

Kratke ekonomsko-finančne analize

Vloga pokojninskih skladov pri zagotavljanju vzdržnosti pokojninskega sistema in razvoju kapitalskega trga

Avtorica: Manca Čižman

Avgust 2026

BANKA
SLOVENIJE
EVROSISTEM

Zbirka: Kratke ekonomsko-finančne analize

Naslov: Vloga pokojninskih skladov pri zagotavljanju vzdržnosti pokojninskega sistema in razvoju kapitalskega trga

Avtorica: Manca Čižman

Številka: julij 2026

Leto: 2026

Kraj: Ljubljana

Izdajatelj:
Banka Slovenije
Slovenska 35, 1505 Ljubljana, Slovenija
www.bsi.si

Elektronska izdaja:
<https://www.bsi.si/sl/blog-in-avtorske-raziskave>

Mnenja in zaključki, objavljeni v prispevkih v tej publikaciji, ne odražajo nujno uradnih stališč Banke Slovenije ali njenih organov.

Uporaba in objava podatkov ter delov besedila sta dovoljeni le z navedbo vira.

© Banka Slovenije

Kataložni zapis o publikaciji (CIP) pripravili v Narodni in univerzitetni knjižnici v Ljubljani
COBISS.SI-ID 284322819
ISBN 978-961-7230-44-4 (PDF)

Kazalo

Povzetek	4
1 Uvod	5
2 Struktura pokojninskega sistema v Sloveniji	6
1.2 Prvi steber – obvezno pokojninsko in invalidsko zavarovanje	6
2.1 Drugi steber – sistem obveznega in prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja	7
2.2 Tretji steber – pokojninsko in invalidsko zavarovanje na podlagi individualnega varčevanja	7
3 Pomen pokojninskih skladov za gospodarstvo in družbo	8
3.1 Pregled literature	8
4 Pregled pokojninskih skladov v EU	9
5 Empirična analiza	11
5.1 Empirični model in uporabljeni podatki	11
5.2 Interpretacija rezultatov	14
6 Sklep	16
7 Kazalo slik in tabel	17
8 Opis kratic	17
9 Viri	18

Povzetek

Soočanje s staranjem prebivalstva je eden od največjih izzivov za svetovno gospodarstvo in finančne trge v prihodnjih desetletjih. Prvi pokojninski steber, ki temelji na medgeneracijski solidarnosti, je zaradi naraščajočega deleža upokojencev in staranja prebivalstva pod vse večjim pritiskom, kar vodi v večje proračunske obremenitve, višanje upokojitvene starosti in nižje pokojnine ter s tem ogroža dolgoročno vzdržnost sistema. V tem kontekstu postaja drugi pokojninski steber, ki temelji na prostovoljnem ali obveznem dodatnem varčevanju, vse pomembnejši za zagotavljanje finančne varnosti posameznikov po upokojitvi. Poleg svoje socialne funkcije imajo pokojninski skladi pomembno vlogo tudi v širšem gospodarstvu. Kot ključni institucionalni vlagatelji lahko zbrana sredstva usmerjajo v domača podjetja in druge finančne instrumente, s čimer spodbujajo gospodarsko rast in razvoj kapitalskega trga. Kljub temu je v Sloveniji delež sredstev v pokojninskih skladih glede na BDP še vedno nizek v primerjavi z večino drugih držav EU, kar omejuje njihov potencialni vpliv na gospodarstvo.

V članku je z uporabo dinamičnega panelnega modela in Arellano-Bondovega ocenjevalnika analiziran vpliv sredstev pokojninskih skladov na razvoj kapitalskih trgov, pri čemer so upoštevane tudi pretekla razvitost kapitalskega trga, gospodarska rast, stopnja zaposlenosti ter razvitost bančnega sistema. Rezultati kažejo na močno in pozitivno povezavo med sredstvi pokojninskih skladov in tržno kapitalizacijo kapitalskih trgov. Natančneje, povečanje deleža sredstev pokojninskih skladov v BDP za eno odstotno točko je povezano s povečanjem tržne kapitalizacije kapitalskih trgov za 0,7 odstotne točke glede na delež v BDP, kar poudarja pomembno vlogo pokojninskih skladov pri spodbujanju aktivnosti in likvidnosti na kapitalskem trgu.

Prvi pokojninski steber zaradi neugodnih demografskih trendov, s katerimi se sooča celotna Evropska unija (v nadaljevanju: EU), postaja čedalje bolj nevzdržen. Temelji na načelu medgeneracijske solidarnosti, kar pomeni, da se prispevki trenutno zaposlenih neposredno uporabljajo za izplačilo pokojnin trenutnih upokojencev. Zaradi staranja prebivalstva in vedno večjega deleža upokojencev se razmerje med številom aktivno zaposlenih in upokojencev poslabšuje. To pomeni, da bo na voljo manj prispevkov za več pokojnin, kar pritiska na vzdržnost prvega pokojninskega stebra. Tak pritisk se odraža v povečanju potrebnih proračunskih sredstev, ki pokrivajo manjkajoče prispevke, potrebi po dvigu upokojitvene starosti, daljšem delovnem stažu za polno pokojnino in postopnem zniževanju pokojnin. Zato je pomembno, da se ozavešča o pomembnosti drugega pokojninskega stebra, ki bo posamezniku omogočal finančno stabilnost v času upokojitve.

Po podatkih ministrstva za delo je bilo v Sloveniji konec leta 2024 v pokojninskih skladih zbranih 3,7 milijarde evrov, kar glede na potrebe in velikost gospodarstva predstavlja relativno nizko vsoto ter Slovenijo uvršča med države EU z najmanj zbranimi sredstvi v pokojninskih skladih glede na velikost gospodarstva. Pomembnost pokojninskih skladov prepoznava tudi Evropska komisija, ki je v okviru predlagane strategije Unije prihrankov in naložb¹ izpostavila potrebo po večji vključenosti v dodatne pokojninske sheme, avtomatskem vpisovanju varčevalcev ter odpravi regulatornih ovir, ki omejujejo vlaganja pokojninskih skladov v kapitalske trge.

Pogosto spregledana lastnost pokojninskih skladov je njihov vpliv na gospodarsko rast in razvoj kapitalskih trgov, saj se sredstva iz pokojninskih skladov vlagajo v gospodarstvo. Kot institucionalni vlagatelji pokojninski skladi povečujejo likvidnost in stabilnost finančnih trgov ter omogočajo gospodinjstvom višje donose kot klasični bančni depoziti. Strokovna literatura izpostavlja tesno povezanost med obsegom sredstev pokojninskih skladov in razvitostjo kapitalskega trga. To povezavo z ekonometrično analizo preverjam tudi v tem prispevku. Za analizo vpliva sredstev pokojninskih skladov na kapitalski trg je uporabljen dinamični panelni model s cenilko Arellano-Bond, ki je primeren za podatke več držav skozi čas ter omogoča upoštevanje časovne dinamike in endogenosti spremenljivk.

¹ Savings and Investments Union

Slovenski pokojninski sistem je namenjen zagotavljanju prejemkov po upokojitvi. Sestavljen je iz treh stebrov, in sicer:

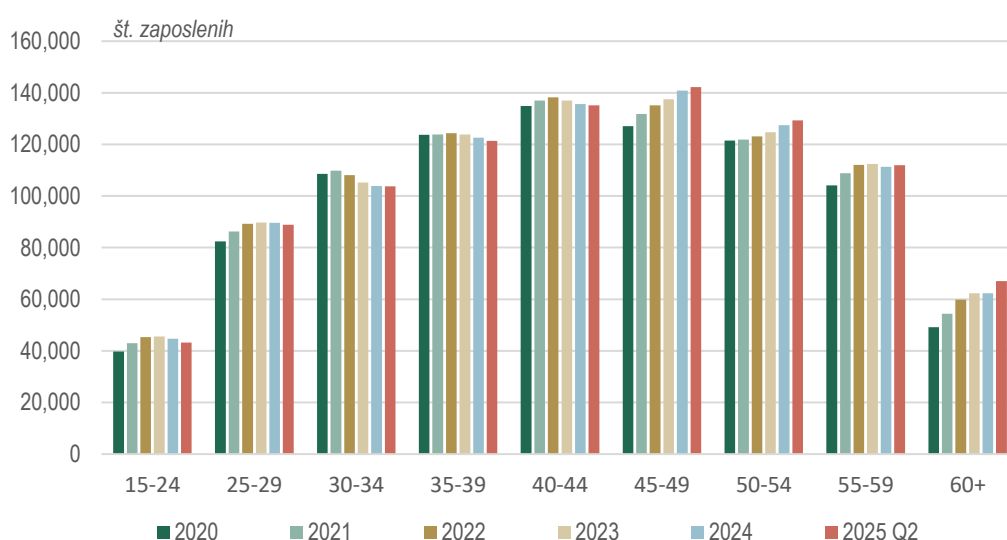
1. prvi steber – obvezno pokojninsko in invalidsko zavarovanje,
2. drugi steber – sistem obveznega in prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja,
3. tretji steber – pokojninsko in invalidsko zavarovanje na podlagi individualnega varčevanja.

1.2 Prvi steber – obvezno pokojninsko in invalidsko zavarovanje

Obvezno pokojninsko in invalidsko zavarovanje oziroma prvi pokojninski steber je v Sloveniji temelj socialnega varstva, saj zagotavlja finančno varnost po upokojitvi na podlagi medgeneracijske solidarnosti, kjer prispevki zaposlenih financirajo pokojnine upokojencev; vanj so obvezno vključeni vsi, ki opravljajo delo, vključno z zasebniki, ki opravljajo samostojno gospodarsko ali poklicno dejavnost, kmetje in člani njihovih gospodarstev ter osebe, ki v pokojninsko blagajno vplačujejo del dohodka od avtorskih, pogodbenih in drugih del, od katerih plačujejo tudi dohodnino (MDDSZ, 2025). Vzdržnost sistema je odvisna od demografskih dejavnikov, kot so rast prebivalstva, pričakovana življenjska doba in stopnja rodnosti, saj večje število upokojencev glede na število aktivnih delavcev lahko ogrozi sposobnost sistema za izplačilo ustreznih pokojnin (Ministrstvo za finance RS, 2024).

Staranje prebivalstva je jasno razvidno tudi iz spodnjega grafa, ki prikazuje starostno strukturo zaposlenih v Sloveniji. *Slika 1* prikazuje naraščajoči delež zaposlenih, starih nad 45 let, medtem ko se delež mlajših zaposlenih postopoma zmanjšuje.

Slika 1: Starostna skupina zaposlenih v Sloveniji



Vir: SURS.

V prihodnosti bodo pokojnine močno odvisne od demografskega razvoja. Delež prebivalstva v Sloveniji, starejšega od 65 let, se bo po projekcijah Evropske komisije z 21 % v letu 2022 povišal na 30 % v letu 2050. Na drugi strani pa bo delovno sposobna skupina

prebivalstva (20–64 let), ki je v letu 2022 predstavljala 59 % vseh, v letu 2050 predstavljala le še slabih 52 %. Prebivalstvo, staro 65 let in več, kot odstotek prebivalstva, starega od 20 do 64 let (delovno sposobno prebivalstvo), se bo po projekcijah v obdobju 2022–2050 povečalo s 36 % na 59 %. Kazalnik prikazuje, koliko starejših, ki so običajno upokojenci, je na sto oseb v delovno aktivni starostni skupini, ki ekonomsko podpirajo sistem s svojimi prispevki. Višji odstotek pomeni starejšo družbo, kar lahko pomeni večje breme za socialne in pokojninske sisteme. Na ravni EU se bo po ocenah ta kazalnik v istem obdobju povečal s 36 % na 55 %. Na podlagi navedenih podatkov se bo torej v Sloveniji delež starejših glede na delovno sposobno prebivalstvo povečal bolj kot v povprečju EU (Eurostat, 2024). Čeprav so demografske spremembe negotove in težko predvidljive (zlasti zaradi trenda podaljšanja življenjske dobe), bo vedno višji delež starejših od 65 let ogrozil finančno stabilnost prvega pokojninskega stebra. Srednjeročno lahko na finančno trajnost pozitivno vplivajo neto migracije, dolgoročno pa višja rodnost, vendar sta obe področji izven okvira pokojninske politike (OECD, 2022).

2.1 Drugi steber – sistem obveznega in prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja

Dodatna pokojninska zavarovanja v okviru drugega stebra dopolnjujejo sistem socialnega pokojninskega zavarovanja prvega stebra, pri čemer postane njihova vloga še pomembnejša, če obseg socialnega zavarovanja v prvem stebru ni zadosten. V dodatno pokojninsko zavarovanje se lahko vključijo samo osebe, ki so že vključene v obvezno pokojninsko zavarovanje. Država varčevanje v pokojninske sklade spodbuja tudi z davčnimi olajšavami. Dodatno pokojninsko zavarovanje je v Sloveniji prostovoljno, z določenimi izjemami, kjer se uvajajo obvezni elementi za posebne skupine. Drugi pokojninski steber je v Sloveniji razdeljen na obvezno dodatno zavarovanje in prostovoljno dodatno zavarovanje. Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje lahko posamezniki sklenejo bodisi kolektivno prek delodajalca bodisi individualno. Obvezno dodatno pokojninsko zavarovanje (v nadaljnjem besedilu: poklicno zavarovanje) obsega obvezno vključitev v poklicno zavarovanje, v katero so vključeni zavarovanci, ki opravljajo posebno težka in zdravju škodljiva dela, in zavarovanci, ki opravljajo dela, ki jih po določeni starosti ni mogoče uspešno poklicno opravljati (MDDSZ, 2025).

Premije za dodatno pokojninsko zavarovanje se ne uporabljajo neposredno za izplačevanje tekočih pokojnin, temveč se zbirajo in investirajo. Ob upokojitvi se zbrana sredstva skupaj z doseženimi donosi izplačajo zavarovancu. Višina pokojnine je tako odvisna od skupnega zneska vplačanih premij in uspešnosti naložb, v katere so bila ta sredstva vložena. Ta sistem temelji na naložbenem načinu financiranja, kjer je končna pokojnina rezultat akumuliranih vplačil in doseženih donosov.

Država lahko z davčnimi olajšavami in drugimi spodbujevalnimi ukrepi bistveno vpliva na višjo vključenost v dodatno pokojninsko zavarovanje, zato ima ključno vlogo pri spodbujanju prebivalstva k dodatnemu varčevanju za tretje življenjsko obdobje. Država bi zato morala krepiti zanimanje za varčevanje v drugem pokojninskem stebru ter hkrati izboljšati njegovo dostopnost. Decembra 2024 je bilo v Sloveniji v dodatno pokojninsko zavarovanje vključenih 628 tisoč zavarovancev, kar predstavlja 63,2 % od skupno 993 tisoč zavarovancev javnega pokojninskega sistema (MDDSZ, 2026; ZPIZ, 2025).

2.2 Tretji steber – pokojninsko in invalidsko zavarovanje na podlagi individualnega varčevanja

V tretjem pokojninskem stebru varčevalec varčuje sam. Udeležba v tretjem stebru ni pogojena z zaposlitvijo oziroma z opravljanjem določene dejavnosti. Gre za individualno pogodbo med izvajalcem pokojninskih načrtov in posameznikom. Prednost je fleksibilnost glede vplačevanja prispevkov in njihove višine. Zavarovanci lahko v določenem obdobju tudi prekinejo z vplačevanjem prispevkov (Diklič, 2004). Drugi in tretji steber se med seboj razlikujeta v tem, da varčevanje v drugem stebru nadzira država in za to ponuja tudi določene davčne olajšave.

3 Pomen pokojninskih skladov za gospodarstvo in družbo

Ker je sistem prvega pokojninskega stebra dolgoročno nevzdržen, je za Slovenijo ključnega pomena krepitev trdnega in učinkovitega drugega pokojninskega stebra. Pokojninsko varčevanje je po svoji naravi dolgoročno – navadno se začne ob vstopu na trg dela, izplačuje pa ob upokojitvi – in ima pomemben družbeni vpliv. Višje pokojnine zmanjšujejo tveganje revščine med starejšimi in izboljšujejo njihovo kakovost življenja.

Ena izmed manj poudarjenih značilnosti drugega pokojninskega stebra je njegov vpliv na gospodarsko rast in razvoj kapitalskih trgov. Medtem ko se sredstva prvega stebra sproti porabljajo za izplačevanje pokojnin, se sredstva v pokojninskih skladih drugega stebra vlagajo v gospodarstvo (Vrtačnik, 2007). Kot pomembni institucionalni vlagatelji lahko pokojninski skladi prispevajo k večji likvidnosti in stabilnosti finančnih trgov. Večja vključenost prebivalstva v pokojninske sklade bi v Sloveniji lahko pomembno okrepila likvidnost domače borze oziroma celotnega kapitalskega trga, gospodinjstvom pa omogočila višje donose v primerjavi s klasičnimi bančnimi depoziti. Zaradi svoje dolgoročne naložbene naravnosti lahko pokojninski skladi prispevajo tudi k stabilnosti finančnega sistema. Ker niso izpostavljeni kratkoročnim likvidnostnim pritiskom, lahko v obdobjih tržnih nihanj delujejo proticiklično – kupujejo naložbe, ko so cene nizke, in tako pomagajo stabilizirati trge. Njihova prisotnost zmanjšuje tveganje nenadnih izstopov kapitala in povečuje odpornost finančnega sistema na morebitne šoke.

3.1 Pregled literature

Razumevanje vpliva pokojninskih skladov na delniški trg je pomembno tako s teoretičnega kot praktičnega vidika. Pregled izbrane strokovne literature kaže na pomembno povezavo med velikostjo pokojninskih skladov in razvojem kapitalskih trgov. Raziskave različnih avtorjev poudarjajo, da rast in krepitev pokojninskih skladov prispevata k večji tržni kapitalizaciji, likvidnosti ter stabilnosti finančnih trgov, hkrati pa lahko spodbudita tudi gospodarsko rast.

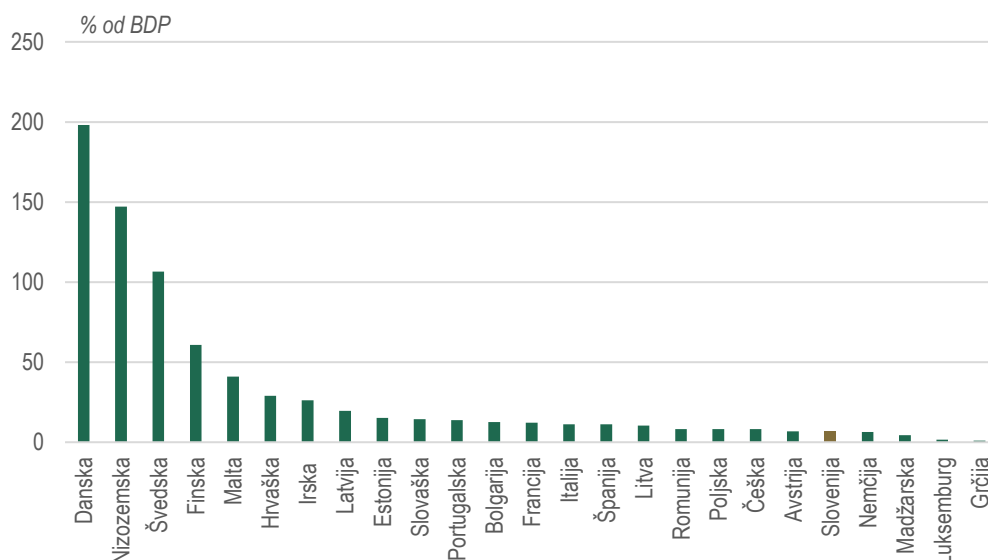
Walker in Lefort (2002) ugotavljata pozitivno povezavo med pokojninskimi reformami, ki krepijo pokojninske sklade, in razvojem kapitalskega trga. Makroekonomska analiza Corba in Schmidt-Hebbela (2003) je pokazala, da je čilski pokojninski sistem, v obdobju med letoma 1981 in 2001 prispeval k povprečno za pol odstotne točke višji letni gospodarski rasti. Opredelila sta tri različne kanale, prek katerih je pokojninska reforma prispevala k hitrejši gospodarski rasti: i) povečani tokovi varčevanja in investicij; ii) povečanje zaposlenosti in njena formalizacija; ter iii) razvoj kapitalskih trgov (Corbo in

Schmidt-Hebbel, 2003). Davis in Hu (2005) sta v analizi 38 držav ugotovila, da imajo pokojninska sredstva pozitiven vpliv na gospodarsko rast tako v državah OECD kot v gospodarstvih v vzponu, pri čemer je učinek v slednjih še izrazitejši. Meng in Pfau (2010) ugotavljata, da pokojninska sredstva izboljšujejo tržno kapitalizacijo in likvidnost v državah z visoko stopnjo finančnega razvoja, medtem ko Hu (2012) izpostavlja pozitiven vpliv rasti sredstev pokojninskih skladov na razvoj finančnih in kapitalskih trgov v Aziji. Thomas in drugi (2014) so ugotovili, da večji delež sredstev pokojninskih skladov, vloženih v delnice, pomembno zmanjšuje volatilnost delniških trgov v državah OECD, kar potrjuje stabilizacijsko vlogo pokojninskih skladov. Rexhepi in Gashi (2022) izpostavljata pozitiven vpliv pokojninskih skladov na rast delniških in obvezniških trgov ter priporočata spodbujanje bolj tveganih naložbenih strategij ob večji akumulaciji sredstev, medtem ko Milos in Milos (2024) dokazujeta močno in pozitivno povezavo med sredstvi pokojninskih skladov in tržno kapitalizacijo kapitalskih trgov.

4 Pregled pokojninskih skladov v EU

Med državami EU so velike razlike v velikosti pokojninskih skladov. Drugi pokojninski steber je v nekaterih državah obvezen za določene skupine, druge pa prostovoljen in dopolnjuje javni sistem. Ob koncu leta 2024 so imeli pokojninski skladi v evrskem območju 3,6 bilijona evrov sredstev, kar je 6,5 % več kot leto prej, predvsem zaradi dobrih donosov naložb (ECB SDW, 2026). V Sloveniji drugi pokojninski steber predstavlja 7,3 % BDP, kar je razmeroma malo v primerjavi z večino drugih članic EU. Manjši delež imajo le še Nemčija, Madžarska, Luksemburg in Grčija (glej *sliko 2*).

Slika 2: **Velikost pokojninskih skladov v EU leta 2024 (deleži BDP)**



Vir: OECD Data Explorer.

Opomba: na grafu zaradi pomanjkanja razpoložljivih podatkov od EU članic ni prikazan Ciper.

Države z nižjim deležem sredstev v pokojninskih skladih lahko razdelimo v dva dela. V prvem sta Grčija in Madžarska, ki imata prostovoljni in novejši pokojninski sistem, zato so zbrana sredstva v skladih še vedno precej nizka (OECD, 2024). V drugega pa spadajo države, ki imajo omejen obseg pokojninskih sredstev v drugem pokojninskem ste-

bru zaradi močnega in dobro financiranega prvega stebra. Kot primer veljata Luksemburg in Avstrija, kjer je prvi pokojninski steber osrednji steber socialne varnosti (Bundesministerium, 2025; IMF, 2019). V Luksemburgu trenutni prispevki delovno aktivne populacije v celoti pokrivajo izplačila pokojnin upokojencem, zato ni potrebe po velikih zasebnih pokojninskih skladih, ki bi akumulirali sredstva za prihodnje pokojnine (IMF, 2019).

Države z največjim obsegom sredstev v pokojninskih skladih so običajno tiste, kjer prevladujejo obvezna vplačila premij v pokojninske sklade. Na Danskem in Nizozemskem so delodajalci zavezani sodelovati v pokojninskih načrtih, če je to dogovorjeno na ravni panoge ali dejavnosti. Čeprav ni zakonske obveznosti, da delodajalci ponujajo pokojninske sheme svojim zaposlenim, so na podlagi kolektivnih pogodb posameznih dejavnosti te večinoma obvezne, tako da je prek drugega pokojninskega stebra in kolektivnih shem pokritih 91 % vseh zaposlenih, ki poleg tega dodatno varčujejo prek individualnih shem, ki so tudi davčno stimulirane s posebnimi olajšavami (Finance, 2023). Zaradi tega je vrednost sredstev v pokojninskih skladih v teh dveh državah izjemno visoka in presega letni BDP države (OECD, 2024).

V spodnji tabeli (*tabela 1*) so za primerjavo predstavljene Danska, Nizozemska, Slovenija, Luksemburg in Nemčija. Tabela prikazuje velikost pokojninskih skladov, stopnjo nadomestitve pokojnine, ki meri višino dohodka v pokoju kot nadomestila za zaslužek pred upokojitvijo, in tržno kapitalizacijo kapitalskega trga posamezne države.

Danska in Nizozemska sta med državami EU znani kot predstavnici z največjimi in najrazvitejšimi pokojninskimi skladi. Njuni pokojninski sistemi imajo dolgo tradicijo, visoko raven sredstev in pomembno vlogo na kapitalskih trgih. Z vključitvijo teh dveh držav smo želeli zajeti značilnosti okolij, kjer pokojninski skladi predstavljajo ključen dejavnik finančnega sistema. Luksemburg in Nemčija predstavljata nasprotni pol in se po deležu sredstev v pokojninskih skladih uvrščata med države z najnižjimi vrednostmi v Evropi. S tem smo želeli omogočiti primerjavo med državami z zelo različnimi pokojninskimi sistemi in različno vlogo institucionalnih vlagateljev na finančnih trgih. Slovenija je vključena kot domača država. S tem lahko rezultate neposredno primerjamo in interpretiramo v kontekstu slovenskega trga in pokojninskega sistema.

Tabela 1: Primerjava pokojninskih sistemov med državami

Država	Delež sredstev v skladih (% BDP)	Višina pokojnine glede na zaslužek pred upokojitvijo (%) ²	Tržna kapitalizacija (% BDP)
Danska	206	73	128
Nizozemska	151	75	136
Slovenija	7	46	25
Nemčija	6	42	55
Luksemburg	2	76	45

Viri: OECD Data Explorer, OECD: Pensions at a Glance 2025 (EN), CEIC data

Na podlagi podatkov iz *tabele 1* je razvidno, da obstajajo velike razlike med državami glede deleža sredstev v skladih, stopnje nadomestitve in tržne kapitalizacije v primerjavi z BDP. Danska in Nizozemska izstopata z zelo visokim deležem sredstev v skladih

²Višina pokojnine glede na zaslužek pred upokojitvijo je opredeljena kot razmerje med bruto pokojninsko pravico in bruto zaslužkom pred upokojitvijo.

(več kot 150 % BDP) in visoko tržno kapitalizacijo, kar kaže na razvitost njihovih kapitalskih trgov. Prav tako imata ti državi relativno visoko višino pokojnine glede na bruto zaslužek pred upokojitvijo.

Slovenija in Nemčija imata bistveno nižji delež sredstev v skladih in nižjo tržno kapitalizacijo, kar nakazuje manjšo vlogo kapitalskega trga in skladov v pokojninskem sistemu. Višina pokojnine glede na bruto zaslužek pred upokojitvijo je v obeh državah nižja kot na Danskem in Nizozemski, vendar nekoliko višja v Sloveniji kot v Nemčiji. Luksemburg ima zelo nizko razmerje sredstev pokojninskih v skladih glede na BDP, a hkrati najvišjo stopnjo nadomestitve med vsemi državami v tabeli, kar kaže na drugačen model financiranja pokojnin.

Skupno lahko zaključimo, da višji delež sredstev v skladih in razvitost kapitalskega trga pogosto spremljata višjo stopnjo pokojnine glede na bruto zaslužek pred upokojitvijo, vendar obstajajo tudi izjeme, kot je Luksemburg³, kjer so razmerja drugačna. To kaže na raznolikost pokojninskih sistemov in pomen različnih virov financiranja pokojnin v posameznih državah.

5 Empirična analiza

Predmet analize je bila proučitev povezave med razvitostjo kapitalskih trgov in velikostjo pokojninskih skladov, ki pogosto predstavljajo pomembne institucionalne vlagatelje. V analizo je vključenih 15 držav⁴, za katere so bili na voljo vsi podatki v obdobju od 2014 do 2024.

5.1 Empirični model in uporabljeni podatki

Za analizo vpliva sredstev pokojninskih skladov, gospodarske razvitosti, demografskih dejavnikov in razvitosti bančnega sistema na razvitost kapitalskega trga je bil uporabljen dinamični panelni model s cenilko Arellano-Bond. Ta pristop je posebej primeren za podatke v obliki panela, kjer se spremlja več držav skozi čas in omogoča upoštevanje tako časovne dinamike kot tudi morebitne endogenosti pojasnjevalnih spremenljivk⁵. Z OLS modelom s fiksnimi ali naključnimi učinki bi težje ustrezno naslovila endogenost in dinamično naravo modela. Dinamični panelni model namreč omogoča, da v analizo vključimo tudi pretekle vrednosti odvisne spremenljivke, saj je razvoj kapitalskega trga pogosto vezan na pretekle trende. V analizi je bila uporabljena dvostopenjska ocena (angl. *two-step*), ki je v ekonometrični literaturi priporočena zaradi večje učinkovitosti pri večjem številu opazovanj, vendar je treba rezultate pri manjših vzorcih interpretirati previdno zaradi možne pristranskosti standardnih napak. Zaradi majhnega števila skupin (v našem primeru 15 držav) robustne standardne napake v tem primeru niso bile zanesljive, saj so postale pretirano velike in so vodile do statistično neznačilnih rezultatov. Zato so v končni predstavitvi rezultatov uporabljene običajne (neregulirane)

³ Posamezniki imajo v Luksemburgu zaradi visokih povprečnih plač ter stabilnega trga dela več možnosti za individualno varčevanje, kar zmanjšuje potrebo po razvoju obsežnega drugega stebra (vir: OECD, Pensions at a Glance; IMF Country Report No. 19/131).

⁴ Slovenija, Danska, Estonija, Finska, Francija, Irska, Italija, Latvija, Litva, Luksemburg, Nemčija, Nizozemska, Portugalska, Slovaška in Španija.

⁵ Arellano, M., in Bond, S. (1991)

standardne napake, kar omogoča stabilnejšo interpretacijo koeficientov, vendar je kljub temu treba rezultate interpretirati z ustrezno previdnostjo.

Ekonometrični model lahko zapišemo kot:

$$TK_{it} = \alpha + \beta_1 TK_{i,t-1} + \beta_2 SPS_{it} + \beta_3 Z_{it} + \beta_4 BDP_{it}^{p.p.} + \beta_5 RBS_{it} + \varepsilon_{it}$$

Pri oblikovanju modela za analizo dejavnikov, ki vplivajo na tržno kapitalizacijo, so bile izbrane naslednje pojasnjevalne spremenljivke na podlagi njihove ekonomske relevantnosti in teoretične podprtosti v literaturi (npr. Alda, 2017)⁶:

- Tržna kapitalizacija (odvisna spremenljivka) (TK_{it})

Tržna kapitalizacija (tj. skupno vrednost vseh izdanih delnic na borzi), izražena kot odstotek nominalnega BDP države. Ta kazalnik je v strokovni literaturi pogosto uporabljen kot standardni pokazatelj velikosti in razvitosti kapitalskega trga v posamezni državi. Višja tržna kapitalizacija v razmerju do BDP praviloma pomeni večjo vlogo kapitalskega trga v gospodarstvu ter boljšo dostopnost podjetij do virov financiranja prek borze.

Viri podatkov: [Market Capitalization to GDP | Economic Indicators | CEIC](#)

- Tržna kapitalizacija – zamik enega leta (neodvisna spremenljivka) ($TK_{i,t-1}$)

S to spremenljivko želimo preveriti, ali je razvoj kapitalskega trga postopen in vezan na pretekle trende.

Viri podatkov: [Market Capitalization to GDP | Economic Indicators | CEIC](#)

- Sredstva v pokojninskih skladih (neodvisna spremenljivka) (SPS_{it})

Pokojninski skladi so pomembni institucionalni vlagatelji na kapitalskih trgih. Višja sredstva v teh skladih običajno pomenijo večje povpraševanje po finančnih instrumentih, kar lahko pozitivno vpliva na tržno kapitalizacijo kapitalskega trga. Ta spremenljivka tako odraža stopnjo razvoja in vlogo institucionalnih vlagateljev v posamezni državi.

Vir podatkov: [OECD Data Explorer • Asset-backed pensions - main database](#)

- Zaposlenost (neodvisna spremenljivka) (Z_{it})

Stopnja zaposlenosti je pomemben kazalnik gospodarske aktivnosti, saj višja zaposlenost povečuje razpoložljiva sredstva za varčevanje in vlaganje ter krepi zaupanje v gospodarsko rast. To spodbuja povpraševanje po finančnih instrumentih in prispeva k višji tržni kapitalizaciji kapitalskega trga, hkrati pa večje povpraševanje po blagu in storitvah pozitivno vpliva na dobičkonosnost in tržno vrednost podjetij na borzi.

Vir podatkov: [\[tipslm100\] Employment rate](#)

- Indeks BDP na prebivalca po pariteti kupne moči (neodvisna spremenljivka) ($BDP_{it}^{p.p.}$)

BDP na prebivalca je standardni kazalnik gospodarske razvitosti države. Indeks obsega BDP na prebivalca po pariteti kupne moči je v naših podatkih izražen v primerjavi s povprečjem Evropske unije, ki je določeno na vrednost 100. Višja gospodarska razvitost običajno pomeni večje razpoložljive dohodke, večje možnosti za varčevanje in

⁶Literature na proučevano tematiko je precej; glej poglavje 2.1.

investiranje ter posledično večjo tržno kapitalizacijo kapitalskega trga. Z vključitvijo te spremenljivke zajamemo vpliv splošnega gospodarskega okolja na kapitalski trg.

Vir podatkov: [\[tec00114\] GDP per capita in PPS](#)

- Razvitost bančnega sistema (RBS_{it})

Kot kazalnik stopnje razvitosti bančnega sistema je uporabljen delež bančnih posojil zasebnemu sektorju v bruto domačem proizvodu (BDP). Višja vrednost tega kazalnika praviloma pomeni bolj razvit bančni sistem, saj odraža večjo vlogo bank pri financiranju prebivalstva in gospodarstva ter boljši dostop do kreditov. Dobro razvit bančni sistem prispeva k učinkovitejšemu finančnemu posredovanju, lažjemu dostopu do virov financiranja in večji stabilnosti finančnega okolja. S tem se ustvarjajo pogoji, ki spodbujajo rast in razvoj kapitalskega trga ter omogočajo učinkovitejšo alokacijo finančnih sredstev v gospodarstvu. Ta spremenljivka neposredno meri aktivnost in razvitost bančnega sistema v posamezni državi. Z vključitvijo te spremenljivke v model je mogoče nadzorovati vpliv bančnega sistema na kapitalizacijo kapitalskega trga.

Vir podatkov: [Domestic credit to private sector by banks \(% of GDP\) - European Union | Data](#)

Izbira teh spremenljivk omogoča celovito analizo, saj zajema demografske, ekonomske in institucionalne dejavnike, ki so ključni za razumevanje dinamike med pokojninskimi skladi in kapitalskimi trgi.

5.2 Interpretacija rezultatov

Tabela 2: Rezultati dinamičnega panelnega regresijskega modela

Arellano-Bond dynamic panel-data estimation		Number of obs	=	126	
Group variable: Drzava_id		Number of groups	=	15	
Time variable: Leto		Obs per group:			
		min	=	7	
		avg	=	8.4	
		max	=	9	
Number of instruments =		51	Wald chi2(5)	=	91112.27
			Prob > chi2	=	0.0000
Two-step results					
Trzna_kapitalizacija	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
Trzna_kapitalizacija L1.	.4628196	.0140431	32.96	0.000	.4352956 .4903436
Sredstva_pokojninski_skladi	.7141249	.0156653	45.59	0.000	.6834215 .7448283
Indeks_BDP_na_prebivalca	.3039604	.0922509	3.29	0.001	.1231519 .4847689
Zaposlenost	.8077894	.2496455	3.24	0.001	.3184932 1.297085
Bancni_sistem	.2165647	.0586983	3.69	0.000	.1015181 .3316112
_cons	-109.9392	28.80619	-3.82	0.000	-166.3983 -53.48015

Warning: gmm two-step standard errors are biased; robust standard errors are recommended.

Instruments for differenced equation

GMM-type: L(2/.)Trzna_kapitalizacija

Standard: LD.Trzna_kapitalizacija D.Sredstva_pokojninski_skladi

D.Indeks_BDP_na_prebivalca D.Zaposlenost D.Bancni_sistem

Instruments for level equation

Standard: _cons

▪ Tržna kapitalizacija – zamik enega leta

Pričakovano je koeficient, ki pretekle ravni tržne kapitalizacije kapitalskega trga poziti-ven in statistično značilen, kar pomeni, da ima pretekla raven (zamik enega leta) raz- vitosti kapitalskega trga pomemben vpliv na trenutno raven. To potrjuje obstoj vztraj- nosti oziroma postopnega razvoja trga.

▪ Sredstva pokojninskih skladov

Podobno kot v relevantni literaturi (npr. Alda, 2017), pozitiven in statistično značilen koeficient kaže, da večja sredstva v pokojninskih skladih pomembno prispevajo k večji tržni kapitalizaciji kapitalskega trga. To potrjuje, da imajo pokojninski skladi pomembno vlogo v strukturi institucionalnih vlagateljev na kapitalskem trgu.

▪ BDP na prebivalca

Pozitiven in statistično značilen koeficient kaže, da gospodarsko bolj razvite države praviloma dosegajo višjo raven razvitosti kapitalskega trga.

▪ Stopnja zaposlenosti

Pozitiven in statistično značilen koeficient nakazuje, da višja stopnja zaposlenosti po- membno in pozitivno vpliva na tržno kapitalizacijo kapitalskega trga. To potrjuje, da je višja zaposlenost povezana z večjim zaupanjem, večjim razpoložljivim dohodkom in večjo investicijsko aktivnostjo.

- Razvitost bančnega sistema

Pozitiven in statistično značilen koeficient kaže, da višja stopnja razvitosti bančnega sistema pomembno in pozitivno vpliva na razvitost kapitalskega trga. Preverimo še specifikacije testne analize. S testom Arellano-Bond smo preverili, ali so napake avtokorelirane, ničelna hipoteza testa pa je, da avtokorelacije v napakah ni. V primeru testa $AR(1)$ se izkaže, da je ničelna hipoteza zavrnjena ($p = 0,0283$), kar potrjuje, da so diferencirane napake prvega reda avtokorelirane, medtem ko v primeru testa $AR(2)$ ni možno zavrniti ničelne hipoteze ($p = 0,3746$). To pomeni, da ni serijske korelacije drugega reda in da so posledično uporabljeni instrumenti v analizi primerni. Opravili smo tudi Sarganov test prekomerne identifikacije, s katerim ne moremo zavrniti ničelne hipoteze, kar pomeni, da so instrumenti primerni in eksogeni.

Študija analizira vlogo sredstev pokojninskih skladov pri spodbujanju razvoja kapitalskega trga v 15 državah (pretežno članicah EU) v obdobju 2014–2024, pri čemer kot merilo rasti kapitalskega trga uporablja tržno kapitalizacijo kot delež BDP. Z uporabo dinamičnega panelnega modela z ocenjevalnikom Arellano-Bond smo proučili vpliv sredstev pokojninskih skladov ob upoštevanju pretekle ravni razvitosti kapitalskega trga (z enoletnim zamikom), gospodarske razvitosti, stopnjo zaposlenosti ter razvitosti bančnega sistema. Rezultati kažejo na močno, pozitivno in statistično značilno povezavo med sredstvi pokojninskih skladov in tržno kapitalizacijo kapitalskega trga. Natančneje, povečanje deleža sredstev pokojninskih skladov za eno odstotno točko je povezano s povečanjem deleža tržne kapitalizacije za 0,714 odstotne točke, kar kaže na pomembno vlogo pokojninskih skladov pri spodbujanju aktivnosti in likvidnosti na kapitalskem trgu. Med kontrolnimi spremenljivkami so pretekla raven tržne kapitalizacije, gospodarska razvitost, stopnja zaposlenosti ter razvitost bančnega sistema izkazale pomembne pozitivne učinke, kar nakazuje, da vse vključene kontrolne spremenljivke podpirajo razvoj kapitalskega trga z izboljšanjem likvidnosti in krepitvijo zaupanja vlagateljev. Skupaj te ugotovitve poudarjajo ključen pomen pokojninskih skladov pri spodbujanju rasti kapitalskega trga, čeprav je rezultate treba interpretirati ob upoštevanju metodoloških omejitev, predvsem zaradi majhnega opazovanega vzorca na podlagi nizkega števila držav. Kljub temu študija omogoča dobro osnovo za nadaljnje ter bolj poglobljeno in razširjeno raziskovalno delo na tem področju, ki pa v našem primeru presega okvire publikacije Kratke ekonomske in finančne analize.

Slovenska družba se hitro stara, upočasnjevanje naravnega prirasta prebivalstva pa za zdaj blažijo predvsem neto migracije, ki pozitivno vplivajo na trg dela in s tem na financiranje prvega pokojninskega stebra. Naraščajoča starost aktivno zaposlenega prebivalstva povečuje pritisk na pokojninske sklade, saj večje število upokojenih v primerjavi s številom aktivno zaposlenih pomeni večje finančne obveznosti za izplačilo pokojnin iz prvega stebra in prispevkov iz proračuna za krpanje luknje v prvem stebru. To skupaj z dolgoživostjo povzroča tveganje za javnofinančno vzdržnost pokojninskega sistema, ki ga je treba nasloviti z ustreznimi politikami in ukrepi aktivnega vključevanja starejših na trg dela ter izboljšanja upravljanja in financiranja pokojninskih skladov. Za dolgoročno vzdržnost pokojninskega sistema in razvoj finančnega trga je nujno, da se politika usmeri v spodbujanje drugega stebra, izboljšanje finančne pismenosti ter odpravo ovir za vlaganje pokojninskih skladov. S tem bi Slovenija lahko okrepila odpornost svojega pokojninskega sistema in prispevala k bolj dinamičnemu razvoju gospodarstva.

Rezultati analize v delu potrjujejo, da imajo pokojninski skladi pomembno vlogo tudi pri razvoju kapitalskega trga, saj večja sredstva v skladih pozitivno vplivajo na tržno kapitalizacijo. To pomeni, da bi okrepitev drugega pokojninskega stebra lahko prispevala tako k večji finančni varnosti posameznikov kot tudi k razvoju in stabilnosti slovenskega kapitalskega trga.

7

Kazalo slik in tabel

Kazalo slik

Slika 1: Starostna skupina zaposlenih v Sloveniji

Slika 2: Velikost pokojninskih skladov v EU leta 2024 (deleži BDP)

6

9

Kazalo tabel

Tabela 1: Primerjava pokojninskih sistemov med državami

Tabela 2: Rezultati dinamičnega panelnega regresijskega modela

10

14

8

Opis kratic

Kratice

BDP

EU

OECD

SURS

Bruto domači proizvod

Evropska unija

Organizacija za ekonomsko sodelovanje in razvoj

Statistični urad Republike Slovenije

17

Vloga pokojninskih skladov pri zagotavljanju vzdržnosti pokojninskega sistema in razvoju kapitalskega trga

Julij 2026

Banka Slovenije

- Alda, M. (2017). The relationship between pension funds and the stock market: Does the aging population of Europe affect it? *International Review of Financial Analysis*, 49, 83–97
- Arellano, M., in Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The Review of Economic Studies* 58(2), 277–297
- Bundesministerium (2025). The Pension System in Austria – an Overview. Dostopno na: https://broschuerenservice.sozialministerium.gv.at/Home/Download?publicationId=531&attachmentName=Das_Pensionssystem_in_%C3%96sterreich_Ein_%C3%9Cberblick_2025.pdf
- Corbo, V., in Schmidt-Hebbel, K. (2003). Macroeconomic Effects of Pension Reform in Chile. v *Pension Reforms: Results and Challenges*, in: Pension reforms: results and challenges, International Federation of Pension Fund Administrators, 241–329
- Davis, E. & Hu, Yuwei. (2005). Is There a Link between Pension Funded Assets and Economic Growth? A Cross-Country Study. Brunel University and NIESR London
- Diklić, P. (2004). V finančnih sistemih razvitih držav tržnega gospodarstva dandanes delujejo različni finančni posredniki. Dostopno na: http://www.cek.ef.uni-lj.si/u_diplome/diklic1391.pdf
- Eurostat (2024). 2024 Ageing report, dostopno na 2024 Ageing Report. Underlying Assumptions and Projection Methodologies - European Commission)
- Finance (2023). Nizozemski pokojninski sistem spet na prvem mestu. Dostopno na: <https://www.finance.si/nizozemski-pokojninski-sistem-spet-na-prvem-mestu/a/9018116>
- Hu, Y. 2012. Growth of Asian Pension Assets: Implications for Financial and Capital Markets, ADBI Working Papers 360, Asian Development Bank Institute
- IMF (2019). Country Report No. 19/131. Dostopno na <https://www.imf.org/-/media/files/publications/cr/2019/1luxea2019002.pdf> MDDSZ (2025). Dostopno na: <https://www.gov.si/podrocja/zaposlovanje-delo-in-upokojitev/upokojitev/>
- Meng, C. & Pfau W. D., 2010. The Role of Pension Funds in Capital Market Development, GRIPS Discussion Papers 10-17, National Graduate Institute for Policy Studies.
- Milos, L. R., in Milos M. C. (2024). Power Players: Do Pension Funds Drive Stock Market Growth In The European Union?, *Annals - Economy Series*, Constantin Brancusi University, Faculty of Economics, 6, 91-97
- Ministrstvo za finance RS (2024). 2024 Ageing Report Slovenia - Country Fiche (2023). Dostopno na: https://economy-finance.ec.europa.eu/document/download/588c1bf7-9f1b-4a2b-90d3-3275eec54dd4_en?filename=2024-ageing-report-country-fiche-Slovenia.pdf
- OECD (2024). Pension Markets in Focus 2024, OECD Publishing, Paris. Dostopno na: <https://doi.org/10.1787/b11473d3-en>
- Rexhepi, G., in Gashi, B. (2022). The role of pension funds on capital market growth in the new EU member states. *Ekonomista*, 4, 437–454.
- SURS. Demografske projekcije. Dostopno na: <https://pxweb.stat.si/SiStatData/pxweb/sl/Data/-/0700997S.px>
- Thomas, A., Spataro, L., in Mathew, N. (2014). Pension funds and stock market volatility: An empirical analysis of OECD countries. *Journal of Financial Stability*, 11, 92–103
- Vrtačnik, J. (2007). Pokojninski sistem v Sloveniji. Dostopno na http://www.cek.ef.uni-lj.si/u_diplome/vrtacnik2840.pdf
- Walker, E. & Lefort, F., 2002. Pension reform and capital markets : are there any (hard) links?, Policy Research Working Paper Series 24082, The World Bank