

Zadolženost in razdolževanje slovenskih podjetij

Ekonomski izzivi 2014

Ljubljana, junij 2014

Izdajatelj: UMAR, Ljubljana, Gregorčičeva 27

Odgovarja: mag. Boštjan Vasle, direktor

Odgovorni uredniki: dr. Alenka Kajzer, Lejla Fajić, dr. Arjana Brezigar Masten

Avtorice in avtorji poglavja Zadolženost in razdolževanje slovenskih podjetij Ekonomskih izzivov 2014 so:

Zadolženost in razdolževanje slovenskih podjetij: dr. Arjana Brezigar Masten (odgovorna urednica, Povzetek, Zadolženost podjetniškega sektorja, Vpliv razdolževanja na gospodarsko rast in implikacije za ekonomsko politiko, Izzivi), mag. Gonzalo Capriolo (razdolževanje) **mag. Marjan Hafner** (Kreditni trgi v Sloveniji in mednarodna primerjava, Sanacija bančnega sistema), **Janez Kušar** (Investicijska aktivnost podjetij), **Gašper Ploj** (Ocenjevanje vpliva kreditnih šokov z metodo vektorske avtoregresije z gladkimi prehodi), **Miha Trošt** (obdelava mikro podatkov),

Uredniški odbor: mag. Boštjan Vasle, mag. Marijana Bednaš, dr. Alenka Kajzer, mag. Rotija Kmet Zupančič, Janez Kušar,

Oblikovanje grafikonov: Marjeta Žigman

Kazalo

Povzetek	5
Uvod	7
1. Kreditni trgi v Sloveniji in mednarodna primerjava	8
2. Sanacija bančnega sistema	13
3. Zadolženost podjetniškega sektorja	17
3.1. Zadolženost celotnega podjetniškega sektorja	17
3.2. Holdingi, lizingi, Dars in podjetja z nič zaposlenimi	18
3.3 Zadolženost in poslovanje običajnih gospodarskih družb	20
3.3.1 Analiza običajnih podjetij, ki so prenehala poslovati	21
3.3.2. Poslovanje in razdolževanje običajnih podjetij	22
3.3.3 Investicijska aktivnost podjetij	26
3.4 Prezadolžena običajna podjetja	29
3.4.1 Analiza prezadolženih podjetij po dejavnostih.....	31
3.4.2 Analiza prezadolženih podjetij po njihovi velikosti	32
3.4.3 Analiza prezadolženih podjetij po izvozni usmerjenosti	33
3.4.4 Koncentracija dolga prezadolženih podjetij	34
4. Vpliv razdolževanja na gospodarsko rast in implikacije za ekonomsko politiko	35
Literatura in viri	42

Povzetek

V predkriznem obdobju je, tako kot ostala evropska gospodarstva, tudi Slovenija bila priča najobsežnejši akumulaciji dolga pred krizo, in sicer je imela rast kreditov višjo od držav PIIGS. Ras kreditov je tik pred krizo dosegla skoraj 35% na letni ravni. Posledica je bila, da je Slovenija v času finančne krize beležila nadpovprečen padec kreditne aktivnosti, ki je bila v zadnjih letih primerljiva z ostalimi bolj izpostavljenimi članicami EMU. Glavni razlogi za večjo rast kreditov so bili, tako kot v ostalih evrskih državah, napihnjene cene nepremičnin, podcenjevanje negotovosti ter ohlapni pogoji zadolževanja. Poleg tega pa še pretekle neustrezne razvojne politike, ki so temeljile na razvoju s pomočjo domačega kapitala, ki pa ga je bilo za hitrejšo zmanjševanje razvojnega zaostanka občutno premalo, zato je gospodarstvo bolj kot tujemu lastništvu dajalo prednost tujim dolžniškim virom financiranja. Njihova ponudba se je namreč z vstopom Slovenije v EU in ob splošnih ugodnih gospodarskih razmerah močno razmahnila. V tem obdobju je postal zelo aktualen tudi koncept nacionalnega interesa, ki je preko raznih holdingov, s pomočjo domačih bank, omogočal managerske prevzeme slovenskih podjetij in povzročil njihovo dodatno zadolženost. Visoka odvisnost slovenskega gospodarstva od dolžniških virov financiranja je pomembno prispevala k slabim splošnim gospodarskim razmeram, saj se podjetja v veliki meri ukvarjajo le s finančnimi težavami, njihova osnovna dejavnost pa je potisnjena v ozadje.

K velikemu padcu kreditne aktivnosti po krizi, so prispevale tudi slabe razmere v bančnem sistemu, zaradi česar je bila v letu 2013, na priporočilo sveta EU, izpeljana sanacija bank. Po izvedenih dokapitalizacijah se je kapitalska pozicija slovenskega bančnega sistema prvič po zaostrovanju finančne krize izboljšala, kar pozitivno vpliva na zmanjšanje finančnih omejitev, s katerimi se srečujejo slovenska podjetja. V letošnjem letu so se pozitivni vplivi bančne sanacije pokazali tudi v boljših poslovnih rezultatih bančnega sistema in v večjem zaupanju varčevalcev. Banke so v prvem četrtletju ustvarile za 56,6 mio EUR dobička. Poleg tega se ***banke še naprej razdolžujejo v tujini, v zadnjem obdobju pa zmanjšujejo tudi izpostavljenost do ECB.***

Zadolženost in razdolževanje smo podrobneje pogledali na osnovi AJPEŠove baze finančnih izkazov vseh gospodarskih družb v Sloveniji za obdobje 2006-2013. Prednost te baze je, da vsebuje zelo podrobne letne informacije o poslovanju podjetij, slabost pa, da so to računovodski podatki ter kot taki ne podajajo nujno popolnoma realne slike dejanskih gibanj v gospodarstvu. V tem prispevku najprej predstavimo t.i. »neobičajna podjetja«, kot so holdingi, lizingi ter podjetja z nič zaposlenimi. To so podjetja, ki sicer prispevajo k večjemu finančnemu dolgu, vendar pa ne predstavljajo potencialno zdravega jedra gospodarstva, ki bi Slovenijo lahko potegnil iz krize. V nadaljevanju smo se tako osredotočili na t.i. običajna podjetja, in sicer na njihovo prezadolženost in koncentracijo dolga.

»Neobičajna« podjetja se od začetka krize razdolžujejo in predstavljajo skoraj 40 % finančnega dolga. Vendar pa ta podjetja ustvarijo manj kot 5 % dodane vrednosti in zaposlujejo manj kot odstotek vseh zaposlenih. Ta podjetja predstavljajo veliko breme v bančnih bilancah, vendar pravkar izvršena dokapitalizacija bank omogoča lažje prestrukturiranje njihovih dolgov, poleg tega so nekatera prenesena na Družbo za upravljanje terjatev bank (DUTB), kar še dodatno zmanjšuje pritiske teh podjetij na bančne slabe terjatve.

Prezadolžena običajna podjetja so v letu 2013 imela okoli tri četrtine bančnega in finančnega in nekaj več kot polovico celotnega dolga običajnih podjetji ter so predstavljala tretjino v številu podjetij in zaposlenih. Ustvarila so četrtno dodane vrednosti in imela slabo desetino celotnega EBITDA. Med prezadolžena podjetja smo vključili vsa podjetja, ki imajo finančni dolg petkrat večji od EBITDA, in tista podjetja, ki imajo dolg in negativen EBITDA. V letu 2013 je več kot polovica finančnih obveznosti prezadolženih podjetij koncentriranih v dejavnostih trgovine, vzdrževanja in popravil motornih vozil, predelovalnih dejavnostih ter strokovnih, znanstvenih in tehničnih dejavnostih. Te tri dejavnosti imajo kar 13 milijard finančnega dolga. Večji delež imajo še gradbeništvo, poslovanje z nepremičninami ter oskrba z električno energijo, plinom in paro. Med

njimi prevladujejo mikro podjetja (80%) ter na domači trg usmerjena podjetja (90%). Dolg je zelo koncentriran, saj trideset najbolj zadolženih podjetij predstavlja tretjino finančnega in celotnega dolga prezadolženih podjetij.

Slovenija pa ima tudi zdravo jedro običajnih podjetij, ki se v krizi niso prezadolžila ter so kmalu po padcu povpraševanja v letu 2009 že uspela normalizirati in celo izboljšati poslovanje. Nekatera so v zadnjem obdobju povečevala tako zaposlenost kot maso plač. Med temi je več izvoznih podjetij.

Razdolževanje običajnih podjetij poteka vse od leta 2010, sprva je bilo predvsem posledica prenehanja poslovanja podjetij, v letih 2012 in 2013 pa tudi dejanskega razdolževanja. Finančne obveznosti so se začele zmanjševati leta 2010, vendar predvsem zaradi prenehanja poslovanja podjetij. Šele v letu 2012 so se prvič znižale finančne obveznosti obstoječih podjetij, in sicer za 0,4 mrd, v letu 2013 pa še za 0,5 mrd. Dinamika razdolževanja finančnih obveznosti do bank je podobna, in sicer se podjetja razdolžujejo zadnja tri leta, v prvih dveh letih pa je ostal bančni dolg običajnih podjetij nespremenjen.

Empirična analiza je pokazala, da ima nepričakovano in eksogeno inducirano razdolževanje podjetij med recesijo negativen učinek na gospodarsko aktivnost. Splošen padec povpraševanja in težave v bančnem sistemu namreč povečajo moč finančnih omejitev podjetij. V takšnih razmerah je razdolževanje lahko povezano predvsem z zmanjšanjem investicijske aktivnosti. To potrjuje tudi analiza gibanja investicij ter različnih finančnih kazalnikov. Podjetja z visokimi plačili obresti in z visoko finančno zadolženostjo imajo nižje stopnje investiranja kot manj zadolžena podjetja. Leta 2009 se je investicijska aktivnost znižala po vseh velikostnih razredih, najbolj pa pri mikro in malih podjetjih.

Mednarodne primerjave kažejo, da so slovenska podjetja glede na BDP bolj zadolžena od podjetij v ekonomsko stabilnih državah EMU. Obenem velja, da imajo izrazito malo lastniškega kapitala med viri sredstev in s tem prekomeren obseg dolga. Oba podatka nakazujeta na potrebo po nadaljevanju procesa razdolževanja, ki se je pričel v finančni krizi. Vendar je slovensko gospodarstvo še vedno v recesijski fazi, za katero naša ekonometrična analiza kaže, da pospešeno finančno razdolževanje negativno vpliva na investicijsko aktivnost in gospodarsko rast. Minimizacija negativnih kratkoročnih učinkov razdolževanja na ekonomsko aktivnost tako zahteva uporabo instrumentov razdolževanja, ki niso pretežno usmerjeni v neposredno poplačilo posojil, temveč v istočasno zagotavljanje dodatnega lastniškega kapitala. V obdobju, ko je zagotavljanje tega prek trga kapitala oteženo, to pomeni intenzivnejšo uporabo instrumentov konverzije dolga v kapital podjetij, oziroma delen odpis dolga, ki mu sledi privatizacija. Aktivno vlogo pri tem naj bi imela DUTB.

Dodaten kapital naj bi zagotovili predvsem privatni viri, tako tuji kot domači, medtem, ko je lastniško vlogo države potrebno zmanjševati in podjetjem zagotoviti takšno lastniško strukturo, ki bo zagotavljala njihov razvoj in izboljšala kakovost njihovega upravljanja. V Sloveniji je namreč država še vedno pomemben lastnik domačega gospodarstva, njeno lastništvo se po naši oceni v preteklosti ni izkazalo za optimalno.

K lažji pridobitvi svežega kapitala na trgu in poglobljanju finančnih trgov bi pripomogle tudi dodatne finančne spodbude za finančne investitorje, kot so dodatne davčne olajšave za pokojninske sklade ter spodbujanje dodatnega varčevanja za starost. Za boljšo finančno strukturo podjetij je potrebno zagotoviti tudi delovanje ostalih segmentov finančnih storitev, ki temeljijo predvsem na dolgoročnejših virih financiranja. Lahko bi se uporabil instrument listinjenja, ki bi večjim in finančno stabilnejšim podjetjem omogočil pridobivanje finančnih virov tudi na drugih finančnih trgih pod ugodnejšimi pogoji.

Uvod

V tem delu analiziramo zadolženost in finančno strukturo podjetij v Sloveniji ter njihovo soodvisnost z makroekonomskim dogajanjem. Finančna kriza, ki je Slovenijo prizadela leta 2008 je preko finančnih in kreditnih kanalov negativno vplivala na investicijsko dejavnost ter s tem povezano gospodarsko (ne)aktivnost slovenskih podjetij. Kljub razdolževanju, ki poteka vse od začetka krize, so naša podjetja še zmerom relativno visoko zadolžena, kar predstavlja glavno coklo razvoja. Z rešitvijo tega problema se je država začela aktivno ukvarjati šele v letu 2013, ko je začela s sanacijo bančnega sistema. V tem prispevku smo, tako na mikro kot makro ravni, poskušali analizirati naslednja vprašanja: (i) kakšne so posledice finančne krize na Slovenijo v primerjavi z ostalimi evropskimi državami (ii) sanacija bank (iii) kakšna je struktura zadolženosti podjetij ter vpliv zadolženosti na investicije (v) katera so najbolj zadolžena podjetja ter koncentracija dolga (iv) ter kakšne so makroekonomske posledice zadolženosti in razdolževanja podjetij.

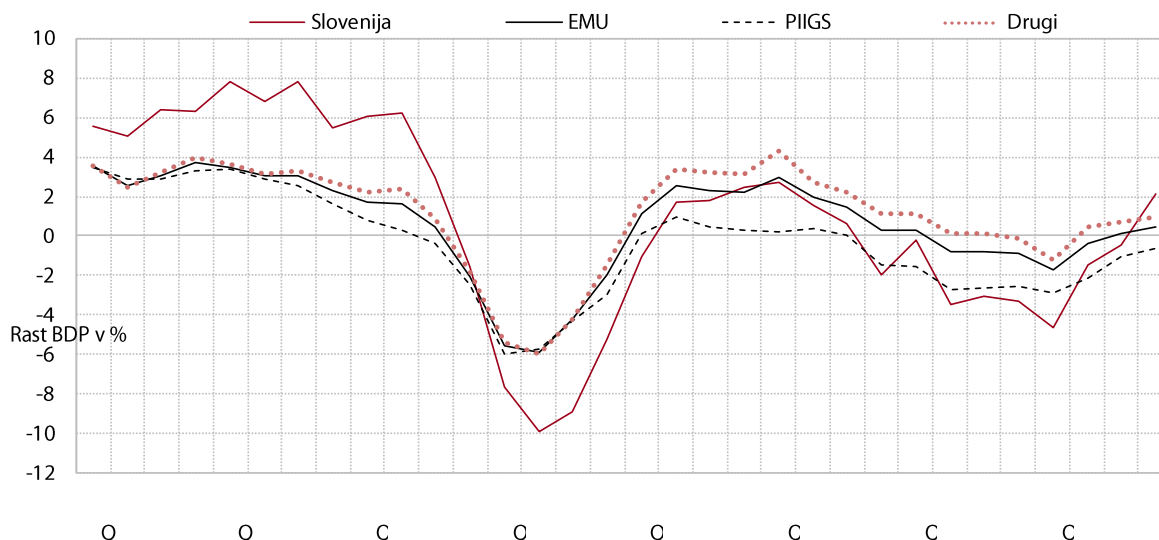
Struktura tega prispevka Ekonomskih izzivov je sledeča. V prvem poglavju predstavljamo primerjavo kreditnih trgov v Sloveniji in članicah EU. Drugo poglavje opisuje sanacijo bančnega sistema. Tretje poglavje analizira zadolženost in razdolževanje podjetij na osnovi finančnih izkazov posameznih podjetij. V četrtem poglavje empirično ocenimo vpliv razdolževanja na investicije in gospodarsko rast ter v zadnjem poglavju zaključimo z izzivi za naprej.

1. Kreditni trgi v Sloveniji in mednarodna primerjava

V predkriznih letih so bila evropska gospodarstva priča eni najobsežnejših akumulacij dolga nefinančnih podjetij v bližnji zgodovini. Ekonomski razlogi za tako visoke stopnje rasti so bile napihnjene cene nepremičnin, podcenjevanje negotovosti ter s tem povezani ohlapni finančni pogoji zadolževanja. Velikost dolga in poslabšanje kapitalske strukture podjetij so poleg drugih dejavnikov pomembno vplivali na razvoj finančne krize, padec gospodarske aktivnosti in hitrost okrevanja gospodarstva. Čeprav dolg v zmernih mejah pozitivno vpliva na gospodarsko rast in ekonomsko blaginjo, to ne drži pri visokih stopnjah dolga, saj slednje ustvarjajo pogoje za finančno nestabilnost in ovirajo investicije ter posledično znižujejo gospodarsko rast. Dinamika zadolževanja in gibanje BDP v evrskem območju potrjujeta teorijo, da prekomerno kopičenje dolga povečuje verjetnost finančne krize.

Poleg tega podatki kažejo, da je bilo v državah z manjšo akumulacijo dolga pred krizo tudi razdolževanje v času krize manjše, kar pomeni manjšo volatilnost zadolževanja in bolj stabilne pogoje za investicije in rast. Pri tem je potrebno poudariti, da je bilo znižanje finančnega vzvoda v času krize, povezano tudi s padcem gospodarske aktivnosti in posledično nižjim kapitalom v podjetjih. To tezo potrjujejo tudi mikro podatki, ki kažejo, da podjetja z večjim dolgom znižujejo investicije, na račun poplačila stroškov financiranja, kar pomeni, da ima prihodnje zmanjšanje finančnih tokov zaradi poplačila dolga negativen vpliv na podjetniško tekočo porabo in investicijske odločitve v primeru padca gospodarske aktivnosti. Nižja likvidnost, visoke obrestne marže v povezavi z visoko zadolženostjo tako pomenijo velik padec investicij v času krize ter posledično počasnejše gospodarsko okrevanje države.

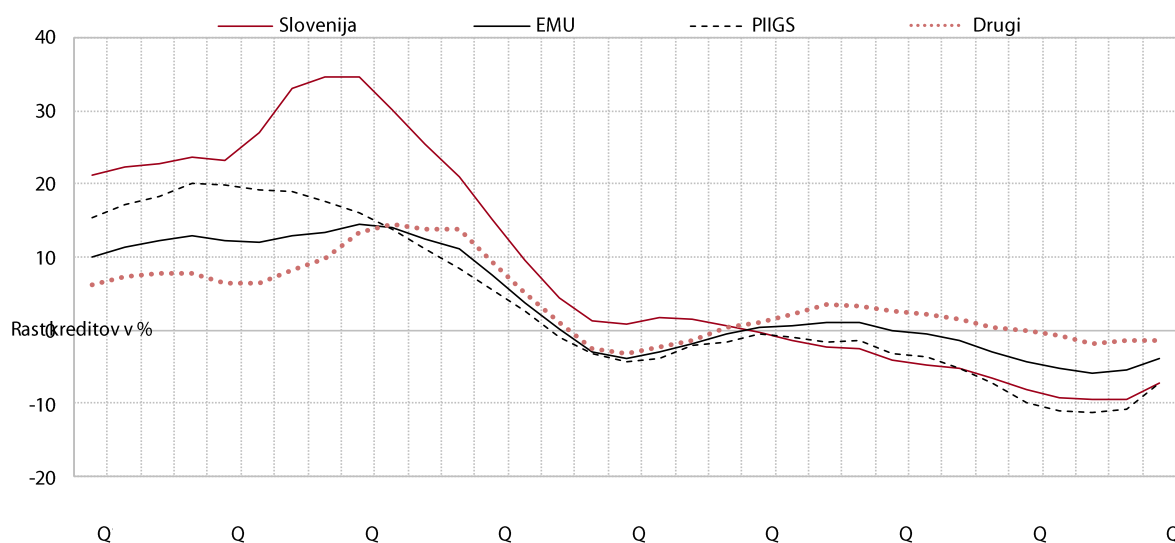
Slovenija je v času finančne krize beležila nadpovprečen padec kreditne aktivnosti, ki je bila v zadnjih treh letih primerljiva z ostalimi bolj izpostavljenimi državami članicami EMU. To je povezano s tem, da je imela Slovenija pred krizo, rast kreditov višjo od povprečja držav PIIGS in je tik pred krizo dosegla skoraj 35% na letni ravni. Ob podobnih razlogih kot v celotni EU, so pri nas k obsežni akumulaciji dolga pred krizo, botrovali tudi razni managerski prevzemi podjetij (MBOs), ko so interni lastniki s pomočjo državnih bank ter v imenu nacionalnega interesa, konsolidirali lastništva in finančno popolnoma izčrpali podjetja. Banke že nekaj časa pred začetkom sanacije bančnega sistema niso bile več sposobne sprejemati dodatnih tveganj, zato so predvsem zmanjševale izpostavljenost do svojih komitentov, kar je povzročalo visoke likvidnostne pritiske na slovensko gospodarstvo, ki je v veliki meri bilo odvisno od bančnega dolžniškega financiranja.

Slika 1: Rast BDP v Sloveniji, EMU, državah PIIGS¹ in drugih državah²

Vir: Eurostat.

Opomba: Med države PIIGS uvrščamo Portugalsko, Italijo, Irsko, Grčijo in Španijo. V skupino drugih držav pa so uvrščene vse ostale države članice EMU z izjemo držav PIIGS.

Slika 2: Medletne stopnje rasti kreditov nefinančnim podjetjem v Sloveniji, EMU, državah PIIGS in drugih državah



Vir: ECB, preračuni UMAR.

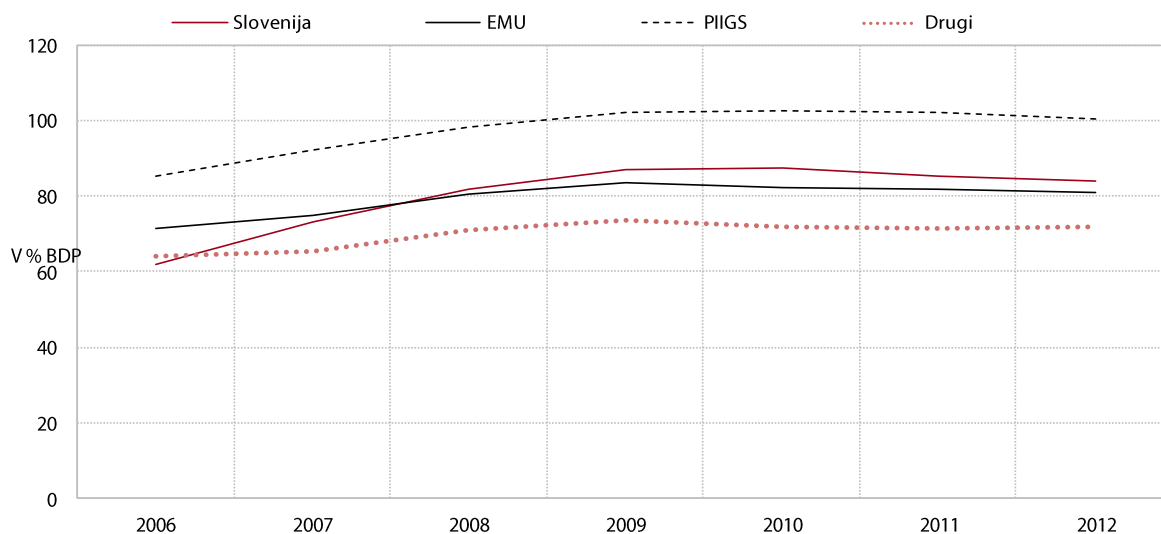
Opomba: Med države PIIGS uvrščamo Portugalsko, Italijo, Irsko, Grčijo in Španijo. V skupino drugih držav pa so uvrščene vse ostale države članice EMU z izjemo držav PIIGS.

Zadolženost nefinančnih družb glede na BDP, kjer se kot dolg upoštevajo dolžniški vrednostni papirji in posojila³, Slovenija ne odstopa bistveno od povprečja EMU. Raven zadolženosti slovenskih nefinančnih družb je nekoliko nižja kot v bolj izpostavljenih državah EMU. V kolikor bi dolg nefinančnih družb razširili še z ostalimi obveznostmi (trgovinski krediti, avansi in drugo), pa bi se že precej približala ravnam držav PIIGS (za njimi bi zaostajala manj kot 5 o. t.). V letu 2013 se je zaradi sanacije bančnega

¹ Med države PIIGS uvrščamo Portugalsko, Italijo, Irsko, Grčijo in Španijo.² V skupino drugih držav pa so uvrščene vse ostale države članice EMU z izjemo držav PIIGS.³ Vir podatkov so konsolidirani finančni računi.

sistema zadolženost podjetij precej znižala, tako da so ta v EMU⁴ glede na BDP že podpovprečno zadolžena, raven njihove zadolženosti pa le nekoliko presega povprečje držav iz skupine drugih držav.

Slika 3: Zadolženost nefinančnih družb glede na BDP v obdobju od leta 2006 do leta 2012



Vir: Eurostat, preračuni UMAR.

Opomba: Med države PIIGS uvrščamo Portugalsko, Italijo, Irsko, Grčijo in Španijo. V skupino drugih držav pa so uvrščene vse ostale države članice EMU z izjemo držav PIIGS.

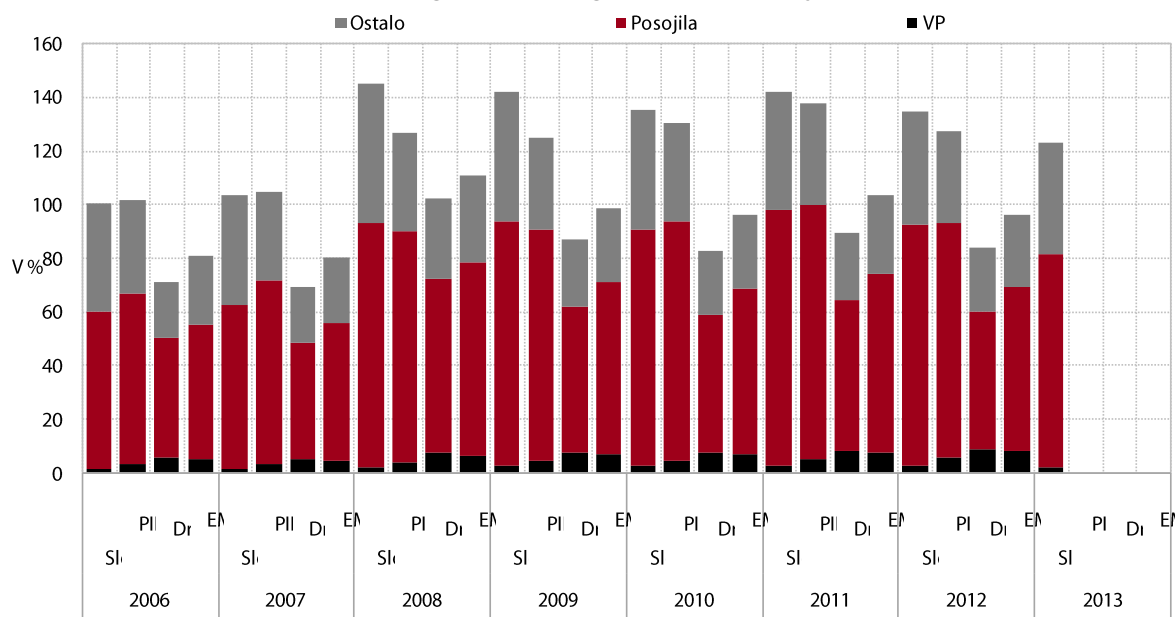
Po razmerju med dolgom⁵ in kapitalom pa se slovenske nefinančne družbe uvrščajo med najbolj zadolžene v evrskem območju. Čeprav se je obseg kreditov najetih pri domačih bankah v zadnjih štirih letih precej znižal (za približno tretjino) in je že za približno petino nižji od ravni iz leta 2007, pa je zadolženost slovenskega gospodarstva še vedno precej nad predkrizno ravno. To je predvsem posledica občutnejšega krčenja kapitala v podjetjih, zaradi negativnih gibanj na kapitalskih trgih, prav tako pa tudi poslovni rezultati podjetij niso dopuščali krepitve kapitalske osnove gospodarstva. Bolj zadolžena od slovenskih so bila leta 2012 le še podjetja na Malti, v Latviji in Grčiji. Celotna zadolženost podjetij merjena kot razmerje med dolgom in kapitalom se je lani v Sloveniji nekoliko močneje znižala in bila na ravni 123,1 %, kar je sicer za 12,6 o.t. manj kot leta 2012. Velik del zmanjševanja zadolženosti v letu 2013 je bil predvsem posledica nadaljnjega razdolževanja nefinančnih družb, saj se je obseg kapitala povečal za manj kot odstotek. Pri hitrejšem razdolževanju slovenskega gospodarstva bi po naši oceni ključno pripomogla tudi večja kapitalizacija. Če bi bil obseg kapitala v slovenskih nefinančnih družbah na ravni iz konca leta 2007, ko je bil najvišji, bi bilo razmerje med dolgom in kapitalom v nefinančnih družbah približno uravnoteženo, kar bi sicer še vedno za približno desetino presegalo povprečno zadolženost nefinančnih družb v EMU⁶.

⁴ Podatek za EMU se nanaša na leto 2012.

⁵ V dolg so zajete naslednje postavke v nekonsolidiranih finančnih računih: vrednostni papirji razen delnic, posojila in ostale obveznosti.

⁶ Podatek za EMU se nanaša na leto 2012.

Slika 4: Zadolženost nefinančnih družb glede na obseg kapitala v obdobju od leta 2006 do leta 2013



Vir: Eurostat, preračuni UMAR.

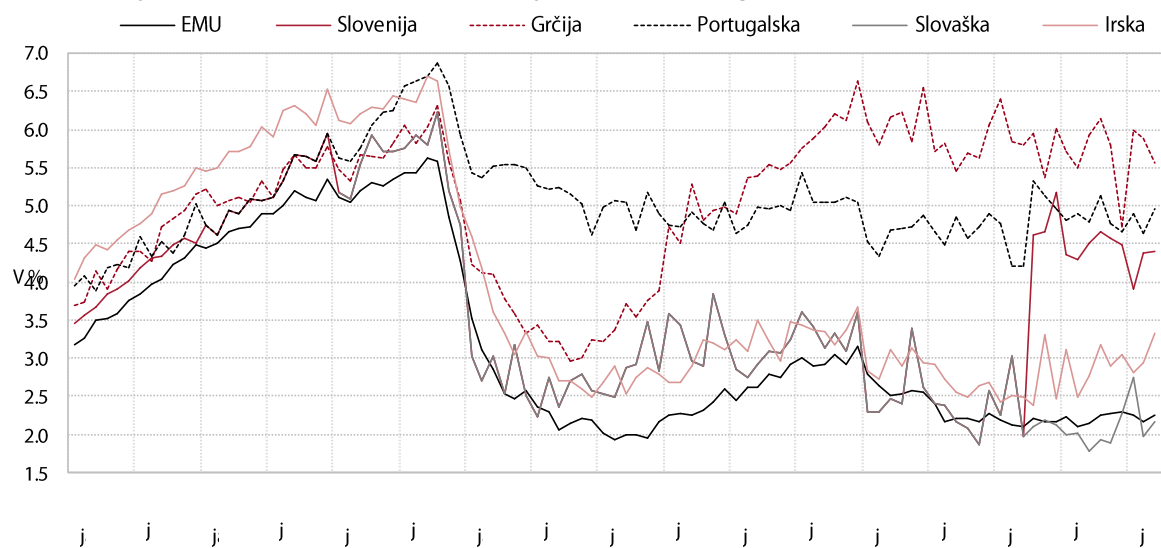
Struktura finančnih obveznosti in sredstev podjetij se je leta 2013 nekoliko izboljšala, a v primerjavi z državami EMU ostaja precej neugodna. Delež dolgoročnih finančnih obveznosti⁷ dosega približno 70 % vseh finančnih obveznosti, kar je približno desetino manj kot v povprečju v EMU. Primanjkljaj dolgoročnih finančnih obveznosti je najbolj izrazit pri kapitalu in dolgoročnih dolžniških vrednostnih papirjih, torej pri tistih instrumentih, ki so izrazito dolgoročne narave in povezani tudi z razmerami na kapitalskem trgu. Ta je v Sloveniji precej plitek in nelikviden, kar poleg strukture podjetij po velikosti⁸ vpliva tudi na manjšo dostopnost podjetij do tovrstnih virov financiranja. Ta imajo v svoji strukturi nadpovprečen delež dolgoročnih kreditov. Njihov delež pa se je izraziteje povečal v obdobju finančne krize, ko so banke del kratkoročnih posojil podjetjem prestrukturirale v dolgoročna posojila. Na drugi strani pa imajo podjetja nadpovprečen delež kratkoročnih finančnih obveznosti, kar pomeni večje pritiske na likvidnost podjetij. Ob enem pa sta tudi njihov obseg in delež najbolj likvidnih finančnih sredstev (gotovina, depoziti in dolžniški vrednostni papirji) nižja kot v povprečju EMU. Podjetja so tako izpostavljena večjemu tveganju likvidnostnih pritiskov, zaradi manjšega deleža naj likvidnejših finančnih sredstev pa je manjša tudi njihova odpornost na morebitne pritiske.

Razlike med domačimi in tujimi posojilnimi obrestnimi merami so še vedno med najvišjimi v evrskem območju. To še naprej ohranja velike pritiske na podjetja, ki so prezadolžena, prav tako slabi tudi celotno konkurenčnost slovenskega gospodarstva in odvrača od zadolževanja tudi kreditno sposobna podjetja. Višje obrestne mere za kredite nad 1 mio EUR imajo le še podjetja v Grčiji, na Cipru in Portugalskem. Na drugi strani pa nižje obrestne mere dosegata npr. Italija in Španija, ki imata slabšo bonitetno oceno od Slovenije, ampak imata tako nižje obrestne mere za kredite podjetjem kot tudi nižje donosnosti do dospelja za državne obveznice. Aktivne obrestne mere v Sloveniji so v zadnjih letih precej manj odzivne na kakršnekoli zunanje vplive v primerjavi z ostalimi državami EMU.

⁷ Med dolgoročne finančne obveznosti smo uvrstili dolgoročne dolžniške vrednostne papirje, dolgoročna posojila in kapital.

⁸ V Sloveniji prevladujejo mala in srednja podjetja.

Slika 5: Gibanje aktivnih obrestnih mer v Sloveniji in nekaterih drugih državah članicah EMU



Vir: BS, ECB.

2. Sanacija bančnega sistema

Slabe razmere v slovenskem bančnem sistemu so pomembno prispevale k temu, da so v zadnjih letih gospodarski rezultati Slovenije med slabšimi v EMU, za prekinitev takšnih gibanj pa je bila nujna sanacija bančnega sistema. Na problem hitrega poslabševanja stanja v bankah, zlasti v luči njegove negativne prepletenosti s šibko gospodarsko situacijo, zadolženostjo podjetij in stanjem v javnih financah, je spomladi 2013 pokazala tudi t. i. poglobljena analiza Evropske komisije, ki je Slovenijo uvrstila med države s presežnimi makroekonomskimi neravnotežji, Svet EU pa ji je izdal priporočila za čimprejšnjo stabilizacijo razmer.

Z namenom stabilizacije razmer so bili v drugi polovici leta 2013 izpeljani stresni testi bank, pregled kakovosti bančne aktive in dokapitalizacija največjih bank. Stresni testi so bili opravljeni za osem bank⁹, ki predstavljajo reprezentativen vzorec slovenskega bančnega sistema. Rezultati so pokazali, da bi kapitalski primanjkljaj pregledanih bank v primeru neugodnega makroekonomskega scenarija¹⁰ lahko dosegel 4.778 mio EUR (13,7 % BDP). Država je na osnovi teh rezultatov konec leta 2013 dokapitalizirala tri največje banke v višini 2,8¹¹ mrd EUR (7,9 % BDP), opravljeni pa so bili tudi prvi prenosi premoženja na Družbo za upravljanje terjatev bank (DUTB). Poleg tega je država lani v višini 445 mio EUR dokapitalizirala tudi dve banki, ki sta v postopku nadzorovanega prenehanja poslovanja. Od leta 2008 je bilo tako za dokapitalizacije slovenskega bančnega sistema namenjenih že za približno 4 mrd EUR javnofinančnih sredstev (11,3 % BDP).

Preostalih bankam, ki so po stresnih testih izkazovale primanjkljaj kapitala, pa sta bila naložena 30-dnevni rok za pripravo načrta kapitalske krepitve in dokapitalizacija do konca prve polovice leta. V kolikor pri pridobivanju kapitala ne bodo uspešne, pa bodo lahko v skladu s pravili Evropske komisije zaprosile za državno pomoč. Glede na majhno zanimanje zasebnih vlagateljev za dokapitalizacijo preostalih bank v domači lasti je vlada že konec prvega četrtletja letos na podlagi pobude Banke Celje ter mnenja Banke Slovenije odločila, da je Banka Celje primerna za začetek postopka za izvedbo ukrepov na podlagi Zakona o ukrepih za krepitev stabilnosti bank (ZUKSB). V zvezi z Gorenjsko banko je vlada po predhodni odločitvi Banke Slovenije določila, da se rok za odpravo kapitalskega primanjkljaja podaljša do konca leta 2014. Upoštevajoč izvršene aktivnosti in stanje kapitalske ustreznosti bank Raiffeisen bank in Hypo Alpe Adria Bank pa dokapitalizacija teh dveh bank ni več potrebna (Poročilo o učinkovanju ukrepov za krepitev stabilnosti bank).

Glavni namen bančne sanacije je bil stabilizirati bančni sistem in zaječiti širitev negativnih posledic slabih razmer v gospodarstvo in javne finance. Nekateri pozitivni učinki bančne sanacije so bili vidni že razmeroma kmalu po njenem začetku (večja stabilnost bančnega sistema, izboljšan položaj Slovenije na mednarodnih finančnih trgih), za pomemben del pozitivnih učinkov (večjo dostopnost in učinkovitost pri financiranju slovenskega gospodarstva in boljšo dostopnost do bančnih virov financiranja na grosističnih trgih) pa pričakujemo, da bodo vidni šele v nekoliko daljšem časovnem obdobju in ob uspešni izpeljavi tudi ostalih strukturnih reform, kot so razdolževanje slovenskega gospodarstva, privatizacija in boljše korporativno upravljanje.

Po izvedenih dokapitalizacijah se je kapitalska pozicija bančnega sistema prvič po zaostrovanju finančne krize opazneje izboljšala. Po tem ko je bil bančni sistem še ob koncu tretjega četrtletja lani

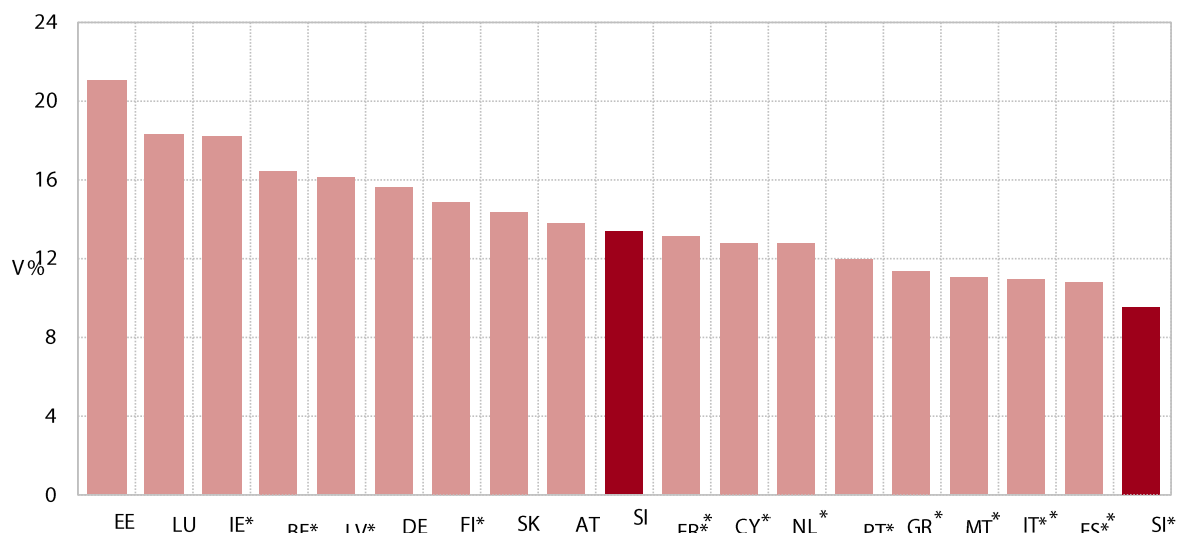
⁹ Prvotno je bilo v stresne teste vključenih 10 bank, a sta bili dve med njih zaradi uvedbe postopka nadzorovanega prenehanja poslovanja izključeni.

¹⁰ Neugodni scenarij predvideva 9,5-odstotno znižanje gospodarske aktivnosti v obdobju 2013–2015, 18-odstotno znižanje zasebne potrošnje, 25-odstotno znižanje bruto onvesticij in vrednosti delnic ter 27-odstotno znižanje cen stanovanjskih hiš. Javni dolg naj bi se v tem obdobju povečal na 84,4 % BDP, brezposelnost pa na 14 %.

¹¹ Primanjkljaj kapitala je v teh bankah znašal 3,7 mrd EUR, a se je potreba po kapitalu zaradi prenosa terjatev na DUTB in razvrednotenja terjatev imetnikov podrejenega dolga zmanjšala na 3 mrd EUR, država pa ni v celoti dokapitalizirala ene izmed bank, ki še nima dokončnega pozitivnega mnenja Evropske komisije.

najslabše kapitaliziran med vsemi državami EMU, se je po vrednosti kazalnika temeljnega kapitala TIER 1 konec leta 2013 uvrščal v sredino. Banke so tako kapitalsko razmeroma dobro podprte, kar jim omogoča, da bi ponovno lahko financirale tisti del gospodarstva, ki ni prezadolžen in ima perspektivne razvojne projekte.

Slika 6: Kapitalska ustreznost prvega reda (TIER 1) v posameznih državah članicah evrskega območja konec leta 2013

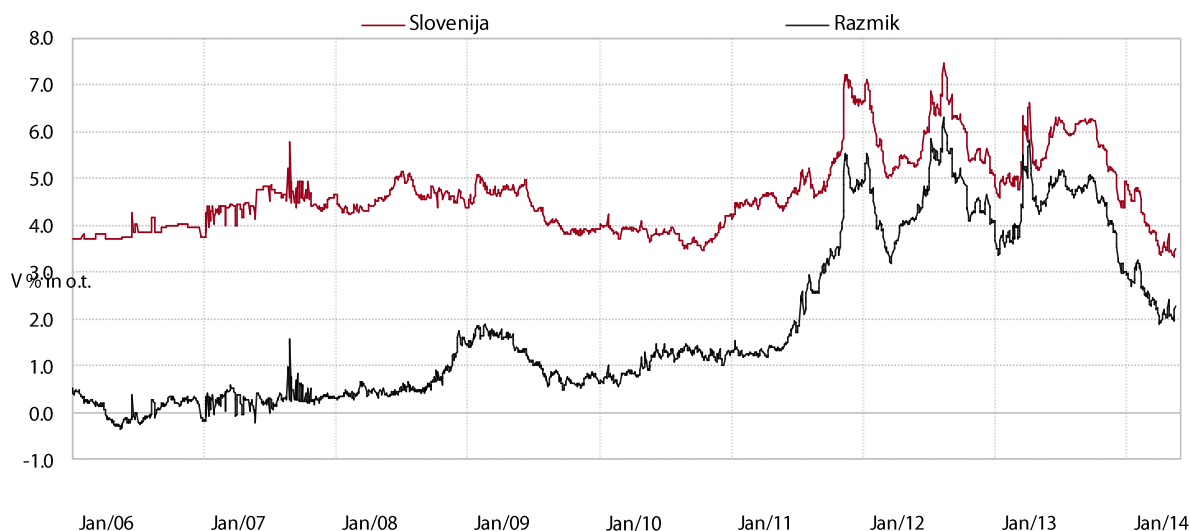


Vir: IMF-Financial Soundness Indicators. Opomba: *Podatek se nanaša na q3 2013. **Podatek se nanaša na q2 2013.

Takoj po začetku sanacije se je položaj Slovenije na mednarodnih finančnih trgih precej izboljšal.

Donosnost do dospelja slovenske desetletne obveznice se je po objavi rezultatov stresnih testov in ukrepih BS ter vlade, pričela zniževati in je bila do sredine maja nižja že za okoli 200 b. t., oz. na ravni približno 3,5 %. To je omogočilo, da je Slovenija izboljšala svoj položaj na mednarodnih finančnih trgih in prvič po marcu 2011 izdala tudi evrsko obveznico. Več o tem glej v Fiskalnih gibanjih in politiki.

Slika 7: Donosnosti do dospelja slovenske 10-letne obveznice in razmik do nemške obveznice

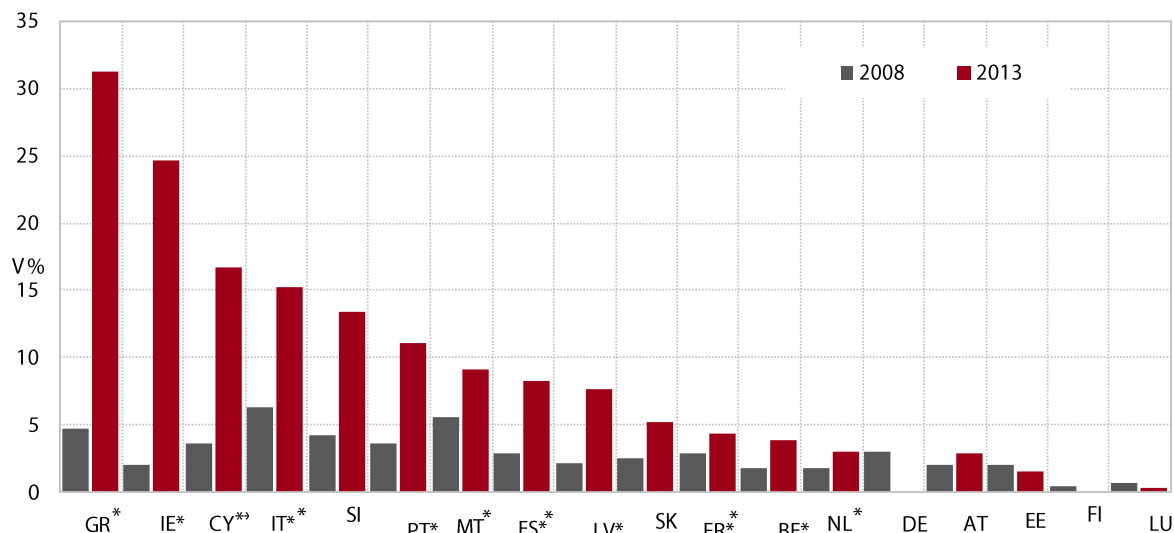


Vir: Bloomberg, preračuni UMAR.

S pričetkom sanacije bančnega sistema se je precej znižal tudi delež zamud nad 90 dni, a je še vedno precej višji kot pred izbruhom krize. Delež terjatev z zamudo nad 90 dni se je konec leta znižal s 17,3 % na 13,4 %. Njihov obseg pa se je z najvišje ravni novembra 2013 do konca leta znižal za 2,2 mrd EUR na 5,5 mrd EUR. Banke so na DUTB prenesle za 3,3 mrd EUR terjatev. Skladno s

pričakovani se je delež slabih terjatev najmočneje znižal v večini bolj izpostavljenih dejavnosti (gradbeništvo, trgovina in predelovalne dejavnosti), z izjemo finančnega posredništva, kjer pa se je celo nekoliko povečal. Kakovost bančne aktive se je občutneje izboljšala tudi v nekaterih drugih dejavnostih (gostinstvo, informacijske in komunikacijske dejavnosti), a so bile te po obsegu slabih terjatev manj pomembne.

Slika 8: Deleži zamud nad 90 dni v državah članicah EMU

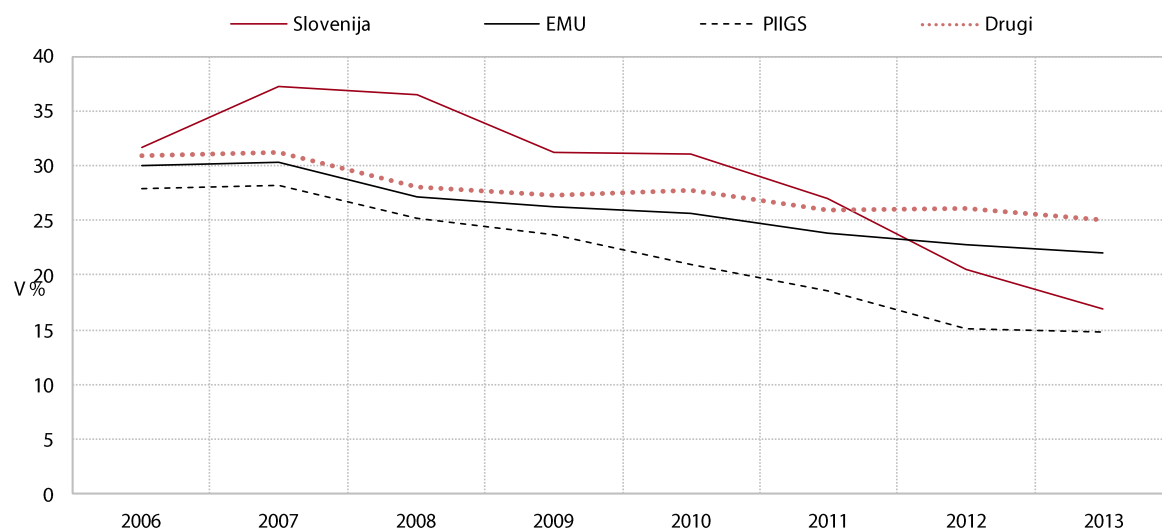


Vir: IMF-Financial Soundness Indicators. Opomba: *Podatek se nanaša na q3 2013. **Podatek se nanaša na q2 2013.

V letošnjem letu so se pozitivni vplivi bančne sanacije pokazali tudi v boljših osnovnih rezultatih bančnega sistema in v večjem zaupanju varčevalcev. Banke so v prvem četrtletju ustvarile za 56,6 mio EUR dobička. Povečali so se tudi neto obrestni prihodki, za dobrih 5 %. K boljšim poslovnim rezultatom je poleg začetka sanacije bančnega sistema prispevalo tudi občutnejše zniževanje pasivnih obrestnih mer, do vidnejšega znižanja aktivnih obrestnih mer pa še ni prišlo. Zaupanje v banke je bilo zaradi slabega stanja v slovenskem bančnem sistemu in tudi zaostrenih finančnih razmer na Cipru močno omajano, kar je vplivalo na hitro zniževanje obsega vlog gospodinjstev v letu 2013. V prvem četrtletju letos pa se je njihov obseg ponovno pričel povečevati. Prav vloge gospodinjstev bodo po naši oceni v prihodnje predstavljale precej pomemben vir financiranja bančnega sistema, saj so se te v začetku zaostrovanja razmer na mednarodnih finančnih trgih pokazale kot najbolj stabilne, medtem ko so viri iz medbančnih finančnih trgov zelo nestabilni, kar ohranja likvidnostne pritiske na slovenski bančni sistem.

Banke se še naprej razdolžujejo v tujini, v zadnjem obdobju pa zmanjšujejo tudi izpostavljenost do ECB. Ta se je s pričetkom sanacije bančnega sistema do konca marca zmanjšala za približno 850 mio EUR. Odplačevanje obveznosti bank do tujine se je v letu 2013 sicer nekoliko upočasnilo, a je bilo z 2,1 mrd EUR še naprej razmeroma visoki. Obseg vseh tujih obveznosti pa je konec leta predstavljal približno 17 % bilančne vsote bančnega sistema. Tudi v prvem četrtletju so se banke razdolževale v tujini, neto odplačila pa so znašala nekaj več kot 200 mio EUR. Slovenski bančni sistem je že podpovprečno odvisen od tujih virov financiranja, kar bo ob njegovi uspešni sanaciji postopno privedlo do izboljšanja dostopnosti do tujih virov financiranja, tako da se njihov delež ne bi še naprej krčil in zaviral kreditne aktivnosti bank. Ta je namreč ta je še vedno na izredno nizki ravni, kar je posledica več dejavnikov: (i) pomemben del slovenskega gospodarstva je prezadolžen, (ii) posojilne obrestne mere so še vedno med višjimi v evrskem območju, (iii) banke so še vedno pod razmeroma močnimi likvidnostnimi pritiski in (iv) se soočajo s tveganjem nadaljnjega slabšanja kakovosti naložb. Za bančni sistem predstavljajo tveganja posojila pri tistih komitentih, ki zaradi šibke gospodarske aktivnosti niso več sposobna tekoče poravnati svojih obveznosti, kar lahko ponovno privede do višje rasti slabih terjatev. Nadaljnje slabšanje kakovosti bančne aktive bi ponovno poslabšalo razmere v bančnem sistemu, to pa bi negativno vplivalo tudi na razmere v gospodarstvu. V nadaljevanju zato analiziramo zadolženost slovenskega gospodarstva, strukturo dolga in njegovo razdolževanje vključno z vplivom na investicije in gospodarsko rast.

Slika 9: Delež obveznosti do tujine v bančnih sistemih v Sloveniji in nekaterih skupinah držav članic EMU



Vir: Svetovna banka, Banka Slovenije, preračuni UMAR.

3. Zadolženost podjetniškega sektorja

Različni kazalniki v veliki meri kažejo na prezadolženost slovenskega gospodarstva, kar je po naši oceni eno izmed pomembnejših tveganj za nadaljnjo oživljanje gospodarstva. Prezadolženost je posledica preteklih neustreznih razvojnih politik, ki so temeljile na razvoju s pomočjo domačega kapitala, ki pa ga je bilo za hitrejše zmanjševanje razvojnega zaostanka občutno premalo, zato je gospodarstvo bolj kot tujemu lastništvu dajalo prednost tujim dolžniškim virom financiranja. Njihova ponudba se je namreč z vstopom Slovenije v EU in ob splošnih ugodnih gospodarskih razmerah močno razmahnila. V tem obdobju je postal zelo aktualen koncept nacionalnega interesa, ki je preko raznih holdingov, s pomočjo domačih bank, omogočal managerske prevzeme slovenskih podjetij in povzročil še dodatno zadolženost podjetij. Visoka odvisnost slovenskega gospodarstva od dolžniških virov financiranja pa je pomembno prispevala k slabim splošnim gospodarskim razmeram, saj se podjetja v veliki meri ukvarjajo le s finančnimi težavami, njihova osnovna dejavnost pa je potisnjena v ozadje.

Zadolženost smo analizirali na osnovi individualnih podjetniških podatkov (balance stanja in izkazi poslovnega izida) vseh gospodarskih družb v Sloveniji, ki jih je zbrala Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve (v nadaljevanju AJPES), za obdobje od 2006 do 2013¹². Prednost te baze je, da vsebuje zelo podrobne letne informacije o poslovanju podjetij, slabost pa, da so to računovodski podatki ter kot taki ne podajajo nujno popolnoma realne slike dejanskih gibov v gospodarstvu. Glede na to, da z nastopom krize zadolženost podjetij postaja vedno bolj aktualen problem, saj je zdravo finančno stanje podjetij ključno za vzdržen zagon gospodarstva, je bilo v tej luči do zdaj že narejenih nekaj analiz za Slovenijo. Naša analiza kot prva analizira podatke za leto 2013 ter transparentno prikazuje rezultate glede na različna »čiščenja« baze. Struktura poglavja je sledeča. Najprej bomo pogledali zadolženost vseh gospodarskih družb (v nadaljevanju podjetij), ki so zajeta v AJPES-ovo bazo. V drugem koraku bomo prikazali zadolženost in poslovanje holdingov, lizingov ter podjetij z nič zaposlenimi. To so podjetja, ki sicer prispevajo k večjemu finančnemu dolgu, vendar pa ne predstavljajo potencialno zdravega jedra gospodarstva, ki bi Slovenijo lahko potegnili iz krize. V nadaljevanju se bomo tako osredotočili na t.i. običajna podjetja, in sicer nas bo zanimala struktura dolga ter osnovni pokazatelji dobičkonosnosti, likvidnosti in poslovanja. Med temi podjetji bomo identificirali najbolj zadolžena podjetja ter koncentracijo finančnega dolga.

3.1. Zadolženost celotnega podjetniškega sektorja

Prezadolženost¹³ je svoj vrh dosegla leta 2009, ko je znašala skoraj dvakratnik prezadolženosti iz leta 2009, od takrat naprej pa se podjetja vztrajno razdolžujejo in so že dosegla raven zadolženosti iz leta 2007. Celotni¹⁴ in finančni dolg sta se v predkriznem obdobju prav tako povečevala, in sicer se je leta 2008 glede na leto 2006 celotni dolg povečal za 42%, finančni dolg za 62 %. Dinamika prezadolženih običajnih podjetij se ne razlikuje od gibanja prezadolženosti za vsa podjetja, je pa velika razlika v velikosti, saj je prezadolženost običajnih podjetij za polovico manjša od celotne prezadolženosti in je v letu 2013 znašala 10,2 milijarde evrov. Od tega je 3,3 milijarde takšnega dolga, kjer je obrestna pokritost (EBITDA/obresti) manjša od 1, kar pomeni, da tega dolga podjetja tekoče sploh ne morejo financirati. 70 % (2,3 mrd) tega dolga pa je takšnega kjer imajo podjetja poleg dolgov še negativen EBITDA. Glede na to, da

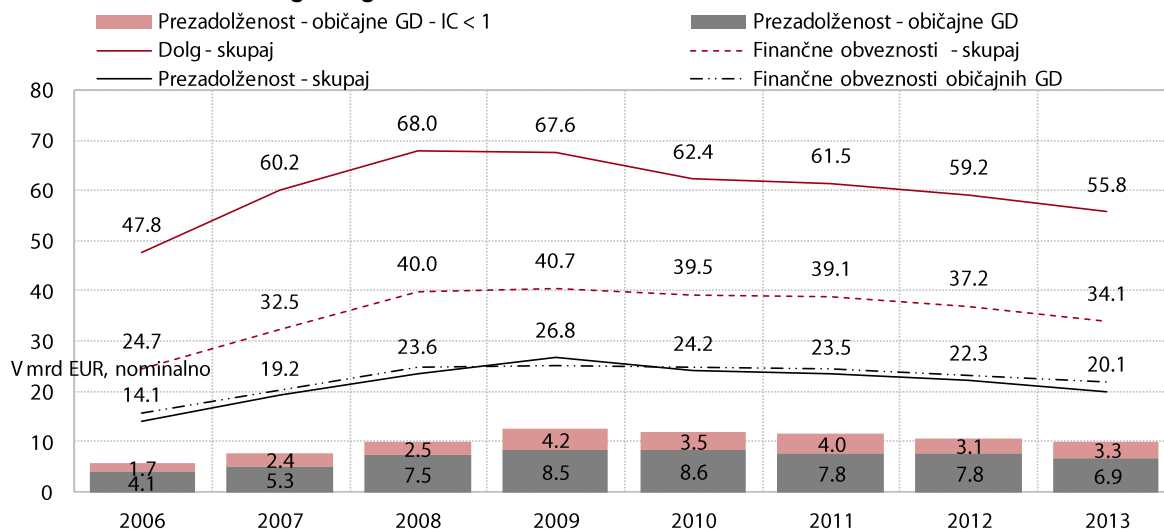
¹² Ta baza vključuje vse gospodarske družbe v Sloveniji, pri čemer so od leta prijave stečajnega postopka dalje iz baze izključene vse gospodarske družbe, ki so v stečajnem postopku, saj niso več zavezane k oddaji zaključnih računov. V bazi smo ločili t.i. običajne gospodarske družbe, to so vsa podjetja brez holdingov, lizingov, nič zaposlenih in DARS (običajna podjetja), saj bi nam lahko ta podjetja popačila sliko dejanskega stanja na področju kreditiranja slovenskih podjetij. V letu 2013 je tako v vzorec zajetih 38.209 običajnih GD in 61.312 vseh podjetij.

¹³ Prezadolženost je merjena kot vsota vseh finančnih obveznosti, ki so višje od petkratnika EBITDA.

¹⁴ Celotni dolg zajema finančne, poslovne in ostale obveznosti podjetij.

skoraj polovico prezadolženosti predstavljajo podjetja kot so holdingi, lizingi in mikro podjetja z nič zaposlenimi, si bomo najprej pogledali, kakšna je vloga teh podjetij v gospodarstvu, nato pa bomo analizo nadaljevali na bazi običajnih podjetij, torej tistih, ki jih vidimo kot ključni generator gospodarske aktivnosti.

Slika 10: Struktura finančnega dolga



*Prezadolžena so tista podjetja, kjer je finančni dolg večji od petkratnika EBITDA. +Prezadolženost-običajne GD, so vsa podjetja brez holdingov, lizingov, DARSA in nič zaposlenih. #Prezadolženost-običajne GD-IC<1, finančni dolg podjetij, ki so prezadolžena in imajo kazalec obrestne pokritosti (EBITDA/obresti) manjši od 1.

3.2. Holdingi, lizingi, Dars in podjetja z nič zaposlenimi

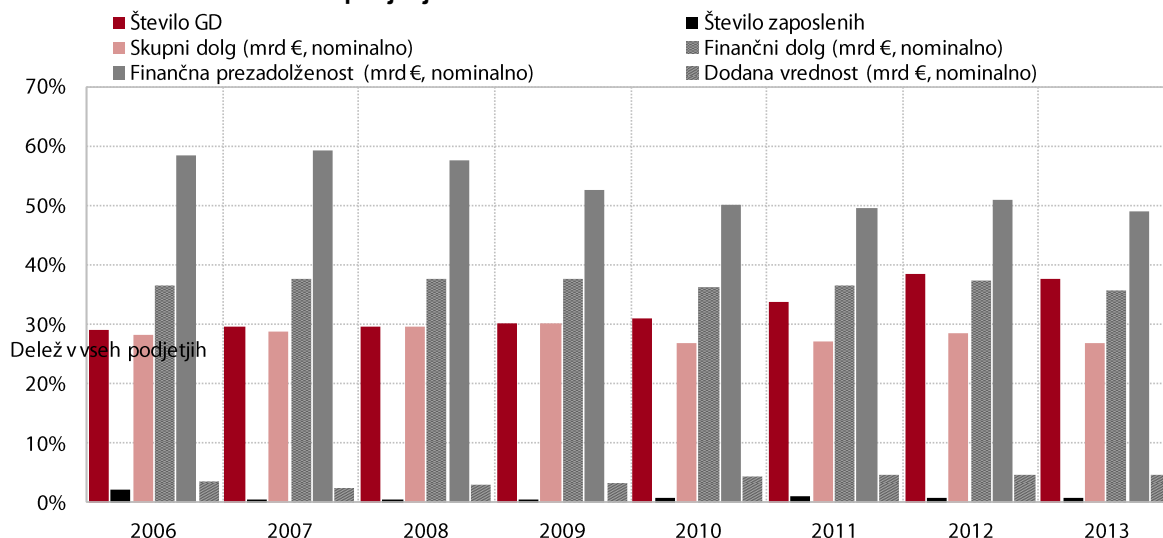
Glede na to, da holding, lizingi, Dars in podjetja z nič zaposlenimi v letu 2013 predstavljajo kar 35,8 % finančnega dolga (približno 12 milijard), predstavlja ta kategorija podjetij nezanemarljivo breme v bilancah poslovnih bank¹⁵. Vendar pa pravkar izvršena dokapitalizacija bank omogoča lažje prestrukturiranje njihovih dolgov, poleg tega so nekatera prenesena na Družbo za upravljanje terjatev bank (DUTB), kar še dodatno zmanjšuje pritiske teh podjetij na bančne slabe terjatve. Od tega so 4,1 milijarde dolga ustvarila podjetja z nič zaposlenimi, ki predstavljajo kar 37 % števila vseh podjetij, holdingi in lizingi, ki predstavljajo manj kot odstotek vseh podjetij, pa so pridelali kar 5,3 milijarde finančnega dolga. Po drugi strani pa vsa zgoraj naštetá podjetja ustvarijo manj kot 5 % dodane vrednosti in zaposlujejo manj kot odstotek vseh zaposlenih v podjetjih.

Glede na posebno vlogo in lastniško strukturo, pa tudi zanemarljivi del pri gospodarski rasti smo ta podjetja izključili iz nadaljnjé analize. Finančni holdingi so bili v predkriznem obdobju, preko številnih managerskih prevzemov podjetij (MBOs), aktivno vključeni v drugi privatizacijski val v Slovenji. S pomočjo državnih bank ter podjetij, ki jih holdingi lastniško obvladujejo, so interni lastniki konsolidirali lastništva v posameznih dejavnostih ter pogosto finančno popolnoma izčrpali podjetja v svoji skupini. Posledično je veliko holdingov nesolventnih, ali pa so v postopku prestrukturiranja dolga. Glede na njihovo specifično vlogo in lastniško strukturo ter na njihov zanemarljivi del pri gospodarski rasti, ta podjetja zahtevajo posebno obravnavo, zato smo jih iz nadaljnjé analize izključili. Iz podobnih razlogov smo izključili tudi lizinge, saj se njihov način poslovanja razlikuje od poslovanja običajnih družb. Podjetja z nič zaposlenimi pa so tudi specifična kategorija, saj so to podjetja brez kapitala, podjetja ustanovljena v posebne namene, oz. za namene prestrukturiranja, podjetja v stečajju, itd. V povprečju imajo »neobičajna« podjetja 59-krat večji finančni vzvod¹⁶, 7-krat nižjo pokritost obresti ter negativno donosnost sredstev.

¹⁵ Podatki nam ne omogočajo ločitve med dolgom domačih in tujih bank.

¹⁶ Finančni vzvod je merjen kot razmerje med finančnim dolgom in EBITDA

Slika 11: Deleži holdingov in lizingov v skupnem in finančnem dolgu, v številu zaposlenih in dodani vrednosti ter v celotnem številu podjetij



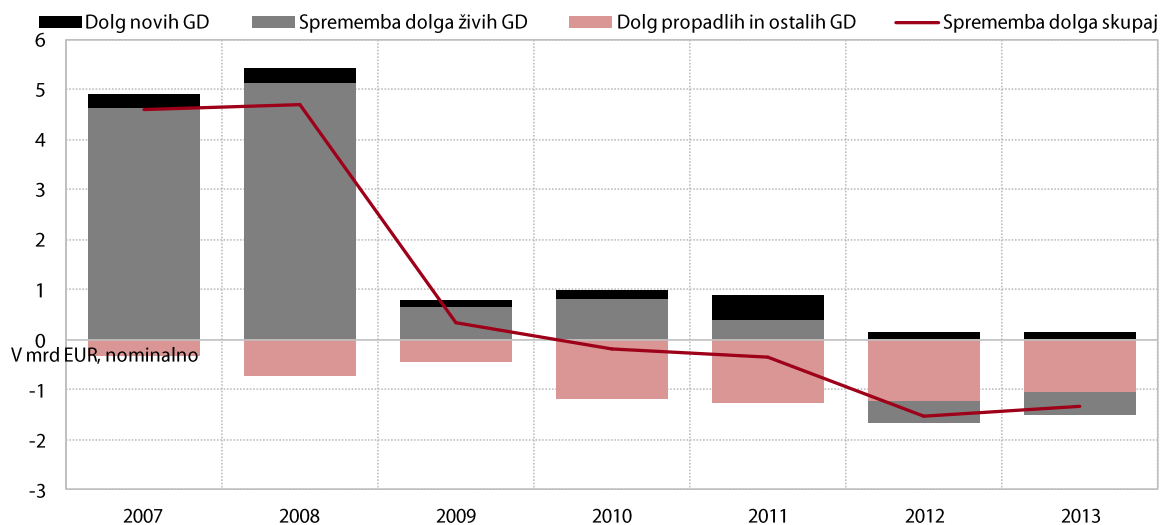
3.3 Zadolženost in poslovanje običajnih gospodarskih družb

Razdolževanje običajnih podjetij poteka vse od leta 2010, sprva je bilo predvsem posledica prenehanja poslovanja podjetij, v letih 2012 in 2013 pa tudi dejanskega razdolževanja. Finančni dolg¹⁷ se je začel zmanjševati že leta 2010, vendar predvsem zaradi prenehanja poslovanja podjetij¹⁸. Šele v letu 2012 se je prvič znižal finančni dolg obstoječih podjetij, in sicer za 0,4 mrd, v letu 2013 pa še za 0,5 mrd. V zadnjih dveh letih so nova podjetja letno povečala dolg za 0,1 mrd, kar je kar za 0,4 mrd manj kot leta 2011. Dinamika razdolževanja bančnega dolga je podobna, in sicer se podjetja razdolžujejo zadnja tri leta, v prvih dveh letih pa je ostal bančni dolg običajnih podjetij nespremenjen. Finančni dolg podjetij do bank se je kumulativno v zadnjih treh letih znižal za 3,7 mrd, od tega je dolg novih podjetij pomenil samo 0,2 mrd, 2,6 mrd bančnega dolga je šlo na račun prenehanja poslovanja podjetij, za 1,4 mrd pa so se obstoječa podjetja dejansko razdolžila.

¹⁷ Finančni dolg predstavljajo vse finančne obveznosti podjetij.

¹⁸ V bazi ne moremo točno določiti katera podjetja so šla v stečaj in katera so prenehala poslovati iz drugih razlogov. Podjetja, ki so prenehala poslovati, so tista, ki jih od določenega leta ni več v AJPEsovi bazi.

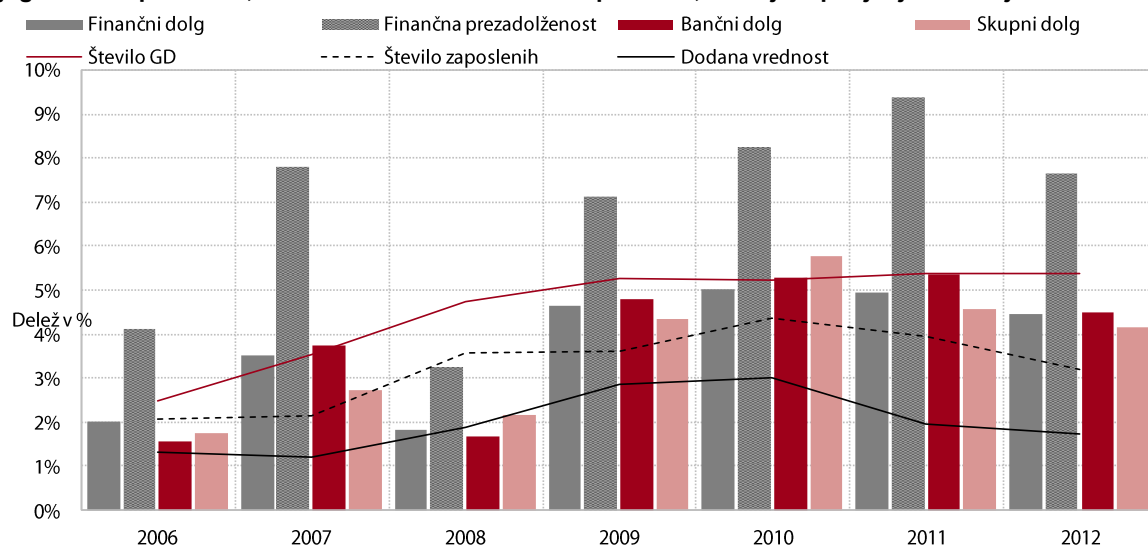
Slika 12: Struktura razdolževanja finančnega dolga običajnih podjetij



3.3.1 Analiza običajnih podjetij, ki so prenehala poslovati

Število običajnih podjetij, ki so prenehala poslovati, je od leta 2009 skoraj nespremenjeno in je predstavljalo okoli 5 % vseh običajnih podjetij ter 3 % vseh zaposlenih v običajnih podjetjih. Ta podjetja so imela leta 2012 okoli 4,5 % tako bančnega in finančnega kot celotnega dolga. Zanimivo je, da se njihov delež v bančnem dolgu povečuje, delež v finančnem dolgu je skoraj nespremenjen, v celotnem dolgu pa se celo zmanjšuje. To je skladno s tem, da so se ta podjetja srečevala s šokom povpraševanja, ki je negativno vplival tudi na njihove poslovne obveznosti, ki so se v tem obdobju zmanjševale. Med podjetji, ki so prenehala poslovati, je bilo največ mikro¹⁹ podjetij, vendar se je njihovo število v letu 2012 zmanjšalo, prav tako se zmanjšuje število srednjih in velikih podjetij, nasprotno pa se je število malih podjetij povečalo.

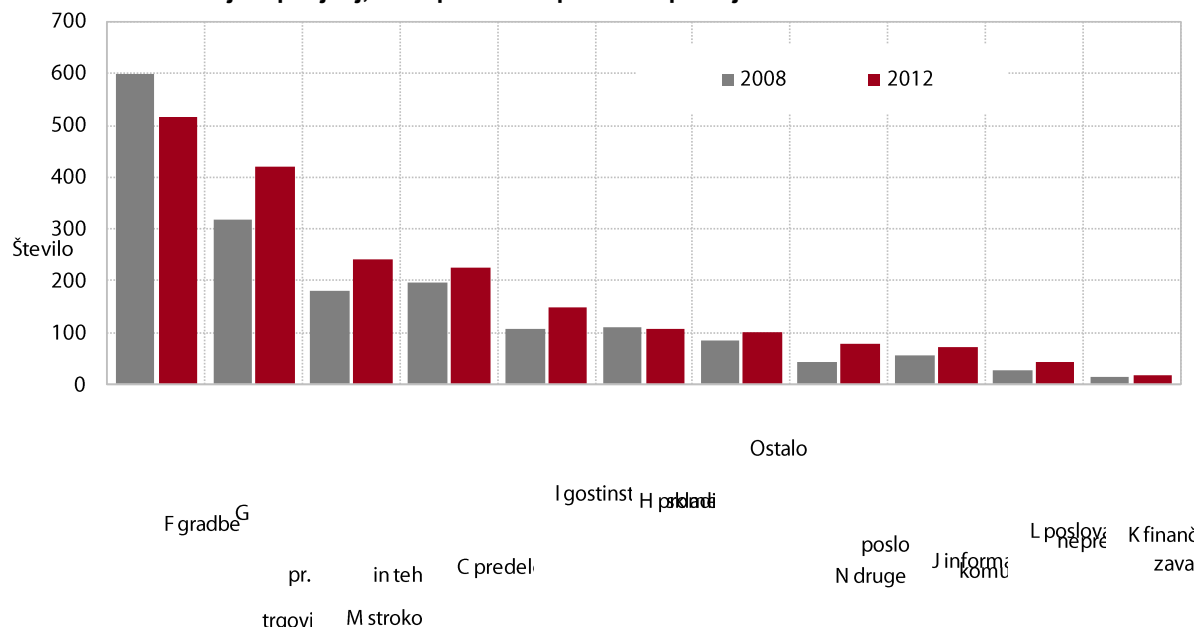
Slika 13: Delež dolga, njegovih komponent, dodane vrednosti in število zaposlenih v celotnem dolgu in njegovih komponentah, dodani vrednosti in številu zaposlenih, običajnih podjetij v obdobju 2008-2012



¹⁹ Mikro podjetja imajo od 1 do 5 zaposlenih.

Razdolževanje zaradi prenehanja poslovanja podjetij je bilo največje v dejavnosti gradbeništva ter trgovine, vzdrževanja in popravil motornih vozil. Izstopajo še strokovne, znanstvene in tehnične dejavnosti ter predelovalne dejavnosti. Vse zgoraj naštetе dejavnosti imajo tudi največ prezadolženih podjetij. V vseh letih krize je bilo največ podjetij, ki so prenehala poslovati ravno v zgoraj naštetih dejavnostih, kar je v skladu s tem, da so to največje dejavnosti, saj po številu predstavljata kar 69 % vseh zaposlenih in so v letu 2013 ustvarile 68 % dodane vrednosti.

Slika 14: Število običajnih podjetij, ki so prenehala poslovati po dejavnostih



3.3.2. Poslovanje in razdolževanje običajnih podjetij

Kazalniki sposobnosti podjetij odplačevanja dolgov se v zadnjih treh letih kažejo izboljšanje.

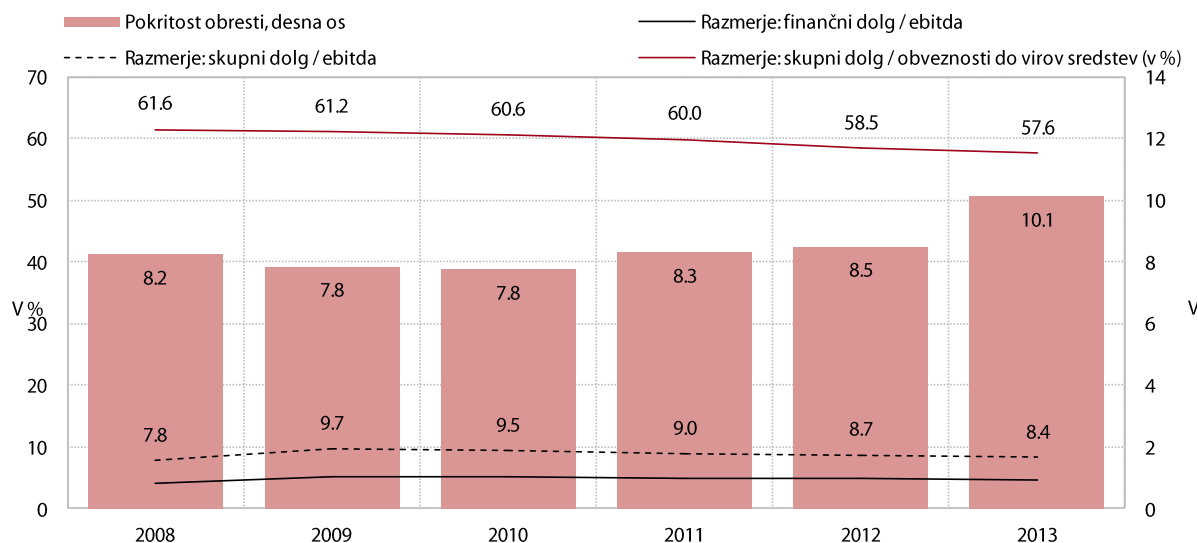
Razmerje med celotnim dolgom in EBITDA²⁰, se od leta 2011 izboljšuje in je bilo leta 2013 na ravni 8,4, pokritost obresti²¹, ki meri sposobnost odplačevanja dolga se tudi že tretje leto zapored izboljšuje in je leta 2013 znašala 10. Razdolževanje kaže tudi razmerje med finančnim dolgom in EBITDA (finančni vzvod-FV²²), in sicer od leta 2010 naprej, vrednost FV je leta 2013 znašala 4,5. Glede na to, da je zadolženost relativna mera, je pri razlagi zadolževanja pomembno tudi gibanje EBITDA. S prvim letom krize je ta padel za skoraj 21 %, kar je takoj negativno vplivalo na zadolženost podjetij merjeno s FV. Ta šok je prizadel vsa podjetja, še posebej tista, ki so manj zadolžena ($FV < 5$) in generirajo večino EBITDA. Ta podjetja od leta 2011 počasi povečujejo EBITDA, kar tudi izboljšuje njihovo finančno stanje, po drugi strani pa se EBITDA prezadolženih podjetij ($FV > 5$) znižuje, kar negativno vpliva na njihovo zadolženost.

²⁰ EBITDA je dobiček pred davki, obrestmi, deprecijacijo in amortizacijo.

²¹ Pokritost obresti je merjena kot delež EBITDA v stroških obresti.

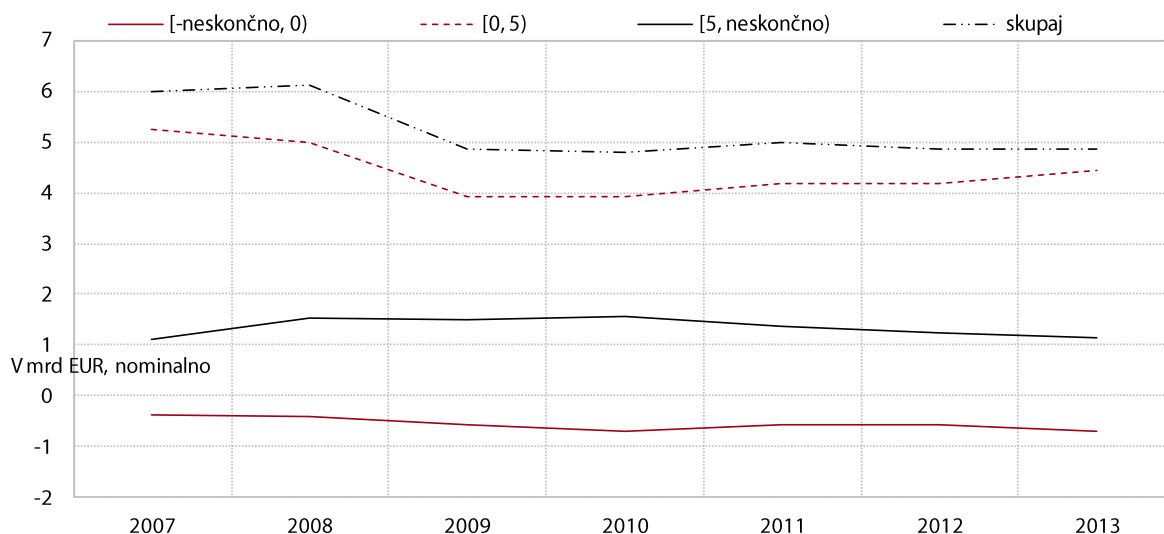
²² Finančni vzvod ima dva pragova, in sicer so podjetja razdeljena v skupino, kjer je EBITDA negativen in posledično je $FV < 0$, podjetja, ki imajo $5 > FV \geq 0$ ter na prezadolžena podjetja, ki imajo $FV > 5$.

Slika 15: Delež dolga v virih sredstev (v %), finančni vzvod in pokritost obresti običajnih podjetij zasebnega sektorja, v obdobju 2008-2013



Razdolževanje poteka predvsem v bolj zadolženih podjetjih, kar pomeni, da so najbolj problematična podjetja prenehala poslovati ali pa so dejansko odplačevala dolgove. Poleg tega obstaja kar nekaj podjetij, ki so zadolžena in imajo negativen EBITDA, iz česar lahko sklepamo, da jih nad vodo držijo predvsem državne pomoči ali reprogrami dolga. Med manj zadolženimi podjetji ($FV < 5$) obstaja jasna negativna povezava med finančnim dolgom in EBITDA. Po drugi strani pa med prezadolženimi podjetji ($FV > 5$) ni jasne povezave med obema spremenljivkama, lahko pa opazimo, da EBITDA najbolj zadolženih podjetij ($FV > 10$) še vedno pada kar pomeni, da poleg tega, da se najbolj razdolžujejo najbolj zadolžena podjetja se le ta hkrati srečujejo tudi z manjšim povpraševanjem kar še otežuje njihovo okrevanje. Med podjetji z negativnim EBITDA pa imajo podjetja z najnižjo zadolženostjo največji del v celotnem negativnem EBITDA, kar pomeni, da prezadolženost ni njihov glavni problem, temveč so njihovi problemi bolj operativne narave in so vezani na njihovo poslovanje. Gibanja dodane vrednosti so podobna gibanjem EBITDA. Manj zadolžena podjetja ($FV < 5$) generirajo največ dodane vrednosti in ta se s časom povečuje, medtem, ko je padec dodane vrednosti najvišji pri najbolj zadolženih podjetjih.

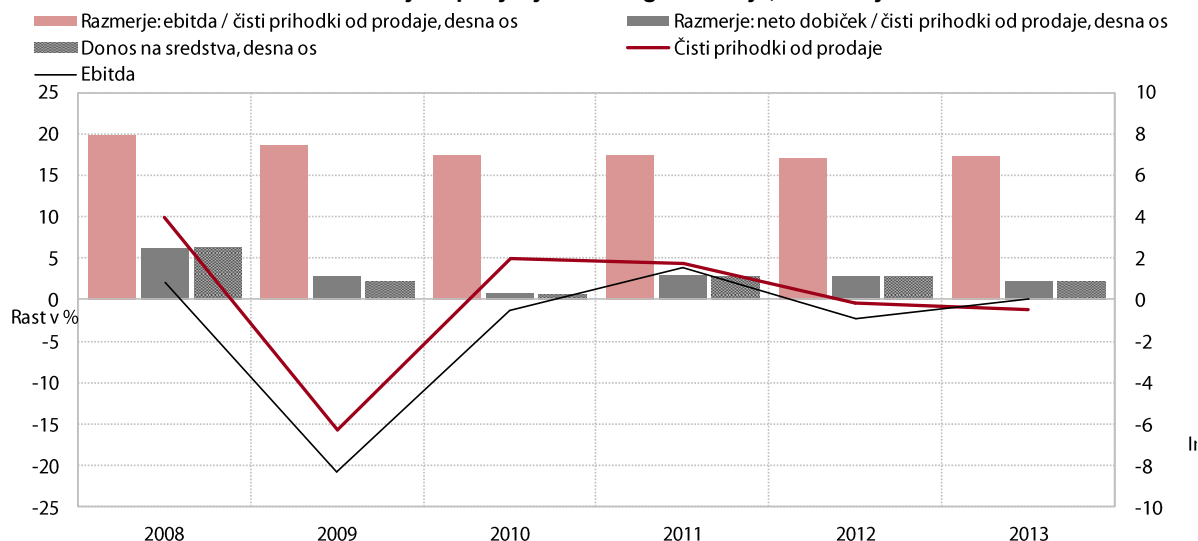
Slika 16: Primerjava EBITDA in zadolženosti v obdobju 2007-2013



Poleg EBITDA so se v prvem letu krize občutno znižali tudi prihodki od prodaje in dobičkonosnost podjetij.. V letu 2011 se je tako donosnost kot tudi prihodki iz prodaje izboljšali, a je potem v letih 2012 in

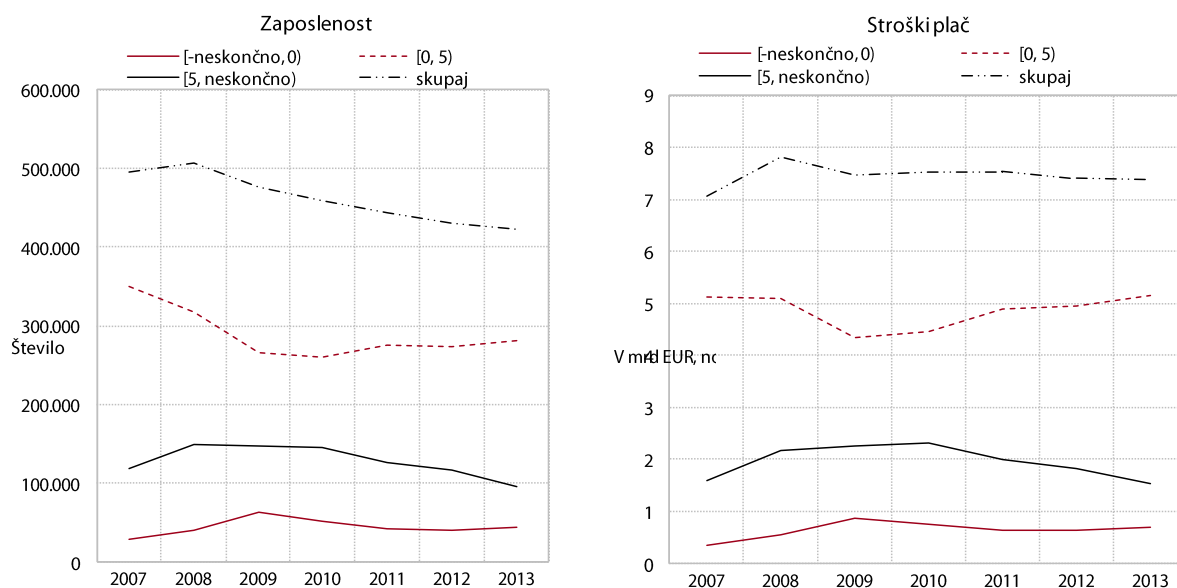
2013 ponovno prišlo do zaostrovanja razmer v gospodarstvu in njunega znižanja. Prihodki od prodaje v letu 2013 padli za 1,3 %, EBITDA pa se je za malenkost povečal (0,1%).

Slika 17: Mere dobičkonosnosti običajnih podjetij zasebnega sektorja, v obdobju 2008-2013



Prilagoditev podjetij na prvoten padec dodane vrednosti, EBITDA ter zadolženosti ter postopno okrevanje dodane vrednosti in EBITDA ter nadaljnje razdolževanje podjetij poteka tudi preko prilagoditev na trgu dela. Celotna masa plač običajnih podjetij po padcu v letu 2009 in začasnem povečanju leta 2010 zaradi zakonskega dviga minimalne plače, zadnja tri leta počasi pada. Prispevek k padanju je bil večji iz znižanja zaposlenosti kot iz znižanja plač. Prilagoditve na trgu dela med različnimi skupinami podjetij po zadolženosti so podobne in kažejo gibanja stroškov mase plač in zaposlenosti v isto smer. Manj zadolžena podjetja ($FV < 5$) kažejo povečevanje tako stroškov plač kot zadolženosti v zadnjih treh letih, kar kaže na to, da obstaja zdravo jedro podjetij, ki bo sposobno nadaljnjega okrevanja, po drugi strani pa so bila bolj zadolžena podjetja ($FV > 5$) soočena z večjimi odpuščenji in padcem mase plač v zadnjem triletnem obdobju. Več o tem glej v Izzivih na trgu dela.

Slika 18: Gibanje mase stroškov plač in zaposlenosti v obdobju 2007-2013



Glede na število podjetij je prisotna realokacija virov v izvozne dejavnosti, saj je število podjetij usmerjenih na domači trg znižalo, število tako zmerno izvoznih kot pretežno izvoznih podjetij pa se je povečalo. Število neizvoznih podjetij se je najbolj zmanjšalo v letu 2012 in to predvsem na račun najbolj zadolženih podjetij. Število zmerno zadolženih podjetij (FV<5) je ostalo skoraj nespremenjeno. Po drugi strani pa število izvoznih podjetij narašča že četrto leto, število pretežno izvoznih podjetij se je od leta 2008 povečalo kar za 56 %. Pri tem je pomembno, da je povečanje tako zmerno kot pretežno izvoznih podjetij največje med malo zadolženimi podjetji (FV<5). Število prezadolženih podjetij z negativnim EBITDA se je v letih 2011 in 2012 stabiliziralo in v letu 2013 ponovno naraslo.

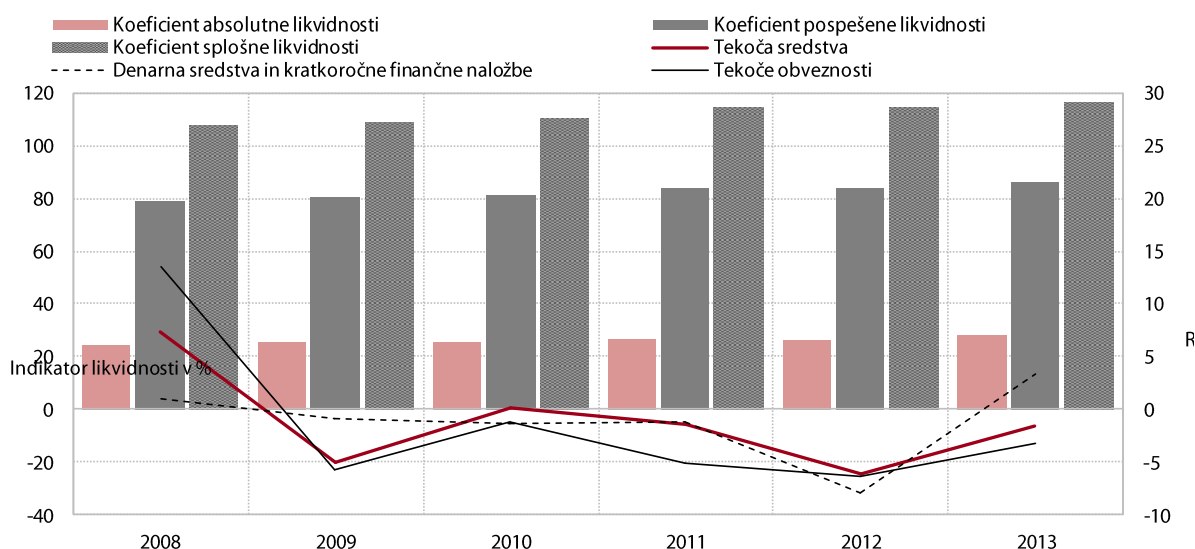
V letu 2013 več kot polovico celotnega dolga podjetniškega sektorja predstavljajo finančne obveznosti, med njimi prevladujejo finančne obveznosti do bank (65%), ki so se v proučevanem obdobju kot delež finančnega dolga zmanjšale za 12 o.t. Upad je bil zlasti opazen v zadnjih dveh letih, saj se je bančni dolg znižal za 4 milijarde. Zmanjšanje bančnega dolga je bilo največje pri prezadolženih podjetjih, saj je bančni dolg zmerno zadolženih podjetij (FV<5) skozi celotno obdobje ostal skoraj nespremenjen. Med prezadolženimi podjetji pa so se najbolj razdolževala podjetja, ki so imela finančni vzvod višji od 10. Glede na ročnost v letu 2013 prevladujejo dolgoročne bančne obveznosti (58 %), ki so se od začetka krize povečale na račun kratkoročnih bančnih obveznosti za 9 o.t. v bančni strukturi, kar kaže na to, da so banke zelo verjetno nadomeščale slaba kratkoročna posojila z dolgoročnimi, da bi ublažile likvidnostne pritiske na podjetja. Deleža finančnih obveznosti do družb v skupini ter drugih finančnih obveznosti sta relativno majhna, a sta se v krizi okrepila, in sicer finančne obveznosti družb v skupini za 3 o.t. in druge za 7 o.t.. Pomembne so tudi poslovne obveznosti, ki predstavljajo 38 % celotnega dolga in imajo podobno dinamiko kot bančne obveznosti ter so se v proučevanem obdobju znižale za 9 o.t.. Njihov padec je zelo verjetno posledica padca obsega povpraševanja v krizi. poslovanja. V okviru poslovnih obveznosti pa prevladujejo obveznosti do dobaviteljev (59% poslovnih obveznosti). Njihov delež je skozi celotno obdobje približno konstanten in niha za 2 o.t.

Tabela 1: Struktura celotnega dolga običajnih podjetij

Obveznosti običajnih podjetij (mrd €, nominalno)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Finančne obveznosti (1 + 2 + 3)	15,6	20,2	24,9	25,3	25,1	24,7	23,2	21,9
1. do bank (A + B)	11,6	15,3	18,0	18,0	18,0	17,1	15,2	14,2
A. dolgoročne	5,8	7,2	8,1	8,8	9,2	9,2	8,6	8,2
B. kratkoročne	5,8	8,0	9,9	9,2	8,8	7,9	6,6	6,0
2. do družb v skupini (A + B)	1,6	1,8	2,3	2,1	2,2	2,7	3,0	2,8
A. dolgoročne	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	1,1	1,2	1,1
B. kratkoročne	1,0	1,1	1,5	1,4	1,5	1,6	1,8	1,7
3. druge	2,4	3,1	4,6	5,1	4,9	4,9	5,0	5,0
Poslovne obveznosti (4 + 5 + 6)	16,1	19,5	19,7	18,7	17,2	16,6	15,8	15,4
4. do dobaviteljev (A + B)	9,3	10,9	11,2	10,6	10,5	9,8	9,5	9,1
A. dolgoročne	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
B. kratkoročne	9,0	10,7	11,0	10,4	10,4	9,7	9,4	8,9
5. do družb v skupini	1,7	2,0	2,1	2,1	2,2	2,1	1,9	2,0
A. dolgoročne	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	0,2
B. kratkoročne	1,6	2,0	2,1	2,0	2,1	2,0	1,8	1,9
6. druge	5,2	6,6	6,3	6,1	4,6	4,8	4,3	4,3
Ostalo	2,5	3,0	3,2	3,2	3,1	3,3	3,4	3,4
Skupni dolg	34,2	42,8	47,8	47,2	45,5	44,7	42,3	40,7

Likvidnost podjetniškega sektorja se od začetka krize izboljšuje, večji skok je bil predvsem v letu 2011, saj se je obseg tekočih sredstev znižal manj, kot so se znižale tekoče obveznosti. Koeficient absolutne likvidnosti²³ se je v krizi povečal za 2 o.t., koeficient pospešene likvidnosti²⁴ za 6 o.t. in koeficient splošne likvidnosti²⁵ pa za 8 o.t. Obseg tekočih sredstev in obveznosti sta se od leta 2010 do 2012 zniževala, vendar obveznosti bolj kot sredstva, v letu 2013 pa smo ponovno zabeležili tako rast obveznosti kot sredstev. Največjo rast pa so imela denarna sredstva in kratkoročne finančne naložbe.

Slika 19: Koeficient kratkoročne, pospešene, gotovinske (širše) likvidnosti in rasti tekočih sredstev, tekočih obveznosti ter »širše« gotovine, običajnih podjetij zasebnega sektorja, v obdobju 2008-2013



3.3.3 Investicijska aktivnost podjetij

Glede na to, da so investicije ključne za gospodarsko rast ter zelo občutljive na finančno kondicijo podjetja, predstavljajo ključni člen med zadolženostjo, oziroma razdolževanjem podjetij in gospodarsko rastjo. Skozi povezavo med finančnimi indikatorji in investicijsko aktivnostjo podjetij bomo poskusili odgovoriti na vprašanje, ali so podjetja v Sloveniji finančno omejena. Konkretno nas zanima, kakšna je povezava med denarnim tokom, zadolženostjo, likvidnostjo, obrestno pokritostjo in investicijami, ločeno glede na velikost podjetij²⁶. S pojavom krize je ponovno postal aktualen problem asimetričnosti informacij na kapitalskih trgih, ki povzroča razkorak med stroškom kapitala, ki ga podjetje pridobi interno (zadržani dobički) in eksterno (zadolževanje oziroma dodaten lastniški kapital). Ta razkorak (»external finance premium«) je odvisen od finančnega stanja podjetja, ki tako pomembno vpliva na investicijsko aktivnost. Višja zadolženost ali nižji denarni tok imata tako negativni vpliv na boniteto (»creditworthiness«),

²³ Koeficient absolutne likvidnosti poskuša normirati minimalno potreben znesek denarja za vsakodnevno poravnavanje zapadlih dolgov. Prevelika likvidnost bi bila lahko namreč dosežena na račun slabše rentabilnosti.

$\text{koefAbsLikvSirsi} = \text{denSredInKratFinNal} / \text{tekObv} * 100$

²⁴ Koeficient pospešene likvidnosti nam pove, ali bi podjetje lahko pokrilo svoje trenutne kratkoročne obveznosti, če ne bi moglo uporabiti (prodati) zaloga za pokrivanje teh obveznosti.

$\text{koefPospLikv} = \text{tekSredBrezZal} / \text{tekObv} * 100$

²⁵ Koeficient splošne likvidnosti nam pokaže, ali bi podjetje lahko pokrilo vse trenutne kratkoročne obveznosti s kratkoročnimi sredstvi, ki jih ima na razpolago.

$\text{koefSplosneLikv} = \text{tekSred} / \text{tekObv} * 100$

²⁶ V tem okvirju sledimo analizi, ki jo je za podjetja v Evroobmočju pripravila ECB (ECB Occasional Paper 151: Corporate finance and economic activity in the euro area, by Task Force of the Monetary Policy Committee of the ESCB, August 2013). Tu je seveda fokus izključno na podjetja v Sloveniji, ob tem pa je potrebno opozoriti, da gre za drugačno bazo, ki pa nam omogoča analizo do vključno leta 2013.

kar povečuje zgoraj omenjeni razkorak (»external finance premium«) in znižuje povpraševanje po zunanjem financiranju.

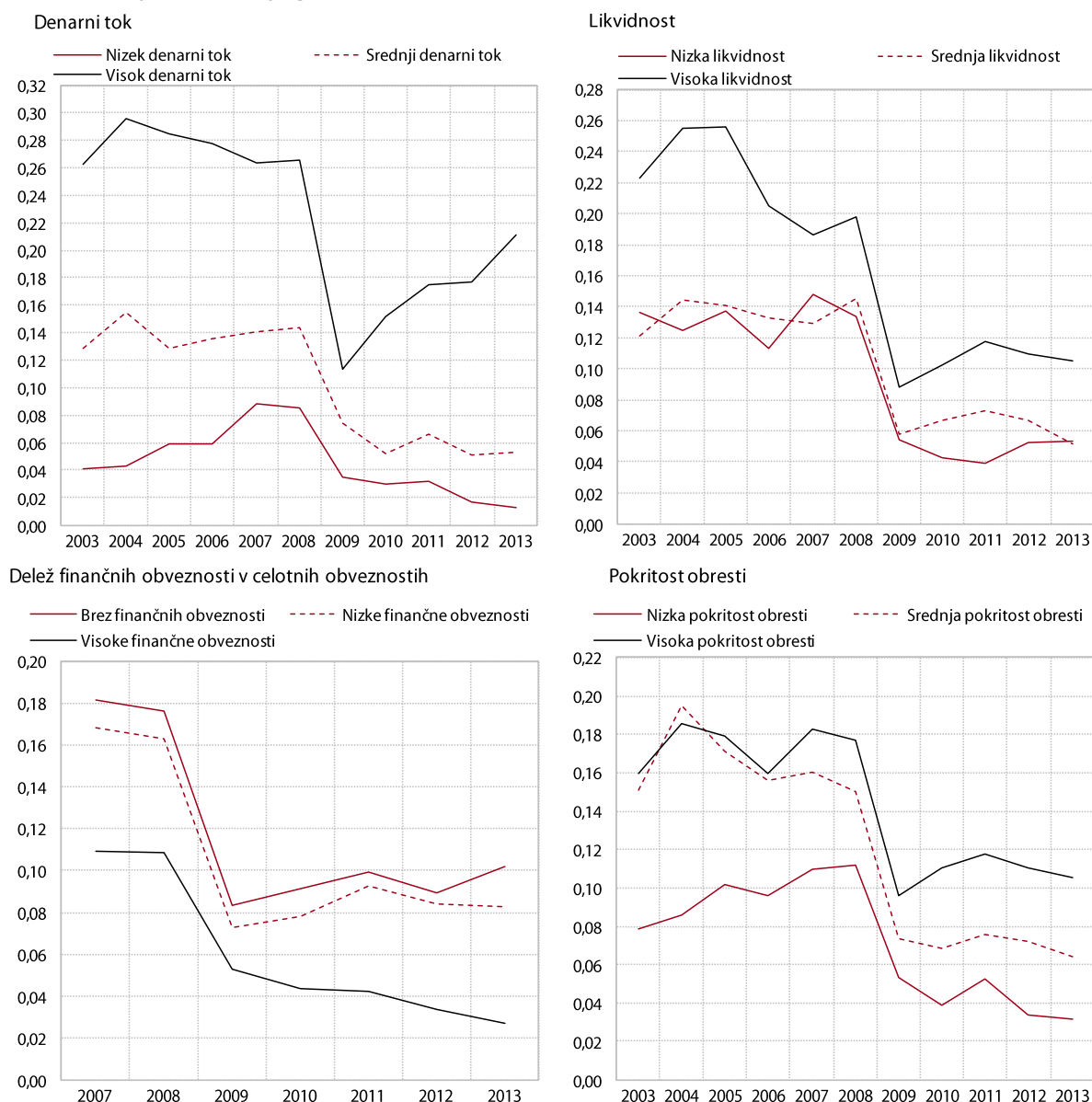
Povezava med investicijami in finančnimi indikatorji je še posebej zanimivo z vidika različne velikosti podjetij. Iz teorije namreč izhaja, da naj bi bila premija zunanjega financiranja negativno povezana z velikostjo podjetij; in da naj bi imeli finančni indikatorji pomemben vpliv na investicijske odločitve podjetij. Majhna podjetja naj bi pogosto imela večje tveganje, da bodo propadla kot večja podjetja. Mala podjetja so pogostejše tudi mlajša podjetja s krajšo zgodovino in tako še niso uspela vzpostaviti primernih referenc in ugleda pri bankah. Stroški bank pri spremljanju malih podjetij so pogosto relativno visoki. Vse to nakazuje, da se obseg financiranja ob krčenju gospodarske aktivnosti lahko pri manjših podjetjih hitreje zniža kot pri večjih podjetjih in tako močneje omejuje investicijsko aktivnost manjših podjetij. Ta vidik je posebej pomemben za Slovenijo, saj mikro in mala podjetja predstavljajo 60 % vseh obstoječih podjetij in proizvedejo 33 % celotne dodane vrednosti ter zaposlujejo 39% zaposlenih.

Podjetja z višjim denarnim tokom in z višjo likvidnostjo več investirajo. Podjetja z visokimi plačili obresti imajo nižje stopnje investiranja, podjetja z visoko finančno zadolženostjo prav tako. V slikah 20-21 prikazujemo različne skupine podjetij in njihovo stopnjo investiranja²⁷. Skupine podjetij so oblikovane glede na posamezne finančne indikatorje, na slikah pa predstavljamo mediano stopnje investiranja tako oblikovanih skupin podjetij. Da bi omilili problem endogenosti, so oblikovane skupine glede na vrednost finančnih kazalnikov v predhodnem obdobju²⁸.

²⁷ Stopnja investiranja je definirana kot sprememba osnovnih sredstev, povečanih za amortizacijo, in deljeno z osnovnimi sredstvi. Podatkovna osnova za analizo investicij v tem je sicer podobna osnovni bazi podatkov običajnih podjetij, a je še bolj skržena, saj za stopnjo investiranja v osnovni bazi pogosto niso na voljo vsi podatki.

²⁸ Tako kot v zgoraj omenjenemu prispevku ECB.

Slika 20: Stopnje investiranja glede na različne finančni kazalniki



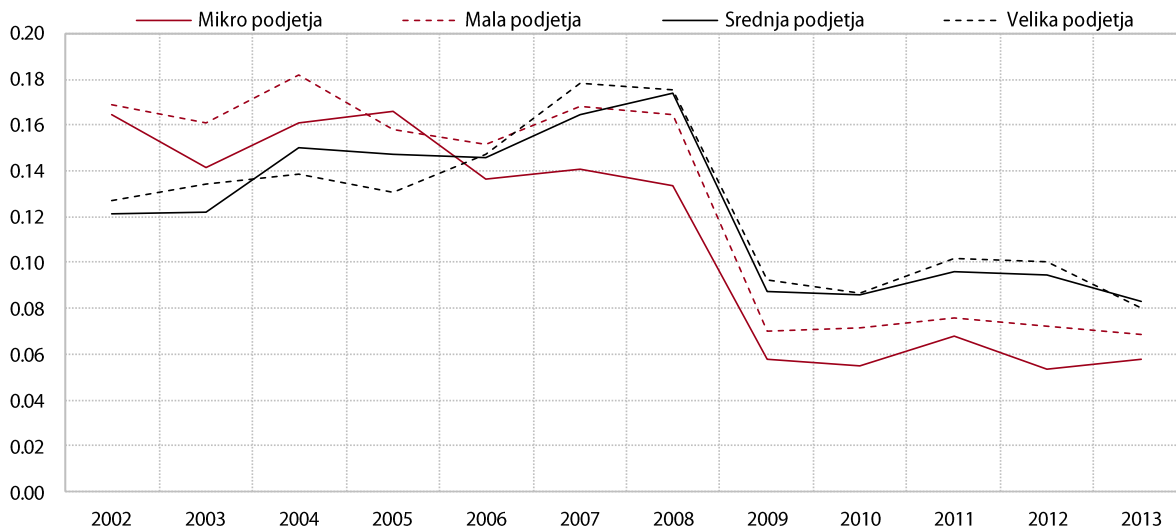
Opomba: Na slikah so predstavljene mediane stopenj investiranja posameznih skupin podjetij. Na sliki a) in b) so podjetja razvrščena v najvišji, najnižji in osrednji decil (od 45 do 55 centila) po denarnem toku in likvidnosti. Na sliki c) je posebej prikazana skupina brez finančnih obveznosti, z nizkimi finančnimi obveznostmi (pod 20 centilom deleža finančnih obveznosti v celotnih obveznostih) in visokimi finančnimi obveznostmi (nad 80 centilom deleža finančnih obveznosti v celotnih obveznostih.). Na sliki d) je posebej prikazana skupina podjetij, kjer obresti presegajo EBITDA, skupina podjetij, kjer je ta kazalnik med 40 in 60 centilom in skupina podjetij, kjer je ta kazalnik pod 20 centilom.

Glede na gibanje stopnje investiranja osrednje skupine podjetij pri denarnem toku in pokritosti obresti (slika 20), lahko sklepamo, da se je prag, kjer finančni indikator postane pomemben pri investicijskih odločitvah podjetij po letu 2009 znižal, oziroma, da so se po tem letu finančne omejitve okrepile. Do leta 2009 je bila mediana stopnje investiranja teh osrednjih skupin relativno bližje skupini podjetij z višjim denarnim tokom in z visoko pokritostjo obresti, po letu 2009 pa je bližje skupini podjetij z nizkim denarnim tokom oziroma skupini z nizko pokritostjo obresti. Iz slike 20 je seveda razvidno tudi močno znižanje investicijske aktivnosti v letu 2009.

Podatki kažejo, da so v času krize finančno bolj omejena manjša podjetja. Leta 2009 se je investicijska aktivnost znižala po vseh velikostnih razredih (Slika 21), dinamika znižanja pa je različna glede na velikost

podjetij. Pred letom 2009 bila stopnja investiranja mikro in malih podjetij pogosto višja kot srednje in velikih podjetij, po letu 2009 pa je stopnja investiranja teh dveh skupin vztrajno nižja (Slika 21). Iz slik v prilogi 1 je razvidno tudi, da se je stopnja investiranja velikih in srednjih podjetij v vseh treh skupinah, definiranih glede na denarni tok (visok, srednji, nizek denarni tok; zgornji decil, decil med 45 in 55 centilom in spodnji decil), po nastopu finančne krize le malce znižala. Znižanje je bilo višje pri malih in mikro podjetjih, kjer pa je po letu 2009 prišlo do postopne krepitve investicijske aktivnosti podjetij z najvišjim denarnim tokom.

Slika 21: Stopnje investiranja podjetij po velikosti (mediane skupin)



3.4 Prezadolžena običajna podjetja

Analiza prezadolženosti je pomemben indikator pri izbiri ukrepov zmanjševanja dolga z namenom izboljšati poslovanje podjetij in posledično gospodarsko rast. Kljub temu, da se prezadolženost zmanjšuje že vse od leta 2009, je v letu 2013 še zmeraj relativno visoka (10,2 mrd). Relativna velikost prezadolženosti ima na podjetja negativen vpliv zaradi otežene dostopnosti bančnih kreditov. Razdolževanje je bilo največje v podjetjih z največjim dolgom (finančni dolg je bil več kot 10-kratnik EBITDA).

Prezadolžena podjetja so v letu 2013 imela okoli tri četrtine bančnega in finančnega in nekaj več kot polovico celotnega dolga običajnih podjetij ter so predstavljala tretjino v številu podjetij in zaposlenih. Ustvarila so samo 25,9 % dodane vrednosti in imela so 9 % celotnega EBITDA. Med prezadolžena podjetja smo vključili vsa podjetja, ki imajo finančni dolg petkrat večji od EBITDA in tista podjetja, ki imajo dolg in negativen EBITDA. V letu 2013 je bilo prezadolženih 32% podjetij, od tega je bila polovica takšnih, ki so imela negativen EBITDA. Število teh podjetij se je v prvih dveh letih krize rahlo povečalo nato pa ostalo stabilno. Število vseh prezadolženih podjetij se je v deležu običajnih podjetij povečevalo do 2010, nato pa se je postopoma zmanjševalo na raven, ki je nižja od prvega kriznega leta. Število zaposlenih se je gibalo skladno s številom podjetij. Podjetja, ki so imela negativen EBITDA, so v letu 2013 zaposlovala 10,4 % zaposlenih vseh običajnih družb. Celoten dolg prezadolženih podjetij se je najbolj povečal v prvem letu krize ter se je nato povečeval do 2010, ko je dosegel skoraj 66 %, v letih 2012 in 2013 pa se je ta delež zmanjševal in skoraj dosegel predkrizno raven. Dinamika deležev v finančnem in bančnem dolgu je podobna in je v letu 2010 dosegla vrh ter se leta 2013 spustila na predkrizno raven. Prezadolžena podjetja so tako leta 2013 imela 72% finančnega in 73 % bančnega dolga.

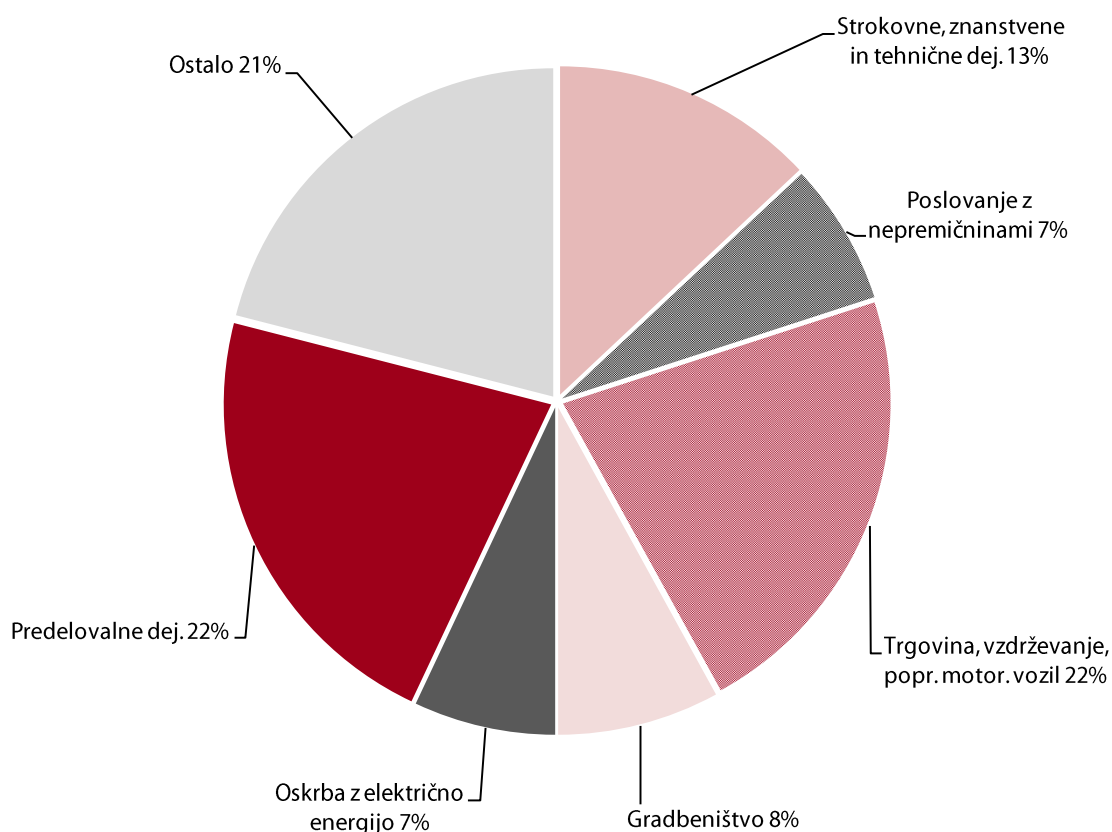
Tabela 2: Osnovne značilnosti običajnih podjetij glede na stopnjo zadolženosti

običajna podjetja	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Število GD	32168,0	34225,0	36501,0	37561,0	38332,0	38144,0	36604,0	38209,0
Zmerne finan. obvl.	73,8%	73,8%	70,9%	65,0%	64,6%	65,3%	65,7%	67,5%
Prezadolženost	26,2%	26,2%	29,1%	35,0%	35,4%	34,7%	34,3%	32,5%
Število zaposlenih	467619,3	496137,3	507349,4	476574,1	458703,0	444828,5	431000,8	422460,2
Zmerne finan. obvl.	71,9%	70,5%	62,8%	55,7%	56,9%	62,0%	63,6%	66,8%
Prezadolženost	28,1%	29,5%	37,2%	44,3%	43,1%	38,0%	36,4%	33,2%
Skupni dolg (mrd €)	34,2	42,8	47,8	47,2	45,5	44,7	42,3	40,7
Zmerne finan. obvl.	56,2%	50,7%	43,7%	35,9%	34,5%	38,1%	39,8%	42,2%
Prezadolženost	43,8%	49,3%	56,3%	64,1%	65,5%	61,9%	60,2%	57,8%
Finančni dolg (mrd €)	15,6	20,2	24,9	25,3	25,1	24,7	23,2	21,9
Zmerne finan. obvl.	37,5%	34,1%	29,0%	20,2%	20,9%	24,7%	26,3%	27,6%
Prezadolženost	62,5%	65,9%	71,0%	79,8%	79,1%	75,3%	73,7%	72,4%
Bančni dolg (mrd €)	11,6	15,3	18,0	18,0	18,0	17,1	15,2	14,2
Zmerne finan. obvl.	39,8%	35,3%	28,9%	20,7%	21,0%	24,8%	26,2%	27,1%
Prezadolženost	60,2%	64,7%	71,1%	79,3%	79,0%	75,2%	72,9%	72,9%
Dodana vrednost (mrd €)	14,4	16,3	17,5	15,8	15,9	16,0	15,7	15,8
Zmerne finan. obvl.	79,7%	77,5%	70,3%	64,7%	64,6%	69,7%	71,0%	74,1%
Prezadolženost	20,3%	22,5%	29,7%	35,3%	35,4%	30,3%	29,0%	25,9%
EBITDA (mrd €)	5,1	6,0	6,1	4,8	4,8	5,0	4,9	4,9
Zmerne finan. obvl.	90,2%	87,5%	81,4%	80,6%	82,0%	83,8%	85,9%	91,0%
Prezadolženost	9,8%	12,5%	18,6%	19,4%	18,0%	16,2%	14,1%	9,0%

3.4.1 Analiza prezadolženih podjetij po dejavnostih

V letu 2013 je kar 57 % finančnih obveznosti prezadolženih podjetij koncentrirano v dejavnostih trgovine, vzdrževanja in popravila motornih vozil, predelovalnih dejavnostih in strokovnih, znanstvenih in tehničnih dejavnostih. Te tri dejavnosti imajo kar 13 milijard finančnega dolga. Velik delež (8% in 7 %) imajo še gradbeništvo, poslovanje z nepremičninami ter oskrba z električno energijo, plinom in paro. Razen zadnje dejavnosti, so deleži dejavnosti v prezadolženosti pred krizo podobni. Oskrba z električno energijo, plinom in paro povečuje svoj delež zadnja ti leta in to predvsem račun samo enega podjetja in po številu podjetij predstavlja samo 0,8 %. Brez omenjenega podjetja bi bila zadolženost te panoge kar za tri četrtine nižja. Največ prezadolženih podjetij je v panogi trgovine (24%) in strokovnih, znanstvenih in tehničnih dejavnostih (19%).

Slika 22: Delež dejavnosti v finančnem dolgu prezadolženih običajnih podjetij v 2013



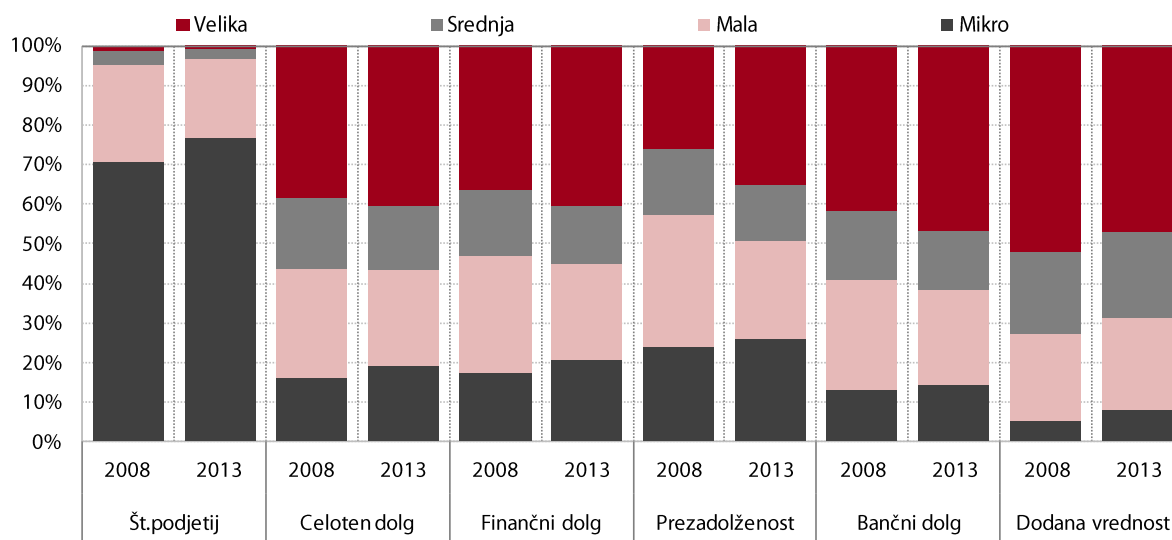
Najbolj prezadolžene ($FV > 5$) dejavnosti so strokovne, znanstvene in tehnične dejavnosti ter oskrba z električno energijo, plinom in paro. Prvim FV narašča vse od leta 2006 in je znašal v letu 2013 18,3, vendar pa je povečanje v zadnjem obdobju precej nižje kot takoj po krizi. Ta dejavnost ima tudi največjo razliko v vrednosti tega kazalca med prezadolženimi in manj zadolženimi ($FV < 5$) podjetji, saj imajo slednja vrednost kazalca pod 1. To kaže, da je tu koncentriran dolg v nekaj podjetjih, ki so zelo zadolžena, ostala podjetja, pa s tem nimajo tako velikih problemov. Po kazalcu FV je enako zadolžena tudi druga zgoraj omenjena dejavnost, vendar pa to drži samo za zadnje leto, ko se je vrednost kazalca več kot podvojila. Zelo zadolžena panoga je tudi poslovanje z nepremičninami, kjer znaša FV 13,6, vendar pa se ta panoga po tem kazalcu razdolžuje, saj se je njegova vrednost znižala za 3,3. Po zadolženosti izstopa še gradbeništvo ($FV = 8,2$), vendar pa se FV zadnji dve leti znižuje in je že pod ravniyo iz leta 2009. Med prezadolženimi podjetji, ki imajo negativen EBITDA, sta najbolj zadolženi gradbeništvo in strokovne,

znanstvene in tehnične dejavnosti. Med manj zadolženimi podjetji ($FV < 5$) imajo največjo vrednost kazalca predelovalne dejavnosti (1,4), ki pa se od leta 2010 znižuje in je že skoraj na ravni 2009.

3.4.2 Analiza prezadolženih podjetij po njihovi velikosti

Delež velikih podjetij je med prezadolženimi podjetji v letu 2013 minimalen (0,6%), imajo pa največji delež v skupnem in finančnem (41 %) in bančnem dolgu (47 %) ter ustvarijo največ dodane vrednosti (47 %). V kolikor primerjamo stanje sedaj in pred krizo, lahko opazimo, da se je delež velikih podjetij sicer znižal, prav tako se je znižal tudi delež ustvarjene dodane vrednosti vendar pa se je delež v celotnem, finančnem in bančnem dolgu povečal. Med prezadolženimi podjetji je največ mikro podjetij (77 %), vendar pa imajo ta podjetja samo petino skupnega in finančnega dolga ter ustvarijo 8 % dodane vrednosti med prezadolženimi podjetji. Mikro podjetja pa so v tem obdobju povečala tako delež v številu podjetij kot v dodani vrednosti in celotnem, finančnem ter bančnem dolgu. Drugi največji delež med prezadolženimi podjetji so leta 2013 imela mala podjetja (19,8%), v skupnem dolgu so imela (23,9 %), skoraj isti delež so imela tudi finančnega in bančnega dolga ter ustvarila so 23,2 % dodane vrednosti. Srednja podjetja, ki jih je v letu 2013 samo 2,5% vseh prezadolženih podjetij pa so svoj skupni, finančni in bančni dolg v proučevanem obdobju zniževala, dodana vrednost pa je ostala na skoraj isti ravni.

Slika 23: Osnovne značilnosti prezadolženih podjetij po velikosti, v deležu vseh prezadolženih podjetij



Po velikosti podjetij²⁹ so med prezadolženimi podjetji³⁰ najbolj zadolžena, glede na finančni kazalec finančni dolg v EBITDA, mikro, najmanj pa srednja podjetja. Pri mikro podjetjih zadolženost, v letu 2013 za podjetja s pozitivnim EBITDA in FV večjim od pet, dosega vrednost 14,8 in se je v primerjavi z letoma 2011 in 2012 znižala na predkrizno raven. Mala in velika podjetja so nekoliko manj zadolžena, saj se vrednost kazalca giblje okoli 10,5. Prva so svojo zadolženost v času krize konstantno zniževala, velika podjetja pa obratno povečevala. Srednja podjetja, ki imajo najnižjo zadolženost med prezadolženimi podjetji (9,5) so svojo zadolženost prav tako konstantno zniževala. Med zadolženimi podjetji z negativnim EBITDA so ponovno najbolj zadolžena mikro podjetja (-9,0) in njihova zadolženost obstaja na ravni leta 2010, najmanj pa so zadolžena velika podjetja (-3,9), ki se po tem kazalcu razdolžujejo vse od leta 2010. Malim

²⁹ Mikro podjetja imajo od 1 do 5 zaposlenih, mala od 6 do 50, srednja od 51 do 250, velika pa nad 250 zaposlenih. V celotni bazi imamo v letu 2013 61.312 podjetij, in sicer 37,4 % podjetij z nič zaposlenimi, 46,9 % mikro, 13,6 % malih, 1,7 % srednjih in 0,3 % velikih podjetij. Vseh zaposlenih je v letu 2013 425.833, in sicer jih je v mikro podjetjih 11,4 %, v malih podjetjih 27,4 %, v srednjih podjetjih 25,4 %, v velikih podjetjih pa 35,7 %.

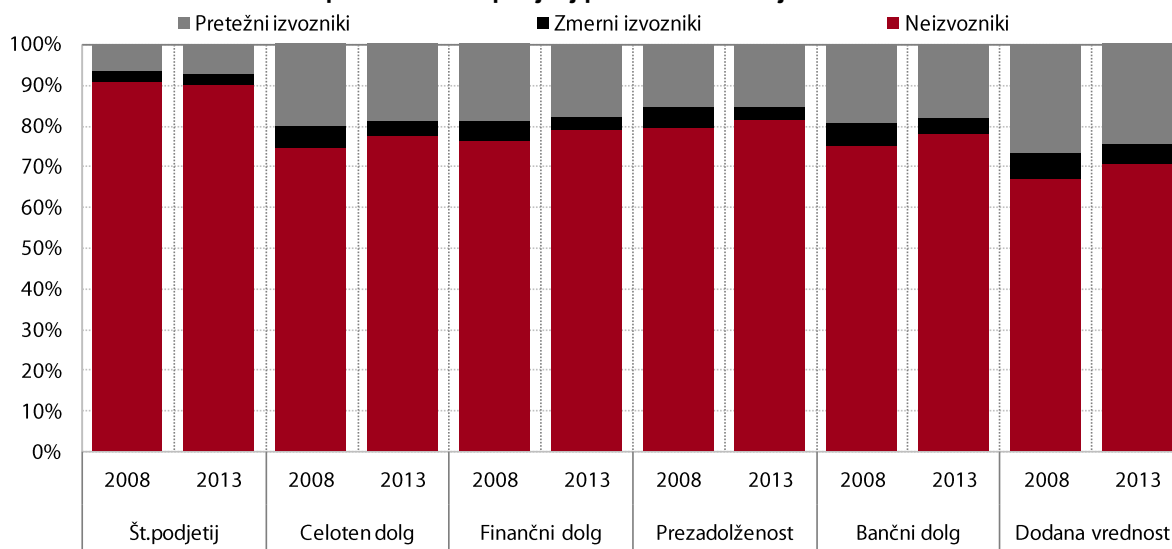
³⁰ Prezadolžena podjetja imajo $FV > 5$.

podjetjem se je vrednost kazalca v zadnjih treh letih zmanjševala in padla na -4,5, srednjim podjetjem pa se je vrednost kazalca v zadnjih štirih letih povzpela na -5,6. Podjetja, ki so manj zadolžena ($FV < 5$), pa po drugi strani kažejo precej nižja in stabilna razmerja v času, in sicer se za vse velikostne skupine vrednost kazalca giblje med 1 in 1,5 in so na ravni leta 2007. V primerjavi z bolj zadolženimi podjetji ($FV > 5$) so mikro podjetja najmanj zadolžena in srednja najbolj, so pa razlike minimalne. To ponovno nakazuje, da je v gospodarstvu zdravo jedro podjetij, ki normalno posluje.

3.4.3 Analiza prezadolženih podjetij po izvozni usmerjenosti

V letu 2013 je med prezadolženimi podjetji kar 90 % podjetij usmerjenih na domači trg. Ta podjetja imajo skoraj 80 % skupnega, finančnega in bančnega dolga ter proizvedejo 71 % dodane vrednosti med prezadolženimi podjetji. V primerjavi z letom 2008 je število teh podjetij ostalo skoraj isto, celotni, finančni in bančni dolg pa so se povečali za 2 do 4 o.t. Delež vseh izvoznikov³¹ med prezadolženimi podjetji se je sicer v tem obdobju za malenkost zvišal na 10 %, prav tako so se za približno 3 o.t. znižali skupen, finančni in bančni dolg in se ustalili med 23 in 21 %. Med prezadolženimi podjetji imajo tako izvozniki v letu 2013 dobro petino celotnega, finančnega in bančnega dolga. Dodana vrednost se jim je znižala za skoraj 4 o.t.

Slika 24: Osnovne značilnosti prezadolženih podjetij po izvozni usmerjenosti



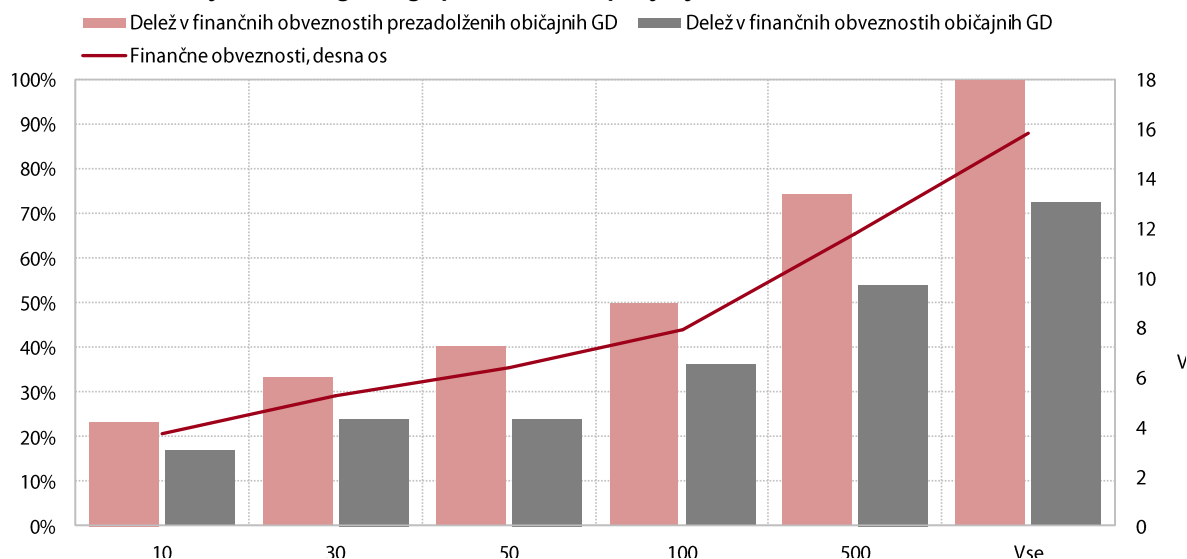
Analiza prezadolženih podjetij, merjena kot razmerje med finančnim dolgom in EBITDA, glede na njihovo izvozno usmerjenost³², je pokazala, da so podjetja, ki so usmerjena na domači trg bolj zadolžena kot izvozna podjetja. Glede na to, da je kriza najprej prizadela izvozno usmerjena podjetja in šele kasneje na domači trg usmerjena podjetja, tako da je bila dinamika gibanja tega deleža vse do leta 2013 različna. Pri izvoznikih se je prezadolženost v letih 2010 najprej znižala, nato pa se je v naslednjih letih ponovno okrepila na 9,1 pri pretežnih izvoznikih in na 9,8 pri zmernih izvoznikih. Slednje povezujemo predvsem z oživljanjem izvoznih trgov. Padec zadolženosti pri izvoznikih je posledica precejšnjega krčenja obsega bančnih posojil. Prezadolženost neizvoznikov se je vse od nastopa krize do leta 2012 povečevala, v letu 2013 pa se je znižala pod raven iz leta 2011 na 11,1.

³¹ Izvozno usmerjene so družbe, v katerih prihodki od prodaje na tujih trgih presegajo prihodke od prodaje na domačem trgu. V celotni bazi imamo v letu 2013 10 % izvozno (srednje in pretežno) usmerjenih in 74,6 % na domači trg usmerjenih družb, slednje pa predstavljajo okoli 65 % dodane vrednosti vseh gospodarskih družb. Nekaj gospodarskih družb (15,4 %) nima podatkov za izračun izvozne usmerjenosti, njihov delež v dodani vrednosti je zanemarljiv.

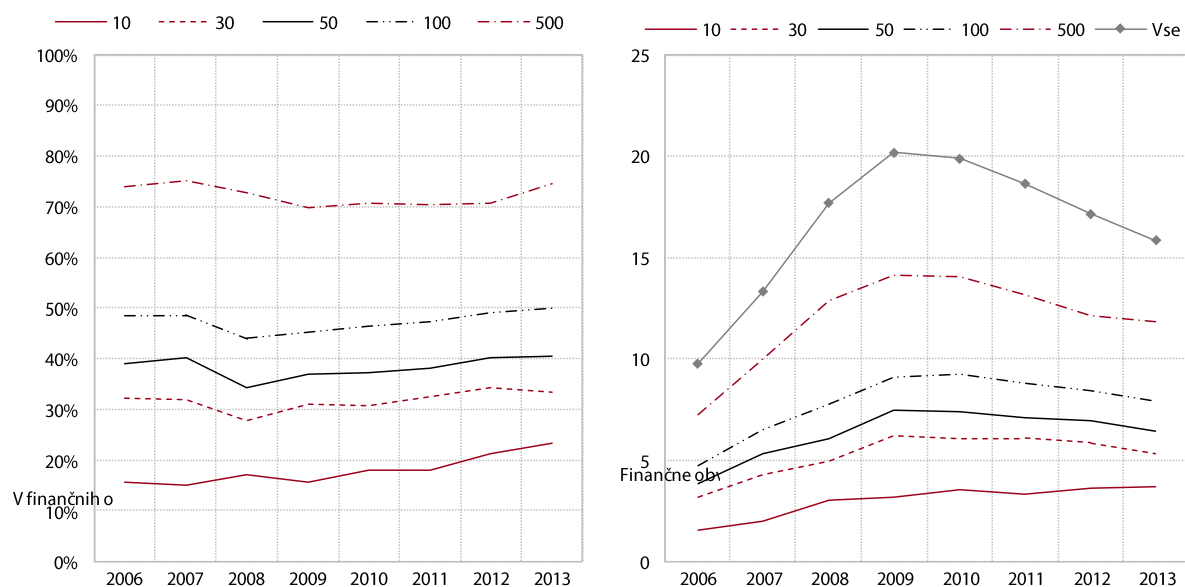
3.4.4 Koncentracija dolga prezadolženih podjetij

Deset najbolj zadolženih običajnih podjetij ima skoraj četrtno (4 mrd) finančnega in petino (5 mrd) celotnega dolga prezadolženih podjetij. Trideset najbolj zadolženih podjetij pa kar tretjino (5,3 mrd) finančnega in celotnega dolga (7,1 mrd). Slednje imajo skoraj 30.000 zaposlenih, kar predstavlja 7 % vseh zaposlenih ter ustvarijo 4 % dodane vrednosti običajnih podjetij. Najbolj zadolžena podjetja imajo zelo visok finančni vzvod in težko financirajo tekoče obresti. Med 30 najbolj zadolženimi podjetji je kar 17 takšnih, ki so prezadolžena še iz predkriznega obdobja in 13 % takšnih, ki imajo poleg zelo visokega dolga tudi nizko obrestno pokritost ($IC < 1$). 10 podjetij izmed 30 najbolj zadolženih v letu 2013 pa je med 30-imi najbolj zadolženimi podjetji v celotnem preučevanem obdobju.

Slika 25: Koncentracija finančnega dolga prezadolženih podjetij v letu 2013



Slika 26: Delež najbolj zadolženih podjetij v celotnem finančnem dolgu prezadolženih podjetij



4. Vpliv razdolževanja na gospodarsko rast in implikacije za ekonomsko politiko

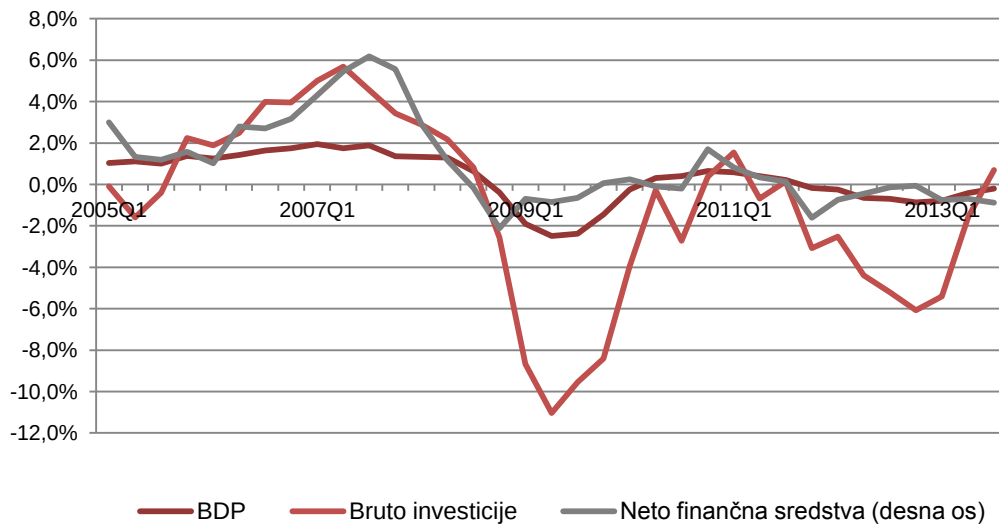
Prva od treh značilnost zadolženosti slovenskega gospodarstva in spremljajočega procesa razdolževanja, je dejstvo, da je slovenski dolg nefinančnih podjetij v BDP. (Slika 3) blizu povprečja Evro območja. Pri čemer je med državami Evro območja precejšnja stopnja heterogenosti, saj lahko opazimo, da imajo PIIGS države znatno večjo zadolženost podjetij glede na BDP kot ostale države. Slovenija je s tega vidika vmes. Če jemljemo za merilo stabilne države Evro območja, potem velja, da so naša podjetja prekomerno zadolžena glede na dodano vrednost, ki jo ustvarijo, čeprav v boljši pozicijo kot povprečje PIIGS držav.

Druga značilnost je, da je delež celotnega dolga slovenskih nefinančnih podjetij glede na kapital (Slika 4) v samem vrhu zadolženosti vseh držav Evro območja. To kaže na dejstvo, da je poleg prekomerne zadolženosti v absolutnem smislu, še bolj pomemben problem neustrezne strukture financiranja v smislu razmerja med dolžniškim in lastniškim financiranjem.

Tretja značilnost je dinamika rasti zadolženosti. Slika 27 prikazuje 4-četrtnete drseče sredine stopenj rasti BDP, investicij in neto zadolženosti nefinančnih podjetij. Iz slike je razvidno, da lahko analizirano obdobje v grobem razdelimo na tri podobdobja. Med letoma 2005 in 2009 imam obdobje visoke rasti BDP-ja in bruto investicij ter tudi obdobje visoke rasti neto zadolženosti nefinančnih podjetij. Z zaostrovanjem razmer na mednarodnih finančnih trgih zaradi pričetka krize na ameriške nepremičninskem trgu v letu 2007 se je že v začetku leta 2008 pričelo precejšnje ohlajanje slovenskega gospodarstva, ki je vrhunec doseglo v letu 2009 z izjemnim upadom bruto investicij in BDP-ja ter prvim valom razdolževanja. Leti 2010 in 2011 sta bili leti delne korekcije, saj se je gospodarski upad ustavil in tudi delno spremenil v rast. Vendar pa se je nato že v drugi polovici leta 2011 gospodarska situacija začela ponovno zaostroovati, kar je ponovno povzročilo velik upad bruto investicij, relativno zmernejši upad BDP-ja in pričetek drugega vala neto razdolževanja, ki trenutno še vedno poteka. Neto zadolženost nefinančnih podjetij se tako od tretjega četrletja 2011 (do tretjega četrletja 2013) realno zmanjšala za približno 5 % oz. 1,3 milijarde EUR (realno, ref. leto 2000). Zgoraj predstavljeno terminsko razčlenitev potrjujejo tudi povprečne četrtnete stopnje rasti spremenljivk, ki jih prikazuje Tabela 3.

Proces razdolževanja podjetij v krizi je naravna posledica nakopičene prekomerne zadolženosti pred krizo. Ključno vprašanje pri tem pa je, kakšen vpliv je razdolževanje imelo na ekonomsko aktivnost. Na podlagi tega lahko tudi sklepamo, kakšen bi bil zaželen način in pripadajoče dinamika tega procesa v prihodnosti.

Slika 27: Stopnje rasti BDP, BI in NFS, 2005 Q1 – 2013 Q3, 4-črtletne drseče sredine, realne cene (ref. leto 2000)



Opomba: pozitivna rast NFS predstavlja povečevanje neto zadolženosti, negativne rasti pa neto razdolževanje.
Vir: Eurostat, ECB

Tabela 3: Povprečne četrtletne stopnje rasti BDP, BI in NFS, 2004 Q2 – 2013 Q3, realne cene (ref. leto 2000)

	BDP	BI	NFS
2004	0,9%	0,0%	3,2%
2005	1,4%	2,2%	1,6%
2006	1,7%	4,0%	3,2%
2007	1,4%	3,4%	5,6%
2008	-0,4%	-2,6%	-2,1%
2009	-1,5%	-8,4%	0,1%
2010	0,6%	0,4%	1,7%
2011	-0,2%	-3,1%	-1,6%
2012	-0,9%	-6,1%	-0,1%
2013	0,2%	4,0%	-1,2%

Vir: Eurostat, ECB

Okvir 1: Ocenjevanje vpliva kreditnih šokov z metodo vektorske avtoregresije z glatkimi prehodi

Metodološko osnovo empirične analize nelinearnih učinkov razdolževanja podjetij predstavlja model vektorske avtoregresije z glatkimi prehodi (Auerbach & Gorodnichenko, 2012). Model je predstavljen z relacijami (1) do (4), kjer $\Pi_E(L)$ in $\Pi_R(L)$ predstavljata polinoma regresijskih koeficientov, ki se razlikujejo za recesijo in ekspanzijo. Cenilka VAR modela je tako enaka tehtanemu povprečju cenilk za oba režima, pri čemer tranzicijska spremenljivka $F(z_t)$ predstavlja utež.

$$\mathbf{X}_t = (1 - F(z_{t-1}))\Pi_E(L)\mathbf{X}_{t-1} + F(z_{t-1})\Pi_R(L)\mathbf{X}_{t-1} + \mathbf{u}_t \quad (1)$$

$$\mathbf{u}_t \sim N(0, \Omega_t) \quad (2)$$

$$\Omega_t = \Omega_E(1 - F(z_{t-1})) + \Omega_R F(z_{t-1}) \quad (3)$$

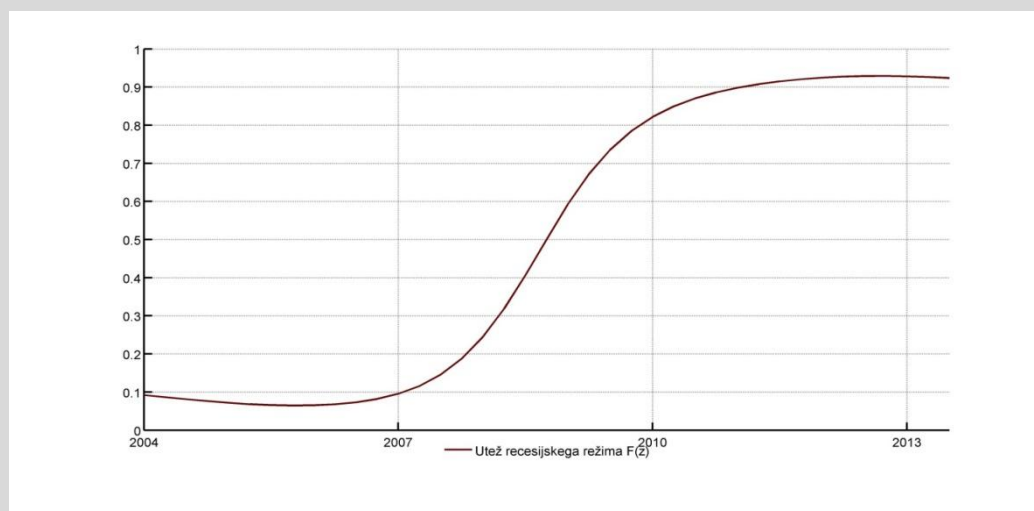
$$F(z_t) = \frac{\exp(-\gamma z_t)}{1 + \exp(-\gamma z_t)}, \quad \gamma > 0 \quad (4)$$

Tranzicijska spremenljivka $F(z_t)$, ki omogoča prehajanje med režimi, je določena v odvisnosti od spremenljivke z_t , ki določa, v kakšnem stanju se nahaja gospodarstvo. Kot dober indikator tega stanja smo uporabili HP trend četrtletnih stopenj gospodarske rasti, kar nam je omogočilo razdelitev vzorca na obdobje visoke in nizke rasti. Kot je razvidno iz sledeče slike, je gospodarstvo v ekspanziji, ko se vrednost $F(z_t)$ približa 0 in v recesiji, ko se $F(z_t)$ približa 1.

Vektor endogenih spremenljivk modela $\mathbf{X}_t$ je po sledečem vrstnem redu sestavljen iz bruto domačega proizvoda, bruto investicij in neto finančnih sredstev podjetij, pri čemer so vse spremenljivke na četrtletni osnovi in v realnih vrednostih (ref. leto 2000). Vir podatkov sta Eurostat in ECB. Neto finančna sredstva smo deflacionalirali z BDP deflatorjem. Vse spremenljivke vstopajo v model v logaritmirani obliki.

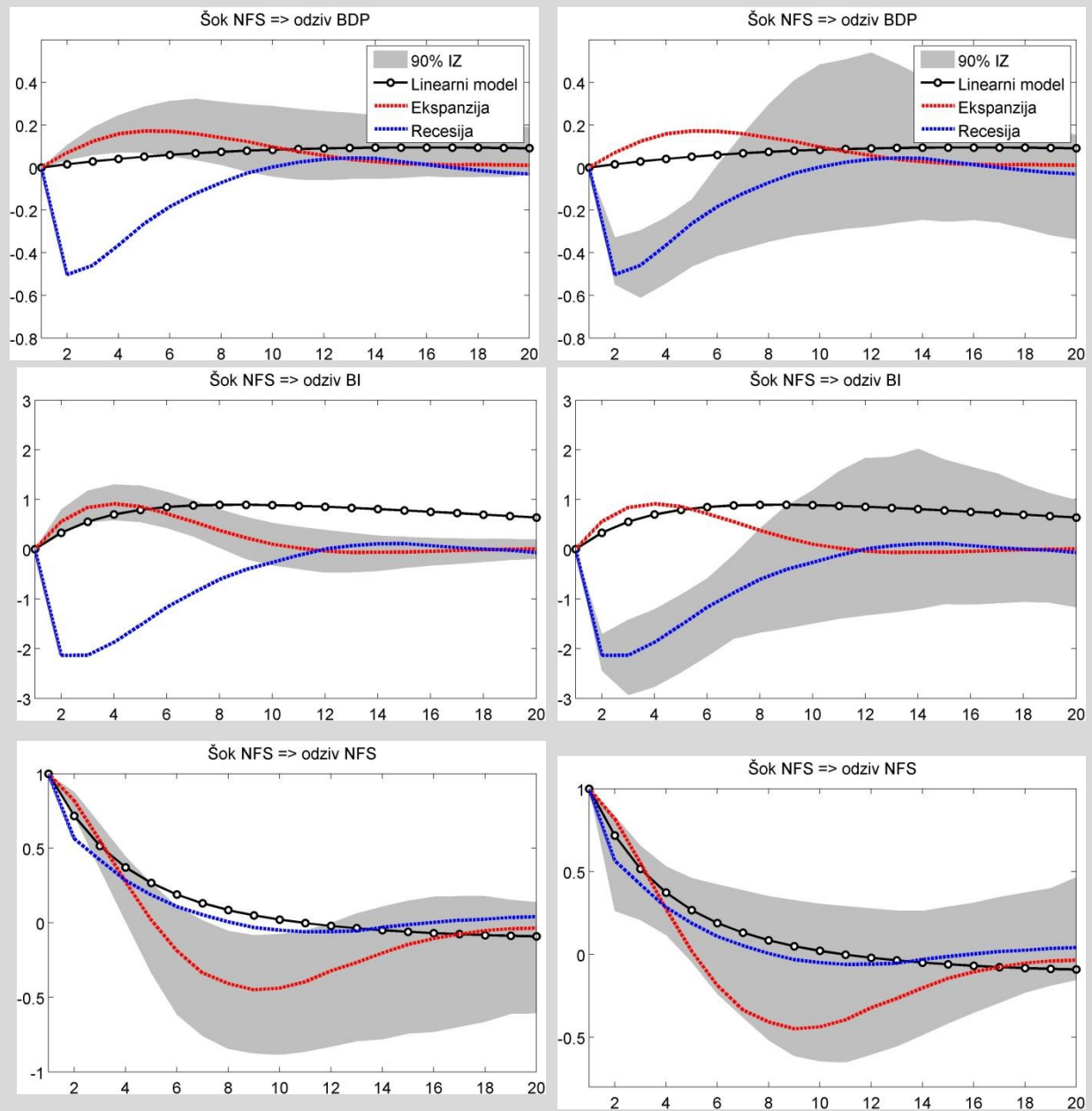
Parametre modela smo ocenili z Bayesijsko simulacijsko metodo (Monte Carlo markovske verige) z uporabo 100.000 simulacij Metropolis-Hastingsovega algoritma. Identifikacijska shema za strukturne šoke temelji na razcepu Choleskega, pri katerem predpostavljamo hierarhično strukturo istočasnih odnosov med endogenimi spremenljivkami. Neto finančna sredstva podjetij so pri tem postavljena na zadnje, kar pomeni, da jih obravnavamo kot najbolj endogeno spremenljivko sistema, ki se hitro prilagaja ostalih eksogenim motnjam v gospodarstvu. Ta predpostavka je smiselna zaradi predeterminiranosti investicij in časovnih odlogov pri izvedbi investicijskih planov. Istočasno to pomeni, da lahko pozitivne eksogene motnje v neto finančnih sredstvih intepretiramo kot eksogene šoke razdolževanja.

Slika 1: Vrednosti tranzicijske spremenljivke $F(z)$



Rezultati modela potrjujejo naše izhodiščne hipoteze, saj se funkcije impulznih odzivov za oba režima med seboj značilno razlikujejo. Pozitiven odziv investicij in BDP na eksogen pozitiven šok v neto finančna sredstva, ki ga lahko interpretiramo kot učinek nižje ponudbe kreditov, je značilen za obdobje 2004 – 2008. To obdobje je zaznamovala izjemno visoka rast kreditov, za katero je bila značilna slaba alokacija, ki zato ni imela pozitivnega učinka na ekonomsko aktivnost. V recesiji, v obdobju analize 2009 – 2013, je odziv obeh spremenljivk drugačen. Obe namreč ob povečanju neto finančnih sredstev oz. zmanjšanju neto zadolženosti izrazito in sunkovito upadeta, iz česar bi lahko sklepali, da je ima nepričakovano in eksogeno inducirano razdolževanje nefinančnih podjetij med recesijo izrazito negativen učinek na gospodarsko aktivnost. V absolutnem smislu je odziv v recesiji za obe spremenljivki tudi večji in hitrejši. Največji negativen učinek v recesiji je za obe spremenljivki približno dvakratnih pozitivnega učinka v ekspanziji. O hitrosti pa sklepamo na podlagi rezultata, da se največji učinek v recesiji doseže že po pol leta, medtem ko je odlog v ekspanziji eno leto. Rezultati kažejo, da zmanjšanje neto zadolženosti za 1% v recesiji zmanjša BDP na horizontu pol leta za približno 0,5 %. Do tega učinka pride prek zmanjšanja investicij za približno 2%.

Slika 2: Funkcije impulznih odzivov



Vpliv neto zadolženosti nefinančnih podjetij na bruto investicije in BDP smo analizirali z metodo strukturene vektorske avtoregresije z glatkimi prehodi. S to metodo lahko ločimo učinke eksogenih sprememb zadolženosti glede na fazo poslovnega cikla, torej ločeno v obdobju ekspanzije od obdobja recesije. Ta ločitev je *a priori* smiselna, saj smo iz podatkov v Sliki 2 lahko jasno identificirali razlike v dinamiki neto finančne zadolženosti pred in po krizi. Opis metode in ključnih rezultatov je podan v Okvirju 1.

V normalnih časih, ko podjetja niso likvidnostno omejena zaradi stanja v bančnem sektorju, bi namreč ceteris paribus moralo veljalo, da je povečanje neto finančnih sredstev (zmanjšanje neto finančnih obveznosti) podjetij osnova za povečanje investicij in s tem obsega njihovega poslovanja. Pri tem velja poudariti, da gre za prilagajanje v neto finančnih sredstvih okrog trenda finančnega poglobljanja, pri katerem velja, da se z gospodarskim ravojem povečuje tudi delež finančnih sredstev v bruto domačem proizvodu.

V času recesije so mogoči obratni učinki. Splošen padec povpraševanja in težave v finančnem sistemu povečajo moč finančnih omejitev podjetij. V takšnih razmerah je nenadno povečanje neto finančnih sredstev oz. zmanjšanje finančnih obveznosti (razdolževanje) sredstev lahko povezano z zmanjšanjem investicijske aktivnosti. Potreba podjetij po razdolževanju namreč zmanjšuje investicijsko sposobnost podjetij, ker ta presežna likvidna sredstva namenijo za odplačevanje dolga in ne za investicije. Med procesom razdolževanja podjetij v krizi lahko torej pričakujemo, da je zmanjševanje neto zadolženosti povezano s padcem investicijske aktivnosti.

Rezultati empirične analize, predstavljeni v Okviru 1, potrjujejo predhodna predvidevanja. V recesiji, v obdobju analize 2009 – 2013, eksogenemu povečanju neto finančnih sredstev oz. zmanjšanju neto zadolženosti sledita padca investicijske aktivnosti in bruto domačega proizvoda. Nepričakovano in eksogeno inducirano razdolževanje nefinančnih podjetij ima tako med recesijo izrazito negativen učinek na gospodarsko aktivnost. Največji negativen učinek v recesiji je za obe spremenljivki približno dvakratnih pozitivnega učinka v ekspanziji. V recesiji je vpliv tudi hitrejši, saj se največji učinek v recesiji doseže že po pol leta, medtem ko je odlog v ekspanziji eno leto. Rezultati kažejo, da zmanjšanje neto zadolženosti za 1% v recesiji zmanjša BDP na horizontu pol leta za približno 0,5 %. Do tega učinka pride prek zmanjšanja investicij za približno 2%.

Upošteva je povprečno rast neto finančnih sredstev v zadnjem letu razpoložljivih podatkov (2012 Q4 – 2013 Q3) v višini -0,9 % lahko ob sicer precejšnji predpostavki, da je mogoče celotno spremembo interpretirati kot strukturni šok, ugotovimo, da je imelo razdolževanje podjetij v tem obdobju vpliv na BDP v višini med -0,2 in -0,5 % ter vpliv na bruto investicije med -1 % in -2 %.

5. Izzivi

Razdolževanje visoko zadolženih slovenskih podjetij negativno vpliva na gospodarsko rast.

Mednarodne primerjave kažejo, da so slovenska podjetja glede na BDP bolj zadolžena od podjetij v ekonomsko stabilnih državah EMU. Obenem velja, da imajo izrazito malo lastniškega kapitala med viri sredstev in s tem prekomeren obseg dolga. Oba podatka nakazujeta na potrebo po nadaljevanju procesa razdolževanja, ki se pričel v finančni krizi. Vendar je slovensko gospodarstvo še vedno v recesijski fazi, za katero naša ekonometrična analiza kaže, da pospešeno finančno razdolževanje negativno vpliva na investicijsko aktivnost in gospodarsko rast.

Minimizacija negativnih kratkoročnih učinkov razdolževanja na ekonomsko aktivnost zahteva uporabo instrumentov razdolževanja, ki niso pretežno usmerjeni v neposredno poplačilo posojil, temveč v istočasno zagotavljanje dodatnega lastniškega kapitala. V obdobju, ko je zagotavljanje tega prek trga kapitala oteženo, to pomeni intenzivnejšo uporabo instrumentov konverzije dolga v kapital podjetij, oziroma delni odpis dolga, ki mu sledi privatizacija. Aktivno vlogo pri tem naj bi imela DUTB.

Dodaten kapital naj bi zagotovili predvsem privatni viri, tako tuji kot domači, medtem ko je lastniško vlogo države treba zmanjševati in podjetjem zagotoviti takšno lastniško strukturo, ki bo zagotavljala njihov razvoj in izboljšala kakovost njihovega upravljanja. V Sloveniji je namreč država še vedno pomemben lastnik domačega gospodarstva, njeno lastništvo pa se po naši oceni v preteklosti ni izkazalo za optimalno. Zaradi preteklega neučinkovitega upravljanje podjetij v državni lasti državno lastništvo večinoma predstavlja le dodaten pritisk na javne finance.

K lažji pridobitvi svežega kapitala na trgu in poglobljanju finančnih trgov bi pripomogle tudi dodatne finančne spodbude za finančne investitorje, kot so dodatne davčne olajšave za pokojninske sklade ter spodbujanje dodatnega varčevanja za starost. Za boljšo finančno strukturo podjetij je treba zagotoviti tudi delovanje ostalih segmentov finančnih storitev, ki temeljijo predvsem na dolgoročnejših virih financiranja. Ena izmed možnosti bi lahko bil instrument lastninjenja, ki bi večjim in finančno stabilnejšim podjetjem omogočil pridobivanje finančnih virov tudi na drugih finančnih trgih pod ugodnejšimi pogoji.

Literatura in viri Literatura

Auerbach, A., & Gorodnichenko, Y. (2012). *Measuring the output responses to fiscal policy*. American Economic Journal: Economic Policy, 4(2), 1–27.

Banka Slovenije (različne številke). Bilten BS. Ljubljana.

Banka Slovenije (različne številke). Poročilo o finančni stabilnosti. Ljubljana.

Banka Slovenije (različne številke). Stabilnost slovenskega bančnega sistema. Ljubljana.

Banka Slovenije (2013). Tabele četrtnih finančnih računov Slovenije (2004Q1-2013Q4).. Pridobljeno maja 2014 na <http://www.bsi.si/publikacije-in-raziskave.asp?Mapald=922>.

ECB (2013), *Corporate finance and economic activity in the euro area*, Structural issues report 2013. Occasional Paper No. 151. Frankfurt.

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

Eurostat Portal Page: Eurostat. Dostopno na <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>

Financial soundness indicators. Dostopno na <http://fsi.imf.org/>

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

Vlada RS (2014). Poročilo o učinkovanju ukrepov za krepitev stabilnosti bank. Ljubljana.