

Evropska komisija

Generalni direktorat za gospodarske in finančne zadeve

Makroekonomska neravnotežja – Slovenija 2014

ENTER PUBLICATION NUMBER

ZAHVALA

To poročilo je pripravil Generalni direktorat za gospodarske in finančne zadeve pod vodstvom namestnika generalnega direktorja Servaasa Derooseja ter direktorjev Istvána P. Szekelyja in Anne Bucher.

Glavni avtorji poročila so István P. Szekely, Laura Bardone, Paolo Battaglia, Marie Donnay, Svetoslava Georgieva, Vasileios Karantounias, Martin Löffler, Marie Mulvihill, Dunja Perko, Klara Stovicek in Thomas Usher. Pri njegovi pripravi so sodelovali tudi Tanguy De Launois, Ulla Hudina, Mitja Košmrl, Peter Pontuch, Rainer Wichern, André Verbanck in Laura Fernández Vilaseca. Statistično pomoč je zagotovil László Előd Fejér.

Morebitne pripombe na poročilo so dobrodošle, poslati pa jih je treba po pošti ali elektronski pošti na naslov:

Marie Donnay
European Commission
DG ECFIN, Unit H1
B-1049 Brussels
E-naslov: Marie.Donnay@ec.europa.eu

Rok za to poročilo je bil 25. februar 2014.

Rezultati poglobljenih pregledov v skladu z Uredbo (EU) št. 1176/2011 o preprečevanju in odpravljanju makroekonomskih neravnotežij

Slovenija se še vedno sooča s čezmernimi makroekonomskimi neravnotežji, ki zahtevajo posebno spremljanje in nadaljnje odločne ukrepe politike. Neravnotežja so se v zadnjem letu zmanjšala zaradi makroekonomskega prilagajanja in odločnih ukrepov Slovenije v okviru politik. Vendar so zaradi samega obsega potrebnega zmanjšanja znatna tveganja še vedno prisotna. Komisija bo nadaljevala posebno spremljanje politik, ki jih je Sloveniji priporočil Svet v okviru evropskega semestra, in bo redno poročala Svetu in Euroskupini.

Posebno pozornost je treba nameniti tveganju, ki izhaja iz gospodarske strukture, za katero so značilni neučinkovito korporativno upravljanje, velika vpletenost države v gospodarstvo, izgube stroškovne konkurenčnosti, presežek dolga podjetij in povečanje javnega dolga. Čeprav je bil dosežen znaten napredek pri čiščenju bilanc stanja bank, so še vedno potrebni odločni ukrepi glede popolnega izvajanja celovite strategije za bančni sektor, vključno s prestrukturiranjem, privatizacijo in okrepljenim nadzorom.

Slovenija se še vedno bori s posledicami prejšnjega gospodarskega razcveta, tj. s podjetji, ki ostajajo nevzdržno prezadolžena. S prenosom slabih posojil na Družbo za upravljanje terjatev bank (DUTB) so se izboljšale bilance stanja bank, vendar raven slabih posojil ostaja visoka glede na raven pred krizo in še vedno jih je treba trajno prestrukturirati na podlagi nedavno spremenjenega okvira za insolventnost. Ker se je domače povpraševanje, zlasti naložbe, znatno zmanjšalo, se je tekoči račun hitro popravil in se prevesil v velik presežek, vendar se škoda zaradi izgube stroškovne konkurenčnosti ni povrnila, reforme pa doslej niso v polni meri obravnavale prožnosti trga dela in izziva konkurenčnosti. Slabo upravljanje podjetij, zlasti (vendar ne samo) podjetij v državni lasti, zmanjšuje splošno učinkovitost gospodarstva prek morebitnega neučinkovitega dodeljevanja virov. Obsežen umik države iz podjetniškega in finančnega sektorja skupaj z izčrpno strategijo za upravljanje ključnega premoženja in odprodajo neključnega premoženja bi lahko izboljšal sposobnost gospodarstva za prilagajanje. Prav tako pomeni nove izzive znatno povečanje javnega dolga v zadnjih letih, čeprav z razmeroma nizke ravni. Nominalni javnofinančni primanjkljaj bo predvidoma nad cilji zaradi znatnih izdatkov, povezanih z dokapitalizacijo bank v letih 2013 in 2014, prav tako pa naj bi bil nad ciljem leta 2015, če ne bo nobene spremembe politike. Tudi strukturne prilagoditve ne zadostujejo glede na potrebe. Navedene pomanjkljivosti in izzivi v celoti gledano vplivajo na kratkoročne makroekonomske rezultate. Nedavni upad donosa državnih obveznic je delno razbremenil pritisk, toda izvajanje programa strukturnih reform je treba pospešiti.

COM(2014) 150 final, 5.3.2014

Povzetek in ugotovitve	7
1. Uvod	11
2. Makroekonomska gibanja	13
3. Neravnotežja in tveganja	19
3.1. Prenova finančnega sektorja	19
3.2. Obvladovanje višjega javnega dolga	24
3.3. Slabša zunanja konkurenčnost in izvozni rezultati	27
4. Posebna tema – rezultati in prestrukturiranje podjetij	31
4.1. Finančni rezultati in težave v podjetniškem sektorju	31
4.1.1. Glavne značilnosti prezadolženosti podjetij	31
4.1.2. Potrjene pomanjkljivosti v podjetjih v državni lasti ali pod državnim nadzorom	35
4.1.3. Padajoča dobičkonosnost in nizka naložbena zmogljivost	38
4.2. Izzivi finančnega prestrukturiranja in insolventnosti	40
5. Izzivi politike	45
Reference	48

SEZNAM TABEL

2.1. Ključni ekonomski, finančni in socialni kazalniki – Slovenija	18
4.1. Pregled ključnih količnikov in finančnih kazalnikov po sektorjih (2012)	33

SEZNAM GRAFOV

2.1. Prispevki k potencialni rasti	13
2.2. Saldo tekočega računa po sestavinah	13
2.3. Kumulativna sprememba izvoza in uvoza v obdobju 2008–2013	13
2.4. Uvoz blaga po komponentah povpraševanja	14
2.5. Rast tržnega deleža blaga	14
2.6. Razčlenitev stopnje spremembe neto stanja mednarodnih naložb	17
2.7. Neto posojanje/zadolževanje po sektorjih	17
2.8. Zaposlitveni in socialni kazalniki	17
3.1. Donosnost desetletnih obveznic, Slovenija in Italija	25

3.2.	Tržni deleži v svetovnem izvozu, medletna stopnja rasti	27
3.3.	Izvoz blaga in storitev, v stalnih cenah	27
3.4.	Realni efektivni devizni tečaji v primerjavi z EO-17 (2008 = 100)	27
3.5.	Letni realni efektivni devizni tečaji, stroški dela na enoto v primerjavi z EO-17	28
3.6.	Nominalni stroški dela na enoto (2008 = 100)	28
3.7.	BDP na zaposlenega in nominalna plača	28
3.8.	Realna urna postavka zaposlenih (00Q1 = 100)	29
3.9.	Geografska in sektorska sestava nominalne (v USD) stopnje spremembe izvoza blaga	29
3.10.	Produktivnost in stroški dela (2000 = 100)	30
4.1.	Pregled zadolženosti slovenskega podjetniškega sektorja v letu 2012	31
4.2.	Kazalniki finančne trdnosti za podjetja glede na delež lastniškega kapitala v skupnih obveznostih (2012)	32
4.3.	Kazalniki finančne trdnosti za podjetja glede na razmerje med dolgom in denarnim tokom iz poslovanja (2012)	32
4.4.	Porazdelitev presežka dolga v letu 2012 po velikosti podjetij	32
4.5.	Dobičkonosnost in stroški obresti	38
4.6.	Prispevek neto dodane vrednosti podjetniškega sektorja (v % GDP)	38
4.7.	Stroški financiranja slovenskega podjetniškega sektorja	39
4.8.	Zmogljivost denarnega toka, neto dohodki in donosnost lastniškega kapitala	40
4.9.	Zmogljivost denarnega toka in izdatkih za investicije (CAPEX)	40

SEZNAM OKVIROV

2.1.	Obeti glede cen stanovanjskih nepremičnin v Sloveniji	15
3.1.	Bančni sektor: ocena ukrepov politike, sprejetih v letu 2013	20
3.2.	Scenarij za trende v bančnem sektorju do leta 2015.	23
3.3.	Analiza vzdržnosti dolga: potrebni primarni presežki	26
4.1.	Porazdelitev dolga podjetij v Sloveniji – sektorska analiza in primerjava med državami	34
4.2.	Pregled zavarovalniškega sektorja	36
4.3.	Naraščajoča odvisnost od državne pomoči	37
4.4.	Reforma postopkov zaradi insolventnosti	41
4.5.	Izboljšanje poslovnega okolja s povečanjem učinkovitosti gospodarskega in civilnega prava	42

POVZETEK IN UGOTOVITVE

Komisija je aprila 2013 ugotovila, da v Sloveniji obstajajo čezmerna makroekonomska neravnotežja, zlasti kar zadeva trende v zvezi z vpletenostjo države v gospodarstvo, razdolževanjem podjetniškega sektorja, stabilnostjo bančnega sistema in v določeni meri tudi zunanjo konkurenčnostjo. Komisija je v poročilu o mehanizmu opozarjanja, objavljenem 13. novembra 2013, ob upoštevanju resnih neravnotežij, ugotovljenih aprila 2013, sklenila, da bi bilo povezana tveganja in napredek, dosežen pri odpravljanju neravnotežij, koristno podrobneje preučiti v poglobljeni analizi. V tem poglobljenem pregledu je zato predstavljena ekonomska analiza slovenskega gospodarstva v skladu z okvirom za nadzor, določenim v postopku v zvezi z makroekonomskim neravnotežjem. Glavna opažanja in ugotovitve te analize so:

- **Kriza je močno vplivala na slovensko gospodarstvo, ki je v procesu precejšnjega prilagajanja.** Leta 2013 je bil realni BDP 10 % pod najvišjimi vrednostmi iz leta 2008, krhko okrevanje, ki naj bi temeljilo na neto izvozu, pa naj bi se po pričakovanjih začelo v drugi polovici leta 2014. Ker se je domače povpraševanje, še posebej pa naložbe, močno skrčilo, se je tekoči račun s primanjkljaja v višini 7 % BDP v letu 2008 močno popravil na presežek v višini 3,1 % BDP v letu 2012, pričakuje pa se še dodatno povečanje presežka. Presežek tekočega računa zmanjšuje neto zunanje obveznosti Slovenije, saj se je neto stanje mednarodnih naložb precej izboljšalo in je zdaj na ravni pod 40 % BDP.
- **Slovenija je v letu 2013 izvedla odločne ukrepe politike, kar je stabiliziralo bančni sektor, vendar sta za povrnitev dolgoročne vzdržnosti in dobičkonosnosti potrebna nadaljnje prestrukturiranje in konsolidacija.** Slovenski bančni sektor se je po štirih zaporednih letih krčenja bilanc stanja in prenašanja sredstev zmanjšal za petino. Ukrepi politike so vključevali preglede kakovosti sredstev, obremenitvene teste, dokapitalizacijo bank v državni lasti in prenos slabih posojil na Družbo za upravljanje terjatev bank (DUTB). Čeprav je prenos slabih posojil na (DUTB) olajšal hitro prestrukturiranje bančnih bilanc stanja, je raven slabih posojil še vedno visoka glede na raven pred krizo in bi lahko predstavljala tveganje za uspešno poslovanje bank v prihodnosti in njihovo privatizacijo, če ne bodo hitro rešena. Po zaključku trenutne faze prestrukturiranja in privatizacije bank ter reševanja oslabljenih posojil bo največje preostalo tveganje za sektor njegova sposobnost, da zopet doseže trajno dobičkonosnost in ohrani odpornost v primeru morebitnih prihodnjih pretresov. Ker so možnosti za povečanje neto obrestnih marž omejene, bosta gibanje dobičkonosnosti in krepitev sektorja v veliki meri odvisna od izboljšanja učinkovitosti in s tem povezanega zmanjšanja stroškov v srednjeročnem obdobju.
- **Veliko povečanje javnega dolga v zadnjih letih, čeprav s sorazmerno nizke ravni, ustvarja nove izzive in tveganja, kar poudarja potrebo po trajnostnih ukrepih politike.** Delež dolga v razmerju do BDP se je povečal s samo 22 % v letu 2008 na 54 % v letu 2012. Leta 2013 se je dolg po ocenah povečal za dodatnih 18 odstotnih točk na 72 % BDP. Čeprav precejšen delež tega povečanja predstavljajo dokapitalizacije bank in prenosi na DUTB decembra 2013, pa je velik del povečanja povezan s kopičenjem primarnih primanjkljajev. Po napovedih naj bi se dolg v obdobju 2014–2015 še naprej povečeval in zdi se, da se Slovenija sooča s tveganji, ki bi lahko kratkoročno in srednjeročno ogrozila vzdržnost zaradi strme rasti porabe, povezane s staranjem prebivalstva. Višji dolg in krajše zapadlosti povečujejo pomen uspešnih strategij za upravljanje dolga, kar ponazarja znaten učinek na izdatke za obresti, ki ga je imela izdaja dolžniških instrumentov konec leta 2013 po višjih obrestnih merah.
- **Znatna izguba deležev na izvoznih trgih v zadnjih petih letih kaže, da Slovenija ne konkurira uspešno na svetovnih trgih.** Čeprav se obseg izvoza ponovno vrača na najvišjo raven, doseženo v letu 2008, pa ne raste v skladu s širjenjem svetovne trgovine. Obrat prejšnjega trenda povečevanja deležev na izvoznih trgih je posledica poslabšanja stroškovne konkurenčnosti, kar ovira tudi naložbe in ustvarjanje delovnih mest. To poslabšanje je zlasti opazno v primerjavi z dohitevajočimi gospodarstvi Srednje Evrope, ki so naravno referenčno merilo za Slovenijo kot proizvodno lokacijo, in v primerjavi z državami članicami, ki prejemajo finančno pomoč, ki so referenčno merilo glede

hitrosti makroekonomskega prilagajanja. Gibanje stroškov dela na enoto v Sloveniji, ki odstopa od teh referenčnih gospodarstev, je jasen dokaz za poslabšanje stroškovne konkurenčnosti na ravni celotne Slovenije, ki je posledica naraščajočih stroškov dela, ki odstopajo od trendov na področju produktivnosti, in neprožnosti trga dela.

- **Ponovna vzpostavitev naložbenih zmogljivosti in okrevanje slovenskega gospodarstva kot celote sta počasnejša zaradi odlaganja finančnega prestrukturiranja uspešnih podjetij.** Raven slabih posojil v slovenskem podjetniškem sektorju se je v zadnjih letih precej povečala. Visoka stopnja zadolženosti in finančne težave so omejile zmogljivosti podjetniškega sektorja za naložbe in znatno pripomogle k trajnejšemu upadanju naložb v Sloveniji. Poleg tega zmanjševanje dobičkonosnosti poslovanja podjetij kaže na zmanjšanje učinkovitosti in izgubo konkurenčnosti. To ima širše posledice za gospodarstvo z izrazitim padcem prispevka neto dodane vrednosti podjetniškega sektorja k BDP glede na ravni pred krizo. Prestrukturiranje podjetij sta močno ovirala zapleten zakonodajni okvir in slabo upravljanje podjetij, zlasti, vendar ne samo v podjetjih v državni lasti. Decembra 2013 je bil uveden nov zakonodajni okvir za prestrukturiranje podjetij, namenjen izboljšanju učinkovitosti postopkov zaradi insolventnosti, določa pa tudi preventivno prestrukturiranje uspešnih podjetij z nevdržnimi presežki dolgov, preden postanejo insolventna. Uvedba reforme je dobrodošla, vendar bo treba njen učinek še oceniti, saj je še v veliki meri nepreizkušena.
- **Zapletene mreže državnega lastništva omejujejo prilagajanje in izkrivljajo dodeljevanje virov, zlasti pri novih naložbah.** Zdi se tudi, da odvrčajo neposredne tuje naložbe, ki so nižje kot v primerljivih državah. Poleg tega ustvarjajo tveganje za javne finance bodisi neposredno bodisi prek pogojnih obveznosti iz zagotovljenih jamstev. Sprejetje sprememb zakonodaje o Slovenskem državnem holdingu (SDH), ki bi tega rekonstituirala kot subjekt za konsolidacijo upravljanja neposrednih in posrednih lastniških deležev države, in razvrstitev neključnih sredstev za privatizacijo zamujata.

V tem poglobljenem pregledu so obravnavani izzivi politike, ki izhajajo iz navedenih neravnotežij in tveganj, ter možne usmeritve, ki jih lahko Slovenija izbere, če želi uspešno nadaljevati svoja prizadevanja za popolno odpravo teh neravnotežij. Prihodnji odziv politike bi lahko temeljil na spodnjih pomislekih:

- **Odločno ukrepanje v zvezi s prestrukturiranjem poslovanja, konsolidacijo in privatizacijo bi izboljšalo dobičkonosnost in povečalo dolgoročno uspešnost in vzdržnost finančnega sektorja.** Nadaljnje odločno ukrepanje, zlasti v zvezi s prestrukturiranjem poslovanja, bi izboljšalo obete za dobičkonosnost finančnega sektorja. Odločno in hitro ukrepanje v zvezi s konsolidacijo in privatizacijo bi povečalo dolgoročno vzdržnost sektorja. Poleg tega bosta srednjeročna uspešnost in preprečitev ponavljajočega se kopičenja tveganj odvisna od kakovosti nadzora na mikro in makro ravni, obvladovanja tveganj in upravljanja. Takojšnja odprodaja sredstev s strani DUTB in izvedba programa privatizacije bi lahko zmanjšala morebitne prihodnje izgube iz naslova zadevnih sredstev ter ustvarila prihodke za zmanjšanje dolga.
- **Za ohranitev zaupanja trgov in zagotovitev vzdržnosti dolga v srednje- in dolgoročnem obdobju bo potrebno preudarno in verodostojno oblikovanje gospodarske politike.** Glede na precejšnje povečanje stopnje javnega dolga v Sloveniji, čeprav s sorazmerno nizke ravni, je potrebno odločno ukrepanje politike. Najprej in predvsem so potrebni trajni primarni presežki, da se bo dolg začel manjšati. Ustrezne fiskalne institucije, vključno z učinkovitim fiskalnim svetom in fiskalnimi pravili so lahko pomembni temelji za tako fiskalno politiko. Možnosti za povečanje prihodkov so bile v veliki meri že izkoriščene v proračunu za leto 2014, zato bo treba podrobno preučiti možnosti za konsolidacijo odhodkov. Dobra alternativa potencialno škodljivim in neučinkovitim linearnim zmanjšanjem odhodkov bi lahko bila bolj ciljno usmerjena reorganizacija državnih dejavnosti. Verodostojni pregledi odhodkov bi lahko zagotovili informacije za proračunske ukrepe, ki so potrebni za doseganje ciljev javnofinančne konsolidacije, ter opredelili možnosti za povečanje učinkovitosti,

stroškovne učinkovitosti in izkoriščanje sinergij za zmanjšanje podvajanja storitev. Glede na veliko povečanje odhodkov zaradi staranja prebivalstva v Sloveniji, bo treba v kratkem reformirati pokojninski sistem in sistem dolgotrajne oskrbe, da se bo zagotovila srednjeročna in dolgoročna stabilizacija skupnih odhodkov.

- **Ponovna zagotovitev stroškovne konkurenčnosti na srednji rok bi lahko izboljšala izvozne rezultate.** Omejitev rasti stroškov dela bi lahko pripomogla k ponovni vzpostavitvi stroškovne konkurenčnosti v bližnji prihodnosti. Javna politika lahko vpliva na stroške dela prek številnih kanalov, vključno z reformo sistema minimalne plače, obdavčitve dela (vključno s prispevki delodajalca za socialno varnost) in plač v javnem sektorju. Strukturo minimalne plače bi bilo namreč mogoče prilagoditi, da se omogoči razlikovanje med različnimi skupinami na trgu dela, pri indeksaciji pa bi se lahko upoštevala tudi druga ekonomska gibanja, vključno s produktivnostjo.
- **Politike za reševanje presežka dolga podjetij, ki se osredotočajo na podporo hitremu prestrukturiranju dolga, bi lahko sprostile nove zasebne naložbe.** Pri finančnem prestrukturiranju in prestrukturiranju poslovanja bi se lahko dala prednost najbolj ranljivim podjetjem, finančnim holdingom in podjetjem v državni lasti, kjer je skoncentrirana glavnina presežka dolga. Potrebni so tesno spremljanje in korektivni ukrepi, da se zagotovi, da bosta pred kratkim revidiran okvir za insolventnost in njegovo izvajanje na sodiščih prinesla potrebne izboljšave pri prestrukturiranju podjetij v težavah. Zgodnje posredovanje dolžnikov in upnikov prek novega postopka preventivnega prestrukturiranja bi lahko uspešnim podjetjem omogočilo, da se prestrukturirajo, preden postanejo insolventna. Če se v novi zakonodaji pokažejo pomanjkljivosti, se jo lahko pregleda in popravi. Poleg tega bo treba za povečanje dobičkonosnosti in konkurenčnosti sprejeti politike, ki podpirajo izboljšano poročanje in prakse upravljanja podjetij v ključnih sektorjih gospodarstva, še zlasti pa podjetij v državni lasti.
- **Obsežen umik države iz slovenskega podjetniškega in finančnega sektorja skupaj z izčrpno in pregledno strategijo za upravljanje ključnega in hitro odprodajo neključnega državnega premoženja bi lahko izboljšal sposobnost prilagajanja realnega sektorja gospodarstva in zmanjšal tveganja za javne finance.** Država bo prek DUTB, državnih bank in državnih lastniških deležev ostala pomemben akter v številnih ključnih primerih prestrukturiranja. Dogovori o zasebnem prestrukturiranju, sklenjeni med privatiziranimi podjetji in privatiziranimi bankami bodo verjetno skrbneje upoštevali komercialna načela in zagotovili trajnejšo vrednost kot rešitve, ki jih pripravi država. Odločen napredek pri privatizaciji 15 subjektov v državni lasti, določenih za hitro privatizacijo, in sprejetje celovite strategije za ključno in neključno državno premoženje bi lahko dala trgu jasen signal o zavezanosti Slovenije izvajanju potrebnih reform. Nadaljevanje pregledne privatizacije bi lahko pripomoglo tudi k povečanju produktivnosti in spodbudilo konkurenčnost, kar slovensko gospodarstvo in podjetja nujno potrebujejo.

1. UVOD

Evropska komisija je 13. novembra 2013 v skladu s členom 3 Uredbe (EU) št. 1176/2011 o preprečevanju in odpravljanju makroekonomskih neravnotežij predstavila svoje tretje poročilo o mehanizmu opozarjanja. Poročilo o mehanizmu opozarjanja služi kot instrument za začetno preverjanje, na podlagi katerega se določijo države članice, za katere je potrebna poglobljena analiza pri ugotavljanju neravnotežij ali obstoja tveganja zanje. V skladu s členom 5 Uredbe št. 1176/2011 bi se s temi „poglobljenimi pregledi“ za posamezne države morali preučiti narava, izvor in resnost makroekonomskih trendov v zadevni državi članici, ki predstavljajo neravnotežja ali bi lahko do njih privedli. Komisija bo na podlagi te analize odločila, ali po njenem mnenju obstaja neravnotežje v skladu z zakonodajo in kakšno ukrepanje bo priporočila Svetu.

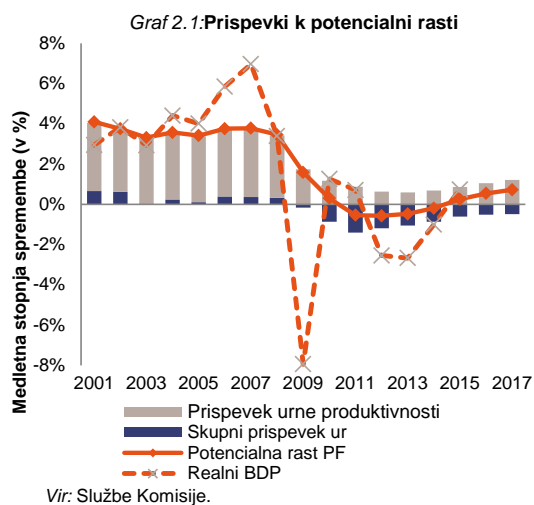
To je tretji poglobljeni pregled za Slovenijo. Prejšnji poglobljeni pregled je bil objavljen 10. aprila 2013, v njem pa je Komisija ugotovila, da v Sloveniji obstajajo čezmerna makroekonomska neravnotežja, zlasti v zvezi s trendi na področju razdolževanja podjetniškega sektorja, stabilnosti bančnega sistema in v določeni meri tudi zunanje konkurenčnosti. Na splošno se je Komisiji, tudi zaradi ugotovljenega velikega neravnotežja v aprilu, v poročilu o mehanizmu opozarjanja zdelo koristno, da v podrobnejši analizi nadalje preučijo vključena tveganja in napredek pri odpravi neravnotežij. Ta poglobljeni pregled tako vsebuje široko zastavljen pregled slovenskega gospodarstva v skladu okvirom za nadzor, določenim v postopku v zvezi z makroekonomskim neravnotežjem.

Glede na navedeno je v oddelku 2 predstavljen pregled makroekonomskih gibanj, v oddelku 3 pa so podrobneje obravnavana glavna neravnotežja in tveganja, pri čemer se osredotoča predvsem na prenovo finančnega sektorja, vzdržnost dolga ter poslabšanje stroškovne konkurenčnosti in izvoznih rezultatov. V oddelku 4 so obravnavane posebne teme, povezane z denarnimi tokovi in investicijami podjetij, kot so rezultati in težave podjetij, pritisk razdolževanja ter količinska opredelitev velikosti in obsega tveganj, značilnih za podjetniški sektor. V oddelku 5 so obravnavana vprašanja politik.

2. MAKROEKONOMSKA GIBANJA

Rast in izvozni rezultati

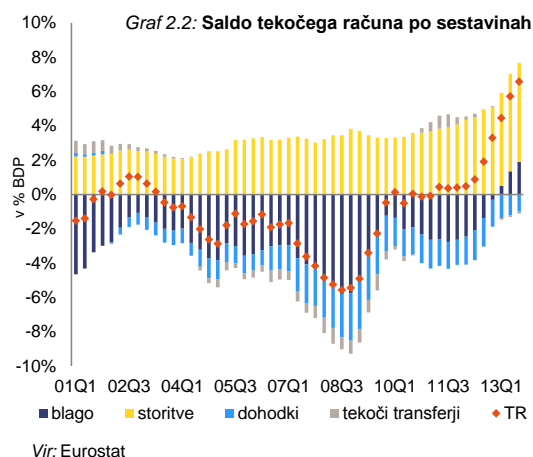
Kriza je močno in dolgotrajno vplivala na slovensko gospodarstvo. Realni BDP je bil v letu 2013⁽¹⁾ 10 % pod najvišjim, doseženim v letu 2008, gospodarstvo pa se še naprej krči, saj naj bi glede na zimsko napoved služb Komisije iz leta 2014 doseglo le zmerno okrevanje v drugi polovici leta 2014. Za celotno obdobje je bilo značilno krčenje domačega povpraševanja, zlasti investicij, kar se je pokazalo v upadanju potencialne rasti, pri čemer je večino upada mogoče pripisati drugim dejavnikom, kot sta kapital in skupna faktorska produktivnost, ne pa vložku dela (glej graf 2.1). Učinek zmanjšanja investicij je lahko precejšen zaradi prevladovanja investicij, ki niso bile usmerjene v proizvodne zmogljivosti, v letih pred krizo (glej ustrezne oddelke iz poglobljenih pregledov v letih 2012 in 2013).



Tekoči račun se je s primanjkljaja v višini 7 % BDP v letu 2008 popravil na presežek v višini 3,1 % BDP v letu 2012. V obdobju 2013–2015 se pričakuje dodatno povečanje presežka. K temu popravku sta sorazmerno enako prispevala povečanje presežka v trgovini s storitvami in odprava primanjkljaja v trgovini z blagom (glej graf 2.2). Nominalno se je izvoz storitev v obdobju 2008–2013 povečal za 9,5 % in v letu 2013 predstavlja 15,5 % BDP. V istem obdobju se je izvoz blaga nominalno povečal za 7,6 % in

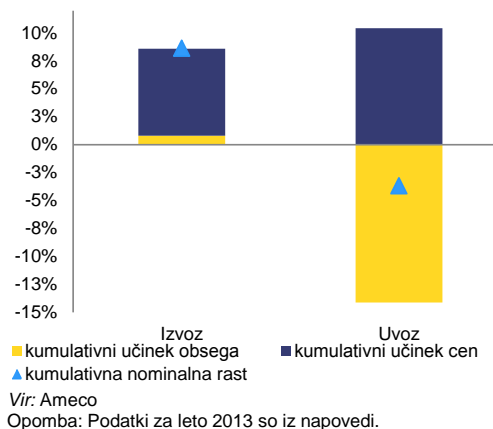
(1) Vrednost realnega BDP (v stalnih cenah) v skladu z zimsko napovedjo Evropske komisije (februar 2014).

predstavljal 63,2 % BDP, kar kaže na pomen trgovanja z blagom za BDP.

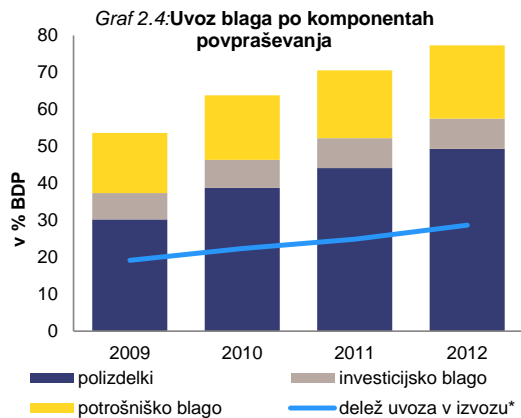


Krčenje domačega povpraševanja se je odrazilo v zmanjšanju uvoza. Obseg uvoza se je v obdobju 2008–2013 zmanjšal za 13,6 %, medtem ko se je v istem obdobju obseg izvoza povečal le za 2,5 %. Vendar je bil kumulativni učinek na cene pozitiven tako za uvoz kot izvoz (glej graf 2.3), kar je omililo učinek manjšega obsega uvoza na saldo tekočega računa.

Graf 2.3: Kumulativna sprememba izvoza in uvoza v obdobju 2008–2013



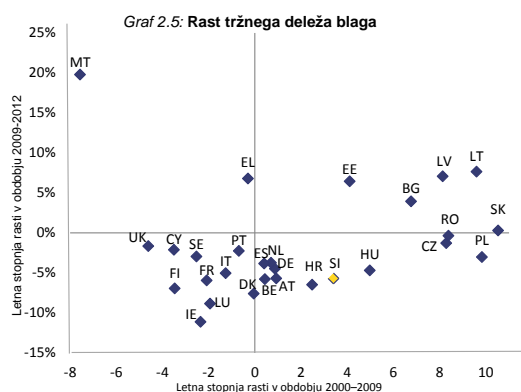
Večino sprememb v uvozu blaga od leta 2008 je mogoče pripisati zmanjšanju gradbenih investicij in razpoložljivega dohodka. Zaradi pomanjkljivosti v domačem povpraševanju je do rasti uvoza v zadnjih letih prišlo samo pri vmesnem blagu, razlog za to pa je slovenska izvozna industrija (glej graf 2.4).



* Na podlagi izvoza blaga in Komisijinega izračuna deleža uvoza v izvozu za leto 2009 z uporabo nacionalnih input-output tabel WIOD (2009).

Vir: Službe Komisije.

Izvozni rezultati so bili pod povprečjem primerljivih držav. Slovenija je v zadnjih petih letih izgubila skoraj petino svojega tržnega deleža v svetovnem izvozu. Od leta 2009 jo dohitevajo višegrajske države članice, kot so Češka, Poljska in Slovaška, ki so bolj sodelovale pri okrepanju svetovne trgovine z blagom (glej graf 2.5). Gibanje konkurenčnosti, na katerem temeljijo ti slabi rezultati, je podrobneje obravnavano v oddelku 3.3.



Vir: Izračuni služb Komisije na podlagi podatkov podatkovne baze Comtrade ZN.

Pogoji financiranja

Posojanje domačih bank, zlasti podjetniškemu sektorju, še vedno upada. Omejen dostop do financiranja za uspešna podjetja zaradi razdrobljenosti trga bi lahko omejil potencial gospodarstva za rast, ki ga sestavljajo predvsem MSP. Vendar je domače razdolževanje ključni dejavnik razvoja finančnega položaja Slovenije. Dogajanje v bančnem sektorju, za katerega sta

značilna čiščenje in krčenje bilanc stanja, je podrobneje analizirano v oddelku 3.1.

Prav tako so se zmanjšala posojila gospodinjstvom. To je morda odraz pričakovanj, da se bodo cene stanovanjskih nepremičnin dodatno zmanjšale. Raziskava Evrosistema o finančah in porabi v gospodinjstvih dejansko ugotavlja, da so se slovenska gospodinjstva kljub zdravim bilancam stanja srečevala z drugo najvišjo stopnjo zavrnitve posojil (28 %) v euroobmočju. Prav tako so zaradi predpostavke, da obstaja kreditni krč predložila najmanj prošenj za posojilo v zadnjih dveh letih. Splošna finančna trdnost gospodinjstev⁽²⁾ bi lahko kazala na omejene možnosti kreditiranja, čeprav banke navajajo, da ni povpraševanja s strani uspešno vodenih gospodinjstev. Če se potrdijo, bi lahko vse take omejitve ponudbe negativno vplivale na zasebno potrošnjo in trg stanovanjskih nepremičnin. Po skupnem padcu cen stanovanjskih nepremičnin z njihove najvišje vrednosti za skoraj 20 % (29 % po prilagoditvi zaradi inflacije) se je precenitvena vrzel, ustvarjena med rastjo, znatno zmanjšala. Toda analiza nepremičninskega trga kaže, da čeprav bi se cene utegnile začeti stabilizirati, ostajajo obeti glede cen stanovanjskih nepremičnin negativni, saj bo verjetno zaradi temeljnih gospodarskih dejavnikov ravnotežna raven cen stanovanj upadla, medtem ko še vedno občutljive razmere na kreditnem trgu povečujejo tveganje za prenizko uravnoteženje ravni cen stanovanj (glej okvir 2.1).

Aktivnost na premoženjskih trgih je bila omejena, vendar se je po oceni bančnega sektorja izboljšala. Kljub temu ta preobrat ne traja dovolj dolgo, da bi se odrazil v stroških izposojanja v celotnem gospodarstvu⁽³⁾. Cene stanovanjskih nepremičnin so še naprej padale, obseg transakcij in gradnje pa je ostal nizek (v okviru 2.1 so ocenjene možnosti za nadaljnji popravek na trgu stanovanjskih nepremičnin). Borzni trg ostaja omejen z razmeroma nizkim

⁽²⁾ Potrjeno z razmeroma nizkimi razmerji med zneski posojil in vrednostjo nepremičnin, o katerih poroča Banka Slovenije.

⁽³⁾ V Sloveniji so obrestne mere za posojila podjetjem višje od začetka leta 2009 in se od takrat niso bistveno povečale. V praksi se povezava med obrestnimi merami na državne obveznice in pogoji financiranja za podjetja ne zdi zelo močna.

številom likvidnih kotirajočih najuspešnejših podjetij, pri čemer so nekatera od teh določena za prodajo s strani bank in države.

Okvir 2.1: Obeti glede cen stanovanjskih nepremičnin v Sloveniji

V tretjem četrtletju leta 2013 so bile cene stanovanj za 20 % nižje kot na vrhuncu rasti leta 2008, če pa se cene prilagodijo za inflacijo (graf 1a), ta padec znaša 29 %. Število prodanih stanovanj v letu do tretjega četrtletja leta 2013 se je znatno znižalo v primerjavi s povprečnimi ravnmi iz leta 2007 (–58 % za novogradnje, –44 % za obstoječa stanovanja¹). Ta nizka stopnja tržne dejavnosti se je neposredno odražala v trendih novih posojil za nakup stanovanj, ki so v letu 2013 dobesedno zastala. Naložbe v stanovanja so v letu 2013 ostale nizke in znašale približno 2,6 % BDP v primerjavi z vrhuncem 4,6 % leta 2008.

Za oceno obetov glede cen stanovanjskih nepremičnin se uporabi tristopenjski analitični okvir (i) ciklična gibanja se uporabijo za določitev dinamike cen stanovanj v zadnjem času in za opredelitev vzorcev razcveta/recesije, (ii) ciklična analiza se dopolni s kazalniki precenitve/podcenitve (razmerje cen glede na dohodek, razmerje cene glede na najemnino ter osnovni model cen stanovanj), poleg tega pa (iii) se ocenijo morebitni pritiski, ki izhajajo iz splošnih razmer na kreditnem trgu in bilanc stanja gospodinjstev, saj lahko te vplivajo na kratkoročno dinamiko cen stanovanj.

Razlika med dejansko ceno stanovanja, prilagojeno za inflacijo, in njenim prečiščenim trendom (graf 1b) se uporabi za izračun kazalnika „resnosti“ cikličnih faz rasti in upadanja, ki združuje obseg in trajanje faz od najvišje do najnižje vrednosti in obratno.² Zadnjo fazo rasti (ki se je zaključila v zadnjem četrtletju leta 2007) je mogoče označiti kot razcvet glede na vrednost kazalnika resnosti, ki je povezan z zgodovinsko rastjo v državah članicah EU. Trenutne faze upadanja cen, ki dosega približno 75 % „resnosti“ faze razcveta, še ni mogoče označiti kot dokončno recesijo.

Drugi korak analize (graf 1c) temelji na treh kazalnikih vrednotenja, ki dosledno kažejo, da se je vrzel zaradi precejšenosti znatno zmanjšala po letu 2008. Vendar tega ne bi smeli razlagati enako kot odsotnost pritiskov na nižanje cen stanovanj, saj lahko pride do dodatnih popravkov zaradi poslabšanja splošnih gospodarskih razmer, ki za seboj povlečejo temeljne dejavnike stanovanjskega trga.

Poleg tega kratkoročno dinamiko cen stanovanj v veliki meri določata zmožnost in pripravljenost gospodinjstev za nakup stanovanja s kreditom, ne glede na raven vrednotenja na stanovanjskem trgu. Na splošno pretekli stanovanjski cikli kažejo, da cene stanovanj ostajajo pod ravnotežnimi ravnmi v fazi njihovega upadanja. Kot zadnji korak graf 1d predstavlja nedavne kazalnike pritiskov za razdolževanje pri ponudbi in povpraševanju po kreditih po državah članicah EU.³ Slovenija je še naprej med državami z največjimi pritiski tako na strani ponudbe kot povpraševanja. V trenutnih razmerah na kreditnem trgu vse manj gospodinjstev zaprosi za hipotekarni kredit, izmed gospodinjstev, ki zanj zaprosijo, pa ga dobijo le redka.

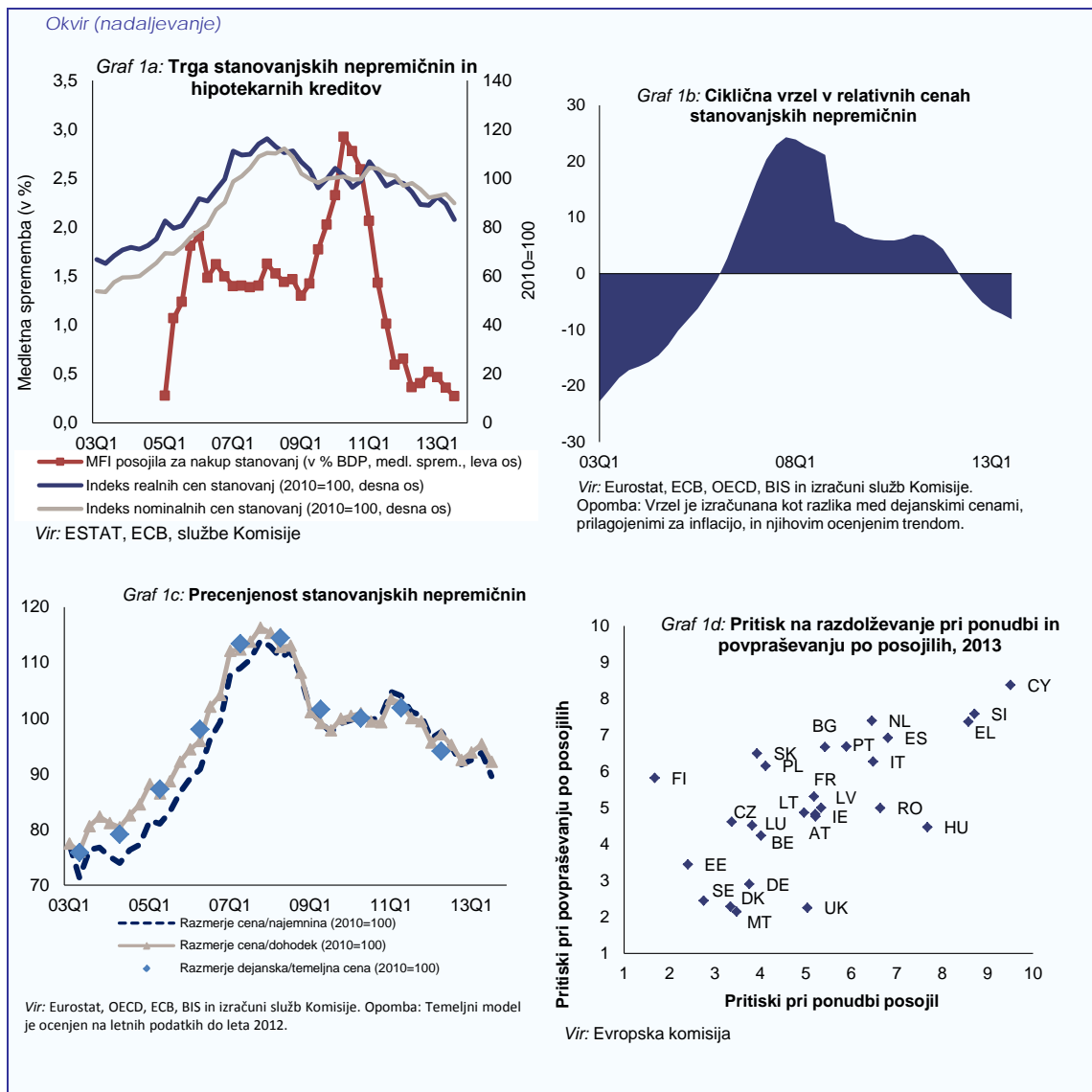
Zaradi občutljivih razmer na kreditnem trgu ostajajo obeti za cene stanovanj negativni, čeprav bi stanovanjski trg lahko začel kazati znake stabilizacije.

⁽¹⁾ Zelo malo prodanih stanovanj v tretjem četrtletju leta 2013 je delno posledica tehničnih težav v informacijskih sistemih organov, kar pa lahko razloži le omejen del upada prodaje.

⁽²⁾ Za podrobnosti glej poročilo Evropske komisije (2012): „Ocena dinamike cen stanovanj v euroobmočju“, *Četrletno poročilo o euroobmočju*, 4/2012.

⁽³⁾ Za podrobnosti o metodologiji glej Cuerdo, C., I. Drumond, J. Lendvai, P. Pontuch and R. Raciborski (2013): „Indebtedness, Deleveraging Dynamics and Macroeconomic Adjustment“, *European Economy, Economic Paper no. 477*.

(nadaljevanje na naslednji strani)



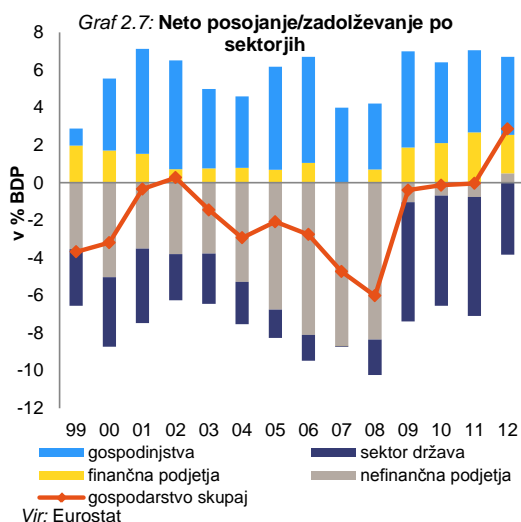
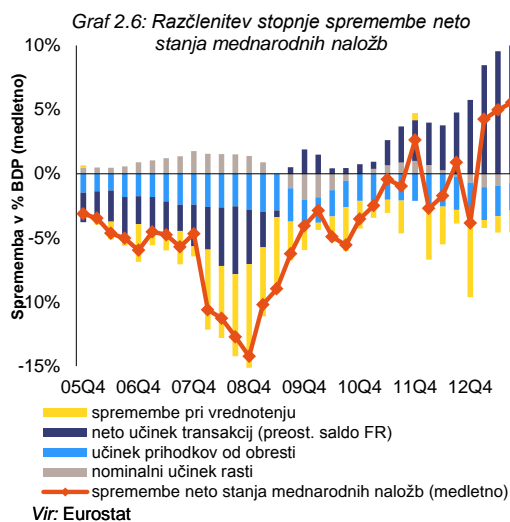
Presežek tekočega računa zmanjšuje neto zunanje obveznosti Slovenije. V Sloveniji je med letom 2005 in začetkom leta 2009 prišlo do hitrega nastanka velikega negativnega neto stanja mednarodnih naložb v višini približno 40 % BDP. Glavni razlog so bila tuja posojila slovenskih bank za financiranje naložb, zlasti v hitro rastoče gradbene in prevzemne dejavnosti⁽⁴⁾ (glej neto učinek transakcij v grafu 2.6). Drugi razlog je bil pojav negativnih neto sprememb pri vrednotenju leta 2008, ki so bile predvsem posledica znižanja vrednosti naložb v postavki „druge naložbe“, kar morda deloma odraža izpostavljenost Slovenije

⁽⁴⁾ Glej poglobljeni pregled iz leta 2012.

trgom nekdanje Jugoslavije, na katerih vladajo neugodne razmere. Nenadna zaustavitev financiranja s strani tujih bank leta 2009 je privedla do precejšnjih neto odplačil dolga. Vztrajanje negativnih trendov pri neto vrednotenjih je izničilo pozitiven učinek transakcij na neto stanje mednarodnih naložb do konca leta 2012. Od leta 2013 se je neto stanje mednarodnih naložb zaradi izboljšanja učinkov transakcij in zmanjševanja negativnih učinkov vrednotenja precej izboljšalo in je zdaj na ravni pod 40 % BDP.

Upad zadolževanja podjetij je povzročil spremembo finančnega položaja Slovenije. Razčlenitev neto posojanja in zadolževanja po sektorjih (graf 2.7) kaže, v kolikšnem obsegu so se

nefinančna podjetja nehala zadolževati, poleg tega pa tudi, da se je skromno razdolževanje začelo šele v letu 2012 (razdolževanje podjetij je podrobneje analizirano v oddelku 4). Kaže pa tudi učinek zadolževanja države, ki je podrobneje obravnavan v oddelku 3.2, vključno z oceno učinka enkratnih ukrepov kapitalne podpore v obdobju 2013–2014.



Zaposlitvene in socialne razmere

Brezposelnost se je povečala s 4,4% v letu 2008 na 8,9% v letu 2012 in se je v letu 2013 še naprej rahlo povečevala, vendar kljub temu ostaja pod povprečjem EU-28. Obstaja precejšnje tveganje, da se stopnja brezposelnosti povečala, saj je prišlo le do omejene prerazporeditve delovne

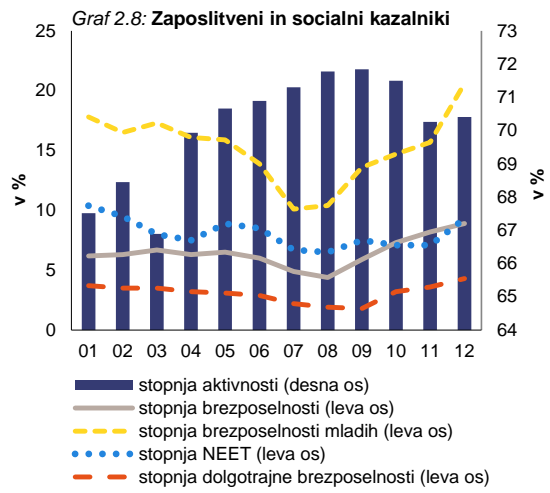
sile, ki se je sprostila z odpuščanji v gradbenem, nepremičninskem in do neke mere proizvodnem sektorju⁽⁵⁾ Realne plače se zdaj nižajo, vendar ostajajo nad ravnmi iz leta 2008. V oddelku 3.3 so preučene posledice dogodkov na trgu dela za konkurenčnost.

Zaščita zaposlitve, stabilne bilance stanja gospodinjstev in širša socialna podpora so v določeni meri omilile socialne posledice krize.

Brezposelnost mladih je še vedno nižja od ravni v drugih ranljivih gospodarstvih EU, čeprav je bilo letno povečanje v letu 2012 z 31 % najvišje v EU-28 in še narašča. Čeprav so ključni socialni kazalniki še vedno pod povprečjem EU, osnovni trend ni pomirjujoč. Stopnja NEET⁽⁶⁾ se je povečala s 6,5 % v letu 2008 na 9,3 % v letu 2012 (povprečje v EU v letu 2012 je znašalo 13,2 %), delež dolgotrajno brezposelnih pa se je povečal z 1,8 % leta 2009 na 4,3 % leta 2012 (povprečje v EU v letu 2012 je znašalo 4,7 %). Kot je podrobno opisano v poglobljenem pregledu za leto 2013, je brezposelnost veliko bolj kot nizke plače ključni dejavnik tveganja za revščino in socialno izključenost. Mlade je kriza tako kot drugje po Evropi najbolj prizadela (glej graf 2.8). Tveganje stigmatizacije trga dela se povečuje, vse dokler se ne bo povrnila gospodarska rast. To bi zlasti prizadelo mlajše brezposelne ljudi, katerih znanja in potencialni zaslužek v celotni življenjski dobi lahko sčasoma poslabšajo, ter starejše brezposelne ljudi, pri katerih je večje tveganje prehoda v neaktivnost. Slovenija je kljub tem trendom še vedno med najbolj enakopravnimi družbami v EU z Ginijevim količnikom pod 0,24.

⁽⁵⁾ Farmaceutski, energetske in zavarovalniški sektor so med tistimi, ki so bolje prebrodili krizo.

⁽⁶⁾ NEET je mlada oseba, ki ni zaposlena in se ne izobražuje ali usposablja („Not in Education, Employment or Training“).



Vir: Eurostat

Tabela 2.1:

Ključni ekonomski, finančni in socialni kazalniki – Slovenija

	Napoved									
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
Realni BDP (medletno)	7,0	3,4	-7,9	1,3	0,7	-2,5	-1,6	-0,1	1,3	
Zasebna potrošnja (medletno)	6,3	2,3	-0,1	1,5	0,8	-4,8	-3,5	-2,0	-0,1	
Javna potrošnja (medletno)	0,6	5,9	2,5	1,3	-1,6	-1,3	-2,7	-1,6	0,3	
Bruto investicije v osnovna sredstva (medletno)	13,3	7,1	-23,8	-15,3	-5,5	-8,2	-3,9	-2,1	0,7	
Izvoz blaga in storitev (medletno)	13,7	4,0	-16,1	10,2	7,0	0,6	2,9	3,8	4,5	
Uvoz blaga in storitev (medletno)	16,7	3,7	-19,2	7,4	5,6	-4,7	0,2	1,7	3,3	
Proizvodna vrzel	6,2	5,6	-4,1	-2,9	-1,7	-3,3	-3,8	-3,4	-2,3	
Prispevek k rasti BDP:										
Domače povpraševanje (medletno)	6,9	4,2	-6,4	-2,4	-0,9	-4,5	-3,2	-1,8	0,1	
Zaloge (medletno)	2,1	-1,0	-4,1	1,9	0,6	-1,8	-0,4	0,0	0,0	
Neto izvoz (medletno)	-2,0	0,1	2,6	1,8	1,0	3,8	2,0	1,7	1,2	
Saldo tekočega računa, plačilna bilanca (v % BDP)	-4,2	-5,4	-0,5	-0,1	0,4	3,3	.	.	.	
Trgovinska bilanca (v % BDP), plačilna bilanca	-1,2	-1,9	2,0	1,3	1,4	4,8	.	.	.	
Trgovina z blagom in storitvami (medletno)	0,9	-1,5	3,7	-3,9	-1,4	-1,0	0,2	0,7	-0,1	
Neto stanje mednarodnih naložb (v % BDP)	-21,8	-35,9	-39,8	-43,2	-40,8	-44,9	.	.	.	
Neto zunanji dolg (v % BDP)	20,4	30,9	37,2	40,3	37,0	41,2	.	.	.	
Bruto zunanji dolg (v % BDP)	100,5	105,3	113,8	114,8	110,9	115,7	.	.	.	
Izvojni rezultati v primerjavi z napredovalimi državami (petletna sprememba v %)	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Delež na izvoznih trgih, blago in storitve (v %)	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Stopnja prihrankov gospodinjstev (neto prihranki kot odstotek neto razpoložljivega dohodka)	9,0	8,6	8,0	6,1	5,2	4,7	.	.	.	
Zasebni kreditni tokovi (konsolidirani, v % BDP)	21,8	15,9	2,9	2,0	0,5	-3,0	.	.	.	
Dolg zasebnega sektorja (konsolidiran, v % BDP)	97,9	107,7	115,9	118,0	115,7	114,1	.	.	.	
Deflaciran indeks cen stanovanj (medletno)	18,7	1,5	-10,0	-1,4	1,0	-8,4	.	.	.	
Investicije rezidentov (v % BDP)	4,2	4,6	3,9	3,2	2,8	2,8	.	.	.	
Skupne obveznosti finančnega sektorja, nekonsolidirane, (v % BDP)	28,5	6,6	7,4	-3,4	-1,3	-0,7	.	.	.	
Delež temeljnega kapitala (1)	6,7	8,7	8,9	8,3	8,8	9,1	.	.	.	
Splošna raven solventnosti (2)	10,6	11,7	11,7	11,3	11,8	11,4	.	.	.	
Bruto skupna vrednost dvomljivih in slabih posojil (v % skupnih dolžniških instrumentov ter skupnih posojil in akontacij) (2)	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Brezposelnost, osebe (medletno)	3,2	2,4	-1,4	-1,9	-1,4	-0,5	-2,6	-1,2	-0,3	
Stopnja brezposelnosti	4,9	4,4	5,9	7,3	8,2	8,9	10,2	10,8	10,7	
Stopnja dolgotrajne brezposelnosti (v % aktivnega prebivalstva)	2,2	1,9	1,8	3,2	3,6	4,3	.	.	.	
Stopnja brezposelnosti mladih (v % aktivnega prebivalstva v isti starostni skupini)	10,1	10,4	13,6	14,7	15,7	20,6	22,7	.	.	
Stopnja aktivnosti (15–64 let)	71,3	71,8	71,8	71,5	70,3	70,4	.	.	.	
Mladi, ki niso zaposleni in se ne izobražujejo ali usposabljajo (v % skupnega prebivalstva)	6,7	6,5	7,5	7,1	7,1	9,3	.	.	.	
Ljudje, ki jim grozi revščina ali socialna izključenost (v % skupnega prebivalstva)	17,1	18,5	17,1	18,3	19,3	19,6	.	.	.	
Stopnja tveganja revščine (v % skupnega prebivalstva)	11,5	12,3	11,3	12,7	13,6	13,5	.	.	.	
Stopnja hudega materialnega pomanjkanja (v % skupnega prebivalstva)	5,1	6,7	6,1	5,9	6,1	6,6	.	.	.	
Osebe v gospodinjstvih z zelo nizko intenzivnostjo dela (v % skupnega prebivalstva)	7,3	6,7	5,6	7,0	7,6	7,5	.	.	.	
Deflator BDP (medletno)	4,2	4,1	3,3	-1,1	1,2	0,2	1,6	0,7	1,3	
Harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin (medletno)	3,8	5,5	0,9	2,1	2,1	2,8	1,9	0,8	1,3	
Sredstva za zaposlene/osebo (medletno)	6,2	7,2	1,8	3,9	1,6	-1,0	1,0	-0,3	0,9	
Produktivnost dela (realno, na zaposleno osebo, medletno)	3,5	0,8	-6,2	3,5	2,4	-1,7	.	.	.	
Stroški dela na enoto (celotno gospodarstvo, medletno)	2,6	6,4	8,6	0,4	-0,7	0,8	0,7	-1,3	-0,7	
Realni stroški dela na enoto (medletno)	-1,6	2,1	5,1	1,5	-1,9	0,5	-0,9	-1,9	-2,0	
Realni efektivni devizni tečaj (stroški dela na enoto, medletno)	0,9	2,4	6,0	-0,9	-1,2	-2,3	0,5	-1,3	-2,0	
Realni efektivni devizni tečaj (harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin, medletno)	1,2	1,6	2,3	-2,6	-0,8	-1,2	1,3	0,7	-0,7	
Saldo sektorja država (v % BDP)	0,0	-1,9	-6,3	-5,9	-6,3	-3,8	-14,9	-3,9	-3,3	
Strukturni proračunski saldo (v % BDP)	-2,9	-4,5	-4,4	-4,5	-4,6	-2,3	-1,9	-1,7	-2,2	
Bruto javni dolg (v % BDP)	23,1	22,0	35,2	38,7	47,1	54,4	71,9	75,4	78,0	

Vir: Eurostat, ECB, AMECO.

(1) Domače bančne skupine in samostojne banke.

(2) Domače bančne skupine in samostojne banke, hčerinske družbe pod tujim nadzorom (EU in ne-EU) ter podružnice pod tujim nadzorom (EU in ne-EU).

3. NERAVNOTEŽJA IN TVEGANJA

3.1. PRENOVA FINANČNEGA SEKTORJA

Za zadnja štiri leta so bili značilni krčenje bilanc stanja, povečanje obsega slabih posojil in manjšanje kapitalskih rezerv, zaradi česar je bilo potrebno odločno ukrepanje politike.

Konec leta 2013 je bilančna vsota slovenskega bančnega sektorja, ki ga je sestavljalo 23 subjektov (17 bank, vključno s sedmimi hčerinskimi bankami, tremi podružnicami tujih bank in tremi hranilnicami), znašala približno 41 milijard EUR (116 % BDP), kar je zmanjšanje z 52 milijard EUR (146 % BDP) konec leta 2009. Kot je podrobno opisano v prejšnjih poglobljenih pregledih, je bila vzrok za to prvo fazo razdolževanja mednarodna finančna kriza, toda pokazale so se številne posebnosti Slovenije, ki jih je kriza še okrepila, zlasti veliko število slabih posojil v poslovnem sektorju, največ v velikih podjetjih in v podjetjih v državni lasti. Ti trendi kreditne kvalitete so skupaj z nižanjem vrednosti zavarovanja s premoženjem hitro zmanjšali kapitalske osnove.

Ukrepi politike, sprejeti v letu 2013, so bili namenjeni neposrednim tveganjem za stabilnost bančnega sektorja. Kreditno tveganje je bilo verodostojno izmerjeno in odpravljeno z večjimi kapitalskimi injekcijami v državne banke. Hitro prestrukturiranje bančnih bilanc stanja omogoča prenos slabih posojil na Družbo za upravljanje terjatev bank (DUTB). Toda raven slabih posojil v preostalih domačih kreditnih portfeljih znaša približno 12 %⁽⁷⁾, kar je še vedno veliko glede na raven pred krizo.

Ukrepe politik v zvezi s finančnim sektorjem, ki so jih slovenski organi napovedali 12. decembra 2013, je Komisija ocenila v poročilu o okrepljenem spremljanju⁽⁸⁾ Odboru za ekonomsko politiko Sveta (povzetek v okviru 3.1). Pregled kakovosti sredstev je izpostavil več pomanjkljivosti bančnih praks in postopkov in zato je Banka Slovenije od bank zahtevala, da pripravijo načrte sanacijskih ukrepov za rešitev najpomembnejših težav.

V preostalem oddelku so ocenjeni trendi za finančni sektor v srednjeročnem obdobju.

Razdolževanje podjetij se šele zares začenja in bo ključno gonilo razdolževanja bank. Začetno zmanjšanje bančnih posojil podjetjem v obdobju 2010–2011 so delno nadomestili drugi viri posojil, tudi iz tujine (glej oddelek 2). Opustitve s strani upnikov so doslej številna podjetja obvarovala velikih izgub. Kazalniki finančnega vzvoda podjetij ostajajo visoki tudi zaradi nižjih vrednosti lastniškega kapitala. Razdolževanje bi se lahko pospešilo, če se bo zdaj začelo obsežno finančno prestrukturiranje (oddelek 4). Preostala slaba posojila po prenosu na DUTB prav tako predstavljajo pomembno kreditno tveganje, čeprav so bila v obremenitvenih testih ocenjena konzervativno (za obdobje do leta 2015, vendar ne po njem) in posebej predvidena v dokapitalizacijah. To bi lahko povzročilo dodatne izgube in omejilo potencial rasti v gospodarstvu, ki ga sestavljajo predvsem MSP.

Pritiski na razdolževanje se bodo nadaljevali tudi na strani obveznosti. Banke lahko pričakujejo vračilo znatnih zneskov financiranja ECB (operacije dolgoročnejšega refinanciranja), količina vlog pa naj bi glede na gospodarsko aktivnost stagnirala⁽⁹⁾. Glede na to, da imajo domače banke omejen dostop do finančnih trgov oziroma dostopa do njih nimajo, pa bodo verjetno temu ustrezno prilagodile svoje portfelje posojil. Tuje banke, ki trenutno poslujejo z višjim razmerjem med posojili in vlogami, bodo verjetno še naprej pod pritiskom svojih matičnih institucij ali nadzornika, da zmanjšajo financiranje znotraj skupine, kar bo verjetno privedlo do nadaljnjega razdolževanja.

⁽⁷⁾ Če bi uporabili opredelitev slabih posojil, usklajeno z EBA, bi bila raven lahko celo višja.

⁽⁸⁾ Poročilo je na voljo na naslovu: http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/documents/20140224_si_imbalances_epc_report_en.pdf

⁽⁹⁾ Ob koncu leta 2013 se je baza vlog zmanjšala za 2,1 milijarde EUR s pretvorbo državnih vlog v lastniški kapital treh velikih domačih bank. Dodatno manj pomembno enkratno zmanjšanje državnih vlog je mogoče pričakovati leta 2014 v okviru še nezaključenih dokapitalizacij.

Okvir 3.1: Bančni sektor: ocena ukrepov politike, sprejetih v letu 2013

V drugi polovici leta 2013 so neodvisne tretje osebe opravile obsežen **pregled kakovosti sredstev (AQR) in obremenitveni test (ST)** (od spodaj navzgor in od zgoraj navzdol), rezultati pa so bili objavljeni 12. decembra 2013.

Testi so bili zelo obsežni: zajeli so približno 70 % slovenskega bančnega sistema, sodelujoče institucije pa so priskrbele podrobne podatke za 2 milijona posojil in 14 000 zavarovanj s premoženjem. V pregled kakovosti sredstev so bili vključeni rezultati 4 235 posameznih pregledov dokumentacije posojil ter ocena 15 358 vrednotenj nepremičnin, ki so jo opravile neodvisne tretje osebe. Sestavni elementi pregleda kakovosti sredstev so zagotovili zanesljive podatke za obremenitvene teste. Pregled je tudi pokazal več slabosti bančnih sistemov za obvladovanje tveganj, ki bi lahko, če se ne odpravijo, privedle do ponovnega kopičenja izgub⁽¹⁾. Pri obremenitvenih testih se je uporabil makroekonomski scenarij, o katerem se je dogovoril usmerjevalni odbor, ki je nadzoroval izvajanje testa, pri čemer so sodelovali Evropska komisija, EBA in ECB.

Med obremenitvenim testom od spodaj navzgor se je za osem vključenih institucij za 3-letno obdobje (2013–2015) ugotovil **primanjkljaj kapitala**⁽²⁾ v znesku približno 4 046 milijonov EUR v primeru osnovnega scenarija ter 4 778 milijona EUR v primeru negativnega scenarija (več kot 13 % BDP). Po celotni razdelitvi bremen med lastnike delnic in podrejenih dolžniških instrumentov ter ob upoštevanju prenosa slabih terjatev na **DUTB**, so preostale kapitalske zahteve treh največjih bank, ki jih mora pokriti država, znašale 3 012 milijonov EUR⁽³⁾.

Ukrepe za dokapitalizacijo dveh največjih bank v državni lasti (NLB, NKBM) je Evropska Komisija odobrila⁽⁴⁾ 18. decembra 2013. Istočasno je Komisija začasno odobrila pomoč za reševanje Abanke⁽⁵⁾ in je sprejela sklep, ki dopušča novo pomoč v obliki državne dokapitalizacije v višini do 236 milijona EUR za Probanko in do 285 milijona EUR za Factor banko (od tega je država že zagotovila 176 oziroma 269 milijonov EUR). Po sprejetju teh sklepov je Slovenija dokapitalizirala pet institucij v znesku 3 214 milijona EUR, in sicer z denarnimi sredstvi in tržnimi državnimi vrednostnimi papirji⁽⁶⁾. Poleg tega je DUTB prejela 200 milijonov EUR v obliki tržnih državnih vrednostnih papirjev, da se zagotovi njeno nemoteno delovanje.

Bruto vrednost prenosov na DUTB iz dveh največjih bank v državni lasti (NLB in NKBM) je znašala 3 301 milijona EUR. Skupno plačilo za prenesena sredstva je znašalo⁽⁷⁾ 1 012 milijona EUR, kar predstavlja

⁽¹⁾ Potrjevanje celovitosti podatkov (DIV) je pokazalo pomanjkljivosti informacijskih sistemov in fizičnih evidenc ter precejšnje vrzeli v več dokumentacijah posojil. Večina bank svojim dolžnikom ni pripisovala bonitetnih razredov v skladu s predpisi o izgubah iz kreditnega tveganja, ki jih je izdala Banka Slovenije, pri čemer so bila v nekaterih primerih slaba posojila označena kot dobra posojila, zlasti pri poslovanju s podjetji. Posojila so se na veliko obnavljala, tudi v primerih, ko bi banka morala posojilo oslabiti, zlasti v podjetniškem sektorju. V številnih primerih so bile ocene premoženja za zavarovanje zastarele in niso odražale nedavnih padcev cen nepremičnin. Pri pregledu dokumentacije posojil se je ugotovila nezadostna segmentacija portfelja, nejasna opredelitev slabih posojil / pozno odkrivanje slabih posojil in nerealne domneve glede verjetnosti neplačila ter ocene izgube ob neplačilu (LGD).

⁽²⁾ Ob predpostavki, da v danem obdobju ne morejo nastati nobene nove odložene terjatve za davek.

⁽³⁾ Probanka in Factor Banka nista bili vključeni v obremenitvene teste, ker se je v začetku septembra zanj začel postopek nadzorovanega prenehanja.

⁽⁴⁾ Dodatni podatki so na voljo na strani: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-13-1276_sl.htm

⁽⁵⁾ Končna odločitev o državni pomoči bo sprejeta v okviru ocene načrta za prestrukturiranje Abanke, ki ga je Slovenija predložila sredi februarja 2014.

⁽⁶⁾ Pogovori med slovenskimi organi in ECB o uporabi državnih obveznic za dokapitalizacijo bank so v teku.

⁽⁷⁾ Cene prenosa so bile določene v skladu s pravili Evropske komisije o državni pomoči ter odražajo dolgoročno realno ekonomsko vrednost posojil.

(nadaljevanje na naslednji strani)

Okvir (nadaljevanje)

povprečni popust v višini 69 %. Kar zadeva Abanko, tretjo največjo banko, bodo na DUTB proti plačilu približno 543 milijonov EUR prenesena posojila v bruto vrednosti približno 1 150 milijona EUR, ko bo Evropska komisija odobrila načrt za prestrukturiranje, ki so ga organi predložili februarja 2014. Medtem ko je prišlo do nekaterih zamud, so DUTB in banke sklenili sporazum o operativnem izvajanju storitev, v skladu s katerim bodo banke še naprej upravljale vsakodnevno servisiranje posojil do konca aprila 2014, vendar pa je za odločanje pooblaščenca DUTB.

Dve domači banki v zasebni lasti (Banka Celje in Gorenjska banka) ter tri hčerinske banke v tuji lasti (UniCredit Banka Slovenija, Hypo Alpe-Adria-Bank in Raiffeisen banka), ki trenutno izpolnjujejo kapitalske zahteve Banke Slovenije, vendar so obremenitveni testi zanje pokazali možno pomanjkanje kapitala, morajo do junija 2014 povečati svoj kapital v skladu z ugotovitvami obremenitvenih testov. Če to ne bo mogoče, bo vlada zagotovila ustrezna kapitalska varovala v skladu s pravili EU o konkurenci.

Vlada je hkrati najavila, da namerava v letu 2014 v celoti privatizirati NKBM in Abanko ter zmanjšati svojo udeležbo v NLB na največ 25 % plus eno delnico v srednjeročnem obdobju. Postopek privatizacije NKBM je bil ponovno začel, poleg tega je bilo podpisano pismo o sodelovanju z novim finančnim svetovalcem. Organi pričakujejo, da bo postopek zaključen avgusta 2014. Tako Factor banka kot Probanka sta v postopku prenehanja in bosta v letu 2014 verjetno izstopili s trga.

Na splošno ta ukrep politike in tekoče izvajanje utirata pot nemotenemu razdolževanju nefinančnega podjetniškega sektorja. Banke, ki uspešno poslujejo, so bile dokapitalizirane, njihove bilance stanja se čistijo, poleg tega so ustvarile precejšnje rezerve za preostala slaba posojila. Novi zakonodajni okvir za insolventnost, ki je bil sprejet decembra 2013, naj bi po pričakovanjih olajšal postopek razdolževanja.

Tabela 1:

Pregled dokapitalizacij in prenosov na DUTB

Institucija	Skupno povečanje kapitala		Povečanje kapitala z denarnimi sredstvi v mio. EUR	Povečanje kapitala z državnimi vrednostnimi papirji v mio. EUR	Vrednost prenosa/bruto vrednost sredstev, prenesenih na DUTB v mio. EUR	
	v mio. EUR				2013	2014
	2013	2014			2013	2014
NLB	1551		1141	410	622/2278	
NKBM	870		620	250	390/1023	
Abanka	348	243	348	243	543/1150	
Probanka	176		160	16		
Factor banka	269		160	109		
Skupaj	3214	243	2429	785	1012/3301	543/1150

Vir: Banka Slovenije in DUTB.

Trenutno poteka konsolidacija bančnega sektorja, vendar se v prihodnjih letih lahko pričakuje še dodatna konsolidacija. Pri nadaljnjih združevanjih, zlasti med manjšimi

domačimi bankami, bi se lahko izkoristile stroškovne sinergije, kar bi lahko imelo za posledico ustanovitev četrte velike domače banke. Popolna privatizacija take banke bi pozitivno vplivala na kakovost njenega vodenja in upravljanja tveganj. V okvirju 3.2 je predstavljen možen scenarij za razvoj bančnega sektorja v letih 2014–2015, ki ugotavlja, da je v tem obdobju kljub precejšnji konsolidaciji v zadnjih letih verjetno dodatno zmanjšanje bilanc stanja bank.

prav tako pripomogla k odpravi neučinkovitosti in izboljšanju sinergij.

Prihodki in dobičkonosnost bančnega sektorja se bodo na srednji rok še naprej krčili, zaradi česar bodo možnosti za interno ustvarjanje lastniškega kapitala omejene. Trendi glede razdolževanja na strani sredstev in obveznosti bodo zmanjšali osnovo za dohodke bank⁽¹⁰⁾ in omejili marže. Na strani sredstev so obrestne mere za posojila že visoke, saj podjetja plačujejo precejšnjo premijo v primerjavi s konkurenti v euroobmočju. Kakor je opisano v oddelku 4, si podjetja morda ne bodo mogla privoščiti višjih obrestnih mer. Na strani obveznosti so bile možnosti za enkratne dobičke izčrpane. Poleg tega bo vračilo sredstev operacij dolgoročnejšega refinanciranja negativno vplivalo na povprečne stroške financiranja bank⁽¹¹⁾. Posledično bi se lahko podražil kapital za uspešna podjetja.

Zdi se, da so možnosti za nadaljnje povečanje dobičkonosnosti po letu 2015 omejene na zmanjšanje stroškov. Zaradi šibkega realnega sektorja in že sedaj visoke ravni dejanskih obresti so prihodki od obresti strogo omejeni, na izdatke za obresti pa bo vplivalo morebitno povečanje povprečnih stroškov financiranja. To pomeni, da je znižanje povezane stroškovne osnove ključno strateško vodilo za banke v kratkoročnem obdobju, če želijo izboljšati dobičkonosnost in svoje zmogljivosti za vzpostavitev trajnostne kapitalске osnove prek zadržanih dobičkov. To poudarja pomembnost izkoriščanja vseh možnosti za znižanje stroškov v okviru tekočega prestrukturiranja večjih domačih bank v bližnji prihodnosti. Dodatna konsolidacija v sektorju bi

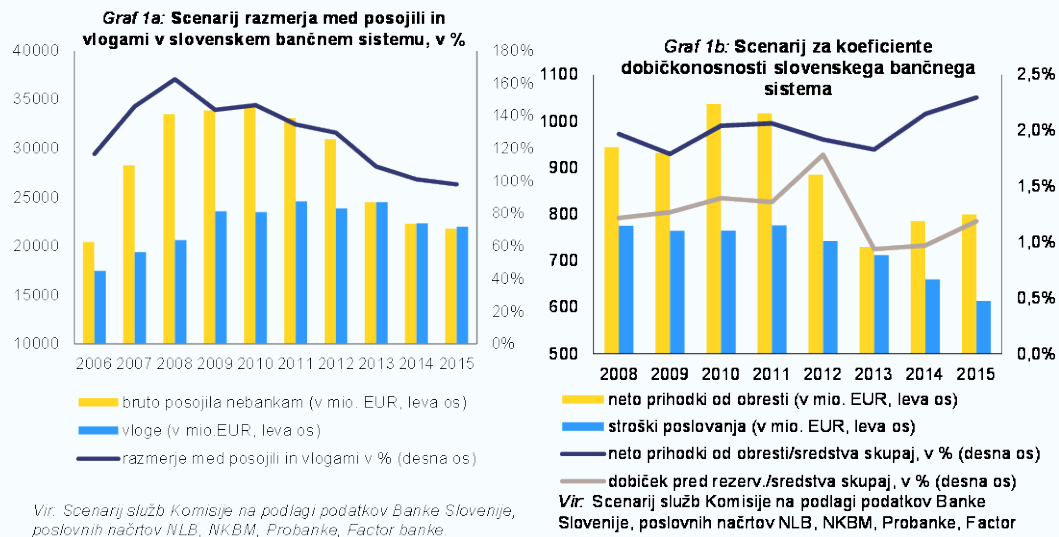
⁽¹⁰⁾ Vendar se bodo čisti prihodki od obresti zmanjšali manj izrazito kot bilančna vsota zaradi prenosa slabih posojil v višini 4,8 milijard EUR na DUTB.

⁽¹¹⁾ Na maržo čistih prihodkov od obresti (osnovna bilančna vsota) bo hkrati pozitivno vplival prenos slabih posojil na DUTB v letih 2014 in 2015.

Okvir 3.2: Scenarij za trende v bančnem sektorju do leta 2015.

V tem okviru je predstavljen možen scenarij (ne napoved) za potek razdolževanja bilanc stanja bančnega sektorja ter gibanja dobičkov in izgub ter kazalnikov uspešnosti za prihodnji dve leti. Ta scenarij izhaja iz ocene, ki so jo izvedle službe Komisije, da bi se izmerili učinki zgoraj opisanih obetov, pri čemer so se kot osnova uporabile obstoječe obveznosti v zvezi z državno pomočjo, poslovni načrti bank, ocene banke Slovenije glede možne velikosti sektorja in makroekonomska napoved služb Komisije.

Po verjetnih predpostavkah bi se lahko bilančna vsota bančnega sektorja do konca leta 2015 zmanjšala za nadaljnjih 14 %. S tem bi bilančna vsota sektorja znašala približno 97 % BDP⁽¹⁾. Ti trendi bi razmerje med posojili in vlogami do leta 2015 približali 100 % oziroma le nekoliko pod to raven (glej graf 1a). Dobiček pred rezervacijami bi ostal nizek in bi se komajda dvignil nad 1,2 % bilančne vsote (glej graf 1b). Tabela 1 predstavlja ključne značilnosti tega scenarija.



Predpostavke so naslednje:

- obseg neporavnanih kreditov nefinančnim družbam se bo manjšal vsaj do leta 2015⁽²⁾;
- banke bodo prilagodile količino likvidnih sredstev obveznostim v skladu z dolgoročnim povprečnim deležem;
- brez ponovnega dostopa do medbančnih trgov ter nobenih novih vlog države, kar sta morda konzervativni predpostavki;
- domače banke bodo zmanjšale posojilne portfelje v takšni meri, da bodo lahko v celoti financirale svoje dejavnosti prek lastne baze vlog, kar bo privedlo do razmerja med posojili in vlogami pod ali blizu 100 %;

⁽¹⁾ Precejšen padec zneska neporavnanih bančnih kreditov nefinančnim družbam v letu 2013 je delno posledica prenosa posojil v bruto vrednosti 3,3 milijarde EUR na DUTB.

⁽²⁾ To je v skladu s preteklimi izkušnjami postopkov razdolževanja po finančni krizi. Poročilo Mednarodnega denarnega sklada o posameznih državah št. 13/231 – Politika euroobmočja (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13231.pdf>)

(nadaljevanje na naslednji strani)

Okvir (nadaljevanje)

- banke v tuji lasti se bodo do določene mere še vedno financirale prek matičnih institucij, tako da bo njihovo razmerje med posojili in vlogami ostalo nad 100 %, kljub večjemu upadu kot v domačih bankah;
- število bank se bo zmanjšalo s trenutnih 23 na približno 16 do 19;
- število zaposlenih se bo zmanjšalo sorazmerno z aktivno;
- dejanske obrestne mere bodo po pričakovanjih ostale nespremenjene na povprečni stopnji iz leta 2012;
- dejanska marža čistih prihodkov od obresti se bo med procesom razdolževanja povečala z 1,8 % leta 2013 na 2,3 % leta 2015⁽³⁾.

Tabela 1:

Scenarij služb Komisije za razvoj slovenskega bančnega sektorja za obdobje 2013–2015

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Bilancijska vsota v mio. EUR	34.080	42.598	47.948	52.009	50.760	49.243	46.125	40.979	36.800	35.400
Rast bilancijske vsote v %		25%	13%	8%	-2%	-3%	-6%	-11%	-10%	-4%
Bilancijska vsota kot % BDP	110%	123%	129%	146%	143%	136%	130%	116%	103%	97%
Število bančnih uslužbenecv	11.832	11.996	12.232	12.188	11.943	11.813	11.498	10.800	9.400	8.850
Bruto posojila nebančnim subjektom v mio. EUR	20.422	28.285	33.530	33.909	34.469	33.143	30.964	24.511	22.300	21.800

Vir: Scenarij osebja na podlagi podatkov Banke Slovenije, sklepov o državni pomoči, obsežne ocene bančnega sektorja, napovedi in izračunov služb Komisije.

⁽³⁾ To je delno statistični artefakt prenosa slabih posojil.

3.2. OBVLADOVANJE VIŠJEGA JAVNEGA DOLGA

Več kot trikratno povečanje deleža javnega dolga v zadnjih letih ustvarja nove izzive in tveganja. Prvič, višja in naraščajoča raven zadolženosti ter krajše zapadlosti povečujejo potrebo po (re)financiranju in s tem pomembnost skrbnega upravljanja dolga. Drugič, večji donosi na dolžniške instrumente, ki jih je država nedavno izdala zaradi nujnih potreb po dodatnih sredstvih, in skupno povečanje dolga na splošno povzročajo višje stroške obresti. Poleg tega je sektor država v celoti in izrecno izpostavljen tveganjem, povezanim s prenosom sredstev iz bank na DUTB. Ta so ocenjena na približno 4,4 % BDP, vendar bo dejansko realiziran delež te vrednosti v veliki meri odvisen od političnih kompromisov in strategije reševanja DUTB, ki jih je treba še jasno opredeliti. Ta oddelek opredeljuje dosedanja razvoj ter opisuje osnovne in druge možne scenarije gibanja dolga v obdobju 2015–2030 (glej okvir 3.3).

Delež dolga v razmerju do BDP se je v preteklih letih krepko povečal s samo 22 % v letu 2008 na 54 % v letu 2012. Približno polovica tega povečanja je posledica kopičenja primarnih primanjkljajev, četrtina je posledica vpliva počasne

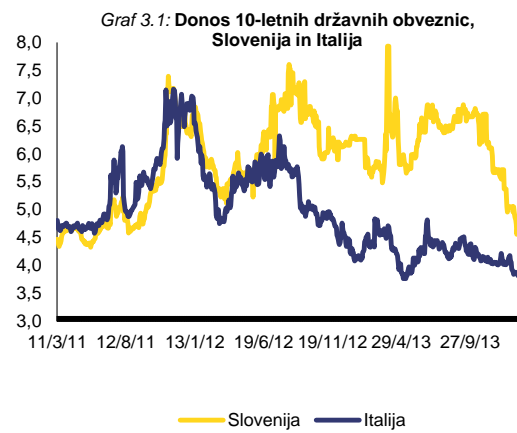
rasti in višjih obrestnih mer (t.i. učinek „snežene kepe“), preostala četrtina pa je posledica prilagoditev stanj in tokov v obliki ukrepov kapitalske podpore.

Leta 2013 se je dolg po ocenah povečal za dodatnih 18 odstotnih točk na skoraj 72 % BDP. Vpliv dokapitalizacije bank in prenosov na DUTB, sprejetih decembra 2013 (glej okvir 3.1), znaša skoraj 13 odstotnih točk BDP. Ti so se financirali z izdajo nove in koriščenjem obstoječih obveznic ter izčrpanjem denarnih rezerv države. To vključuje tudi enkratno povečanje nominalnega primanjkljaja, in sicer za približno 10 odstotnih točk BDP v letu 2013 in 0,7 odstotne točke v letu 2014, vendar brez posledic za potek strukturnih prilagoditev v obeh letih. Čeprav je to povečanje precejšnje, bi se lahko štel kot uresničenje pogojnih obveznosti, ki so bile pričakovane s strani trga in zato niso preveč poslabšale tržnega dojemanja vzdržnosti dolga.

Večji dolg in krajše zapadlosti pa povečujejo pomen zagotovitve zaupanja trga in strategij za upravljanje dolga. Potrebe po refinanciranju slovenskega javnega dolga v letu 2009 so znašale 1,5 milijarde EUR, kar je posledica tega, da je dolg konec leta 2008 znašal dobrih 8 milijard EUR. To bi se lahko v letu 2014 povečalo za štirikrat na

povprečno okoli 6 milijard EUR letno na podlagi ocenjenega neporavnanelega dolga ob koncu leta 2013 v višini 25 milijard EUR in zmanjšanja povprečne zapadlosti za približno tri leta⁽¹²⁾. Skupne potrebe po financiranju obsegajo tudi fiskalne primanjkljaje v višini približno 2 milijard EUR. To poleg doseganja primarnih presežkov poudarja potrebo po dostopu do trgov po ugodnejših cenah in podaljšanju zapadlosti.

Zadnja izdaja dolžniških instrumentov po visokih obrestnih merah bistveno vpliva na javno porabo. Za lažje razumevanje vpliva teh dolžniških instrumentov na javno porabo smo opredelili razliko, ki bi nastala, če bi bili donosi na slovenske obveznice enaki kot na italijanske (glej graf 3.1) od sredine leta 2012 do konca leta 2013. Primerjava z Italijo kot referenčno državo⁽¹³⁾ je ustrezna zaradi visoke korelacije med desetletnimi državnimi obveznicami obeh držav na začetku obravnavanega obdobja⁽¹⁴⁾. Prihranjeni bi bili lahko dodatni stroški obresti v višini 0,2 % BDP (30 milijonov EUR na zakladne menice in 43 milijonov EUR na obveznice). Za leto 2014 znaša vpliv dolžniških instrumentov, ki jih je država v preteklosti izdala zaradi nujnih potreb, približno 0,4 % BDP (30 milijonov EUR na zakladne menice in 104 milijonov EUR na obveznice). Ta premija odraža zaskrbljenost trgov glede stanja finančnega sektorja ter stroškov zaradi neukrepanja politike v letih 2008 do 2013. To pa pritisk konsolidacije prenaša na druge postavke prihodkov in odhodkov. Tudi če bi odslej obrestne mere za nove dolžniške instrumente ostale na sedanjih ravneh, bo trajalo do leta 2023, da bo vpliv tega obdobja višjih donosov na odhodke za obresti v celoti pojenjal. Če bo prišlo do novih pretresov, bo neposreden vpliv na javne finance znaten zaradi trenutnih večjih potreb po financiranju. Posreden vpliv na stroške izposojanja v celotnem gospodarstvu bi izčrpaval denarne tokove podjetij in oslabil napredek pri čiščenju bilanc stanja (glej oddelek 4).



Dolg naj bi se v obdobju 2014–2015 še naprej povečeval, glede na številne verjetne scenarije pa bi lahko postal nevzdržen. Glavna gonilna sila teh trendov je močno povečanje izdatkov zaradi staranja prebivalstva, ki jih narekujejo demografske razmere v Sloveniji v kombinaciji z njenim sedanjim sistemom socialnega varstva. Zaradi uravnoteženja proračuna pokojninskega sklada so se prenosi iz državnega proračuna v pokojninski sklad povečali z 1,8 % BDP v letu 2008 na približno 3,4 % BDP v letu 2013. Celovita reforma dolgotrajne oskrbe ostaja v fazi načrtovanja. Trenutno vlada s pomočjo strokovnjakov iz akademskih krogov razpravlja o novi pokojninski reformi za ohranitev vzdržnosti sistema po letu 2020. Za oceno vzdržnosti javnega dolga v različnih možnih gospodarskih razmerah je v okviru 3.3 predstavljenih nekaj možnih scenarijev razvoja dolga.

⁽¹²⁾ Dejanska potreba po refinanciranju v letu 2014 je manjša zaradi vrzeli v strukturi zapadlosti dolga.

⁽¹³⁾ Tudi Italija je bila izpostavljena pritisku glede obrestnih mer.

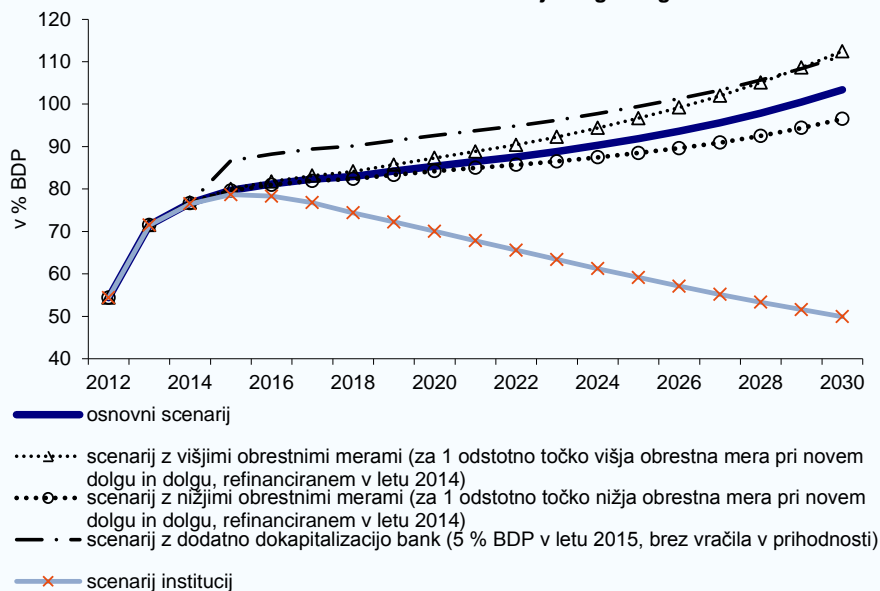
⁽¹⁴⁾ Korelacijski koeficient med reprezentativnimi desetletnimi državnimi obveznicami obeh držav se je v tem obdobju znižal z 0,9 na 0,5.

Okvir 3.3: Analiza vzdržnosti dolga: potrebni primarni presežki

Obravnavana se pet scenarijev gibanja dolga v obdobju 2015–30, pripravljenih na skupni podlagi, ki jo predstavljajo ocene iz zimske napovedi Komisije za leto 2013. Osnovni scenarij temelji na zimski napovedi za obdobje 2014–15 ter je nato združen s srednje- in dolgoročnimi napovedmi delovne skupine za problematiko staranja prebivalstva Odbora za ekonomsko politiko z odpravo proizvodne vrzeli v triletnem obdobju 2016–2018, deflatorjem BDP, ki se linearno približuje 2 % v istem obdobju, in obrestno mero, ki ostane nespremenjena.

Dva scenarija simulirata simetrični stalni šok v višini 1 odstotne točke za obrestno mero (celotna krivulja donosov). Nazadnje se obravnavata dva zelo različna fiskalna vzorca, prvi, ki je združljiv z zahtevami pakta za stabilnost in rast (ki najprej izhaja iz postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem in nato iz doseganja in ohranjanja srednjeročnega cilja strukturno uravnoveženega proračuna), pri drugem scenariju pa novo nastale potrebe po dokapitalizaciji v višini 5 % BDP v letu 2015 vplivajo na primanjkljaj (enkratno) in dolg (trajno). Slednja dva scenarija vsebujeta povratne učinke na rast, modelirane kot 0,5-odstotni učinek na realno rast BDP za vsak 1-odstotni šok za strukturni primarni presežek (z nasprotnim predznakom).

Graf 1: Delež bruto javnega dolga



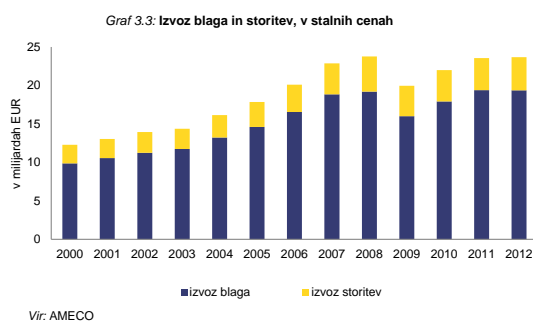
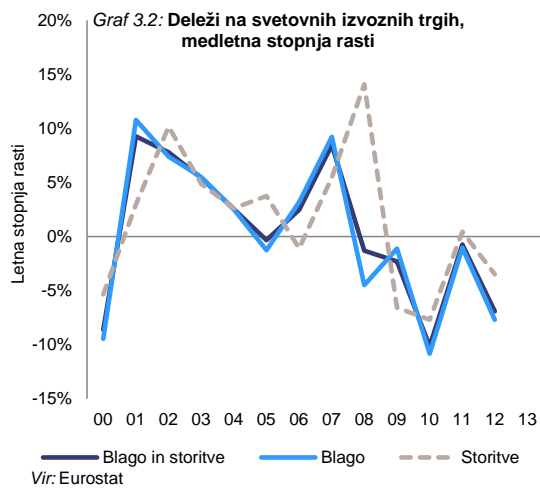
Vir: Izračuni Evropske komisije.

Glede na vse višje stroške staranja prebivalstva osnovni scenarij kaže, da se bo dolg povečeval skozi celotno obdobje in bo postal nevzdržen. Omeniti je treba, da se bo to zgodilo kljub osnovni predpostavki, da bo BDP rasel v povprečju za 1,4 % na leto ter da se bo deflator BDP po letu 2018 vrnil na 2 %. Vzdržnost se bo malce izboljšala za 1 odstotno točko nižjimi obrestnimi merami, v nasprotnem primeru pa se bo še dodatno poslabšala. Za naše namene je bolj zanimiv scenarij s proračunskimi stroški v višini 5 % BDP zaradi dodatnih potreb po dokapitalizaciji bank, saj bo začetni šok za dolg vztrajal skozi celotno obdobje. Učinek bi se še poslabšal, če se združita dva negativna scenarija, s čimer bi se delež dolga v BDP v regiji leta 2030 povišal na 120 %.

Edina krivulja dolga, ki po letu 2016 upada ter se do leta 2025 vrne pod 60 %, je vsebovana v pozitivnem scenariju, po katerem vlada izpolni svoje obveznosti v zvezi s cilji iz postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem ter nato upošteva pravila pakta za stabilnost in rast, doseže trenutni srednjeročni cilj Slovenije, ki je, da do leta 2018 doseže uravnoveženo strukturno proračunsko stanje in ga nato ohranja. Ta analiza poudarja, da je ohranjanje fiskalne discipline predpogoj za vzdržnost dolga.

3.3. SLABŠA ZUNANJA KONKURENČNOST IN IZVOZNI REZULTATI

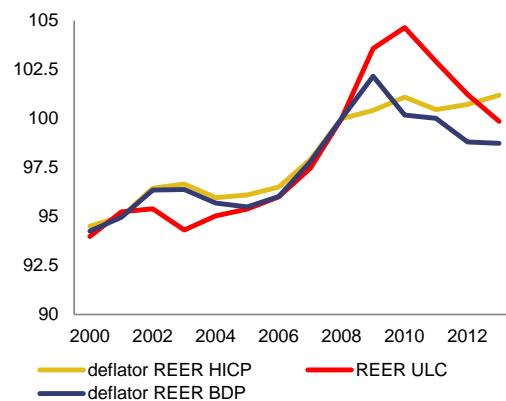
Znatna izguba deležev na izvoznih trgih v zadnjih petih letih kaže, da Slovenija ne konkurira uspešno na svetovnih trgih. Čeprav se obseg izvoza vrača na najvišjo raven, doseženo v letu 2008⁽¹⁵⁾ (glej graf 3.3), ne raste v skladu s širjenjem obsega svetovne trgovine (glej graf 3.2). Druga napredna gospodarstva prav tako izgubljajo tržne deleže, vendar so višje ravni izgub v Sloveniji, tako v smislu blaga kot storitev, znak težav, povezanih z izgubo konkurenčnosti.



Slovenija je izgubila stroškovno konkurenčnost, zlasti v primerjavi z relevantnimi skupinami držav. Kot je prikazano v grafu 3.5, so se glavni kazalniki realnega efektivnega deviznega tečaja v primerjavi z euroobmočjem (EO-17) od začetka krize in do leta 2010 strmo povečevali. Realni efektivni devizni tečaj je izračunan na podlagi

stroškov dela na enoto, ki so se najbolj povečali, saj so ukrepi, takrat sprejeti za zaježitev vpliva upada gospodarske dejavnosti na trgu dela v obliki subvencijskih shem za skrajšan delovni čas in delavce na prisilnem dopustu, privedli do kopičenja delovne sile in neodzivnosti plač. Nedavni razvoj dogodkov v primerjavi z EO-17 je manj jasen, odvisno od tega, kateri ukrep v zvezi z realnim efektivnim deviznim tečajem se presoja; najbolj se je znižal realni efektivni devizni tečaj na podlagi stroškov dela na enoto.

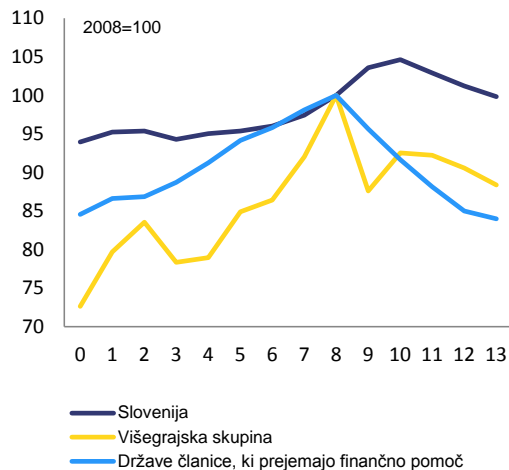
Graf 3.4: Realni efektivni devizni tečaji v primerjavi z EO-17, 2008=100



V smislu konkurenčnosti kot proizvodne lokacije in lokacije za neposredne tuje investicije je koristna primerjava med Slovenijo in višegrajskimi državami (Madžarska, Češka, Poljska in Slovaška). Z vidika prilagajanja makroekonomskih neravnostij jo je mogoče primerjati tudi s hitro prilagajajočimi se državami, ki prejemajo finančno pomoč (Ciper, Grčija, Irska, Portugalska). Iz grafa 3.6 je razvidno, da se je realni efektivni devizni tečaj na začetku krize v obeh primerjalnih skupinah močno znižal, medtem ko se je v Sloveniji še višal.

⁽¹⁵⁾ Glede na zadnje podatke o izvozu je ta presegel raven iz leta 2008 v tretjem četrtletju 2013.

Graf 3.5: Letni efektivni devizni tečajji na osnovi stroškov dela na enoto v primerjavi z EO-17

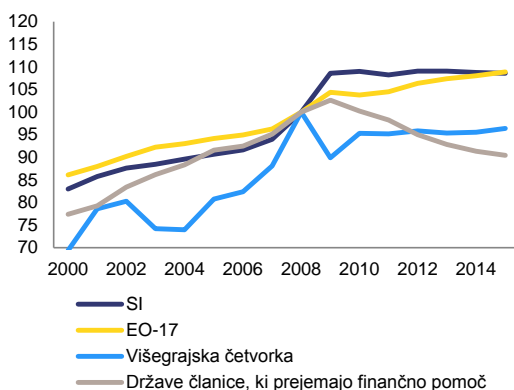


Vir: AMECO

Stroški dela na enoto so se v Sloveniji povečali za več kot v drugih referenčnih državah.

V grafu 3.7 je prikazana porast nominalnih stroškov dela na enoto, ki je bila v Sloveniji zabeležena v prvih dveh letih krize. Stroški dela na enoto so se od leta 2010 na splošno stabilizirali, kljub temu, da sta postali delovnopravna zakonodaja in indeksacija minimalnih plač na inflacijo ohlapnejši (glej okvir 2.1 v poglobljenem pregledu za leto 2013). V državah članicah, ki prejemajo finančno pomoč, in višegradskih državah pa je bil zabeležen postopen upad ali celo koreniti popravki stroškov dela na enoto.

Graf 3.6: Nominalni stroški dela na enoto, 2008=100

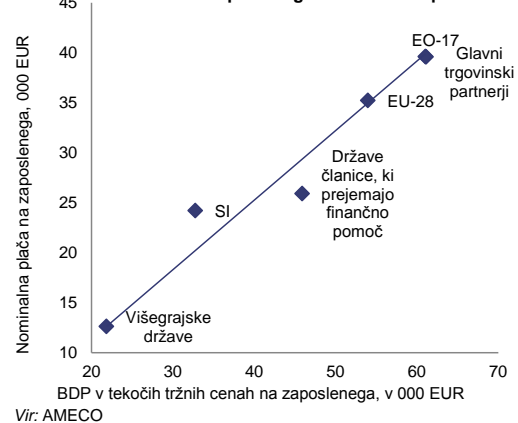


Vir: AMECO

Stroški dela v Sloveniji so v določeni meri neskladni s produktivnostjo. Relativen pomen

trendov produktivnosti in stroškov dela, na katerih temelji razvoj nominalnih stroškov dela na enoto, se lahko oceni s primerjavo med Slovenijo in referenčnimi skupinami. Graf 3.10a kaže, da se je v Sloveniji med letoma 2008 in 2010 močno povečala nominalna plača na zaposlenega, poleg tega pa je zaradi zmanjšanja proizvodnje prišlo do upada produktivnosti. Vztrajno večanje nominalnih plač v višegradskih državah je uravnotežilo nenehno povečevanje produktivnosti med krizo in po njej (glej graf 3.10b). Znižanje stroškov dela na enoto v državah članicah, ki prejemajo finančno pomoč, je bilo posledica zmanjšanja nominalnih nadomestil in povečanja produktivnosti, do česar je prišlo na račun naraščajoče brezposelnosti (glej graf 3.10c). Glede na absolutne ravni so stroški dela in produktivnost v Sloveniji vmes med stroški dela in produktivnostjo višegradskih držav in tistimi v drugih primerjalnih skupinah. Slovenija se je sorazmerno bolj približala povprečni evropski ravni plač kot povprečni evropski ravni produktivnosti, kar je razvidno iz njenega položaja nad črto v grafu 3.8.

Graf 3.7: BDP na zaposlenega in nominalna plača

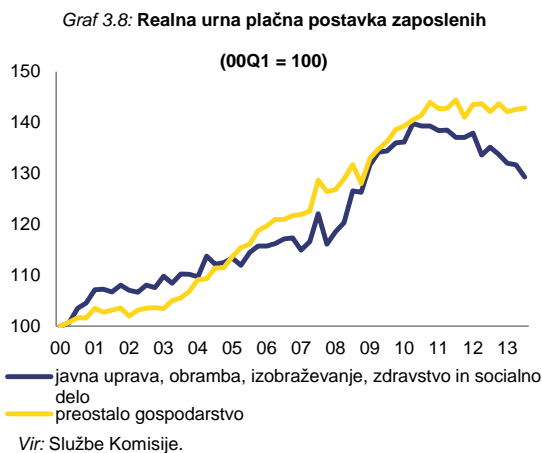


Vir: AMECO

Realno se plače v javnem sektorju od leta 2010 znižujejo.

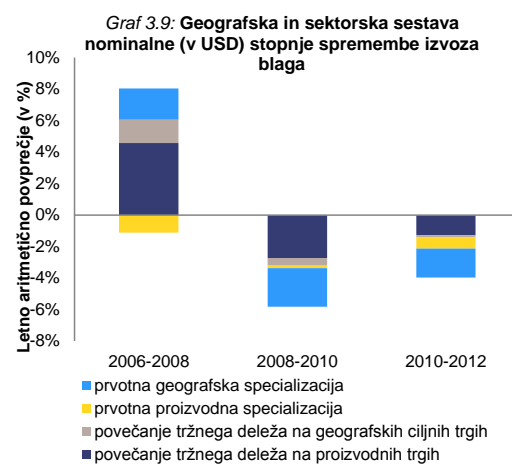
Rast realnih urnih postavk v zasebnem in javnem sektorju je bila pred krizo precej dinamična, pri čemer je bila nekoliko bolj dinamična v zasebnem sektorju (glej graf 3.9). Plače v javnem sektorju so se začele s plačami v zasebnem sektorju razhajati leta 2010, ko so se začele zmanjševati zaradi konsolidacije javnih financ. Glede na trenutno politiko obstaja inherentna dinamika plač, ki bi lahko v prihodnjih letih ponovno sprožila negativne trende. Minimalna plača, ki se je marca 2010 diskrecijsko

povečala za 22,9 % in je bila na začetku leta 2011, 2012 in 2013 prilagojena glede na stopnjo inflacije, je glede na delež povprečne plače med najvišjimi v EU.⁽¹⁶⁾ Visoka raven minimalne plače glede na povprečne plače v Sloveniji bi lahko občutno negativno vplivala na zaposlovanje, odvrnila neposredne tuje naložbe, preprečila ustvarjanje delovnih mest z nižjo produktivnostjo in posledično upočasnila okrevanje zaposlovanja. Poleg tega bi okrepitev gospodarske rasti povzročila pritisk na plače, ki so nekoliko nad ravno nove minimalne plače, saj bi zaposleni ponovno poskušali vzpostaviti razlike v plačah, ki so se leta 2010 zmanjšale.



Izvozni rezultati Slovenije so slabši tudi zaradi neugodne proizvodne specializacije in geografske usmerjenosti. V grafu 3.4 je razčlenjena rast nominalnega izvoza blaga pred krizo in med njo z dvema kazalnikoma, ki prikazujeta, v kolikšni meri je bil izvoz usmerjen k dinamičnim geografskim in proizvodnim trgov, in dvema kazalnikoma uspešnosti, ki kažeta uspešnost Slovenije pri doseganju rasti izvoza nad povprečjem trga na prvotnih geografskih in proizvodnih trgih. Iz grafa 3.9 je razvidno, da je bil pred krizo slovenski izvoz usmerjen v še vedno dinamične ciljne države, predvsem v Italijo in nekdanje jugoslovanske republike, hkrati pa mu je uspelo pridobiti znatne tržne deleže na novih proizvodnih trgih. Ko pa je kriza prizadela glavne trgovinske partnerje Slovenije, je geografska

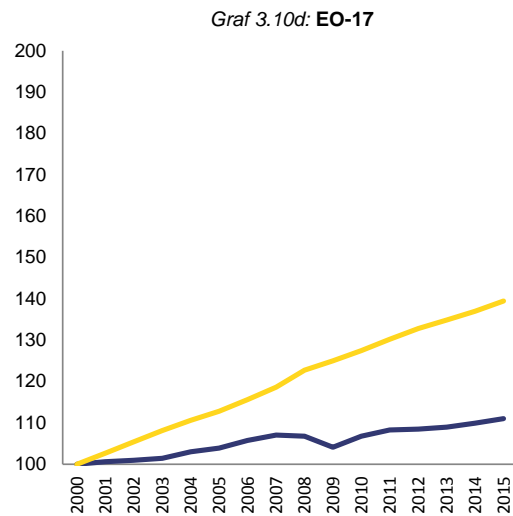
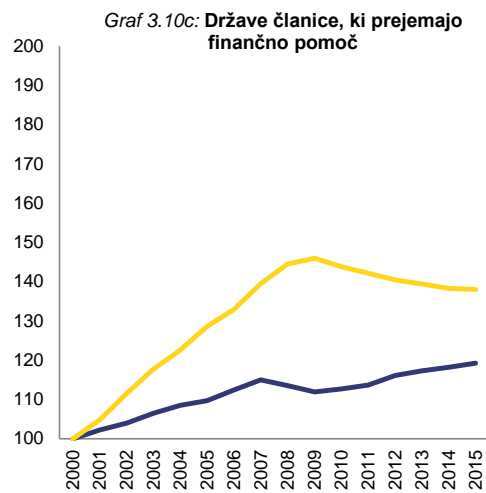
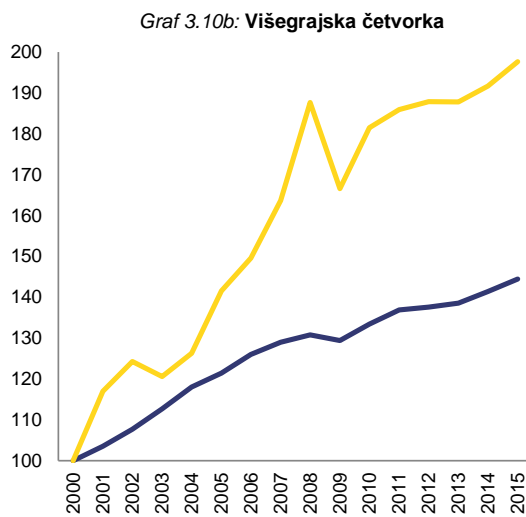
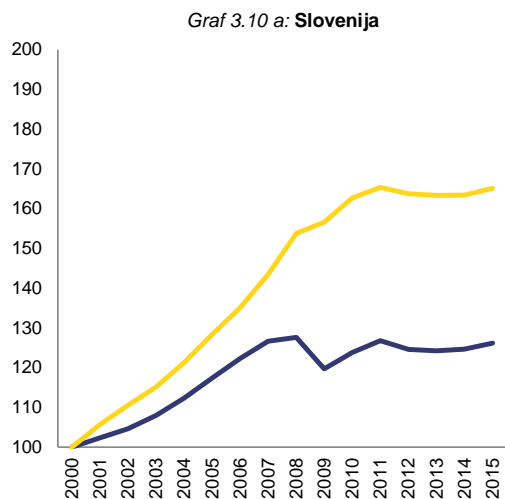
specializacija slovenskega izvoza postala slabost in gospodarstvo ni bilo dovolj dinamično in/ali imelo konkurenčne prednosti, da bi vstopilo na nove trge. To je razlog za približno polovico zmanjšanja izvoza blaga od začetka krize. Drugi del razloga za upad so izgube tržnih deležev na posebnih proizvodnih trgih, kjer je bila Slovenija že uveljavljena. Proizvodna specializacija še vedno ovira uspešnost izvoza, kar kaže na počasno prilagajanje industrijske baze.



Vir: Podatki Comtrade in izračuni služb Komisije.

⁽¹⁶⁾ Glej dokument GD ECFIN „Country Focus“ o minimalnih plačah v Sloveniji iz junija 2013: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/country_focus/2013/pdf/cf_vol10_issue4_en.pdf

Graf 3.10: Produktivnost in stroški dela, 2000=100



4. POSEBNA TEMA – REZULTATI IN PRESTRUKTURIRANJE PODJETIJ

4.1. FINANČNI REZULTATI IN TEŽAVE V PODJETNIŠKEM SEKTORJU⁽¹⁷⁾

Upad gospodarske rasti je močno vplival na slovenski podjetniški sektor. Število slabih posojil v slovenskem podjetniškem sektorju se je leta 2013 znatno povečalo (s 16 % konec decembra 2012 na 28 % konec novembra 2013). Hkrati dobičkonosnost ostaja nizka, saj jo bremenijo visoki stroški obresti. Upadanje dobičkov iz poslovanja podjetij kaže na zmanjšanje učinkovitosti in izgubo konkurenčnosti. To ima širše posledice za gospodarstvo, saj se je prispevek podjetniškega sektorja v smislu neto dodane vrednosti k BDP glede na ravni pred krizo zmanjšal. Poleg tega je visoka raven zadolženosti omejila zmogljivost podjetniškega sektorja za naložbe in zlasti prispevala k 50-odstotnemu zmanjšanju naložb v Sloveniji.

Ocena⁽¹⁸⁾ v tem oddelku temelji na podatkih iz podatkovne baze Banke Slovenije, ki vsebuje mikropodatke iz letnih poročil za leta 2000–2012 za več kot 55 000 slovenskih podjetij. Podatki so analizirani po pristopu od spodaj navzgor (po posameznih podjetjih) in od zgoraj navzdol (konsolidirani podatki za celoten podjetniški sektor po panogah ali po velikosti podjetij). Primarni vir podatkov je Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve (AJPES)⁽¹⁹⁾. Poleg tega se je uporabil drug sklop javno dostopnih podatkov podjetja Bureau Van Dijk

(podatkovna baza Orbis⁽²⁰⁾), da se je omogočila primerjava med sektorji in med državami (glej okvir 4.1). Pri uporabljenih podatkih so izključena podjetja v postopkih zaradi insolventnosti in podjetja z negativno vrednostjo lastniškega kapitala, zaradi česar se je povečala kakovost baze vzorcev, stanje pa je videti nekoliko boljše od dejanskega.

4.1.1. Glavne značilnosti prezadolženosti podjetij

Visoko razmerje med dolgom in denarnim tokom iz poslovanja, do katerega je prišlo v letih pred krizo, se je samo delno odpravilo.

Raven dolga glede na skupna sredstva in dobiček iz poslovanja se je v obdobju 2007 do 2009 močno povečala (glej graf 4.1). Čeprav se je leta 2010 začelo razdolževanje, je napredek zaenkrat omejen in razmerje med dolgom in denarnim tokom iz poslovanja⁽²¹⁾ ter razmerje med dolgom in sredstvi⁽²²⁾ podjetij ostajata visoki.

⁽²⁰⁾ Orbis je javno dostopna podatkovna baza <https://orbis.bvdinfo.com>. Vsebuje informacije tako za podjetja, ki kotirajo na borzi, kot za podjetja, ki ne kotirajo na borzi.

⁽²¹⁾ Razmerje med dolgom in denarnim tokom iz poslovanja je opredeljeno kot skupni bruto dolg (dolgoročne in kratkoročne finančne obveznosti), deljen z dobičkom pred obrestmi, davki in amortizacijo (EBITDA).

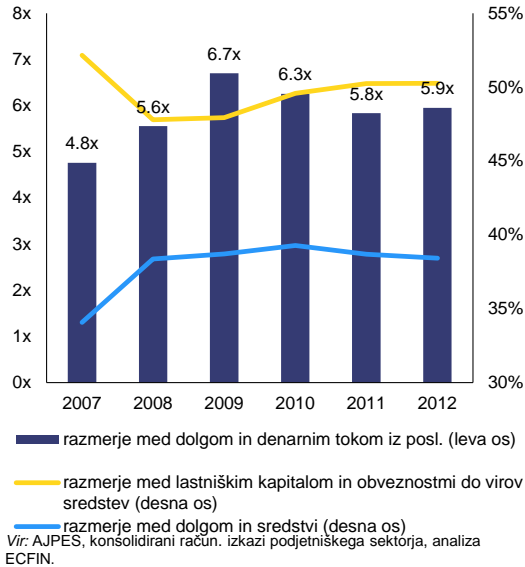
⁽²²⁾ Razmerje med dolgom in sredstvi je opredeljeno kot skupni bruto dolg (dolgoročne in kratkoročne finančne obveznosti), deljen s skupnimi sredstvi.

⁽¹⁷⁾ Medtem ko sta poglobljeni pregled in analiza za leto 2013 osredotočena na rezultate in gospodarske učinke podjetij v državni lasti ali pod državnim nadzorom, ta oddelek širše obravnava rezultate nefinančnih podjetij v Sloveniji.

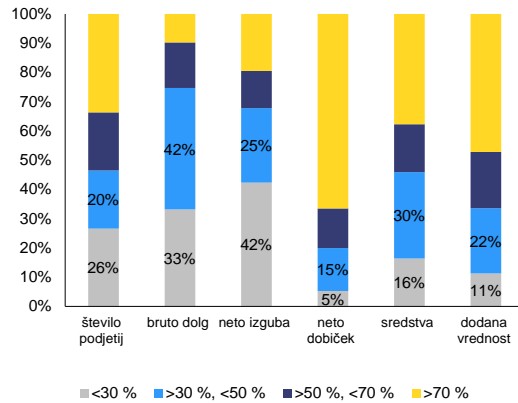
⁽¹⁸⁾ Ocena služb Komisije

⁽¹⁹⁾ Podatkovna baza Banke Slovenije na osnovni podatkov AJPES: <https://www.ajpes.si/?language=english>. Podjetja, vključena v podatke, so družbe z omejeno in družbe z neomejeno odgovornostjo (vključno s tistimi, ki kotirajo na borzi), gospodarska interesna združenja in sedeži tujih poslovnih subjektov. Izključeni so podjetja v postopkih zaradi insolventnosti, banke, zavarovalnice, borza, investicijski skladi ter nekatere druge finančne in investicijske družbe, ki ne uporabljajo računovodskih standardov za podjetja. Število podjetij, ki poročajo AJPES, se vsako leto spreminja, kar lahko vpliva na analizo časovnih vrst in zaključke v zvezi z dolgoročnimi trendi.

Graf 4.1: Pregled zadolženosti slovenskega podjetniškega sektorja v letu 2012



Graf 4.2: Kazalniki finančne trdnosti za podjetja glede na delež lastniškega kapitala v skupnih obveznostih (2012)



Vir: Podatki Banke Slovenije, na podlagi neobdelanih podatkov na mikro ravni (po posameznih podjetjih) iz AJPESA.
Opomba: Delež lastniškega kapitala je opredeljen kot lastniški kapital (knjigovodska vrednost lastniškega kapitala), deljen s skupnimi obveznostmi (dolgoročne in kratkoročne finančne obveznosti in knjigovodska vrednost lastniškega kapitala).

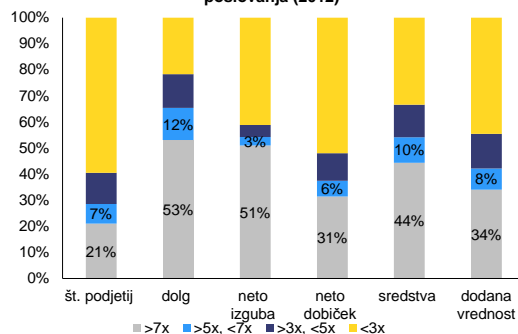
Zaradi kopičenja dolga v preteklosti je struktura obveznosti izkrivljena. Nenehno odlaganje finančnega prestrukturiranja je precej oslabilo bilance stanja podjetij ter zmanjšalo njihove rezerve za kritje izgub. Leta 2012 je bilo razmerje med lastniškim kapitalom in obveznostmi do virov sredstev⁽²³⁾ v 46 % slovenskih podjetjih nižje od 50 % (glej graf 4.2). Čeprav je število podjetij v tej kategoriji ostalo razmeroma stabilno od leta 2004⁽²⁴⁾, se je njihov delež v kumulativni neto izgubi podjetij znatno povečal, in sicer s 30 % na 67 % v letu 2012. Podobno imajo ta podjetja še posebej nizko dobičkonosnost in so odgovorna za 75 % bruto dolga. Brez prestrukturiranja je zmožnost nekaterih od teh podjetij za nadaljnje poslovanje vprašljiva. Reforma zakonodaje o insolventnosti s ciljem omogočiti finančno prestrukturiranje v zgodnji fazi in hitro reševanje je ključna za lažjo prerazporeditev gospodarskih virov in učinkovito izterjavo terjatev za upnike (glej oddelek 4.2 in okvir 4.4). Poleg tega bo vlaganje svežega lastniškega kapitala, vključno z neposrednimi tujimi investicijami, pomembno za lažjo reformo kapitalskih struktur in obnovitev poslovne učinkovitosti v podjetniškem sektorju.

⁽²³⁾ Razmerje med lastniškim kapitalom in obveznostmi do virov sredstev je opredeljeno kot lastniški kapital (knjigovodska vrednost lastniškega kapitala), deljen s skupnimi obveznostmi (dolgoročne in kratkoročne finančne obveznosti ter knjigovodska vrednost lastniškega kapitala).

⁽²⁴⁾ Med 42 % in 48 % podjetij vsako leto.

Presežek dolga⁽²⁵⁾ je skoncentriran v majhnem številu ranljivih velikih in srednjih podjetij. Močno zadolžena podjetja⁽²⁶⁾ predstavljajo 65 % dolga in več kot polovico sredstev podjetij v Sloveniji (glej graf 4.3), čeprav predstavljajo samo 28 % števila vseh podjetij (15 % leta 2000). K skupni neto izgubi podjetniškega sektorja za leto 2012 prispevajo več kot polovico.

Graf 4.3: Kazalniki finančne trdnosti za podjetja glede na razmerje med dolgom in denarnim tokom iz poslovanja (2012)



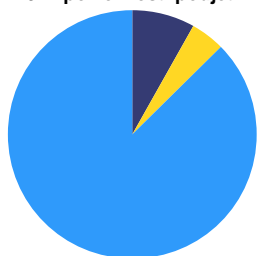
Vir: Podatki Banke Slovenije, na podlagi neobdelanih podatkov na mikro ravni (po posameznih podjetjih) iz AJPESA.
Opomba: Razmerje med dolgom in denarnim tokom iz poslovanja je opredeljeno kot bruto dolg, deljen z dobičkom pred obrestmi, davki in amortizacijo (EBITDA).

⁽²⁵⁾ Presežek dolga je opredeljen kot dolg podjetij, za katera je značilno visoko kreditno tveganje, z razmerjem med dolgom in denarnim tokom iz poslovanja nad pet.

⁽²⁶⁾ Za podjetja šteje, da so močno zadolžena, če je njihovo razmerje med dolgom in denarnim tokom iz poslovanja večje od pet.

Za 90 % presežka dolga je odgovornih zgolj ducat močno zadolženih podjetij⁽²⁷⁾ (glej graf 4.4). Preostalih 10 % je porazdeljenih med majhnim številom malih podjetij (2,4 % malih podjetij) ter veliko širšo skupino mikropodjetij (18,4 % mikropodjetij). Za to neenakomerno porazdelitev dolga bi lahko bila odgovorna korporativno upravljanje in neustrezna razporeditev virov. Posledično bi – z vidika ekonomske učinkovitosti – morala biti finančno prestrukturiranje in prestrukturiranje poslovanja osredotočena na velika podjetja.

Graf 4.4: Porazdelitev presežka dolga v letu 2012 po velikosti podjetij



- 762 milijonov EUR dolga (približ. 11 000 mikropodjetij)
- 415 milijonov EUR dolga (6 srednjih podjetij: 180 milijonov EUR dolga, 56 malih podjetij: 235 milijonov EUR dolga)
- 8 172 milijonov EUR dolga (6 velikih podjetij)

Vir: Podatki Banke Slovenije, na podlagi neobdelanih podatkov na mikro ravni (po posameznih podjetjih) iz AJPEŠA
Opomba: Presežek dolga je opredeljen kot dolg podjetij z razmerjem med dolgom in denarnim tokom iz poslovanja nad 5.

Neravnotežja pri dolgu podjetij vplivajo na več sektorjev slovenskega gospodarstva. Za razliko od drugih ranljivih držav, v katerih so bile finančne težave večinoma skoncentrirane v nepremičninskem in gradbenem sektorju, se v Sloveniji raztezajo prek več sektorjev in so verjetno povezane z neustrezno razporeditvijo kapitala ter neučinkovitim korporativnim upravljanjem. Močno zadolženi so tudi sektorji transporta in skladiščenja, storitev in prostega časa⁽²⁸⁾ ter sektorja veleprodaje in maloprodaje (glej tabelo 4.1)⁽²⁹⁾. Ti sektorji so v zadnjih letih

ustvarjali izgube ali nizke dobičke, njihovo povprečno razmerje med dolgom in denarnim tokom iz poslovanja (2007–2012) pa je višje od pet. V okviru 4.1 je dodatno preučena zadolženost slovenskih podjetij konec leta 2012 po posameznih sektorjih in velikosti podjetij, pri čemer so uporabljeni različni podatki na ravni podjetij⁽³⁰⁾, tako da je možna primerjava s primerljivimi državami v regiji (Češka republika in Slovaška).

predstavljata več kot polovico slovenskih podjetij, vendar samo okrog četrtno skupnega dolga in približno 30 % zaposlenih. Zato se lahko sklepa, da so to predvsem mala podjetja (mikropodjetja ali MSP), kot so maloprodajne trgovine in druge manjše prodajalne. Glede na neenakomerno porazdelitev zadolženosti med velikimi in malimi podjetji, je možno, da obstajajo izjeme, ki izkrivljajo analizo.

⁽³⁰⁾ Analiza temelji na finančnih podatkih o 3 070 slovenskih podjetjih za leto 2012, ki so bili iz pridobljeni iz podatkovne baze Orbis podjetja Bureau Van Dijk, da se je lahko izvedla primerjava med državami. Podjetja, ki so hčerinske družbe pod večinskim nadzorom, so izključena iz analize, da je preprečeno dvojno štetje njihovih finančnih podatkov, ki se konsolidirajo v okviru matičnega podjetja. Za potrebe primerjalne analize je bil sestavljen podoben sklop regionalno primerljivih podatkov, ki zajema 5 607 čeških in slovaških podjetij. Ti dve državi višegrajske skupine sta bili izbrani zaradi dobre razpoložljivosti podatkov in dejstva, da je dolg nefinančnih podjetij iz teh držav po letu 2000 ostal zmeren.

⁽²⁷⁾ Večina od teh podjetij poroča o zelo visokih ravneh zadolženosti z razmerjem med dolgom in denarnim tokom iz poslovanja nad sedem.

⁽²⁸⁾ Vključno s sektorjem finančnih storitev. V sektor finančnih storitev niso vključene banke in zavarovalnice. Predpostavlja se, da so finančni holdingi razvrščeni v sektor finančnih storitev pretežno kot mikropodjetja ali MSP.

⁽²⁹⁾ Ta analiza temelji na konsolidiranih podatkih na ravni sektorja (in ne na mikropodatkih za posamezna podjetja). Maloprodajni sektor in sektor storitev po številu skupaj

Tabela 4.1:

Pregled ključnih količnikov in finančnih kazalnikov po sektorjih (2012)

SEKTORJI	ŠT. PODJETJI (KOT % VSEH)	NETO DODANA VREDNOST/ ZAPOSLEN EGA	DOLG (KOT % CELOTE)	PRISPEVEK K SKUPNI NETO IZGUBI (KOT % CELOTE)	DELEŽ EBITDA	STOPNJE NETO DOBIČKA	RAZMERJE MED DOLGOM IN DENARNIM TOKOM (2012)	RAZMERJE MED DOLGOM IN DENARNIM TOKOM (mediana 2004–2012)	DELEŽ LASTNIŠKE GA KAPITALA V STRUKTURI KAPITALA
Proizvodnja	12%	36,4	20%	18,7%	8,6%	1,8%	3,2x	3,2x	61,2%
Oskrba z elektriko, plinom, paro in klimatskimi napravami	1%	103,6	5%	0,6%	7,1%	2,5%	3,5x	1,7x	75,3%
Gradnja	12%	25,9	5%	8,2%	4,0%	-2,1%	10,4x	5,0x	48,0%
Veleprodaja in maloprodaja, vzdrževanje in popravila motornih vozil	24%	35,8	14%	17,2%	3,5%	0,4%	5,0x	4,1x	57,5%
Promet in skladiščenje	5%	44,8	13%	2,5%	16,0%	3,4%	6,7x	9,2x	50,6%
Gostinstvo	5%	25,4	2%	5,2%	7,6%	-8,7%	10,0x	7,7x	52,5%
Informacijske in komunikacijske dejavnosti	6%	63,4	3%	1,9%	16,6%	4,8%	2,3x	2,2x	61,6%
Finančne storitve	2%	69,1	20%	25,4%	9,5%	-41,7%	60,7x	78,1x	36,2%
Poslovanje z nepremičninami	3%	86,3	5%	7,9%	15,9%	-16,3%	15,3x	10,7x	40,1%
Strokovne, znanstvene in tehnične dejavnosti	21%	40,8	8%	6,3%	8,7%	3,6%	7,5x	7,0x	55,6%
Kulturne, razvedrilne in rekreacijske dejavnosti	1%	47,3	1%	2,3%	10,1%	-6,3%	4,4x	4,3x	51,6%
<i>Podjetja v državni lasti ali pod državnim nadzorom (podjetja v državni lasti ali pod državnim nadzorom brez zavarovalniškega in energetskega sektorja)</i>	-	-	27%	24%	10,0%	-	5,0x	-	46,9%
SKUPAJ (VSI SEKTORJI)	100%	38,0	100%	100%	7,2%	0,4%	5,9x	5,9x	50,3%

Vir: AJPES, konsolidirani sektorski računi, analiza ECFIN.

Opombe: (1) DELEŽ EBITDA = (bruto poslovni prihodi - operativni stroški + amortizacija) / dohodek

(2) Ocena podjetij v državni lasti temelji na mikro podatkih iz vzorca 31 podjetij z več kot 25-odstotnim deležem države, podatki so vzeti iz letnih poročil. Delež EBITDA in razmerje med dolgom in denarnim tokom predstavljata mediano teh podjetij v letu 2012.

(3) Skupna vrednost vseh sektorjev je izračunana na podlagi konsolidiranih podatkov za celotni podjetniški sektor.

Finančni holdingi⁽³¹⁾ predstavljajo glavno šibko točko tako za podjetniški kot bančni sektor zaradi visokih dolgov in finančnih težav, skoncentriranih v teh subjektih. Finančni holdingi so v obdobju 2005–2007 sodelovali v vrsti menedžerskih odkupov, financiranih z dolgom. Veliko teh poslov je bilo del drugega vala privatizacije v Sloveniji, v katerem so močni notranji deležniki konsolidirali lastništvo v ključnih industrijskih panogah s podporo državnih bank in skladov (glej poglobljen pregled Evropske komisije in analizo za leto 2013). Nekateri od največjih finančnih holdingov (npr. Zvon) so insolventni, drugi pa so trenutno v procesu prestrukturiranja dolga (npr. ACH).

⁽³¹⁾ V skladu s klasifikacijo podatkov AJPES so finančni holdingi razvrščeni v sektor finančnih storitev (ki ne vključuje bank in zavarovalnic), pretežno kot mikro- ali mala podjetja. Zato so analizirani na podlagi konsolidiranih podatkov za sektor finančnih storitev. Finančni holdingi niso vključeni v analizo mikropodatkov o koncentraciji dolga, ki je predstavljena zgoraj (grafi 4.2–4.4), saj zelo močno izstopajo v smislu razmerja med dolgom in denarnim tokom iz poslovanja ter velikosti izgub, ki jih ustvarjajo.

Okvir 4.1: Porazdelitev dolga podjetij v Sloveniji – sektorska analiza in primerjava med državami

Analiza podatkov na ravni podjetij iz podatkovne baze Orbis podjetja Bureau Van Dijk potrjuje sklepe glede razporeditve zadolženosti po sektorjih na podlagi združenih podatkov (glej oddelek 4.1.1). Raven zadolženosti slovenskih podjetij primerja z dvema državama Višjegrajske četverice (Češko republiko in Slovaško).

Zadolženost slovenskih podjetij je enakomerno razporejena po industrijskih sektorjih. Zlasti sta visoko zadolžena gradbeni in nepremičninski sektor ter tudi trgovina in transport. V vseh treh navedenih sektorjih izjemno visoko zadolžena podjetja (razmerje med dolgom in EBITDA nad 9) predstavljajo veliko večino skupnega dolga sektorja. V teh sektorjih so za najmanj 80 % celotnega dolga sektorja odgovorna podjetja z razmerjem med dolgom in EBITDA nad 5 (graf 1a). V trgovinskem in prometnem sektorju isti vzorec velja za nekaj velikih podjetij, medtem ko so v gradbenem in nepremičninskem sektorju ter v drugih storitvenih sektorjih visoko zadolžena tudi mala in srednja podjetja. V proizvodnem sektorju imajo več kot 60 % dolga podjetja z razmerjem med dolgom in EBITDA nad 5, vendar je delež podjetij z izjemno visokim dolgom (razmerje med dolgom in EBITDA nad 9) precej nižji kot v drugih sektorjih. Poleg tega imajo v gradbenem, nepremičninskem in drugih storitvenih sektorjih najvišji delež dolga sektorja (vsak približno 12 %) podjetja, za katera obstaja tveganje insolventnosti, z negativnimi denarnimi tokovi iz poslovanja (približno izračunan na podlagi negativne EBITDA).

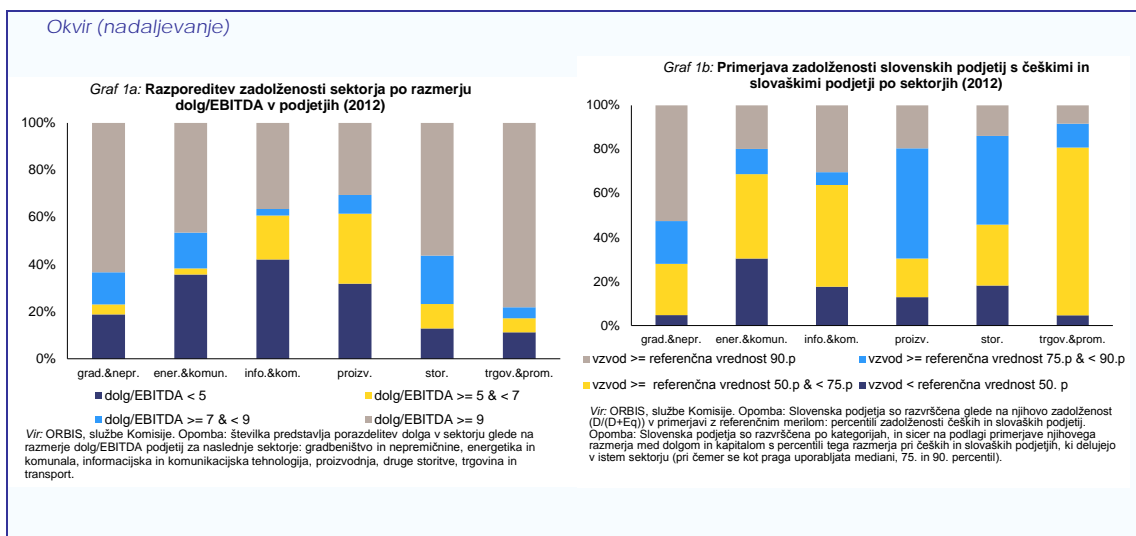
Slovenska podjetja so visoko zadolžena v primerjavi s podjetji v regiji, zlasti v gradbenem in nepremičninskem sektorju, proizvodnji in v drugih storitvenih sektorjih. Za heterogenost industrije v tipičnih strukturah financiranja ter hujši šok za prihodke v Sloveniji se kot kontrola uporablja delež dolga v celotnem kapitalu (tj. dolg plus lastniški kapital) kot drugo merilo zadolženosti¹ ter primerjava tega deleža z regionalno referenčno vrednostjo². Graf 1b kaže, da je v vseh sektorjih v Sloveniji velika večina dolga v rokah podjetij, ki so bolj zadolžena kot povprečno podjetje v istem sektorju v primerjalnih državah. Ta ugotovitev je v skladu z dejstvom, da je na skupni ravni dolg nefinančnih podjetij v Sloveniji precej višji kot v dveh referenčnih državah. Gradbeni in nepremičninski sektor izstopata, saj imajo v teh sektorjih izredno velik delež dolga podjetja, ki so izjemno visoko zadolžena v primerjavi s podobnimi podjetji v regiji (tj. presegajo 90. referenčni percentil). V določeni meri velja isto za proizvodnjo, druge storitvene sektorje, ki imajo zlasti visok delež dolga v kategoriji 75.–90. percentila, ter v informacijskem in komunikacijskem sektorju, kjer je dolg skoncentriran v kategoriji 50.–75. percentila.

Visoka zadolženost ni omejena na velika podjetja, zlasti v gradbenem in nepremičninskem sektorju. V gradbenem in nepremičninskem sektorju se zdi, da so v povprečju bolj zadolžena mala in srednja podjetja, krivulja razporeditve pa se precej nagiba proti visoki zadolženosti (tehtano povprečje je precej nad mediano). Nasprotno se v prometnem in trgovinskem sektorju zadolženost podjetij povečuje sorazmerno z njihovo velikostjo. V drugih storitvenih in proizvodnih sektorjih povprečna in srednja zadolženost ne odstopata preveč po posameznih kategorijah velikosti podjetij.

⁽¹⁾ V tej analizi sta se uporabili dve dodatni merili zadolženosti podjetij. Razmerje med dolgom in EBITDA se uporablja kot merilo, ki odraža solventnost. Glede na občutljivost EBITDA na makroekonomske razmere se za primerjavo držav uporablja drugo merilo zadolženosti, in sicer delež dolga v celotnem uporabljenem kapitalu (dolg plus lastniški kapital), ki odraža finančni vzvod podjetja, kar nam dopušča, da razlikujemo relativni prispevek k zadolženosti podjetja med števcem (tj. podjetja, ki so se močno zadolžila pred krizo) in imenovalcem (tj. podjetja, ki so med krizo utrpela hujši negativni šok za prihodke, kot je bilo pričakovano).

⁽²⁾ Slovenska podjetja so razvrščena po kategorijah, in sicer na podlagi primerjave njihovega razmerja med dolgom in kapitalom s percentili tega razmerja pri čeških in slovaških podjetjih, ki delujejo v istem sektorju (pri čemer se kot praga uporabljata mediana 75. in 90. percentil).

(nadaljevanje na naslednji strani)



Leta 2012 so bili finančni holdingi odgovorni za več kot 6,7 milijarde EUR ali 20 % celotnega dolga podjetij, kljub temu, da jih je relativno malo in so nepomembni z vidika zaposlovanja (manj kot 1 %). Finančni holdingi so v povprečju poročali o znatno večjih izgubah (čista dobičkonosnost prihodkov v višini -42 %) in ravni dolga (finančni vzvod 61x v letu 2012 in povprečno 78x v obdobju 2004–2012), kot je bilo splošno povprečje (glej tabelo 4.1). Posebno vlogo finančnih holdingov v Sloveniji ter njihovo lastniško strukturo je treba oceniti ob upoštevanju njihovega zelo omejenega prispevka h gospodarstvu v smislu zaposlovanja in majhne sposobnosti za ustvarjanje dobička. Sposobnost preživetja teh holdingov je vprašljiva zaradi nevzdržnih ravni dolga.

4.1.2. Potrjene pomanjkljivosti v podjetjih v državni lasti ali pod državnim nadzorom

Podjetja v državni lasti ali pod državnim nadzorom v Sloveniji še naprej ustvarjajo izgube in predstavljajo pomembna tveganja za javne finance. V poglobljenem pregledu za leto 2013 in analizi za leto 2013 so bila predstavljena ključna dejstva o naravi in obsegu vpletenosti države v gospodarstvo, pri čemer je bil poudarek na lastniških povezavah, fiskalnih učinkih kapitalskih injekcij in učinku neustrezne razporeditve virov na skupno učinkovitost gospodarstva. Večina podjetij v državni lasti ali

pod državnim nadzorom⁽³²⁾, vključenih v lanski pregled, je še naprej močno zadolženih, posledično pa so se njihovi rezultati v letu 2012 še dodatno poslabšali, pri čemer je izjema zavarovalniški sektor, ki je v dobrem finančnem stanju (za podrobnejšo oceno zavarovalniškega sektorja glej okvir 4.2). Število podjetij, ki so bila ocenjena kot zelo ranljiva, je s 13 v letu 2011 naraslo na 17 v letu 2012⁽³³⁾. Če se poleg tega primerjajo z drugimi lastniškimi strukturami, je videti, da imajo podjetja v državni lasti ali pod državnim nadzorom v lasti največji delež kapitala podjetij v Sloveniji (27 % skupnega dolga in 29 % skupnih sredstev). Odgovorna so tudi za velik delež izgub v podjetniškem sektorju, pri čemer so v letu 2012 k skupnim neto izgubam prispevala skoraj četrtino (glej tabelo 4.1). Kot je bilo omenjeno v nedavnem poročilu Urada RS za makroekonomske analize in razvoj (UMAR)⁽³⁴⁾, so državna podjetja občutno

⁽³²⁾ Podjetja v državni lasti ali pod državnim nadzorom so v poglobljenem pregledu Evropske komisije za leto 2013 in njeni analizi Slovenije za leto 2013 (*2013 Country Focus*) opredeljena kot podjetja, v katerih ima Republika Slovenija neposredno ali posredno v lasti 25 % in en glas skupnega kapitala in ima s tem dejansko manjšino, ki lahko prepreči sprejetje najbolj strateških poslov podjetja.

⁽³³⁾ Glede na oceno v poglobljenem pregledu in analizi za leto 2013 so visoko ranljiva podjetja tista, ki imajo visok količnik finančnega vzvoda, ki je višji od 4, in poročajo negativne čiste dobičke, v nekaterih primerih pa celo negativne dobičke iz poslovanja (EBITDA).

⁽³⁴⁾ Poročilo UMAR temelji na različnih virih podatkov in opisuje trende v slovenskem podjetniškem sektorju glede na lastniško strukturo ter ugotavlja znatne razlike med tremi preučeni kategorijami lastništva (v državni lasti, v večinski tuji lasti in v večinski domači zasebni lasti), pri čemer imajo podjetja v državni lasti ali pod državnim

Okvir 4.2: Pregled zavarovalniškega sektorja

Slovenski zavarovalniški sektor zajema 15 zavarovalnic, 2 pozavarovalnici in 3 pokojninske družbe, od katerih se večina ukvarja z življenjskim in premoženjskim zavarovanjem. Skupne obračunane kosmate zavarovalne premije so (leta 2011) znašale 5,9 % BDP v primerjavi z 8,7 % BDP za EU-27. Zavarovalnica Triglav (66,7 % v državni lasti) je vodilna na trgu, in sicer je v letu 2012 obračunala 37,5 % oziroma 46,7 % življenjskih in premoženjskih kosmatih premij.

Ta sektor je finančno trden. Obstaja samo eno (malo) nedonosno podjetje. Donos lastniškega kapitala celotnega sektorja je presegel 10 % tako v letu 2011 kot v letu 2012. Vsa podjetja so solventna, tako v skladu s pravili direktiv Solventnost I (strožja in bolj upoštevajo tveganja) kot Solventnost II. V skladu s pravili direktive Solventnost I se je razmerje med razpoložljivim kapitalom in minimalno kapitalsko zahtevo postopno povečevalo, dokler ni doseglo 246 % v letu 2012 in ustvarilo presežka v višini 500 mio EUR. Povečana konkurenca, nižje povpraševanje (zaradi krize), nizka obrestna mera in prehod na uporabo direktive Solventnost II bodo morda pomenili pritisk na donosnost v prihodnjih letih, vendar ni nobenega neposrednega tveganja. Nizke obrestne mere so težava, ki pesti zlasti sektor življenjskih zavarovanj zaradi značilne neuskkljenosti med sredstvi in obveznostmi.

Niti zavarovalnica Triglav niti sektor kot celota, ki je imel konec leta 2012 v lasti za 6,1 milijarde EUR sredstev, nista dovolj velika, da bi igrala pomembno vlogo pri finančni stabilnosti. Slovenske zavarovalnice so imele septembra 2013 v lasti za 1,7 milijarde EUR državnih obveznic, večina od teh je bila domačih. Poleg povečevanja medsebojnega vpliva med državo in finančnim sektorjem bi lahko lastništvo državnih obveznic povzročilo večjo nestanovitnost v zvezi s solventnostjo ter znatno tveganje spremembe razmika pri prehodu na standard Solventnost II. To tveganje se še vedno zdi obvladljivo. Slovenske zavarovalnice imajo tudi 432 milijonov EUR domačega dolga podjetij, ki se poplačuje prednostno (24 % njihove dolžniške izpostavljenosti podjetij). Medtem ko je ta dolg slabe kakovosti (ocenjen slabše kot BBB ali ni ocenjen), bi izgube zlahka absorbiral dodatno vplačani kapital sektorja. Končno, imetniki zavarovalnih produktov, ki prevzamejo naložbeno tveganje, nosijo večino tveganja naložb sektorja v kapital.

večja od povprečnih podjetij in v nekaterih primerih bolj kapitalsko intenzivna. V letu 2012 so imela nižjo dobičkonosnost in produktivnost kot zasebna podjetja in podjetja v tuji lasti v Sloveniji, zlasti na področju kmetijstva in rudarstva, gradbeništva, proizvodnje ter v sektorju storitev (gostinstvo ter strokovne, znanstvene in tehnične dejavnosti). Čeprav so državna podjetja prisotna v večini gospodarskih sektorjev, so bolj koncentrirana v sektorjih energetike, transporta in skladiščenja, finančnih storitev (finančni holdingi) ter poklicnih storitev, ki so tudi med najbolj zadolženimi sektorji v Sloveniji (glej tabelo 4.1).

Velika stopnja vpletenosti države v gospodarstvo je eden od dejavnikov, ki omejuje naložbe v lastniški kapital in neposredne tuje investicije, ki bi podprle reformo kapitalskih

struktur. Eden od glavnih predpogojev za neposredne tuje investicije je poslovno okolje, ki je odprto za zasebno konkurenco. Vendar najnovejše ugotovitve slovenske Komisije za preprečevanje korupcije (KPK) kažejo na tveganje sistemske korupcije, izkrivljanje alokativne funkcije bančnega sistema ter pomanjkanje učinkovitega upravljanja tveganj in nadzornih praks. Študija, ki temelji na preiskavah posameznih primerov, izpostavlja privilegirano vlogo podjetij v državni lasti ali pod državnim nadzorom v slovenskem gospodarstvu, zlasti pri priložnostih za financiranje ali naložbe. V okviru 4.3 se analiza osredotoča tudi na problematiko obsežnih subvencij in državnih pomoči podjetjem, ne glede na lastništvo, ki še dodatno slabšajo naložbeno okolje v Sloveniji. Izkrivljanje tržnih načel in prakse služenja na račun posebnih privilegijev v Sloveniji predstavljajo tveganje za nadaljevanje procesa privatizacije, ki bi prispevala k povečanju

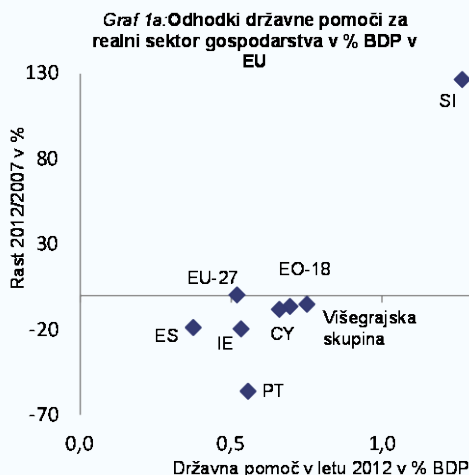
nadzorom najslabše rezultate glede na vrsto kazalnikov poslovanja in uspešnosti.

produktivnosti, vloge kapitalskih trgov⁽³⁵⁾ in potenciala za prenos tehnologij prek neposrednih tujih investicij. S samo 34 % BDP v letu 2012 je raven vhodnih neposrednih tujih investicij v Sloveniji dejansko ostala med najnižjimi med novimi državami članicami EU od leta 2000, z izjemo Romunije v obdobju 2002–2003 in Litve v letu 2008, katerih vhodne neposredne tuje investicije glede na BDP so bile le malenkost nižje kot v Sloveniji.

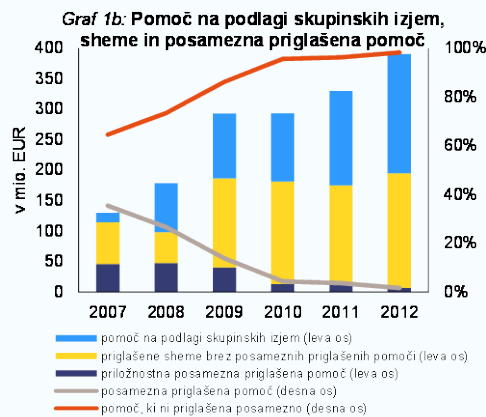
⁽³⁵⁾ Vseh 10 družb, vključenih v referenčni borzni indeks Ljubljanske borze SBI TOP, je bolj ali manj v državni lasti ali pod državnim nadzorom, kar lahko ima negativne učinke na manjšinske delničarje.

Okvir 4.3: **Naraščajoča odvisnost od državne pomoči**

Med letoma 2007 in 2008 so se odhodki Slovenije, namenjeni za državno pomoč realnemu sektorju⁽¹⁾ več kot potrojili. To predstavlja najhitrejšo rast v EU. Leta 2012 so slovenski organi odobrili 390,5 milijona EUR pomoči za podporo realnemu sektorju (1,27 % BDP), to je raven, ki jo presegata le še Finska in Malta. Graf 1a kaže, v kakšnem obsegu je Slovenija izjema, tako v smislu odobrenih zneskov kot glede povišanja skozi čas. Izdatki za državno pomoč so se od leta 2007 v EU-27, EA-18, Višegrajskih državah in državah članicah, ki prejemajo finančno pomoč, znižali na od 0,35 % do 0,8 % BDP.



Vir: Statistični pregled državnih pomoči GD COMP.



Vir: Evropska komisija – statistični pregled DG COMP, informacije, ki jih zagotovi GD COMP, temeljijo na letnih poročilih, ki jih predložijo države članice v skladu s členom 6(1) Uredbe Komisije (ES) št. 794/2004, in vključujejo odhodke, ki jih države članice odobrijo prek obstoječih ukrepov pomoči, ki spadajo na področje uporabe člena 107(1) PDEU.

Samo 2 odstotka državne pomoči, ki so jo odobrili slovenski organi v letu 2012, sta bila posamezno priglašena Komisiji, ki ju je tudi odobrila, kar je precej manj od 35 % iz leta 2007. Preostalih 98 % je bilo podeljenih na podlagi skupinskih izjem ali odobrenih v okviru priglašeni in odobrenih shem pomoči (glej graf 1b).

Izmed podjetij, ki so prejela pomoč v zadnjih treh letih, jih je veliko v finančnih težavah⁽²⁾. To postavlja pod vprašaj, kako učinkovito Slovenija uporablja te sheme pri uresničevanju svojih razvojnih ciljev⁽³⁾. To lahko tudi pomeni nesmotrno porabo in/ali neoptimalno razporejanje skromnih proračunskih sredstev ter bi lahko spodbujalo neprimerno ravnanje, saj bi lahko pozornost vodstva podjetij preusmerilo od komercialnih ciljev k povečevanju subvencij. Poleg tega podjetja v finančnih težavah načeloma niso upravičena do horizontalne pomoči.

Leta 2013 je država odobrila pomoč za reševanje Cimos (avtomobilska industrija) in Mariborske Livarne Maribor (jeklarna) v višini 40 milijonov EUR. Komisija trenutno ocenjuje združljivost njihovih načrtov za prestrukturiranje s smernicami za reševanje in prestrukturiranje. Poleg tega je Komisija začela uradni postopek v zvezi z domnevno državno pomočjo Adria Airways ter sprožila preiskave vrste primerov uradne državne pomoči, ki temeljijo na pritožbah in obtožbah, ki so se pojavljale v tisku.

V času, ko ostaja poslovno ozračje negativno in imajo podjetja težave pri dostopu do financiranja, bo povpraševanje po subvencijah verjetno ostalo visoko.

⁽¹⁾ Zajema vsako pomoč, ki ni povezana s krizo in je rezervirana za horizontalne cilje skupnega interesa (npr. regionalna pomoč, okoljska pomoč, pomoč za raziskave, razvoj in inovacije, pomoč MSP), ali pomoč, odobreno specifičnim gospodarskim sektorjem (npr. premogovništvo, transport ali za specifične namene, kot so npr. pomoč in prestrukturiranje, pomoč za zaprtje; izključene so subvencije železniškemu in kmetijskemu sektorju, ki niso prijavljene Komisiji).

⁽²⁾ Na podlagi preliminarne pregleda letnega poročila, ki ga je predložila Slovenija.

⁽³⁾ Vse slabša donosnost slovenskega visoko subvencioniranega kmetijskega sektorja, ki sicer ni vključen v te številke, potrjuje ta vzorec – glej slovensko Ekonomsko ogledalo UMAR 11/2013 in 5/2011.

Izvajanje ciljno usmerjenih reform za zmanjšanje stopnje vpletenosti države v gospodarstvo zamuja. Slovenski organi so kot prvi korak v procesu privatizacije junija 2013 določili prvih 15 podjetij za pospešeno privatizacijo, vendar je napredek do danes mešan. Do zdaj sta bili privatizirani eno majhno podjetje (Fotona) in eno srednje podjetje (Helios), čeprav je imela država manjšino, ki lahko prepreči sprejetje odločitev, zgolj v slednjem. Medtem se je državno lastništvo v bančnem sektorju zaradi državnih dokapitalizacij povečalo in država bo morda celo postala lastnica še dveh bank, če ne bo zbran zasebni kapital (glej okvir 3.1). Do julija 2014 se pričakuje zaključek privatizacije dveh ključnih podjetij, kar naj bi privabilo znatna tokova neposrednih tujih investicij, in sicer enega v bančnem sektorju in enega v sektorju telekomunikacij. Za več drugih postopkov prodaje naložb se zdi, da so se ustavili ob majhnem napredku, deloma zaradi namena, da se najprej prestrukturira dolg, v nekaterih primerih pa tudi zaradi težav pri doseganju sporazuma z delničarji glede prodaje podjetja. Poleg tega sprejetje sprememb zakonodaje o Slovenskem državnem holdingu (SDH), ki bi tega rekonstituirala kot subjekt za konsolidacijo upravljanja neposrednih in posrednih lastniških deležev Republike Slovenije, in razvrstitev neključnih sredstev za privatizacijo, ki je bila v okviru priporočil Komisije za Slovenijo iz leta 2013 predvidena do konca septembra, zamujata.

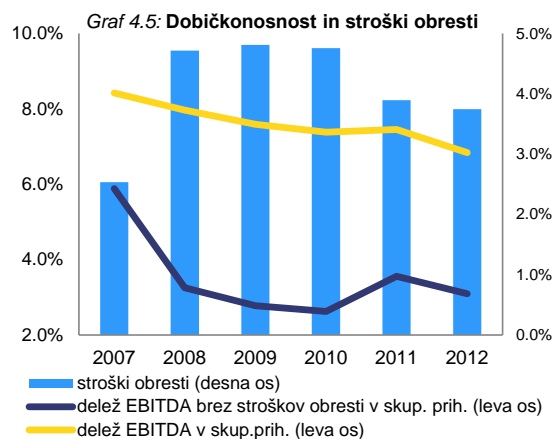
4.1.3. Padajoča dobičkonosnost in nizka naložbena zmogljivost⁽³⁶⁾

Zaradi izgube konkurenčnosti in visokih stroškov obresti je dobičkonosnost podjetniškega sektorja močno upadla. Dobički so od začetka krize neznatni in ostajajo na ravneh, nižjih kot pred krizo. To je očitno tako v smislu dobičkonosnosti poslovanja (delež EBITDA v čistih prihodkih od prodaje⁽³⁷⁾), ki kaže na padajočo učinkovitost in izgubo konkurenčnosti, kot je opisano v oddelku 3.3, kot v smislu čiste dobičkonosnosti prihodkov, ki razkriva učinke povečanih stroškov obresti za dolg, ki se je

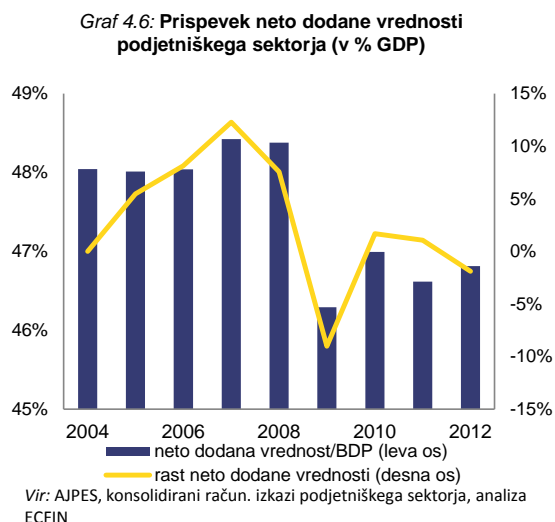
⁽³⁶⁾ Prosimo, upoštevajte, da analiza v tem oddelku temelji na združenih podatkih (konsolidirana bilanca stanja in izkaz poslovnega izida celotnega podjetniškega sektorja).

⁽³⁷⁾ Delež EBITDA v čistih prihodkih od prodaje se izračuna kot EBITDA, deljena s prihodki.

nakopičil v obdobju gospodarskega razcveta (glej graf 4.5).

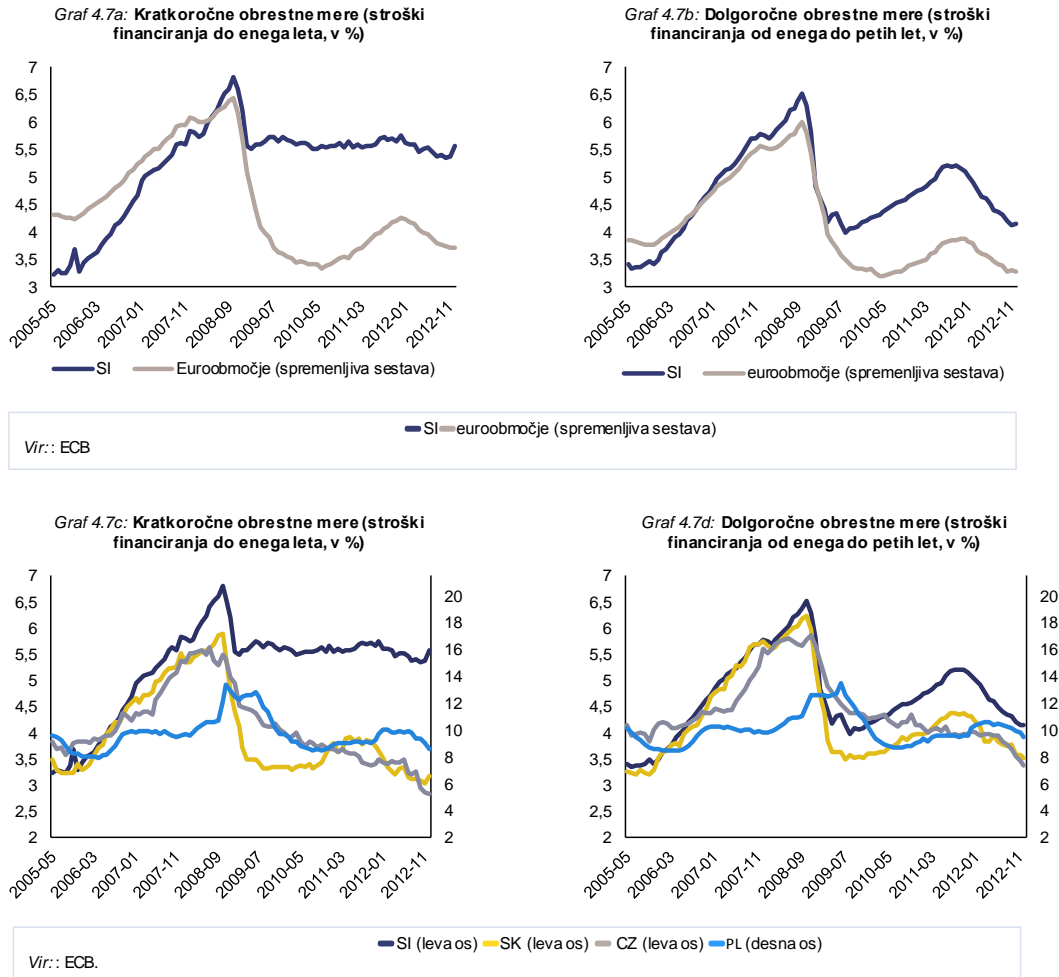


Prispevek podjetniškega sektorja h gospodarstvu v smislu neto dodane vrednosti v razmerju do BDP se je v letu 2009 močno zmanjšal in čeprav si je nekoliko opomogel, je še vedno nižji od ravni pred krizo (glej graf 4.6).



Stroški financiranja slovenskega podjetniškega sektorja so od začetka krize visoki glede na primerljive države v regiji in povprečje za euroobmočje. Slovenska podjetja so pred krizo plačevala nižje kratkoročne in dolgoročne obrestne mere kot primerljive države v regiji (Slovaška in Češka republika) in kot je povprečje za euroobmočje. Vendar se je z začetkom krize v letih 2008–2009 razlika med stroški financiranja

Graf 4.7: Stroški financiranja slovenskega podjetniškega sektorja



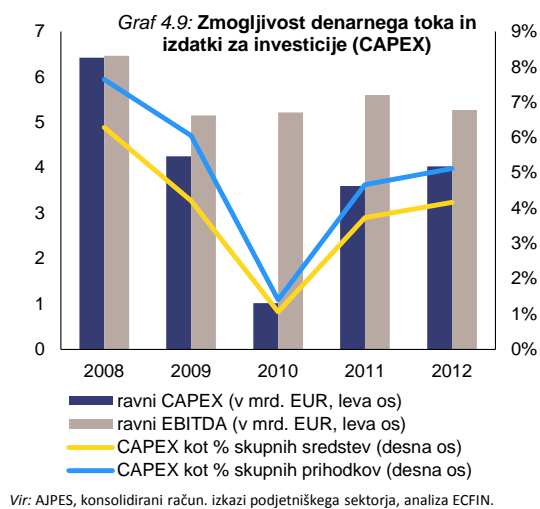
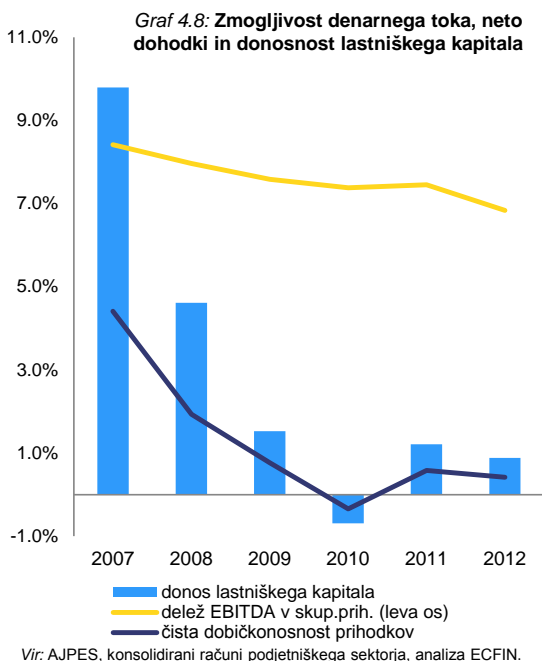
podjetij v Sloveniji in primerljivih državah (tako v regiji kot v primerjavi s povprečjem za euroobmočje) začela večati, kar je odražalo poslabšanje njihove sposobnosti za ustvarjanje denarnih tokov iz poslovanja (glej graf 4.7).

Neučinkovite kapitalske strukture, padajoča dobičkonosnost in visoki stroški financiranja so znatno zmanjšali zmogljivost podjetij za vlaganje. Medtem ko so bile ravni dolga med gospodarskim razcvetom vzdržne, so visoki stroški obresti med krizo izničili neto dobičke in donose od lastniškega kapitala (glej graf 4.7). Posledično se je sposobnost številnih podjetij za vlaganje

močno zmanjšala in z letom 2011 so začela vlagati premalo⁽³⁸⁾. Izdatki za investicije (CAPEX)⁽³⁹⁾ so se leta 2010 pomembno zmanjšali in se še niso vrnili na raven pred krizo. Večji padec investicij v primerjavi z EBITDA je posledica kreditnega krča in povečanih likvidnostnih rezerv podjetij kot preventivnega mehanizma (glej graf 4.9).

⁽³⁸⁾ Product Market Review 2013, GD ECFIN, Evropska komisija.

⁽³⁹⁾ Izdatki za investicije so bili ocenjeni na osnovi konsolidiranih bilanc stanja za celotni podjetniški sektor, in sicer kot razlika med opredmetenimi sredstvi in nepremičninami iz preteklega leta plus amortizacija.



Visoki stroški kapitala, težave v bančnem sektorju in neustrezna razporeditev virov so vplivali na uspešna podjetja, omejili njihove vire financiranja ter poslabšali splošno konkurenčnost. Tudi navzkrižno lastništvo, neučinkovito korporativno upravljanje in prikriti interesi so prispevali k nižanju dobičkonosnosti in čezmernemu kopičenju dolga, kar je privedlo do zamud pri prestrukturiranju in povečanega števila primerov insolventnosti.

4.2. IZZIVI FINANČNEGA PRESTRUKTURIRANJA IN INSOLVENTNOSTI

Odsotnost potrebnega zakonodajnega okvira je upočasnila potrebni proces razdolževanja. Zakonodajni okvir za insolventnost, ki se je uporabljal do konca leta 2013, ni zagotavljal zadostnih spodbud za deležnike, da bi se hitro in učinkovito odzvali na nastale težave s solventnostjo in jih obravnavali. Poleg tega ni omogočal učinkovitih preventivnih ukrepov, kar je v številnih primerih, kot je opisano zgoraj, privedlo do nadaljnjega poslabšanja finančnega stanja in poslabšalo obete za vrnitev k vzdržnosti.

Zaradi pomanjkljivosti v zakonodajnem okviru za insolventnost so upniki od podjetij v težavah težko izterjali kar največji del terjatev. Slovenski organi so pred kratkim sprejeli spremembe zakonodajnega okvira za insolventnost (glej okvir 4.4), ki bi ob ustreznem izvajanju morale zagotoviti učinkovitejši nabor orodij za vzdržno prestrukturiranje dolga in več možnosti za sanacijo uspešnih podjetij z velikimi presežki dolgov.

Glede na to, da je dolg skoncentriran v majhnem številu velikih podjetij, bi morale biti finančno prestrukturiranje osredotočeno na finančne holdinge in podjetja v državni lasti oziroma pod državnim nadzorom. Odločno ukrepanje upnikov pri prednostni obravnavi največjih problematičnih primerov lahko pripomore tudi k temu, da bo insolventnost ponovno verodostojna grožnja za neodplačevanje posojil, kar je bistveno za delovanje finančnega sistema. Ovine pri prestrukturiranju podjetij niso samo rezultat zastarelega zakonodajnega okvira, ampak tudi velikih zamud pri sodnih postopkih. Nedavni trendi so pozitivnejši in kažejo na splošno skrajšanje sodnih postopkov (glej okvir 4.5). Če bi se to doseglo tudi pri sporih v zvezi insolventnostjo, bi lahko ti trendi skupaj z novim zakonodajnim okvirom pripomogli tudi k trajni odpravi presežka dolga podjetij.

Okvir 4.4: Reforma postopkov zaradi insolventnosti

Slovenski organi so decembra 2013 spremenili zakon o insolventnosti, da bi izboljšali finančno prestrukturiranje podjetij v težavah ter učinkovitost podjetij v težavah na splošno. Zakon je (i) uvedel postopek preventivnega prestrukturiranja za velika ali srednja podjetja (velja tudi za finančne holdinge, ki ne glede na njihovo velikost, izdajo obvezna konsolidirana letna poročila, kot določa Zakon o gospodarskih družbah), ki še niso nesolventna, vendar bodo to verjetno postala, da se prestrukturirajo njihove obveznosti; (ii) razširil uporabo poenostavljenih postopkov prisilne poravnave, da se lahko uporabljajo za mikro in mala podjetja, ter (iii) poenostavil predpogoje za uporabo teh postopkov, poenotil vlogo sodišč v postopkih zaradi insolventnosti ter nadalje opredelil različne vidike okvira insolventnosti.

Postopki preventivnega prestrukturiranja – Namen teh postopkov je olajšati zgodnje prestrukturiranje, preden postane podjetje insolventno. Dolžnik in upniki se dogovorijo o predlagani rešitvi za prestrukturiranje podjetja; to bo vključevalo specifične ukrepe, ki jih je treba sprejeti, časovni raspored njihovega izvajanja in pogoje. O začetku postopkov preventivnega prestrukturiranja odloči sodišče v osmih dneh po tem, ko dolžnik vloži svojo peticijo, upniki, ki imajo 30 % vseh finančnih terjatev, pa morajo soglašati s postopki. Dolžnik ima na voljo 3–5 mesecev (plus možno podaljšanje do treh mesecev), odvisno od velikosti podjetja, da se dogovori s svojimi upniki. Dogovor o prestrukturiranju se vrne sodišču v ratifikacijo, ko se doseže dogovor z upniki, ki imajo najmanj 75 % vseh navadnih terjatev in 75 % vseh zavarovanih terjatev (če so te prizadete). Sodišče z odločitvijo, ki se sprejme v osmih dneh po tem, ko dolžnik vloži peticijo, določi, da se lahko upniki prisilno prestrukturirajo, vendar zavarovane finančne terjatve niso vključene v znižanje glavnice.

Postopek prisilne poravnave in poenostavljeni postopek prisilne poravnave – Ko je podjetje že insolventno, se prestrukturiranje po postopku prisilne poravnave izvede, da se doseže najvišja možna vrednost terjatev upnikov, če se meni, da bi bila ta vrednost višja od vrednosti, ki bi jo upnik prejel v stečajnem postopku. Pred tem je veljal pogoj, da mora biti dolžnik sposoben povrniti vsaj 50 % dolgov, da izpolnjuje pogoje za ta postopek, vendar je ta pogoj sedaj preklican. V skladu s spremenjenim okvirom lahko upniki, ki imajo skupaj več kot 20 % vseh finančnih terjatev, predlagajo začetek postopka prisilne poravnave. Poleg tega so se poenostavljeni postopki prisilne poravnave razširili na mala podjetja, pri katerih imajo dolžniki na voljo štiri mesece, da sodišču predložijo soglasje vsaj 50 % ali 60 % upnikov (odvisno od posamezne terjatve) za predlagano prestrukturiranje. Možnosti za prestrukturiranje, ki so dovoljene v skladu z zgornjimi postopki, vključujejo zmanjšanje glavnice, podaljšanje zapadlosti, znižanje obrestnih mer in znižanje vrednosti zavarovanja s premoženjem na njegovo tržno vrednost s pretvorbo zdaj nezavarovanih elementov v nezavarovane terjatve.

Poenostavitev vloge sodišč v stečajnih postopkih – Sodni postopki so učinkovitejši zaradi več ukrepov, vključno z dodelitvijo pristojnosti sodniškemu pomočnikom, da odločajo o manj zahtevnih vprašanjih. Okvir za insolventnost je bil še dodatno poenostavljen.

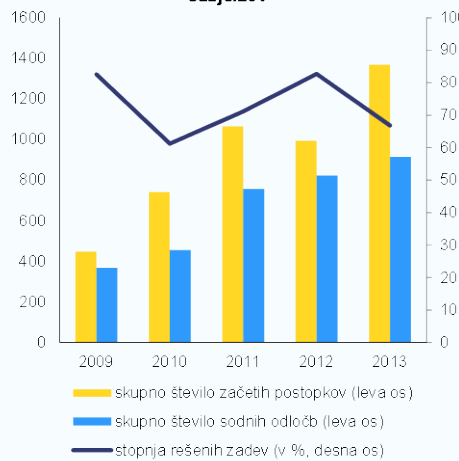
Okvir 4.5: Izboljšanje poslovnega okolja s povečanjem učinkovitosti gospodarskih in civilnih sodišč

Zdi se, da je projekt Triaža, ki je bil osredotočen na izboljšanje vodenja zadev v sodnem sistemu, skupaj z drugimi pobudami, pozitivno vplival na zmanjšanje sodnih zaostankov in na splošno skrajšal dolžino sodnih postopkov. Število nerešenih sporov v gospodarskih zadevah na prvi stopnji se je med letoma 2011 in 2013 zmanjšalo za skoraj 19 %. Na nekaterih okrajnih sodiščih je bil ta odstotek še višji. Stopnja rešenih sporov ⁽¹⁾ v civilnih in gospodarskih zadevah (brez insolventnosti) je narasla na 107,5 % v letu 2012 in 108,7 % v letu 2013, s čimer se je zmanjšalo število sodnih zaostankov, medtem ko se je čas obravnave zadeve ⁽²⁾ v istih zadevah skrajšal s 431 dni leta 2010 na približno 348 dni leta 2013. Vendar pa je bilo zmanjšanje števila nerešenih kazenskih zadev manj izrazito, saj je bilo ob koncu leta 2013 na lokalnih sodiščih nerešenih več kot 160 000 kazenskih postopkov ter več kot 40 000 nerešenih zadev v elektronskem sistemu za izvršbo na podlagi verodostojne listine (CoVL), čeprav je treba navesti, da se zadeve, ki pridejo v sistem CoVL rešijo zelo hitro in učinkovito.

Gospodarska recesija in finančne težave podjetij so ustvarile pritisk na slovenski sodni sistem, kar je povzročilo več sodnih zaostankov na nekaterih področjih (glej graf 1b). Število stečajnih postopkov pravnih subjektov, sproženih med letoma 2009 in 2013, se je potrojilo, tudi zaradi uvedbe novih orodij v okviru Zakona o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju iz maja 2013. Potrebna sta tesno spremljanje in ocena sprememb okvira za primere insolventnosti iz decembra 2013, da se ocenijo njihovi učinki na sodni sistem in učinki na trg.

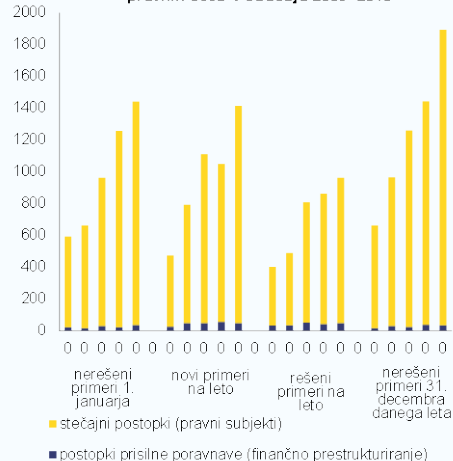
Organizacijske spremembe gospodarskih sodišč, ki prav tako obravnavajo zadeve v zvezi z insolventnostjo, še niso dale pozitivnih rezultatov, ki bi vodili do 100 % stopnje rešenih zadev (glej graf 1a). Število nerešenih postopkov prisilne poravnave ostaja zelo nizko (glej graf 1b). V vsakem primeru, kljub vse večjemu številu prispelih peticij, se je delež stečajnih postopkov pravnih subjektov, ki so bili rešeni v 9 mesecih po vložitvi, povišal s 57 % leta 2009 na 63,4 % leta 2013.

Graf 1a: Stopnja reševanja stečajev pravnih subjektov



Vir: Podatki iz uradnih statistik sodišč Republike Slovenije.

Graf 1b: Podatki sodišč o stečajnih postopkih pravnih oseb v obdobju 2009–2013



Vir: Podatki iz uradnih statistik sodišč Republike Slovenije.

⁽¹⁾ Stopnja rešenih zadev je razmerje med številom rešenih zadev in številom prispelih zadev, s katerim se meri, ali sodišče obvladuje prispеле zadeve. Kadar je stopnja rešenih primerov nizka, postopki pa dolgotrajni, nastanejo v sistemu zaostanki (Pregled stanja na področju pravosodja v EU).

⁽²⁾ Kazalnik časa obravnave zadeve je število nerešenih zadev, deljeno s številom rešenih zadev ob koncu leta, pomnoženo s 365 dnevi, ter se uporablja za izražanje časa (v dneh), ki je potreben za rešitev zadeve na sodišču, to je čas, ki ga sodišče potrebuje, da doseže odločitev na prvi stopnji (Pregled stanja na področju pravosodja v EU).

(nadaljevanje na naslednji strani)

Okvir (nadaljevanje)

Kljub splošnim izboljšanjem grafa 1a in 1b kažeta številne izzive, ki ostajajo na področju postopkov zaradi insolventnosti, tako zaradi povečanega števila sproženih zadev, kot zaradi dolgih zaostankov pri zadevah, ki so se nabrale v zadnjih letih. Hitro reševanje vseh zadev je ključ do izterjave terjatev upnikov ter za prerazporeditev gospodarskih virov.

5. IZZIVI POLITIKE

V poglobljenem pregledu je bilo analiziranih pet glavnih izzivov za slovensko gospodarstvo, in sicer potreba po trajni sanaciji bančnega sektorja, obravnavanje državnega lastništva, zagotovitev stabilnosti javnih financ, izboljšanje izvoznih rezultatov in konkurenčnosti ter povečanje dobičkonosnosti in sposobnosti preživetja podjetij. V razpravi o sanaciji bančnega sektorja je izpostavljeno nadaljnje razdolževanje, ki se bo nadaljevalo kljub nedavno zaključenim prenosom naložb in dokapitalizacijam. Da bi se olajšalo izdajanje novih posojil, zlasti uspešnim podjetjem, je povrnitev dobičkonosnosti bank nujna, vendar je to izvedljivo samo z racionalizacijo stroškov na srednji rok. V analizi gibanja javnega dolga so kvantitativno izmerjeni učinki povečanih ravni dolga na stroške servisiranja dolga ter opredeljeno tveganje nevzdržnega gibanja dolga. V analizi izvoznih rezultatov je izpostavljeno, v kakšnem obsegu togosti na trgu dela škodijo konkurenčnosti Slovenije. Zapletene povezave v okviru državnega lastništva omejujejo prilagajanje in izkrivljajo dodeljevanje virov, zlasti pri novih naložbah. Zdi se tudi, da odvrtačajo neposredne tuje naložbe, ki so nižje kot v primerljivih državah. V zvezi s presežkom dolga podjetij so obravnavani dejavniki, ki preprečujejo ustrezno prestrukturiranje dolga ali likvidacije, ki bi podjetja rešile finančnih težav in sprostile nove naložbe. Slovenija se bo morala soočiti z vsemi petimi izzivi, če želi učinkovito odpraviti neravnotežja in v celoti uresničiti potencial za rast. V tem oddelku so tako preučene različne možnosti politike za obravnavo zgoraj navedenih izzivov.

Prestrukturiranje finančnega sektorja

Kljub napredku v letu 2013 sta za vrnitev k dolgoročni stabilnosti in dobičkonosnosti potrebna nadaljnje prestrukturiranje in konsolidacija v finančnem sektorju. Naslednja faza procesa prestrukturiranja bo osredotočena na prestrukturiranje poslovanja bank in bi lahko vključevala nadaljnjo konsolidacijo v sektorju. Glede na krčenje obsega posojil in precej nizke neto obrestne marže bo zmanjšanje stroškov v tej fazi glavno orodje za povečanje dobičkonosnosti na srednji rok, s tem pa se bo zagotovila sposobnost ekonomskega preživetja in ohranila odpornost na morebitne prihodnje pretrese. Dolgoročnejša finančna stabilnost bo odvisna tudi od kakovosti vodenja in upravljanja tveganj. Tukaj

bosta pomembno vlogo igrala privatizacija bank in strogo nadzorniško spremljanje na mikro- in makroravni.

Vzdržnost dolga

Veliko povečanje javnega dolga v zadnjih letih, čeprav s sorazmerno nizke ravni, ustvarja nove izzive in tveganja, ki zahtevajo trajne ukrepe politike, da se bo zagotovila vzdržnost dolga na srednji rok. V tem poglobljenem pregledu je podrobno opisano, kako se Slovenija sooča z novimi izzivi zaradi znatno večjega in še naprej rastočega deleža bruto javnega dolga. Na nestabilno gibanje dolga bi lahko zlasti vplivala uresničitev vrste tveganj. Glavna tveganja so nadaljnje dokapitalizacije bank in dodatne potrebe DUTB po financiranju, daljša nizka nominalna rast BDP, nezmožnost omejevanja dinamike odhodkov in neučinkovito izvrševanje proračuna. Vsa ta tveganja dodatno povečuje napovedano znatno dolgoročno povečanje odhodkov zaradi staranja prebivalstva.

Zmanjšanje tveganj, povezanih z višjo ravno dolga v okolju nizke rasti, na najnižjo možno raven zahteva kompetentno in verodostojno oblikovanje politik. Na prvem mestu so potrebni trajni primarni presežki, da se bo dolg začel manjšati in da se bo lahko nadomestilo učinke morebitnih uresničenih tveganj. Ustrezne fiskalne institucije, vključno z učinkovitim fiskalnim svetom, in fiskalna pravila so lahko pomembni temelji za tako fiskalno politiko. Možnosti za povečanje prihodkov so bile v veliki meri že izkoriščene v proračunu za leto 2014, zato bo treba podrobno preučiti možnosti za konsolidacijo odhodkov. Dobra alternativa škodljivemu pavšalnemu manjšanju odhodkov bi bila bolj ciljno usmerjena reorganizacija dejavnosti državne in lokalnih vlad na podlagi verodostojnih pregledov odhodkov. Na kratek rok bodo potrebne tudi reforme pokojninskega sistema in sistema dolgotrajne oskrbe, če naj bi se skupni odhodki srednjeročno stabilizirali. Možnost uresničitve tveganj, ki izhajajo iz DUTB, je treba čim bolj zmanjšati. Izgube pri nekaterih naložbah so morda neizogibne, vendar bi bilo treba te čim bolj zmanjšati in najbolj tvegana strategija bi bila, da bi se naložbe držale do konca življenjske dobe DUTB na podlagi pričakovanj o okrevanju na trgih. To bi bila kvečjemu ponovitev nedavnih neuspehov

bank, ki pa bi tokrat končala v bilanci stanja sektorja država. Prestrukturiranje ali postopki zaradi insolventnosti s hitro izterjavo terjatev so ključni za čim večje zmanjšanje tega tveganja. To velja tudi za odprodajo državnih podjetij, pri kateri bi hitra izvedba zmanjšala fiskalna in ekonomska tveganja, ki izhajajo iz nadaljnjih napak v korporativnem upravljanju, hkrati pa bi prihodki od odprodaje prispevali k zmanjšanju dolga. Končno, višja raven dolga pomeni večje potrebe po refinanciranju dolga, s tem pa raste pomembnost spretnega upravljanja dolga in premišljenih ekonomskih politik, skladnih z dostopnimi obrestnimi merami.

Povrnitev konkurenčnosti

Omejitev stroškov dela je ključnega pomena za povrnitev stroškovne konkurenčnosti. V tem poglobljenem pregledu je dinamika stroškov dela opredeljena kot eden glavnih izzivov za Slovenijo. Stroški dela predstavljajo poseben izziv v panogah, ki se močno zanašajo na delavce z minimalno ali nekoliko višjo plačo, v panogah, v katerih rast produktivnosti ne zadošča za znižanje stroškov dela na enoto, ter v panogah, ki morajo prilagoditi delovno silo nižjemu povpraševanju, vendar se soočajo s togostjo trga dela. Na srednji rok je rast produktivnosti najboljši način za omejevanje stroškov dela na enoto. Na mikroekonomski ravni obstajajo številne determinante rasti produktivnosti, vendar se Slovenija z največjimi izzivi sooča pri investicijah, zlasti kakovostnih neposrednih tujih investicijah.

Obstajajo načini, na katere lahko oblikovalci politike obravnavajo dinamiko stroškov dela, da bi zagotovili, da gibanje plač in institucije trga dela podpirajo konkurenčnost in ustvarjanje delovnih mest. Minimalna plača je v Sloveniji zelo visoka, indeksirana na inflacijo, ni vezana na produktivnost (v sektorju) ter je enotna za vse kategorije delavcev. Ti parametri bi se lahko pregledali, preučila pa bi se lahko možnost uvedbe ločenih minimalnih plač za določene kategorije delavcev (kot so mladi).

Prestrukturiranje podjetniškega sektorja

Izboljšanje upravljanja v podjetniškem sektorju in zagotovitev orodij za učinkovito obravnavo presežka dolga bosta pripomogla k povečanju produktivnosti. V tem poglobljenem

pregledu sta podrobno opisana obseg in narava presežka dolga podjetij v Sloveniji. Čiščenje bilanc stanja poteka počasneje zaradi manjše gospodarske aktivnosti, ovirajo pa ga tudi trenja, zlasti glede finančnega prestrukturiranja in prestrukturiranja poslovanja. Zamude pri odločnem obravnavanju tega presežka dolga so privedle do nadaljnjega poslabšanja zmožnosti podjetniškega sektorja za uspešno poslovanje ter do velikega povečanja števila slabih posojil pri bankah.

Od maja 2013 se izvajajo ukrepi politike, da bi se premagale ovire za finančno prestrukturiranje podjetij. Zakon o postopkih zaradi insolventnosti je bil dopolnjen, da bi se povečala učinkovitost postopkov in uvedli novi predinsolvenčni postopki za večja podjetja, ki se bodo lahko sprožili na predlog upnikov. Nenehno se izboljšuje tudi delovanje sodišč, da bi se odpravili dolgi sodni zaostanki in hitreje obravnavali primeri, kar bo pomagalo ohraniti vrednost terjatev upnikov. Vendar zaenkrat še manjkajo ukrepi politike v zvezi s prestrukturiranjem poslovanja.

Finančno prestrukturiranje in prestrukturiranje poslovanja bi se lahko začela z najbolj ranljivimi podjetji, finančnimi holdingi in podjetji v državni lasti, kjer je skoncentrirana glavna presežka dolga. Potrebno bo skrbno spremljanje, da se bo zagotovilo, da nedavno spremenjeni zakonodajni okvir za insolventnost in sodni postopki privedejo do zahtevanih izboljšav pri prestrukturiranju podjetij v težavah. Zgodnje posredovanje dolžnikov in upnikov prek novega postopka preventivnega prestrukturiranja bi lahko uspešnim podjetjem omogočilo, da se prestrukturirajo, preden postanejo insolventna. Morda bo potrebna tudi okrepitev zmogljivosti pravnih virov in sodišč, da se bo nova zakonodaja polno izvajala ter da se bo olajšalo hitro reševanje podjetij v težavah.

Država je prek DUTB, državnih bank in državnih lastniških deležev pomemben akter v številnih ključnih primerih prestrukturiranja. Preučile bi se lahko tudi dodatne možnosti politike, ki bi spodbudile in zagotovile pravočasno prestrukturiranje dolga podjetij, pri čemer bi imeli prednost najbolj zadolžena podjetja in sektorji, uvedene pa bi bile tako, da ne bi ovirale tekočega procesa privatizacije. Zasebni dogovori o prestrukturiranju, sklenjeni med privatiziranimi podjetji in privatiziranimi bankami, bodo verjetno skrbneje upoštevali komercialna načela in

zagotovili trajnejšo vrednost kot rešitve, ki jih pripravi država. Zasebno lastništvo, vključno s tujim, bi prav tako zagotovilo rast produktivnosti in konkurenčnosti, ki jo slovenska podjetja tako nujno potrebujejo. Poleg tega bo pritegnitev svežega zasebnega kapitala, vključno z neposrednimi tujimi investicijami, pomemben predpogoj za prerazporeditev gospodarskih virov ter reformo močno zadolženih kapitalskih struktur podjetij.

Privatizacija in državno lastništvo

Spodbujanje zasebnega lastništva in celovita strategija za upravljanje strateškega/ključnega državnega premoženja bi lahko izboljšali sposobnost prilagajanja realnega sektorja. Raven državnega lastništva in vpliva v Sloveniji predstavlja veliko tveganje za javne finance neposredno in posredno prek pogojnih obveznosti iz danih jamstev. Poleg tega visoka stopnja državnega lastništva preprečuje, da bi neposredne tuje naložbe in lastniško financiranje v celoti odigrala svojo vlogo pri okrevanju Slovenije. Odločen napredek pri privatizaciji 15 subjektov v državni lasti, določenih za pospešeno privatizacijo, in sprejetje celovite strategije za strateško, ključno in neključno državno premoženje bi dala trgu jasen signal o zavezanosti Slovenije izvajanju potrebnih reform in njeni odprtosti za zasebno lastništvo. Za izboljšanje upravljanja in učinkovitosti je pomembna nadaljnja odprodaja državnega premoženja poleg prvih 15 že določenih podjetij. Uspeh procesa privatizacije bo podprlo tudi boljše poslovno okolje in spodbujanje večje konkurence v zadevnih sektorjih.

REFERENCE

- AJPES, JOLP, Javna objava letnih poročil, 2013, (<https://www.ajpes.si/jolp/>).
- Banka Slovenije, Poročilo o finančni stabilnosti, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, (<https://www.bsi.si/publikacije-in-raziskave.asp?MapaId=285>).
- Banka Slovenije, Stabilnost slovenskega bančnega sistema, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, (<https://www.bsi.si/iskalniki/porocila.asp?MapaId=1057>).
- Banka Slovenije, Bilten, december 2011, marec 2012, december 2012, december 2013, (<https://www.bsi.si/iskalniki/bilteni.asp?MapaId=229>).
- Banka Slovenije, Poslovanje bank v tekočem letu, gibanja na kapitalskem trgu in obrestne mere, izdaje od avgusta 2009 do januarja 2014, (<https://www.bsi.si/iskalniki/porocila.asp?MapaId=1329>).
- Evropska centralna banka, „The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey“, april 2013 (<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbsp2en.pdf?53288960625588e88e973b611451d64b>).
- Evropska komisija, Poročilo o mehanizmu opozarjanja 2014, COM(2013) 790 final (http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/2014/amr2014_sl.pdf).
- Evropska komisija, „The EU Justice Scoreboard“ (http://ec.europa.eu/justice/effective-justice/scoreboard/index_en.htm).
- Evropska komisija, „Macroeconomic Imbalances Slovenia 2013“, In-depth review, Occasional Papers 142|April 2013, (http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2013/pdf/ocp142_en.pdf).
- Evropska komisija, „Macroeconomic Imbalances Slovenia 2012“, In-depth review, Occasional Papers 109|April 2012, (http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2012/pdf/ocp109_en.pdf).
- Evropska komisija, „Slovenia – Review of progress on policy measures relevant for the correction of Macroeconomic Imbalances“, februar 2014 (http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/documents/20140224_si_imbalances_epc_report_en.pdf).
- Evropska komisija, „Product Market Review 2013“, European Economy 8| 2013 (http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2013/pdf/ee8_en.pdf).
- Evropska komisija, „Review of progress on policy measures relevant for the correction of Macroeconomic Imbalances“, november 2013, (http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/documents/si_imbalances_epc_report_en.pdf).
- Evropska komisija, „European Economic Forecast Autumn 2013“, EUROPEAN ECONOMY 7|2013, (http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2013/pdf/ee7_en.pdf).
- Evropska komisija, „State Aid Scoreboard 2013“, Non-crisis aid (http://ec.europa.eu/competition/state_aid/scoreboard/non_crisis_en.html).
- Evropska komisija, sporočilo za medije „Državna pomoč: Komisija odobrila pomoč za reševanje ali prestrukturiranje petih slovenskih bank“, IP/13/1276, 18/12/2013, (http://europa.eu/rapid/press-release_IP-13-1276_sl.htm).
- Evropska komisija, „Winter forecast 2014“ (http://ec.europa.eu/economy_finance/eu/forecasts/2014_winter_forecast_en.htm).
- Evropska komisija, „Assessing the dynamics of house prices in the euro area“, Četrletno poročilo o euroobmočju, 4/2012 (http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/qe_euro_area/2012/pdf/qrea4_en.pdf).
- Cuerpo, C., I. Drumond, J. Lendvai, P. Pontuch in R. Raciborski (2013), „Indebtedness, Deleveraging Dynamics and Macroeconomic Adjustment“, European Economy, Economic Paper no. 477.
- IMF, „Slovenia 2013 Article IV Consultation – Concluding Statement of the Mission“, (<http://www.imf.org/external/np/ms/2013/102813.htm>).

IMF, „Republic of Slovenia: 2013 Article IV Consultation“ (poročilo, informativna priloga, analiza vzdržnosti dolga (DSA), sporočilo za medije in izjava izvršnega direktorja za Republiko Slovenijo), januar 2014. (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2014/cr1411.pdf>).

IMF, „Euro Area Policies“, Country Report No 13/231 (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13231.pdf>).

Urad RS za makroekonomske analize in razvoj, Ekonomsko ogledalo (2011) št. 5, let. XVII; (2012) št. 3, let. XVIII; (2013) št. 10 in 11, let. XIX; (2014) št. 12, let. XIX. Publikacija UMAR.

Agencija za zavarovalni nadzor, Poročilo za leto 2012 (http://www.a-zn.si/Documents/Porocila/letno_porocilo-2012.pdf).

Republika Slovenija, Zakon o Slovenskem državnem holdingu, 2012, ter predlagane spremembe in dopolnitve.

Slovenija, Ministrstvo za finance, 15. letno poročilo o dodeljenih državnih pomočeh v Sloveniji, december 2013 (http://www.mf.gov.si/fileadmin/mf.gov.si/pageuploads/dr%C5%BEavne_pomo%C4%8Di/15LPoDP_1.pdf).