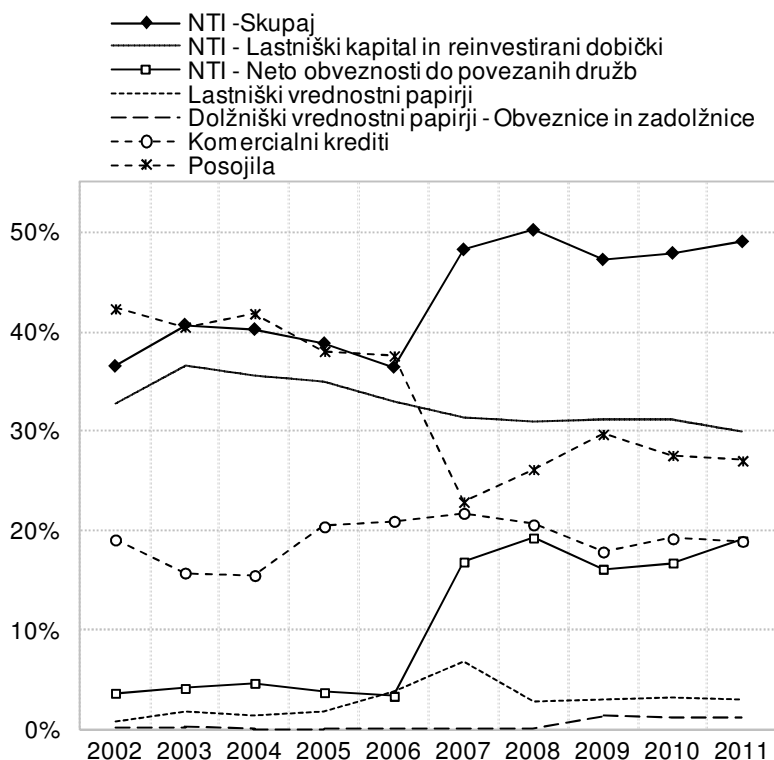
**V času krize se je med vsemi oblikami tujih virov financiranja 'ostalnih sektorjev' najbolje obnesel lastniški kapital v NTI, tudi neto obveznosti do povezanih družb in komercialni krediti so po padcu že presegle predkrizno raven.** Vrednost dolžniških vrednostnih papirjev se je v letu 2009, torej v obdobju krize, izrazito povečala, vendar je bilo to povečanje enkratno in ostaja na skromni ravni. Najslabše so se v krizi obnesla posojila in lastniški vrednostni papirji. Po zelo hitrem in drastičnem padcu – posojila v letu 2007 in lastniški vrednostni papirji v letu 2008 – se še do danes niso opomogli in ostajajo pod predkrizno ravni. Sliki 27 in 28 prikazujeta trende v vrednosti in strukturi obveznosti 'ostalnih sektorjev' do tujine. Najočitnejša značilnost vrednosti tokov v Sliki 27 je izrazito povečanje stanja obveznosti iz naslova NTI po letu 2006. To povečanje, ki gre le v zelo majhni meri na račun povečanja vrednosti lastniškega kapitala in reinvestiranih dobičkov, je predvsem posledica povečanja neto obveznosti slovenskih podružnic do povezanih družb, oziroma povečanja znotraj podjetniškega kreditiranja slovenskih podružnic. Do tega povečanja ja prišlo v prvi vrsti zaradi metodološke spremembe, ki je statistično spremljanje tega medsebojnega kreditiranja od matične družbe razširila na vsa podjetja znotraj sistema matične družbe. Vrednost posojil je z letom 2007 izrazito padla in se še do danes ni vrnila na predkrizno raven. Obseg komercialnih kreditov in neto obveznosti do povezanih družb sta se zmanjšala še le v letu 2009 in sta se do danes že vrnila na predkrizne ravni. Vrednosti lastniških in dolžniških vrednostnih papirjev vseskozi ostajata na skromnih ravneh, pri čemer pa se je vrednost lastniških papirjev z letom 2008 drastično znižala in ostaja nekje na ravni polovice vrednosti iz leta 2007, vrednost dolžniških vrednostnih papirjev pa se je precej povečala v letu 2009, po tistem pa ostaja nespremenjena (Slika 27).

**Slika 27: Vrednost obveznosti 'ostalih sektorjev' v bilanci Stanja mednarodnih naložb Slovenije - obveznosti po spremenljivkah v 2002-2011**



Vir: BS.

**Slika 28: Struktura obveznosti 'ostalih sektorjev' v bilanci Stanja mednarodnih naložb Slovenije - obveznosti po spremenljivkah v 2002-2011**



Vir: BS.

**Osnovna značilnost tujih virov financiranja podjetij v Sloveniji je, da je obseg neposrednega tujega financiranja podjetij v letu 2011 že precej presegel predkrizno raven, za njo zastajajo le še tuja posojila.** Na drugi strani pa so še daleč za predkrizno ravnijs tiste obveznosti bank do tujine, ki predstavljajo potencialni vir kreditiranja podjetij, torej predvsem tisti tuji viri financiranja, ki so jih dobivala s posredovanjem domačih bank. Kljub tako divergentnemu gibanju vrednosti posameznih oblik tujih virov financiranja podjetij pa - ob upoštevanju vpliva metodološke spremembe v spremljanju medsebojnega kreditiranja povezanih družb v okviru NTI, ki ne le povečuje delež te komponente temveč tudi zmanjšuje deleže ostalih komponent - struktura teh virov vseskozi ostaja relativno stabilna (Slika 28).

### 3. Bančni viri

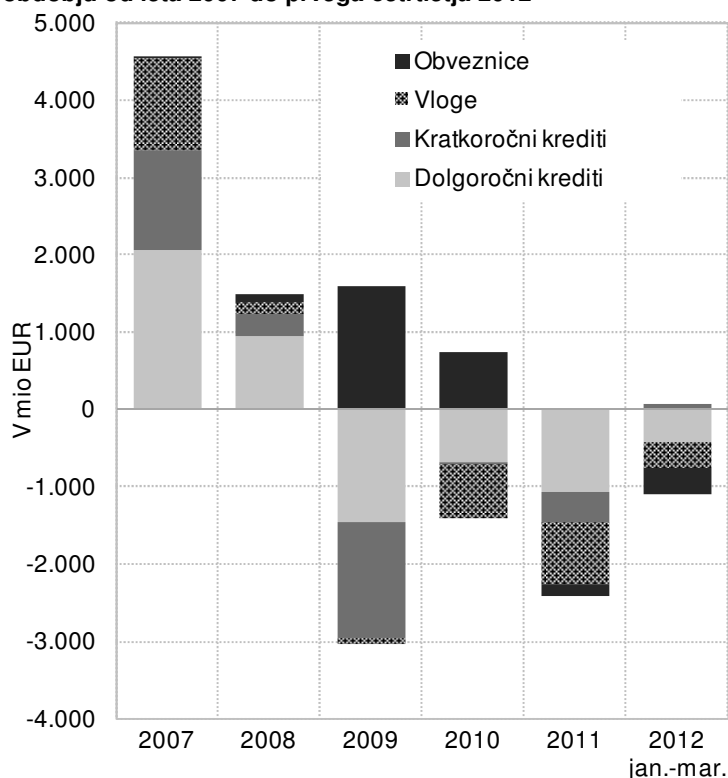
**Ponudba bančnih virov se je z zaostrovanjem dolžniške in finančne krize krčila tudi v letu 2011.** Bilančna vsota slovenskega bančnega sistema se je že drugo leto zapored skrčila, in sicer tokrat za 1,5 mrd EUR, na 48,8 mrd EUR, kar je bil največji upad doslej. Še večji upad pa je preprečila ECB, ki je ob koncu leta ponovno sprejela sveženj nestandardnih ukrepov, med katerimi sta bili najpomembnejši dve operaciji dolgoročnejšega refinanciranja s triletno ročnostjo. Slovenske banke so si tako že na prvi avkciji zagotovile za skoraj 900 mio EUR sredstev. Na drugi strani pa so se leta 2011, ko ni bilo več v veljavi državnih jamstev za zadolževanje bank v tujini, močno okrepila neto odplačila tujih obveznosti. Vloge države so lani sicer beležile neto prilive, a so ti bili precej skromni, prav tako pa so se umirjali tudi prilivi vlog gospodinjstev v banke.



### 3.1. Tuji viri

**Domače banke so lani močno okrepile neto odplačevanje tujih obveznosti<sup>26</sup>.** Neto odplačila so znašala 2,4 mrd EUR in so bila višja kot v letih 2009 in 2010 skupaj. Pretežen del neto odplačil predstavljajo odplačila tujih kreditov, ki so bila na ravni 1,5 mrd EUR, kar je skoraj dvakrat toliko kot leta 2010, skoraj tri četrtine tega pa so predstavljala neto odplačila dolgoročnih kreditov. Manjša neto odplačila kot v letu 2010 so beležile le tuje bančne vloge.

**Slika 29: Neto tokovi tujih virov financiranja v slovenskem bančnem sistemu v obdobju od leta 2007 do prvega četrletja 2012**



Vir: BS.

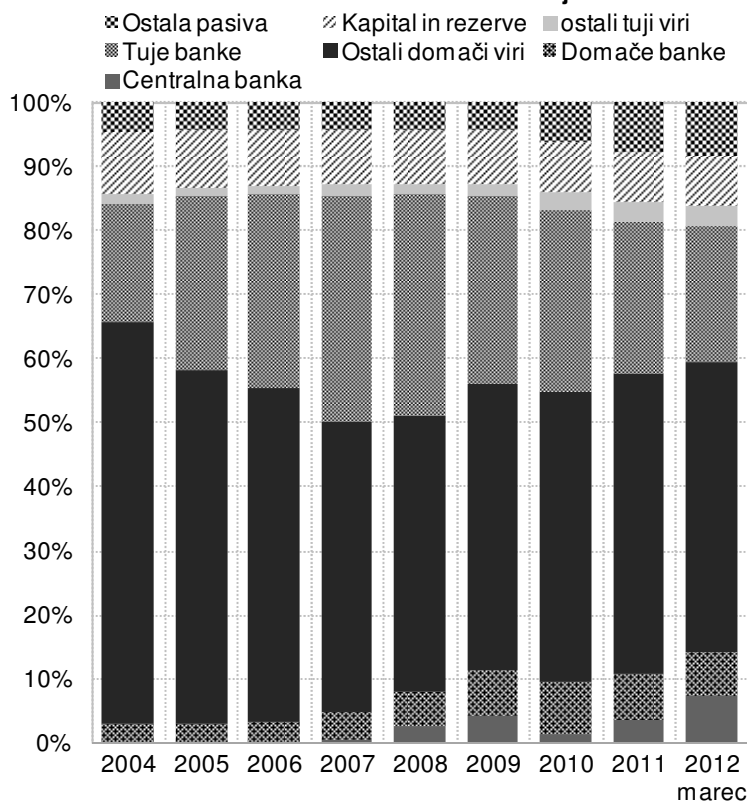
**Po tem ko se je v letih 2009 in 2010 del zapadlih tujih obveznosti refinanciral z izdajo obveznic z državnim jamstvom, tovrstnega zadolževanja lani ni bilo več.** Z izdajo obveznic se je zadolžila le še SID banka, in sicer v višini 350 mio EUR, za katero država jamči po Zakonu o slovenski izvozni in razvojni banki (ZSIRB, Ur. l. RS, št. 56/2008), medtem ko so banke lani zadolženost z obveznicami zmanjševale. Celotna neto odplačila so tako znašala 162,1 mio EUR.

**Banke so v prvem četrletju letos še okrepile neto odplačevanje tujih obveznosti.** Neto odplačila so tako znašala 1,1 mrd EUR in so bila precej enakomerno porazdeljena med kredite, vloge ter obveznice in so se gibala na ravni med 330 in 380 mio EUR. Do nekoliko večjih razlik pa je prišlo znotraj neto odplačil kreditov, saj se je letos krepilo kratkoročno zadolževanje, neto tokovi so bili pozitivni in znašali slabih 60 mio EUR, medtem ko so se tako kot pri ostalih bančnih

<sup>26</sup> Tuji krediti, vloge in obveznice.

obveznostih krepila neto odplačila dolgoročnih kreditov.

Slika 30: Struktura bančnih virov sredstev v obdobju od leta 2004 do leta 2012



Vir: BS, preračuni UMAR.

**Odvisnost slovenskega bančnega sistema od tujih virov financiranja se je lani sicer precej znižala, a je še naprej visoka.** Delež obveznosti do tujih bank se je tako samo v letu 2011 ob upadu bilančne vsote znižal skoraj za 5 odstotnih točk, na 23,8%. Njihov obseg pa je v tem obdobju upadel za 17,0%, na raven dobrih 12 mrd EUR. Kljub temu pa likvidnostni pritiski še naprej ostajajo visoki. Samo letos bankam zapade približno tretjina vseh obveznosti do tujine. Visoka negotovost na finančnih trgih je osrednji razlog, da banke pomemben del zapadlih obveznosti financirajo le na kratek rok, kar vpliva na zgoščevanje zapadanja obveznosti do tujih bank in krepil likvidnostne pritiske na slovenski bančni sistem. Zaradi visokih neto odplačil tujih obveznosti v prvem četrtletju letos se je po podatkih Banke Slovenije delež obveznosti do tujih bank, ki zapadejo v plačilo v roku enega leta do konca marca znižal na 28,4%. V obdobju od enega do treh let po podatkih Banke Slovenije zapade dobra petina obveznosti. Preostanek, približno polovica vseh obveznosti do tujih bank pa zapade v roku daljšem od treh let. Torej po izteku triletnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja s strani ECB, kar bo ponovno okrepilo pritiske na refinanciranje slovenskega bančnega sistema.

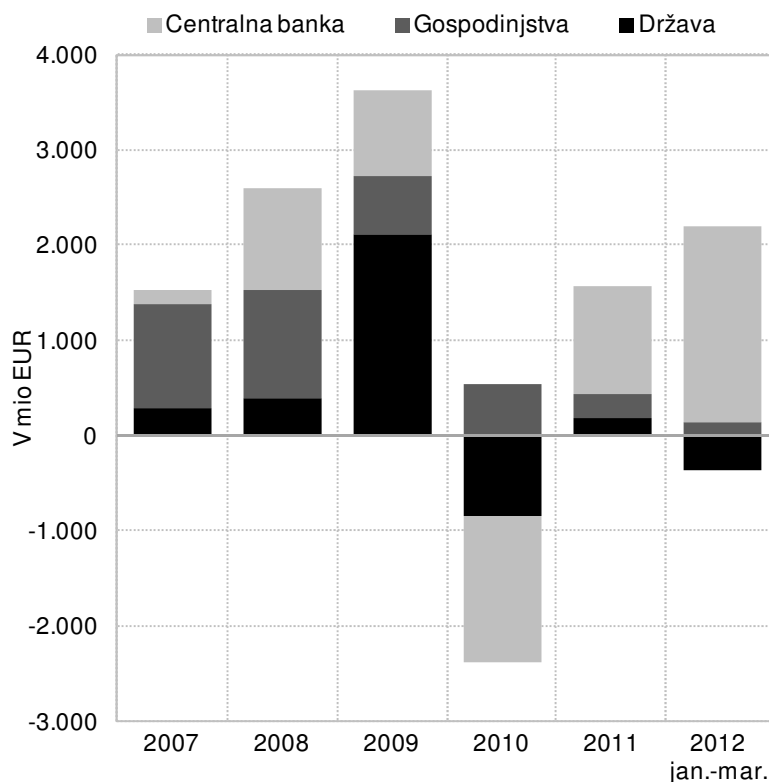
### 3.2. Domači viri in viri evrosistema

**Tudi domači viri financiranja bank ostajajo precej omejeni.** Prilivi vlog gospodinjstev so zaradi slabih razmer na trgu dela in velike negotovosti še naprej skromni. Država je zaradi zaostrene javnofinančne situacije precej omejena pri

likvidnostni podpora bančnega sistema. Pritiske na likvidnost slovenskega bančnega sistema je ob koncu preteklega leta in v začetku letošnjega leta tako močno omejila le ECB, ki je slovenskim bankam zagotovila dolgoročna sredstva, ki bodo bankam omogočila lažje poplačilo zapadlih obveznosti, kar bo po naši oceni tudi nekoliko omililo nadaljnji upad kreditne aktivnosti slovenskih bank.

**Vloge gospodinjstev v bankah so se v letu 2011 okrepile za najmanj odkar imamo primerljive podatke<sup>27</sup>.** Njihov prirast je tako znašal 257,6 mio EUR in je bil za dobro polovico nižji kot leto pred tem. Ročnostna struktura vlog se je sicer še nekoliko izboljšala, a se je prirast dolgoročnih vlog močno umiril in je dosegel le slabih 30 % iz najvišje ravni dosežene leto pred tem. Za dobro polovico pa je upadel tudi prirast vlog čez noč. Že tretje leto zapored pa se je zniževal obseg kratkoročnih vlog. Razmere na trgu dela se bistveno ne izboljšujejo, zato tudi ni pričakovati, da se bodo prilivi vlog gospodinjstev v bančni sistem močneje okrepili<sup>28</sup>. Tako bodo banke še naprej odvisne predvsem od drugih virov financiranja. Neto prilivi vlog gospodinjstev so se v prvem četrtletju letos sicer nekoliko okrepili, a ostajajo razmeroma skromni.

**Slika 31: Prirasti vlog države, gospodinjstev in obveznosti do centralne banke v slovenskem bančnem sistemu v obdobju od leta 2007 do 2012**



Vir: BS, preračuni UMAR.

**Obseg vlog države v slovenskih bankah je v letu 2011 porasel, a je bila rast precej skromna.** Država je ob izbruhu krize okrepila zadolževanje v tujini, tako

<sup>27</sup> Od leta 2005.

<sup>28</sup> Visoka negotovost v nekaterih državah članicah evrskega območje je v zadnjih mesecih že privedla do znatnega odlavi vlog iz bank.

pridobljena bančna sredstva pa je nato naložila v banke in s tem blažila likvidnostne pritiske na slovenski bančni sistem. Z zaostrovanjem krize pa so se okrepili tudi pritiski na javne finance, tako da se država v zadnjem času zadolžuje predvsem za svoje potrebe. Leta 2011 se je tako na novo zadolžila za približno 4 mrd EUR, vendar pa so se državne vloge v bankah okrepile le za nekoliko več kot 170 mio EUR. Krepitev je posledica prirasta kratkoročnih vlog in vlog čez noč. Ročnostna struktura vlog države se je tako lani nekoliko poslabšala. V prvem četrtletju letos se je obseg vlog države znižal, in sicer za dobrih 350 mio EUR, kljub temu, da je se država v tem obdobju iz izdajo zakladnih menic zadolžila za skoraj 700 mio EUR<sup>29</sup>.

**ECB je zaradi poglobljanja dolžniške krize in zaostrenih razmer na finančnih trgih ob koncu preteklega leta ponovno sprejela nestandardne ukrepe.** Osrednji ukrep sta bili dve operaciji dolgoročnejšega refinanciranja s triletno ročnostjo, s čimer je bil bankam ob primernem zavarovanju zagotovljen dostop do dolgoročnejših virov financiranja. Ponudba sredstev na medbančnih trgih se je namreč zaradi visoke stopnje nezaupanja močno skrčila, kar je okrepilo pritiske na banke povezane z refinanciranjem zapadlih obveznosti, močno pa se je umirila tudi kreditna aktivnost v evrskem območju. Bankam v evrskem območju je zagotovila za dobrih 1000 mrd EUR triletnih sredstev. Slovenske banke so si na teh dveh avkcijah zagotovile za približno 3 mrd EUR dolgoročnih sredstev. Kljub temu pa ni pričakovati, da bi ta sredstva močneje okrepila kreditno aktivnost slovenskih bank. Sredstva so banke deloma že porabile za poplačilo zapadlih obveznosti do tujih bank, preostanek pa so naložile na račune pri centralni banki in poslovnih bankah v tujini ter jih po naši oceni hranijo za poplačilo prihodnjih zapadlih obveznosti. Del sredstev je bil tudi naložen v kratkoročne državne vrednostne papirje, ki jih banke v primeru likvidnostnih potreb lahko tudi zastavijo za refinanciranje pri ECB.

## 4. Tveganja za kreditno aktivnost

**V preteklem letu so se nekatera tveganja, ki so zavrla kreditno aktivnost, že uresničila, vendar pa ta še naprej ostajajo potencialni dejavniki tveganja za kreditno aktivnost v Sloveniji.** Tveganja so tako na strani ponudbe, kot tudi na strani povpraševanja, kjer so se ta s ponovnim poslabševanjem razmer v gospodarstvu še okrepila. Na strani ponudbe so: (i) poslabševanje možnosti refinanciranja zapadlih obveznosti, (ii) nadaljnje poslabševanje kakovosti bančnih naložb in s tem povezano močno oblikovanje bančnih oslabitev in rezervacij, (iii) nizka kapitalska ustreznost bank, ki bankam omejuje pridobivanje svežih virov financiranja in onemogoča prevzemanje dodatnih tveganj. Na strani povpraševanja pa lahko izpostavimo predvsem (i) prezadolženost slovenskih podjetij, (ii) nizko gospodarsko aktivnost in (iii) negotove razmere na trgu dela in trgu nepremičnin.

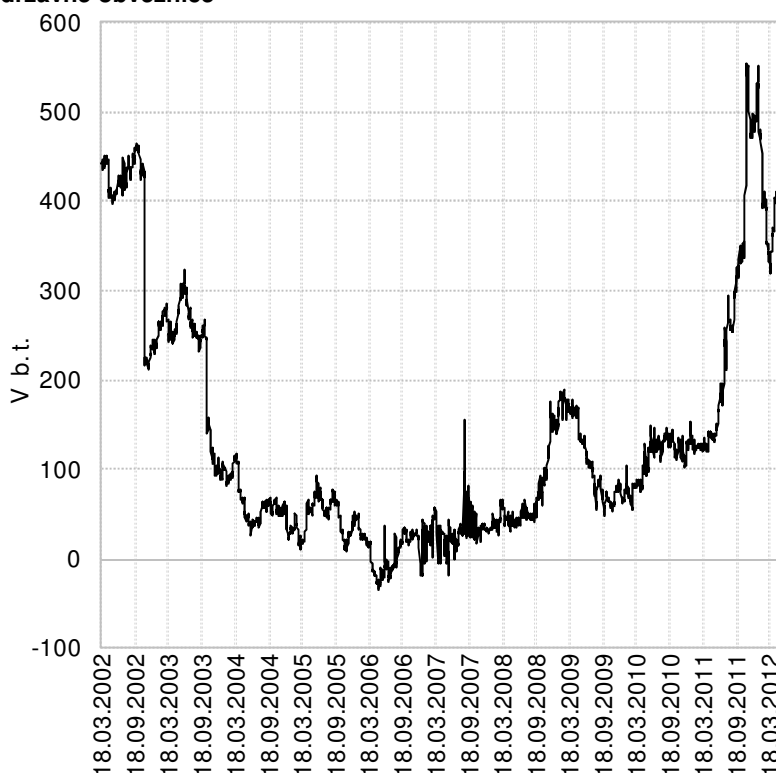
### 4.1. Poslabševanje možnosti refinanciranja zapadlih obveznosti

**ECB je z zagotavljanjem dolgoročnih finančnih sredstev močno omejila tveganje refinanciranja.** Bankam v Sloveniji tako v naslednjih treh letih zapade še za dobre 3 mrd EUR obveznosti do tujih bank. Na osnovi podatkov Banke Slovenije (bilance drugih monetarnih finančnih institucij) ocenjujemo, da imajo banke dovolj rezerv za poplačilo zapadlih obveznosti v tem obdobju. Tveganja za ponovno večje likvidnostne pritiske pa obstaja od leta 2015 dalje, v kolikor se do takrat razmere na mednarodnih finančnih trgih in slovenskem bančnem sistemu ne bodo stabilizirale.

<sup>29</sup> Februarja je odplačala zapadlo obveznico v višini ene mrd EUR.

**V trenutnih razmerah je dostop slovenskih bank do tržnih virov financiranja močno omejen.** Razmere so se še dodatno pričele zaostrovati ob koncu lanskega tretjega četrletja, ko so se pričele zniževati bonitetne ocene Slovenije<sup>30</sup> in tudi nekaterih slovenskih bank. To se je odrazilo na gibanju donosnosti do dospelja slovenskih državnih obveznic, ki se je v naslednjih mesecih tudi ob splošnem zaostrovanju dolžniške krize močno okrepila. To pa je tudi zaostriło pogoje za zadolževanje slovenskih bank.

**Slika 32: Razlike v donosnosti do dospelja za slovenske in nemške desetletne državne obveznice**

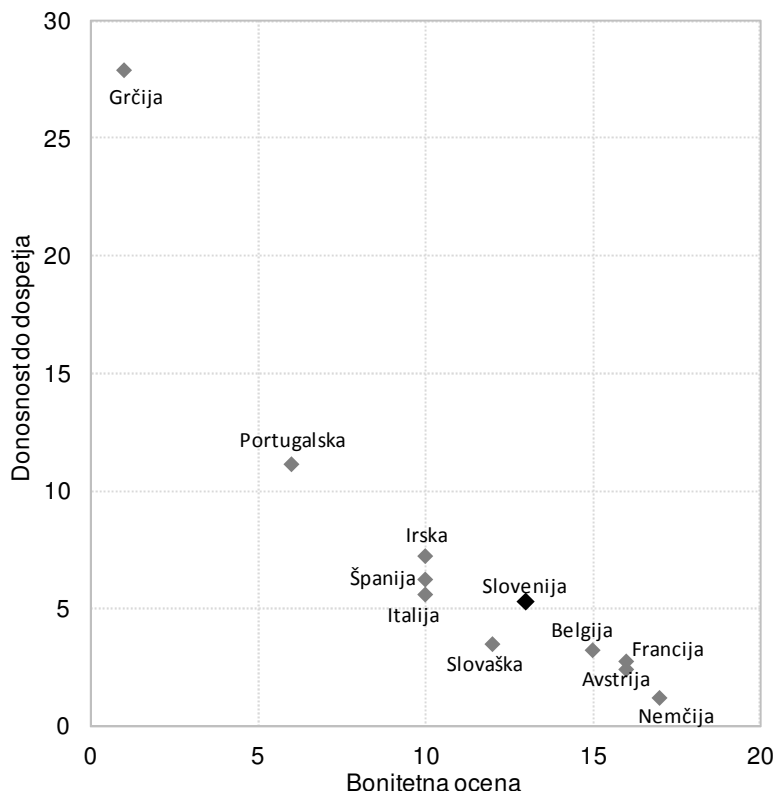


Vir: EUROSTAT, Bloomberg.

**Poglobljanje dolžniške krize posameznih držav članic je močno okrepilo negotovost na mednarodnih finančnih trgih.** Tako so bila tudi nihanja razponov slovenskih obveznic do nemških precej visoka. V prvi polovici letošnjega leta so se razmiki do nemških obveznic gibal na ravni med 320 in 550 b.t. in so bili približno desetkrat višji kot pred izbruhom finančne krize. To je v veliki meri posledica precej višjih zahtevanih donosov do dospelja za slovenske obveznice, na drugi strani pa je negotovost na finančnih trgih okrepila povpraševanje po najmanj tveganih vrednostnih papirjih, tako da se je donosnost do dospelja za nemške obveznice gibal na zgodovinsko nizkih ravneh.

<sup>30</sup> Eden izmed osrednjih razlogov za zniževanje bonitetne ocene države je bilo stanje v slovenskem bančnem sistemu. Drugi razlogi so tudi slaba javnofinančna situacija, prepočasna vpeljava strukturnih reform in vpliv razdolževanja podjetij na bančni sektor (Capriolo, 2012, str. 19)

Slika 33: Povezava med bonitetnimi ocenami S&P in donosnostjo do dospelja za državne obveznice na dan 15. 5. 2012



Vir: S&P, Bloomberg. Opomba: Vrednost 17 pomeni najboljšo bonitetno oceno AAA in vrednost 1 pomeni bonitetno oceno CCC, ki jo je v maju imela Grčija.

#### **Finančni trgi slovenijo uvrščajo med bolj tvegane države evrskega območja.**

Trenutna bonitetna ocena je A+<sup>31</sup>, kar je za eno stopnjo bolje od Slovaške, donosnost do dospelja slovenskih obveznic pa je bila kljub temu za več kot 180 b.t. višja in je bila primerljiva z donosnostjo do dospelja Italije in Španije, ki imata za tri stopnje slabšo bonitetno oceno od Slovenije. Ob manjši likvidnosti slovenskih državnih obveznic lahko razloge za visoko donosnost do dospelja slovenskih obveznic pripišemo tudi neverodostojnosti fiskalne politike, blokadam pri sprejemanju strukturnih reform, politični neusklajenosti in pogosto neprepičljivi komunikaciji nosilcev ekonomske politike (Jesenko in drugi, 2012).

## **4.2. Poslabševanje kakovosti bančnih naložb**

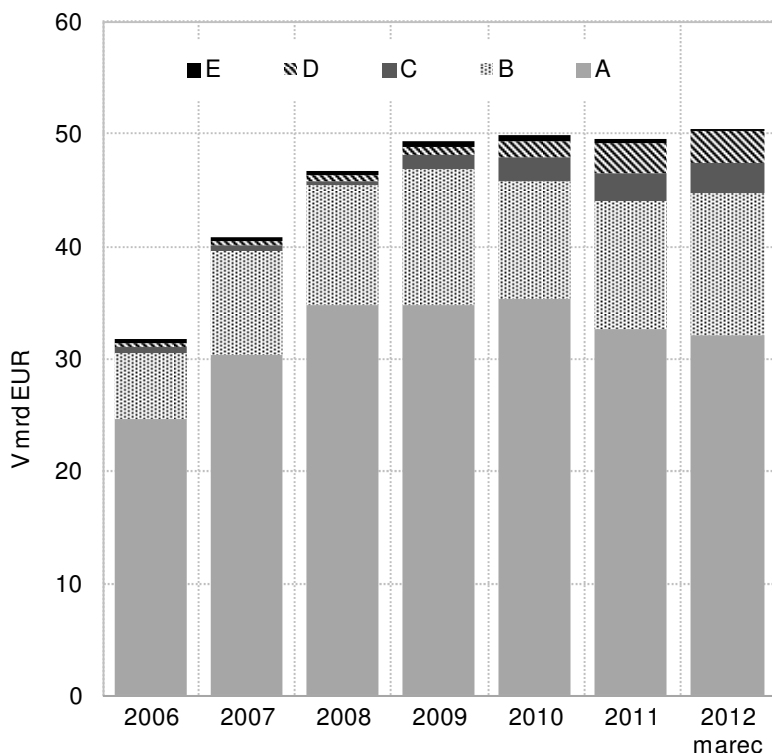
#### **Slabšanje kakovosti bančne aktive je bilo lani na podobni ravni kot v letu 2010.**

Obseg slabih terjatev je porasel za slabi dve petini, kar je sicer za skoraj polovico manj kot v letu 2010, a je upad rasti v veliki meri posledica višje osnove, saj so neto prilivi slabih terjatev (skupaj C, D in E bonitetni razredi) z dobre 1,5 mrd EUR le rahlo zaostali za neto prilivi v letu 2010. Delež slabih terjatev je konec decembra dosegel že 11,2 % vseh terjatev v bančnem sektorju. Pretežen del prirasta pripisujemo samemu slabšanju kakovosti bančnih terjatev, v manjši meri pa je po naši oceni tudi posledica razdolževanja kreditno sposobnih posojilojemalcev, medtem ko je novo

<sup>31</sup> Bonitetna ocena S&P.

kreditiranje precej skromno. Obseg terjatev razvrščenih v A bonitetni razred se je lani skrčil kar za 2,5 mrd EUR, medtem ko se je celotna izpostavljenost znižala za 300 mio EUR.

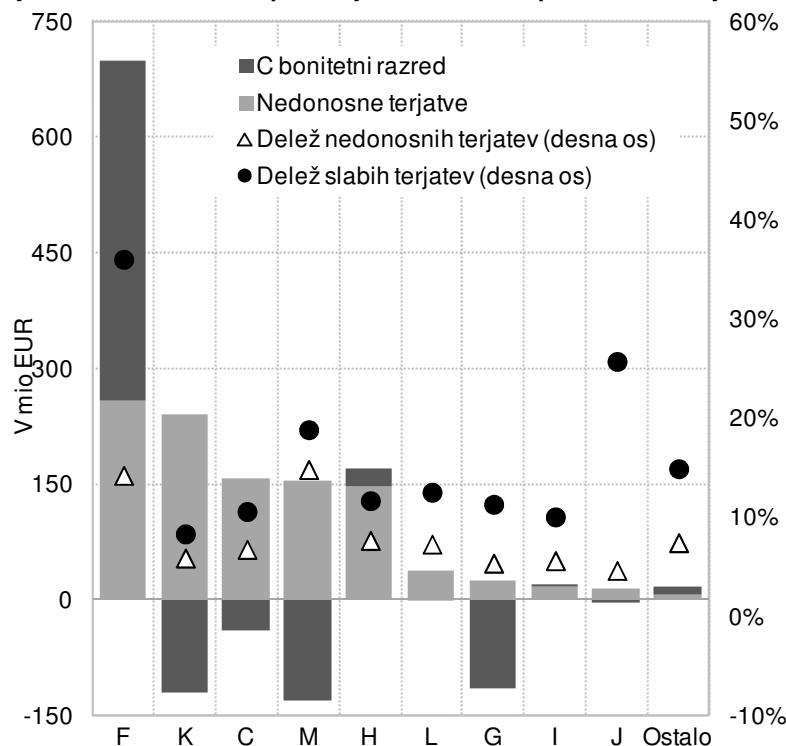
**Slika 34: Obseg terjatev po posameznih bonitetnih razredih v obdobju od leta 2006 do 2012**



Vir: BS, preračuni UMAR.

**Skoraj 85 % prirasta slabih terjatev je bilo posledica slabšanja kakovosti terjatev v gradbeništvu, do tujcev ter dejavnosti prometa in skladiščenja.** V teh treh segmentih so se razmere v primerjavi s preteklim letom precej poslabšale, medtem ko se je slabšanje kakovosti terjatev do finančnih in zavarovalniških storitev, ki so tudi beležile razmeroma visoke priraste slabih terjatev, v primerjavi s predhodnim letom nekoliko umirilo. Slabšanje kakovosti terjatev v predelovalnih dejavnostih pa je bilo približno na ravni iz leta 2010. Vse slabe terjatve so konec leta 2011 znašale že 5,5 mrd EUR, več kot polovico tega pa predstavljajo nedonosne terjatve (D in E), medtem ko so se prilivi med terjatve razvrščene v C bonitetnem razredu lani predvsem zaradi visokih odlivov v nižje bonitetne razrede umirjali pretežen del leta.

**Slika 35: Prirast nedonosnih terjatev in terjatev, razvrščenih v C bonitetni razred, ter njihov delež v celotni izpostavljenosti bank do posameznih dejavnosti v letu 2011**

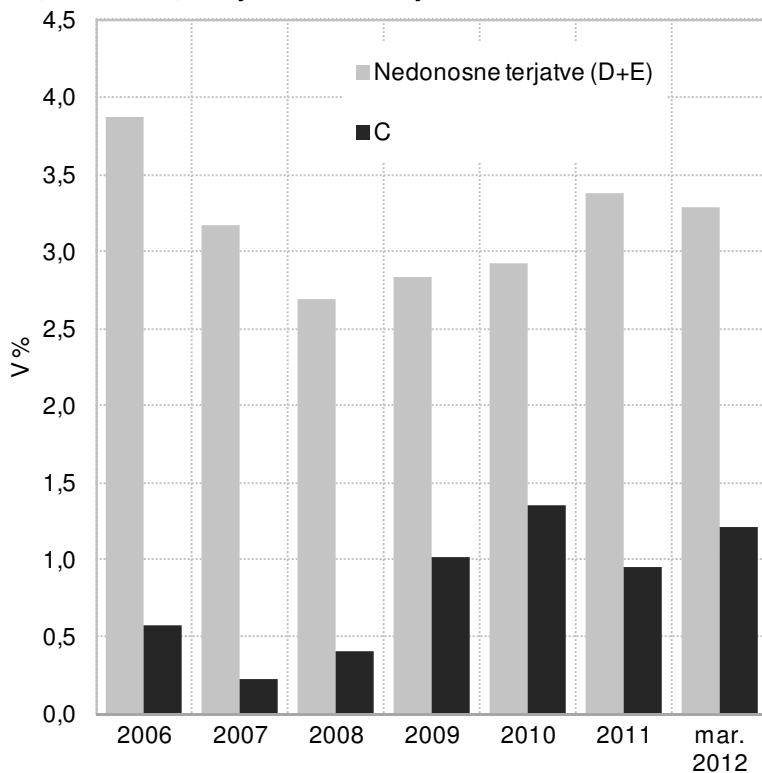


Vir: BS, preračuni UMAR. Opombe: F – gradbeništvo, K – finančno posredništvo, C – predelovalne dejavnosti, M – strokovne znanstvene in tehnične dejavnosti, H – promet in skladiščenje, L – poslovanje z nepremičninami, G – trgovina in popravila motornih vozil, I – gostinstvo, J – informacijske in komunikacijske dejavnosti.

**V zadnjem letu se je kakovost terjatev gospodinjstev nekoliko poslabšala.** Ta sicer še vedno spadajo med najmanj tvegane subjekte, s katerimi banke poslujejo. V bonitetni razred A in B je razvrščenih okoli 96 % terjatev, s tem, da se je med njimi precej povečal delež bonitetnega razreda B (z 1,7 % na 10,4 %), med nedonosne terjatve pa 3,4 % vseh terjatev. Delež nedonosnih terjatev do gospodinjstev je nižji kot leta 2006, a se je ta v zadnjem letu okrepil nekoliko bolj kot v preteklosti, kljub temu pa je ta prirast še vedno na precej nižji ravni kot v gospodarskih dejavnostih (Slika 36). Precej se je povečal delež bonitetnega razreda D, zmanjšal pa E. Delež slabih terjatev pa ostaja na ravni 2010 in podobni ravni kot leta 2006.



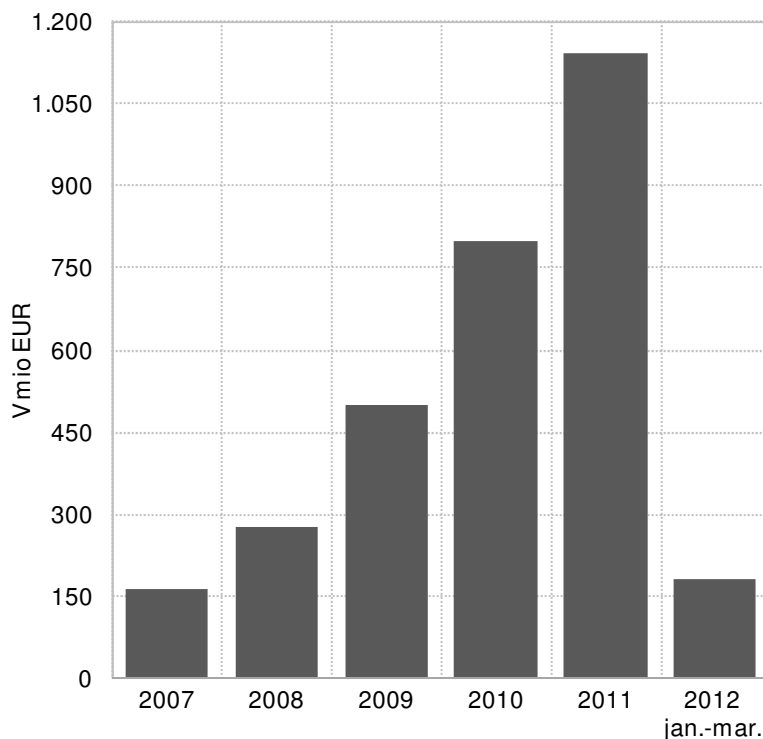
Slika 36: Delež nedonosnih terjatev in terjatev s C bonitetno oceno gospodinjstev, v %, 2006–2012, stanje konec obdobja



Vir: BS.

**Ob hitrem poslabševanju kakovosti bančne aktive so tako banke v letu 2011 še okrepile oblikovanje dodatnih rezervacij in oslabitev, ki je znašalo že 1,1 mrd EUR in je bilo za dobri dve petini višje kot leto pred tem.** Okrepljeno oblikovanje rezervacij in oslabitev pa je tudi pomemben razlog za najslabše poslovne rezultate slovenskega bančnega sistema doslej, ki je v letu 2011 beležil izgubo v višini skoraj 440 mio EUR. Obseg oslabitev se je tako do konca preteklega leta povzpел že na 3,2 mrd EUR, kar je za dobro tretjino več kot leto pred tem, do konca prvega četrtletja pa se je po naši oceni okrepil na 3,4 mrd EUR.

**Slika 37: Oblikovanje dodatnih oslabitev in rezervacij v slovenskem bančnem sistemu v obdobju od leta 2006 do 31.3. 2012**



Vir: BS, preračuni UMAR.

**Slabšanje kakovosti bančnih terjatev se je v prvem četrtletju letos še okrepilo.** Celotni obseg slabih terjatev se je okrepil za 8,5 % in je dosegel že skoraj 6 mrd EUR ter tako predstavljal 11,8 % celotne izpostavljenosti slovenskega bančnega sektorja, kar je najvišji delež od leta 1995 dalje od kar imamo podatke. Več kot polovico prirasta je posledica krepitve nedonosnih terjatev, ki še naprej pospešeno naraščajo, medtem ko je bil prirast terjatev razvrščenih v C bonitetni razred na približno isti ravni kot v letu 2010. Kakovost bančne aktive se še naprej nadpovprečno hitro poslabšuje v gradbeništvu in dejavnostih povezanih s prevzemnimi aktivnostmi, tokrat pa so nadpovprečno rast beležile tudi predelovalne dejavnosti predvsem zaradi močnega prirasta slabih terjatev v proizvodnji vozil in plovil v višini 66,9 mio EUR<sup>32</sup>. Ob pospešenem slabšanju kakovosti bančne aktive pa so banke letos okrepile oblikovanje dodatnih oslabitev in rezervacij, ki je bilo na ravni 181,7 mio EUR, kar je za polovico več kot v istem obdobju lani.

**Na precej zaostrene razmere v slovenskem bančnem sistemu kaže tudi mednarodna primerjava deležev nedonosnih kreditov<sup>33</sup>, ki je v Sloveniji med najvišjimi v državah evrskega območja<sup>34</sup>.** Prirast deleža nedonosnih kreditov pa se je v letu 2011 še okrepil, medtem ko je bil prirast v državah, ki imajo nižji delež

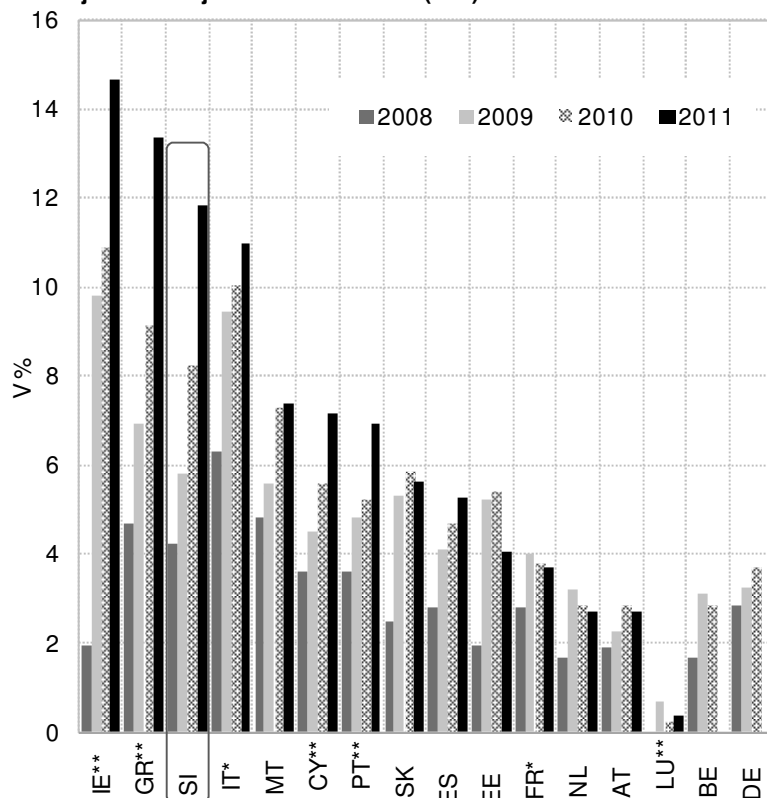
<sup>32</sup> Nekoliko močneje (na ravni okrog 15-30 mio EUR) pa se je okrepil tudi obseg slabih terjatev v trgovini in popravilu motornih vozil, poslovanju z nepremičninami, ter strokovnih, znanstvenih in tehničnih dejavnostih.

<sup>33</sup> Po mednarodno primerljivih podatkih po metodologiji IMF se med nedonosne terjatve uvrščajo terjatve z zamudo, večjo od 90 dni, medtem ko Banka Slovenije med nedonosne terjatve uvršča terjatve, pri katerih delež oslabitev in rezervacij presega 40-odstotno raven.

<sup>34</sup> Manjkajo podatki za Finsko.

nedonosnih kreditov kot v Sloveniji precej manjši, v nekaterih državah pa je delež nedonosnih kreditov že pričel upadati.

**Slika 38: Delež nedonosnih kreditov v posameznih državah članicah evrskega območja v obdobju od 2008 do 2011 (v %)**



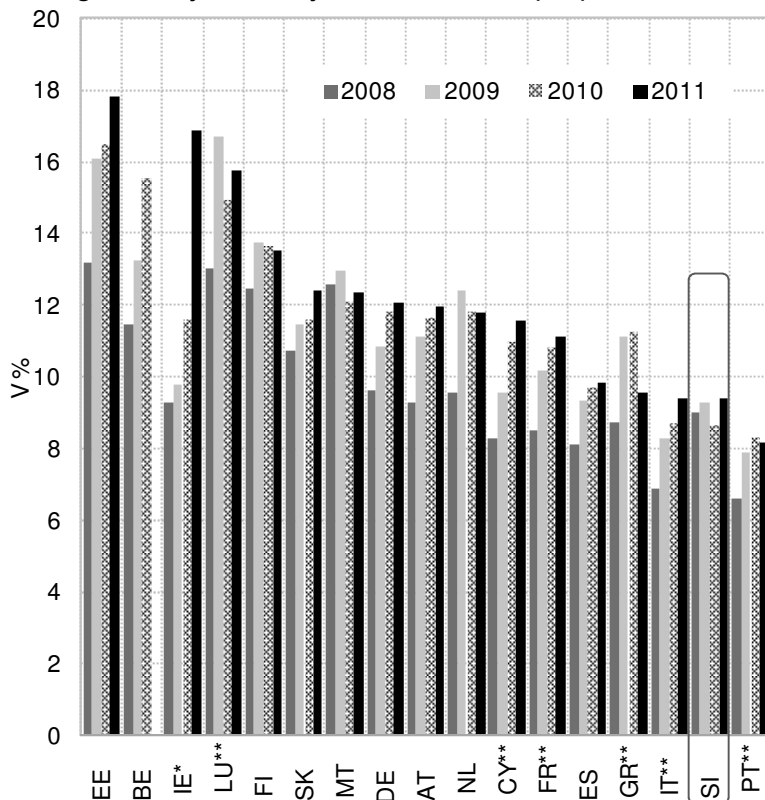
Vir: BS, IMF – financial soundness indicators. Opombe: \*Podatek za q2 2011, \*\*Podatek za q3 2011.

### 4.3. Kapitalska ustreznost bank

**Raziskave kažejo<sup>35</sup>, da se v času finančne krize precej poveča vpliv kapitalske ustreznosti bank na njihovo kreditno aktivnost.** V negotovih razmerah so tako ponudniki finančnih sredstev precej bolj pozorni na kapitalsko ustreznost bank in njihovo sposobnost absorbiranja morebitnih izgub. Banke, ki imajo nizek obseg temeljnega kapitala glede na tveganju prilagojeno aktivo, imajo precej bolj omejene možnosti pridobivanja svežih finančnih virov in pod slabšimi pogoji od tistih, ki so kapitalsko močne, kar zavira njihovo kreditno aktivnost.

<sup>35</sup> Glej npr. Gambacorta in Marques-Ibanez, 2011.

**Slika 39: Kapitalska ustreznost prvega reda (Tier 1) v posameznih državah članicah evrskega območja v obdobju od 2008 do 2011 (v %)**



Vir: BS, IMF – financial soundness indicators. Opombe: \*Podatek za q2 2011, \*\*Podatek za q3 2011.

**Nizka kapitalska ustreznost slovenskega bančnega sistema je tako eden izmed pomembnejših razlogov za omejen dostop slovenskih bank do tržnih virov financiranja.** Slovenski bančni sistem se po vrednosti količnika kapitalske ustreznosti prvega reda uvršča med najslabše kapitalizirane bančne sisteme v evrskem območju. Od zaostrovanja krize v letu 2008 se kapitalska ustreznost v nasprotju z večino drugih držav članic EMU ni bistveno okrepila<sup>36</sup>, kar kaže na zelo slabo odzivnost lastnikov slovenskih bank, ki s svojo pasivnostjo le še poglobljajo težave slovenskega bančnega sistema in in posredno tudi slovenskega gospodarstva.

**Na nizko kapitalsko ustreznost slovenskega bančnega sistema pa kažejo tudi rezultati stresnih testov, ki jih je julija lani objavil evropski bančni organ (EBA).** Slovenski banki, ki sta bili vključeni v stresne teste, sta se po obsegu najkakovostnejšega temeljnega kapitala konec leta 2010 uvrstili v spodnjo tretjino testiranih bank. NLB pa je imela celo peto najnižjo vrednost. Obe banki sta bili do konca lanskega aprila sicer dokapitalizirani v skupni višini dobrih 350 mio EUR<sup>37</sup>, kar je izboljšalo njihovo kapitalsko pozicijo in posledično tudi rezultate stresnih testov, ki sta jih obe uspešno prestali, vendar pa mora NLB kljub temu še dodatno okrepiti svoj kapitalski položaj. Dokapitalizacijo pa so napovedale tudi NKBM in nekatere manjše banke. S težjim dostopom do svežega kapitala in s tem tudi nižjo kapitalsko ustreznostjo se soočajo predvsem tiste banke v Sloveniji, ki niso strateško povezane

<sup>36</sup> V obdobju od leta 2008 do 2011 se je kapitalska ustreznost nekoliko znižala le v Malti, ki pa ima kljub temu enega izmed bolj kapitaliziranih bančnih sistemov v EMU.

<sup>37</sup> NLB je bila dokapitalizirana v višini 250 mio EUR, NKBM pa v višini dobrih 100 mio EUR.

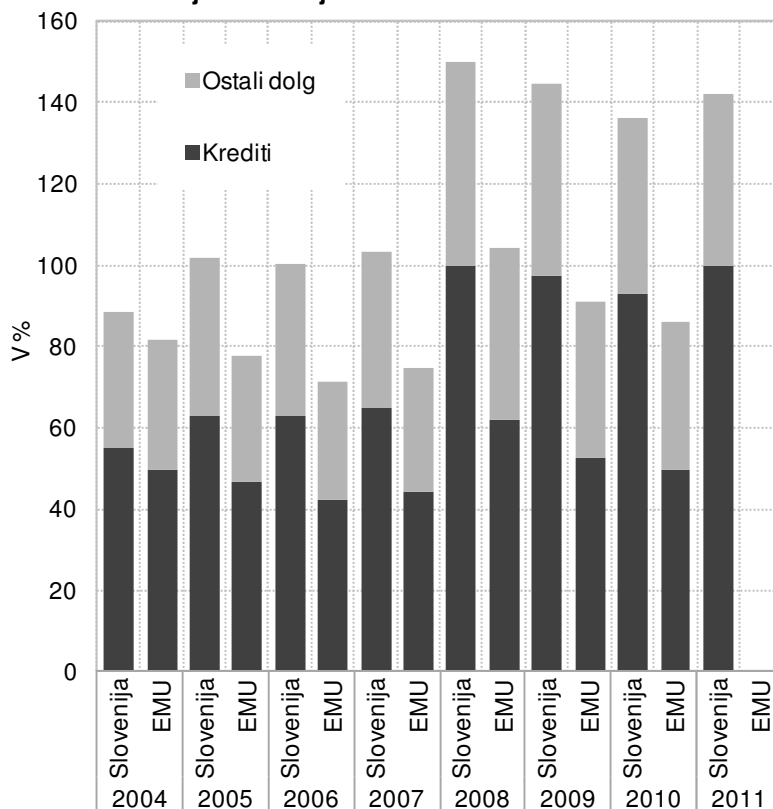
z velikimi tujimi bančnimi skupinami, da bi jih te lahko podprle z zadostnim obsegom kapitala, potrebnim za financiranje njihove poslovne dejavnosti. V kolikor se bo ob nizki kapitalski ustreznosti nadaljevalo zniževanje bonitetnih ocen bank v slovenskem bančnem sistemu, lahko pričakujemo, da se bo kreditiranje slovenskega gospodarstva še bolj skrčilo, ob enem pa se bodo zvišale že tako visoke aktivne obrestne mere.

#### **4.4. Upočasnjena gospodarska aktivnost in prezadolženost slovenskega gospodarstva**

***Gospodarska aktivnost se je v preteklem letu znižala s čimer so se tveganja povezana s kreditno aktivnostjo okrepila.*** Poslovni rezultati podjetij so namreč pod močnim pritiskom, denarni tok se jim krči, kar še dodatno krepi tveganje neplačila zapadlih obveznosti do bank. Sočasno z gospodarsko aktivnostjo je po ocenah bank v Sloveniji upadalo tudi povpraševanje po kreditih. Upad povpraševanja je bil po podatkih Banke Slovenije na višji ravni kot v evrskem območju. Slovenske banke pa so tudi bolj zaostriale kreditne pogoje, vendar vseeno precej manj kot v letih 2008 in 2009. Upad je bil v veliki meri posledica manjšega povpraševanja po investicijskem kreditiranju. V letu 2012 pa pričakujemo ponovno umirjanje gospodarske aktivnosti in s tem tudi nadaljnje umirjanje povpraševanje podjetij za financiranje investicij in tekoče proizvodnje.

***Slovenska podjetja in NFI so med najbolj zadolženimi v EMU, to jim dodatno otežuje dostop do virov financiranja.*** Visoka zadolženost je med drugim tudi posledica neodgovornega upravljanja s podjetij, ko zadolževanje ni bilo namenjeno financiranju razvojnih projektov, ki bi zagotavljali višjo dodano vrednost, temveč za financiranje lastniške konsolidacije brez kakršnikoli sinergij. Zadolženost se je v letu 2011 pričela ponovno krepiti in se je močno približala najvišji ravni iz leta 2008. Obseg kreditov podjetij in NFI je tako dosegal 99,8 % njihovega kapitala, kar je ena izmed najvišjih ravni v evrskem območju. Prirast zadolženosti podjetij in NFI pa je tokrat v prvi vrsti posledica občutnega upada kapitala, ki se je znižal za dobrih 5 % in je v veliki meri odraz negativnih gibanj na kapitalskih trgih. Na drugi stran pa se je tudi obseg kreditov lani okrepil, in sicer za skoraj odstotek, kar je še dodatno povečalo vrednost kazalnika zadolženosti podjetij in NFI.

**Slika 40: Obseg dolga podjetij in NFI glede na obseg kapitala v Sloveniji in v evrskem območju v obdobju od 2004 do 2011**



Vir: BS, Eurostat, preračuni UMAR.

**Ocenjujemo, da je nihanje obsega kapitala v preteklih letih pomembno vplivalo na gibanje zadolženosti slovenskega gospodarstva.** Za kapital je značilno, da se giba prociklično, kar vpliva na precej popačeno sliko zadolženosti gospodarstva. Tako v času konjunktore (v letih 2006 in 2007) kljub močnemu zadolževanju slovenskega gospodarstva ni bilo zaznati občutnejšega prirasta zadolženosti podjetij in NFI<sup>38</sup>, saj je v tem obdobju hitro naraščal tudi obseg kapitala. Zadolženost je močno poskočila šele v letu 2008, ko je sicer bila kreditna aktivnost še razmeroma visoka, a se je ta umirjala, na drugi strani pa so vrednosti delnic na kapitalskih trgih že beležile občuten upad. Podobno le v nekoliko manjšem obsegu se je slovenskim podjetjem in NFI zgodilo tudi v letu 2011, kar kaže na to, da tudi z močnim naporom za odplačevanje zapadlih obveznosti ne bo možno v kratkem času znižati zadolženosti slovenskega gospodarstva. Zato bodo podjetja za sprostitev kreditnega potenciala v prvi vrsti primorana zagotoviti dodaten kapital, kar bi jim zagotovilo nova sredstva in ob enem tudi znižalo finančni vzvod ter s tem olajšalo pridobivanje dolžniških virov financiranja. Ocenjujemo, da je ta možnost precej omejena, saj ostalih načinov pridobivanja finančnih virov razen bančnega dolžniškega financiranja v Sloveniji skoraj ni. Zato je nujno potrebno zagotoviti večji pomen tujega lastniškega kapitala in tudi vzpostaviti ugodne razmere za rast podjetij, kar bi pomembno prispevalo k izboljšanju poslovnih rezultatov, saj ti trenutno ne omogočajo krepitve kapitala podjetij in ne prispevajo k procesu razdolževanja slovenskega gospodarstva, temveč zadolženost še povečujejo.

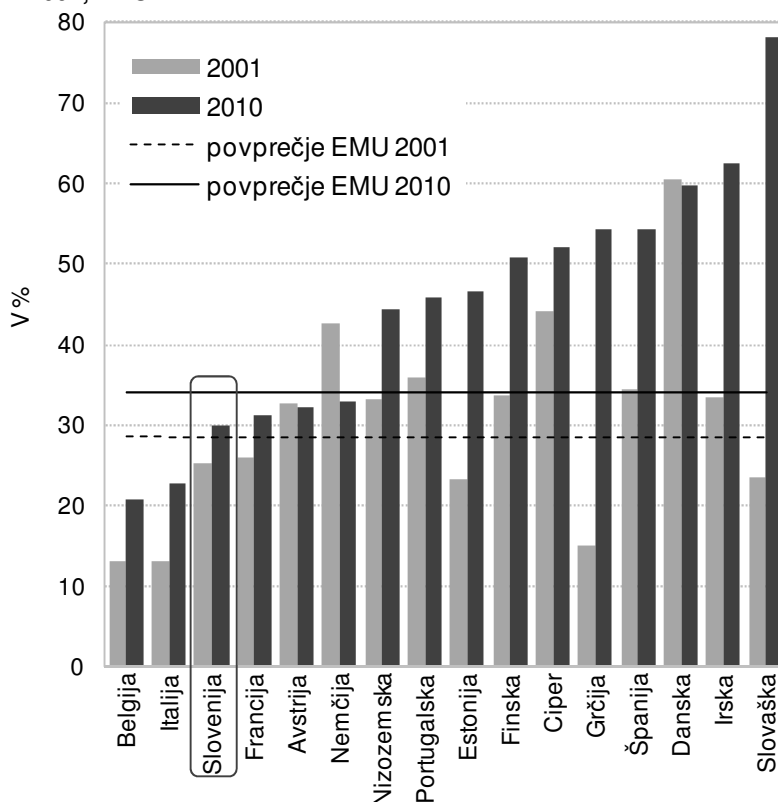
<sup>38</sup> Merjena kot razmerje med vsoto kreditov ter ostalega dolga in kapitalom.

#### 4.5. Slabe razmere na trgu dela in nelikviden nepremičninski trg

**Leta 2011 se je zadolženost gospodinjstev na agregatni ravni malenkost povečala, a v primerjavi z ostalimi državami ostaja še naprej razmeroma nizka.**

Po podatkih četrletnih finančnih računov je obseg obveznosti gospodinjstev (-0,1 %) ostal približno na ravni s konca leta 2010, pri čemer se je obseg kratkoročnih posojil drugo leto zapored zmanjšal, obseg dolgoročnih pa je dosegel najnižjo rast doslej (0,9 %; od leta 2002 do 2010 se je v povprečju na leto povečal za okoli 15 %). Obseg finančnih sredstev<sup>39</sup> se je znižal za 1,7 %. Ker so se sredstva gospodinjstev zmanjšala bolj kot obveznosti, se je zadolženost, merjena kot razmerje med obveznostmi in finančnimi sredstvi, v primerjavi z letom 2010 nekoliko povečala (za 0,4 o. t. na 30,4 %), merjeno glede na BDP pa za 0,3 o. t. zmanjšala (na 35,1 %).

**Slika 41: Delež obveznosti v finančnih sredstvih, v %, gospodinjstva in NPISG, 2010 in 2001, EMU**



Vir: EUROSTAT – Finančni računi. Opombe: Prikazane so države EMU, za katere so bili na voljo podatki (tj. z izjemo Luksemburga). Prikazano je tehtano povprečje teh držav.

**Slabe razmere na trgu dela (glej poglavje o trgu dela) omejujejo povpraševanje po kreditih.** Večja negotovost je tako znižala povpraševanje gospodinjstev po trajnih dobrinah, na drugi strani pa se je zaradi nižjega razpoložljivega dohodka ob hkratnem zvišanju minimalne plače precej znižala tudi kreditna sposobnost gospodinjstev. Na povpraševanje po kreditih gospodinjstev pa po naši oceni pomembno vplivajo tudi razmere na nepremičninskem trgu, kjer se kopiči število neprodanih stanovanj, ob

<sup>39</sup> Gotovina in vloge, vrednostni papirji, lastniški kapital, zavarovalno tehnične rezervacije, dana posojila, drugo.

tem, da se cene nepremičnin v Sloveniji še niso občutneje znižale<sup>40</sup> in se še naprej ohranjajo na visoki ravni. Gospodinjstva tako v pričakovanju občutnega prihodnjega upada cen na nepremičninskem trgu odlagajo morebitni nakup nepremičnin v prihodnost.

## 5. Izzivi

**Slabe razmere v slovenskem finančnem sistemu imajo negativne učinke na javne finance in ostalo gospodarstvo v Sloveniji.** To se v prvi vrsti kaže v tem, da je stanje v slovenskem finančnem sistemu eden izmed osrednjih razlogov za zniževanje bonitetnih ocen Sloveniji. Padec gospodarske aktivnosti, ki smo ga beležili v preteklem letu je bil med najvišjimi v evrskem območju, kar je tudi posledica tega, da so prezadolžena podjetja močno obremenjena z odplačevanjem bančnih kreditov, tista podjetja, ki niso prezadolžena, pa imajo močno omejen dostop do bančnih virov, tako da ne morejo v celoti izkoristiti vseh ponujenih poslovnih priložnosti, medtem ko drugi virov financiranja v Sloveniji praktično ni.

**Osrednji izziv v slovenskem finančnem sistemu je zagotoviti njegovo normalnejše delovanje in večjo podporo slovenskemu gospodarstvu za izhod iz krize.** Pogoje za to morajo v prvi vrsti ustvariti lastniki in tudi nosilci ekonomskih politik. Zagotoviti je predvsem potrebno (i) kapitalsko močan bančni sistem, ki bo ponovno sposoben prevzemati tveganja, (ii) aktivnejše upravljanje vseh in še posebno slabih naložb v slovenskem bančnem sistemu na osnovi ekonomskih argumentov (iii) večjo odgovornost pri upravljanju slovenskih podjetij ter učinkovitejše stečajne postopke in (iv) umik države iz aktivnega upravljanja gospodarstva. Pri tem je nujno potrebno zagotoviti takšno lastniško strukturo, ki bi tudi kapitalsko podprla slovenska podjetja, saj so ta kapitalsko podhranjena. Podjetja bi s tem dobila sredstva za nadaljnji hitrejši razvoj, kar bi predstavljalo dobro osnovo za gospodarsko rast, na drugi strani pa bi se tudi njihova zadolženost znižala, to pa bi olajšalo tudi dostop do dolžniških virov financiranja.

## Literatura in viri

Alert Mechanism Report (2012) Brussels: European Commission

Arellano, M., in Bond, S. R. (1991). Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations. *Review of Economic Studies*, 58(2), 277–297.

Arellano, M., in Bover, O. (1995). Another look at the Instrumental Variable estimation of Error-Component Models. *Journal of Econometrics*, 68(1), 29–51.

Blundell, R., in Bond, S. R. (1998a). Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models. *Journal of Econometrics*, (87), 115–143.

Blundell, R., in Bond, S. R. (1998b). GMM Estimation with Persistent Panel Data: An Application to Production Functions. Working Papers No. W99/4. Najdeno 27. januarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.ifs.org.uk/wps/wp9904.pdf>

Borensztein, E. in Jong-Wha, L. (2002). Financial Crisis and Credit Crunch in Korea:

<sup>40</sup> To je tudi ena izmed ugotovitev evropske komisije v prvem poročilo o mehanizmu zgodnjega obveščanja, ki je bil objavljen v začetku letošnjega leta.



Evidence from Firm-level Data. *Journal of Monetary Economics*, 49 (4), 853-875.

Bilten BS (različne številke). Ljubljana: Banka Slovenije

Capriolo, G. (2012-osnutek). Slovenia: Government's bond yield spread evolution, drivers and policy implications. Ljubljana: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj.

ECB Statistical Data Warehouse. ECB. Dostopno na <http://sdw.ecb.europa.eu/>

Ekonomski odnosi s tujino (različne številke). Ljubljana: Banka Slovenije.

Financial soundness indicators. Pridobljeno aprila 2011 na strani <http://fsi.imf.org/>

Gambacorta, Leonardo, Marqués-Ibáñez, David (2011). The bank lending channel: lessons from the crisis. Frankfurt am Mein: European Central Bank

Global financial stability report (april 2012). Washington: International monetary fund

Jesenko, M., Roter, M., Žakelj, L. (2011). Ali so zahtevane donosnosti na slovenske obveznice previsoke? Prikazi in analize 6/2011. Ljubljana: Banka Slovenije.

Poročilo o finančni stabilnosti (različni letniki). Ljubljana: Banka Slovenije

Poročilo o povprečnih cenah nepremičnin na slovenskem trgu za 1. četrletje 201. Kvartalno. (2012). Ljubljana: Geodetska uprava Republike Slovenije.

Poročilo o razvoju 2011 (2012). Ljubljana: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj

Stabilnost slovenskega bančnega sistema (različni letniki). Ljubljana: Banka Slovenije

Statistični podatkovni portal. Statistični urad RS. Dostopno na <http://www.stat.si/pxweb/Dialog/statfile2.asp>

Tabele četrletnih finančnih računov Slovenije (2004Q1-2011Q4). Banka Slovenije. Pridobljeno maja 2012 na <http://www.bsi.si/publikacije-in-raziskave.asp?Mapald=922>.

Zakon o slovenski izvozni in razvojni banki. Uradni list RS. Št. 56/2008.

## Priloga - opredelitev kazalnikov uporabljenih v analizi zadolženosti in finančne strukture podjetij v Sloveniji

**Delež dolga v virih sredstev** =  $\sum_{i=1}^n (\text{Rezervacije in dolgoročne pasivne časovne razmejitevte (aop72)} + \text{Dolgoročne obveznosti (aop75)} + \text{Kratkoročne obveznosti (aop85)} + \text{Kratkoročne pasivne časovne razmejitevte (aop95)}) / \sum_{i=1}^n (\text{Obveznosti do virov sredstev (aop55)})$ , kjer gre  $i=1, 2, \dots, n$  in  $n$  predstavlja število vseh podjetij v vzorcu.

**Delež dolga v kapitalu** =  $\sum_{i=1}^n (\text{Rezervacije in dolgoročne pasivne časovne razmejitevte$

$(aop72) + \text{Dolgoročne obveznosti} + (aop75) + \text{Kratkoročne obveznosti}$   
 $(aop85) + \text{Kratkoročne pasivne časovne razmejitve} (aop95) / \sum_{i=1}^n \text{Kapital} (aop56)$ , kjer  
gre  $i=1, 2, \dots, n$  in  $n$  predstavlja število vseh podjetij v vzorcu.

**Delež dolga v EBITDA** =  $\sum_{i=1}^n (\text{Rezervacije in dolgoročne pasivne časovne razmejitve}$   
 $(aop72) + \text{Dolgoročne obveznosti} + (aop75) + \text{Kratkoročne obveznosti}$   
 $(aop85) + \text{Kratkoročne pasivne časovne razmejitve} (aop95)) /$   
 $\sum_{i=1}^n (\text{Dobiček iz poslovanja} (aop151) - \text{Izguba iz poslovanja} (aop152) + \text{Amortizacija}$   
 $(aop145))$ , kjer gre  $i=1, 2, \dots, n$  in  $n$  predstavlja število vseh podjetij v vzorcu.

**Prihodki od prodaje na domačem trgu** =  $\sum_{i=1}^n (aop110)$ , kjer gre  $i=1, 2, \dots, n$  in  $n$   
predstavlja število vseh podjetij v vzorcu.

**Finančne obveznosti do bank** =  $\sum_{i=1}^n (\text{Dolgoročne finančne obveznosti do bank}$   
 $(aop78) + \text{Kratkoročne finančne obveznosti do bank} (aop89))$ , kjer gre  $i=1, 2, \dots, n$  in  $n$   
predstavlja število vseh podjetij v vzorcu.

**Obveznosti do dobaviteljev** =  $\sum_{i=1}^n (\text{Dolgoročne poslovne obveznosti do dobaviteljev}$   
 $(aop82) + \text{Kratkoročne poslovne obveznosti do dobaviteljev} (aop93))$ , kjer gre  $i=1, 2, \dots, n$   
in  $n$  predstavlja število vseh podjetij v vzorcu.

**Delež finančnih obveznosti do bank v virih sredstev** =  $\sum_{i=1}^n (\text{Dolgoročne finančne}$   
 $\text{obveznosti do bank} (aop78) + \text{Kratkoročne finančne obveznosti do bank} (aop89)) /$   
 $\sum_{i=1}^n (\text{Obveznosti do virov sredstev} (aop55))$ , kjer gre  $i=1, 2, \dots, n$  in  $n$  predstavlja število  
vseh podjetij v vzorcu.

**Delež obveznosti do dobaviteljev v virih sredstev** =  $\sum_{i=1}^n (\text{Dolgoročne poslovne}$   
 $\text{obveznosti do dobaviteljev} (aop82) + \text{Kratkoročne poslovne obveznosti do dobaviteljev}$   
 $(aop93)) / \sum_{i=1}^n (\text{Obveznosti do virov sredstev} (aop55))$ , kjer gre  $i=1, 2, \dots, n$  in  $n$   
predstavlja število vseh podjetij v vzorcu.

**Donosnost sredstev (ROA)** =  $\sum_{i=1}^n (\text{Čisti dobiček obračunskega obdobja} (aop186) - \text{Čista}$   
 $\text{izguba obračunskega obdobja} (aop187)) / \sum_{i=1}^n (\text{Obveznosti do virov sredstev} (aop55))$ ,  
kjer gre  $i=1, 2, \dots, n$  in  $n$  predstavlja število vseh podjetij v vzorcu.

**Dodana vrednost** =  $\sum_{i=1}^n$  (Kosmati donos od poslovanja (aop126) - Stroški blaga, materiala in storitev (aop128) - Drugi poslovni odhodki (aop148)), kjer gre  $i=1, 2, \dots, n$  in  $n$  predstavlja število vseh podjetij v vzorcu.

**Delež finančnih odhodkov iz finančnih obveznosti glede na prihodke** =  $\sum_{i=1}^n$  (Finančni odhodki iz finančnih obveznosti (aop169)) /  $\sum_{i=1}^n$  (Čisti prihodki od prodaje (aop110)), kjer gre  $i=1, 2, \dots, n$  in  $n$  predstavlja število vseh podjetij v vzorcu.

**Delež finančnih odhodkov iz posojil, prejetih od bank glede na prihodke** =  $\sum_{i=1}^n$  (Finančni odhodki iz posojil, prejetih od bank (aop171)) /  $\sum_{i=1}^n$  (Čisti prihodki od prodaje (aop110)), kjer gre  $i=1, 2, \dots, n$  in  $n$  predstavlja število vseh podjetij v vzorcu.

**Delež finančnih odhodkov iz posojil, prejetih od družb v skupini glede na prihodke** =  $\sum_{i=1}^n$  (Finančni odhodki iz posojil, prejetih od družb v skupini (aop170)) /  $\sum_{i=1}^n$  (Čisti prihodki od prodaje (aop110)), kjer gre  $i=1, 2, \dots, n$  in  $n$  predstavlja število vseh podjetij v vzorcu.

**Delež finančnih odhodkov iz izdanih obveznic glede na prihodke** =  $\sum_{i=1}^n$  (Finančni odhodki iz izdanih obveznic (aop172)) /  $\sum_{i=1}^n$  (Čisti prihodki od prodaje (aop110)), kjer gre  $i=1, 2, \dots, n$  in  $n$  predstavlja število vseh podjetij v vzorcu.

**Delež finančnih odhodkov iz drugih finančnih obveznosti glede na prihodke** =  $\sum_{i=1}^n$  (Finančni odhodki iz drugih finančnih obveznosti (aop173)) /  $\sum_{i=1}^n$  (Čisti prihodki od prodaje (aop110)), kjer gre  $i=1, 2, \dots, n$  in  $n$  predstavlja število vseh podjetij v vzorcu.

**Finančni odhodki iz posojil, prejetih od bank** =  $\sum_{i=1}^n$  (aop171), kjer gre  $i=1, 2, \dots, n$  in  $n$  predstavlja število vseh podjetij v vzorcu.

**Delež dolgoročnih finančnih obveznosti do bank v virih sredstev** =  $\sum_{i=1}^n$  (Dolgoročne finančne obveznosti do bank (aop78)) /  $\sum_{i=1}^n$  (Obveznosti do virov sredstev (aop55)); kjer gre  $i=1, 2, \dots, n$  in  $n$  predstavlja število vseh podjetij v vzorcu.

**Delež kratkoročnih finančnih obveznosti do bank v virih**

**sredstev** =  $\sum_{i=1}^n (\text{Kratkoročne finančne obveznosti do bank (aop89)}) / \sum_{i=1}^n (\text{Obveznosti do virov sredstev (aop55)})$ ; kjer gre  $i=1,2,\dots,n$  in  $n$  predstavlja število vseh podjetij v vzorcu.

**Prihodki od prodaje na tujih trgih** =  $\sum_{i=1}^n (\text{Čisti prihodki od prodaje na trgu EU (aop115)} + \text{Čisti prihodki od prodaje na trgu izven EU (aop118)})$ , kjer gre  $i=1, 2,\dots,n$  in  $n$  predstavlja število vseh podjetij v vzorcu.