



Struktura in delovanje finančnega sistema

Igor Stubelj
Suzana Laporšek





GREEN, DIGITAL & INCLUSIVE
University of Primorska
ZELENA, DIGITALNA IN VKLJUČUJOČA
Univerza na Primorskem
VERDE, DIGITALE E INCLUSIVA
Univerza na Primorskem



**NAČRT ZA
OKREVANJE
IN ODPORNOST**



REPUBLIKA SLOVENIJA
MINISTRSTVO ZA VISOKO ŠOLSTVO,
ZNANOST IN INOVACIJE



Financira
Evropska unija
NextGenerationEU

Struktura in delovanje finančnega sistema

Igor Stubelj
Suzana Laporšek



Struktura in delovanje finančnega sistema
Igor Stubelj in Suzana Laporšek

Recenzenta · Timotej Jagrič in Jan Žan Oplotnik

Lektoriranje · Davorin Dukič

Tehnična ureditev · Tajda Senica

Grafika na naslovnici · Tina Vraneš

Prelom · Primož Orešnik

Izdala in založila · Založba Univerze na Primorskem

Titov trg 4, 6000 Koper · www.hippocampus.si

Glavna urednica · Simona Kustec

Vodja založbe · Alen Ježovnik

Koper, 2025

© 2025 Igor Stubelj in Suzana Laporšek

Brezplačna elektronska izdaja

<https://www.hippocampus.si/ISBN/978-961-293-476-7.pdf>

<https://www.hippocampus.si/ISBN/978-961-293-477-4/index.html>

<https://doi.org/10.26493/978-961-293-476-7>



Katalogni zapis o publikaciji (CIP) pripravili
v Narodni in univerzitetni knjižnici v Ljubljani

COBISS.SI-ID 240327171

ISBN 978-961-293-476-7 (PDF)

ISBN 978-961-293-477-4 (HTML)

Vsebina

Vsebina • 5

Seznam slik • 7

Seznam preglednic • 8

1 Uvod • 9

2 Finančni sistem • 11

2.1 Funkcije finančnega sistema • 12

2.2 Sestava finančnega sistema • 18

2.3 Vloga države v slovenskem finančnem sistemu • 25

2.4 Integracija finančnega sistema EU • 27

2.5 Merjenje razvitosti finančnega sistema • 31

2.6 Razvitost finančnega sistema in razvitost gospodarstva • 35

2.7 Povzetek • 38

3 Obrestne mere • 41

3.1 Osnovni koncept obrestne mere • 41

3.2 Nominalna in realna obrestna mera • 42

3.3 Dejavniki, ki vplivajo na obrestne mere • 44

3.4 Struktura obrestnih mer glede na tveganje • 46

3.5 Časovna struktura obrestnih mer • 48

3.6 Medbančne obrestne mere • 51

3.7 Obrestne mere in gospodarska rast • 57

3.8 Povzetek • 59

4 Finančni trgi • 61

4.1 Vrste in delitev finančnih trgov • 61

4.2 Osnovne značilnosti finančnih trgov • 70

4.3 Učinkovitost finančnega trga • 71

4.4 Povzetek • 80

5 Finančne institucije • 81

5.1 Centralne banke in denarna politika • 81

5.2 Banke in hranilnice • 96

5.3 Zavarovalnice • 106

5.4 Finančni konglomerati • 112

5.5	Pokojninski skladi	113
5.6	Investicijski skladi in investicijske družbe	117
5.7	Borze	122
5.8	Plačilni sistemi v EU in globalno	130
5.9	Bonitetne agencije in bonitetne ocene	134
5.10	Povzetek	137
6	Finančne inovacije	141
6.1	Klasifikacija finančnih inovacij	141
6.2	Primeri sodobnih finančnih inovacij	142
6.3	Vpliv inovacij na finančni sistem	146
	Literatura	149

Seznam slik

- 2.1 Prenos finančnih virov v finančnem sistemu · 12
- 2.2 Pregled finančnih institucij · 19
- 2.3 Nedepozitni finančni posredniki · 22
- 3.1 Gibanje povprečne nominalne in realne obrestne mere za kratkoročne bančne vloge v državah evroobmočja ter stopnja inflacije od leta 1981 do 2016, v odstotkih · 44
- 3.2 Obrestna mera na trimesečne zakladne menice v ZDA, 1934–2025 · 45
- 3.3 Zahtevana donosnost na desetletne podjetniške obveznice z bonitetno oceno AAA in Baa ter donosnost na zakladne menice v ZDA, 1990–2025 · 48
- 3.4 Krivulje donosnosti · 49
- 3.5 Gibanje šestmesečnega euriborja od maja 1995 do maja 2025 in povprečja, v odstotkih · 53
- 4.1 Delitve finančnih trgov · 62
- 4.2 Finančni instrumenti na denarnem trgu · 63
- 5.1 Instrumenti in cilji denarne politike · 83
- 5.2 Transmisijski mehanizem denarne politike · 84
- 5.3 Zemljevid evroobmočja · 85
- 5.4 Ključne obrestne mere Evrosistema, 1999–2025 · 90
- 5.5 Vrste bank · 99
- 5.6 Enotni mehanizem nadzora in delitev nalog · 103
- 5.7 Struktura Solventnosti II · 111
- 5.8 Največje svetovne kapitalske borze po tržni kapitalizaciji, maj 2025 · 125
- 6.1 Vrednost trajnostnih dolžniških instrumentov, 2015–2021 · 144

Seznam preglednic

- 2.1 Primerjava bančnega in tržnega sistema · 14
- 4.1 Značilnosti OTC-trgov in borz · 65
- 5.1 Banke in hranilnice v Sloveniji · 105
- 5.2 Bonitetne ocene in njihov pomen · 136

1 Uvod

Finančni sistem je sestavljen iz prepletenih mehanizmov, akterjev in pravil, ki skupaj omogočajo pretok kapitala, razporejanje tveganj in uresničevanje gospodarskih odločitev. V današnjih razmerah, ko so gospodarstva vse bolj globalno povezana, trgi hitro odzivni, tehnologije pa nenehno spreminjajo način opravljanja finančnih storitev, postaja poglobljeno razumevanje teh procesov še pomembnejše. Prav zato je osrednji cilj te monografije sistematično razčleniti delovanje sodobnega finančnega sistema ter osvetliti njegove funkcije, strukturo in vlogo v spreminjajočem se gospodarskem okolju. Pri tem se monografija opira na povezovanje teoretičnih izhodišč z rezultati empiričnih raziskav, na analizo aktualnih podatkov in trendov ter na primerjalno analizo institucionalnih in regulativnih ureditev. Poudarek je na povezovanju teorije s prakso, zato so v besedilo vključeni konkretni primeri, primerjalni vpogledi in ilustrativni prikazi, ki prispevajo k boljšemu razumevanju obravnavanih tem.

V prvem delu monografija predstavi strukturo finančnega sistema: institucije, posrednike, trge, instrumente ter regulativni okvir. Pri tem upošteva tako domači kot širši evropski kontekst, saj procesi finančne integracije pomembno vplivajo na oblikovanje pravil in praks tudi na nacionalni ravni. Predstavljene so tudi aktualne razprave o vlogi države, učinkovitosti regulacije in posledicah razvitosti sistema za dolgoročno rast.

V nadaljevanju je podrobneje predstavljeno oblikovanje obrestnih mer, ki predstavljajo ceno denarja in hkrati signal za naložbeno ter varčevalno odločanje. Obravnava vključuje analiziranje dejavnikov, ki vplivajo na višino, strukturo in dinamiko obrestnih mer, pri čemer so vključeni tudi sodobni pogledi na vlogo pričakovanj in negotovosti. Poudarek je namenjen tudi najnovejšim spremembam na področju referenčnih obrestnih mer in prehodu od tradicionalnih indeksov (kot je LIBOR) k novim, robustnejšim nadomestnim meram (npr. €STR, SONIA, SOFR), ki pomembno vplivajo na poslovne modele finančnih institucij.

Tretji del se osredotoča na finančne trge, ki predstavljajo prostor, kjer se srečujeta ponudba in povpraševanje po denarju ter kapitalu. Poleg tradicionalne delitve trgov so vključeni tudi novejši pristopi k razumevanju tržne učinkovitosti, vedenjskih anomalij in vloge informacij. Obravnavani so aktualni primeri delovanja kapitalskih trgov v različnih okoljih ter vloga tehnoloških platform pri preoblikovanju strukture trgov. Posebna pozornost je namenjena tudi mehanizmu oblikovanja cen, vplivu sistemskih tveganj ter razpravi o stabilnosti v času tržnih pretresov.

Pomemben del tega dela obsega pregled finančnih institucij – od centralnih bank, komercialnih bank in zavarovalnic do investicijskih skladov, borz in bonitetnih agencij. Njihovo delovanje je predstavljeno skozi njihove funkcije, regulatorne okvire in odzive na strukturne spremembe v okolju. Vključeni so tudi novejši trendi na področju centralnega bančništva, kot so nestandardna denarna politika in digitalne valute centralnih bank. Poseben poudarek je namenjen izzivom, s katerimi se soočajo banke in zavarovalnice v luči digitalizacije ter podnebnih tveganj.

V zadnjem delu so v ospredju finančne inovacije, ki preoblikujejo ustaljene oblike financiranja in posredništva. Obravnavane so pojavne oblike, kot so finančnotehnološke (angl. *fintech*) platforme, nebanke, digitalne valute in finančni (ESG-) instrumenti, ki se nanašajo na politiko trajnostnega poslovanja za okolje (angl. *Environmental*), družbo (angl. *Social*) in upravljanje (angl. *Governance*) ter njihov vpliv na delovanje finančnih trgov in institucij. Predstavljeni so tudi najnovejša spoznanja o vplivu teh inovacij na finančno vključenost, stroške transakcij in preoblikovanje poslovnih modelov v sektorju ter izzivi, ki jih finančne inovacije vnašajo v finančni sistem.

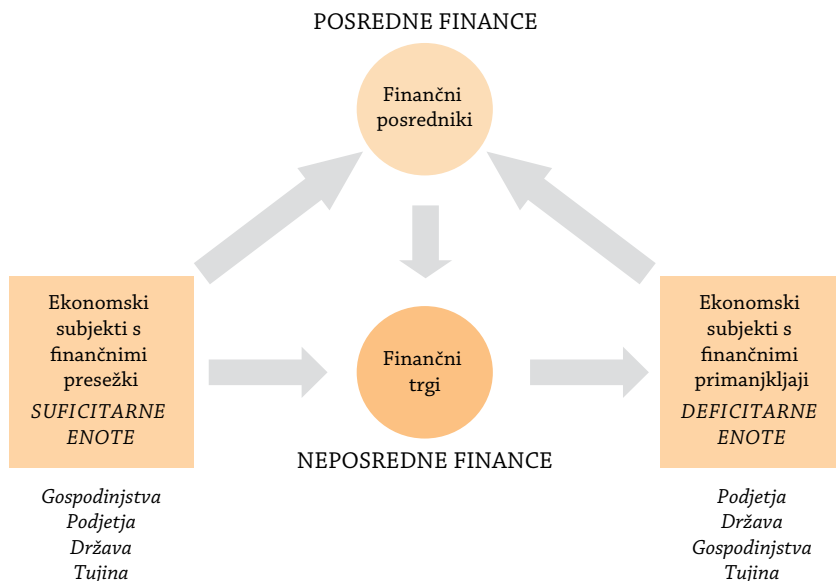
Monografija na sistematičen, metodološko utemeljen in podatkovno podprt način razčlenjuje kompleksnost sodobnega finančnega sistema. S tem ne prispeva le k boljšemu razumevanju obstoječih pojavov, temveč odpira tudi nova vprašanja o razvoju institucij, učinkovitosti politik in vplivu tehnoloških sprememb. Z vključevanjem aktualnih raziskovalnih izsledkov, specializiranih tematik in primerjalnega pristopa v evropskem kontekstu predstavlja pomemben prispevek na področju finančnih ved. Namenjena je zlasti raziskovalcem, akademikom in študentom, ki iščejo poglobljen in kritičen pogled na strukturo, dinamiko ter prihodnje izzive finančnega sistema, v nekaterih delih pa tudi širši javnosti, ki želi razumeti delovanje sodobnih financ.

2 Finančni sistem

Finančni sistem predstavlja pomemben steber delovanja gospodarstva, saj omogoča pretok sredstev med ekonomskimi subjekti s presežki kapitala in ekonomski subjekti s primanjkljaji. Finančna sredstva ekonomskih subjektov s presežki se preko finančnih trgov in finančnih posrednikov ter s pomočjo različnih finančnih instrumentov pretvorijo v različna sredstva (nepremičnine, oprema, terjatve, zaloge...) ekonomskih subjektov s primanjkljaji.

S posredovanjem med varčevalci in vlagatelji finančni sistem prispeva k učinkoviti alokaciji virov v ekonomiji, kar spodbuja gospodarsko rast in razvoj. Številne raziskave potrjujejo, da je razvit finančni sistem pozitivno povezan z višjo stopnjo rasti bruto domačega proizvoda (BDP) na prebivalca in s splošno blaginjo. Države z razvitejšimi finančnimi sistemi praviloma dosegajo hitrejšo rast na dolgi rok, pri čemer raziskave kažejo, da je ta povezava vzročna – razvoj financ ni le posledica rasti, temveč eden njenih glavnih dejavnikov. Dobro delujoč finančni sistem namreč spodbuja akumulacijo kapitala in tehnološki napredek – povečuje stopnjo varčevanja, mobilizira in združuje razpoložljiva sredstva ter optimizira alokacijo kapitala v najproduktivnejše naložbe. Prav tako prispeva k zmanjševanju revščine in neenakosti z izboljšanjem dostopa do finančnih storitev za revnejše skupine, s spodbujanjem upravljanja s tveganji in s tem povečevanjem odpornosti na šoke kot tudi s povečevanjem investicij in produktivnosti, kar ima pozitivne učinke na dohodke prebivalstva. Poleg tega je finančni sistem pomemben za rast malih in srednje velikih podjetij (MSP), ki običajno ustvarjajo več delovnih mest kot velika podjetja, zlasti v gospodarstvih v razvoju (World Bank, 2016).

Namen tega poglavja je predstaviti funkcije finančnega sistema, njegovo strukturo in vlogo regulacije, ki zagotavlja stabilnost finančnega sistema. V poglavju prav tako prikazujemo vlogo države v slovenskem finančnem sistemu in področje integracije finančnega sistema na ravni Evropske unije (EU). Poglavje zaključujemo s področjem merjenja



Slika 2.1 Prenos finančnih virov v finančnem sistemu
 Prirejeno po Mishkin in Eakins (2018).

razvitosti finančnega sistema in pregledom empiričnih ugotovitev o povezavi med razvitostjo finančnega sistema ter razvitostjo gospodarstva.

2.1 Funkcije finančnega sistema

Finančni sistem opravlja več ključnih funkcij, ki so bistvenega pomena za učinkovito delovanje gospodarstva. Te funkcije so medsebojno povezane in zagotavljajo, da se sredstva v gospodarstvu usmerjajo tja, kjer so najpotrebnejša. Osnovni funkciji finančnega sistema sta alokacija finančnih sredstev ter upravljanje s tveganji in alokacija tveganj. Dodatno pa finančni sistem preko finančnih trgov in finančnih posrednikov opravlja še druge funkcije, in sicer zagotavljanje likvidnosti in diverzifikacijo, določanje ravnotežnih cen in zmanjšanje informacijske asimetrije, zmanjšanje transakcijskih stroškov ter pospeševanje varčevanja, naložb in trgovanja.

Alokacija sredstev

Ena izmed najpomembnejših funkcij finančnega sistema je zbiranje in alokacija finančnih sredstev. Finančni sistem zbira prihranke posameznikov in institucij ter jih usmerja k tistim, ki potrebujejo sredstva

za investicije. Na ta način se sredstva učinkovito razporejajo znotraj gospodarstva, kar omogoča večjo produktivnost in rast. Poleg tega je dostop do kapitala omogočen tudi tistim podjetjem ali projektom, ki sami nimajo dovolj sredstev za financiranje svojih idej. Finančni prihranki se prenašajo s pomočjo finančnih instrumentov.

Kot prikazuje slika, prenos finančnih prihrankov od ekonomskih subjektov s presežki do ekonomskih subjektov s primanjkljaji poteka na dva načina – neposredno in posredno.

Neposredni prenos finančnih sredstev pomeni, da ponudniki (tj. varčevalci) in povpraševalci po finančnih sredstvih neposredno komunicirajo, brez posredovanja finančne institucije, ki bi imela vlogo posrednika. Ta prenos najpogosteje poteka preko finančnih trgov, kjer subjekt s presežkom sredstev (npr. posameznik ali podjetje) neposredno kupi finančni instrument oz. vrednostni papir, ki ga izda drug subjekt s primanjkljaji sredstev (npr. podjetje ali država). Navedimo dva primera neposrednega prenosa na kapitalskih trgih: (1) vlagatelj kupi novoizdane delnice podjetja, s čimer pridobi lastniški delež v podjetju, podjetje pa potreben kapital; (2) vlagatelj kupi obveznico, ki jo izda podjetje ali vlada, s čimer neposredno posodi denar izdajatelju obveznice. V času do dospelosti vlagatelj običajno prejema obresti in ob dospelosti še nominalno vrednost obveznice. Tako se denar prenese neposredno od vlagatelja do podjetja ali vlade, ki potrebuje sredstva. Neposredne finance so značilne za razvitejša finančna trga z visoko likvidnostjo, prednosti takšnega načina prenosa sredstev pa obsegajo nižje stroške financiranja, večjo preglednost in tržno disciplino ter hitrejši dostop do kapitala, predvsem za velika podjetja z dobro boniteto.

Posredne finance vključujejo finančne posrednike, kot so banke, kreditne institucije, zavarovalnice, investicijski in pokojninski skladi, ki zbirajo sredstva varčevalcev in jih nato posredujejo naprej uporabnikom kapitala (npr. podjetjem, gospodinjstvom, državi). Npr., varčevalci deponirajo svoj denar v banke, ki nato ta denar posojajo naprej posojilojemalcem, posameznikom ali podjetjem. V tem primeru banka prevzame tveganje in omogoča prenos sredstev, pri čemer se varčevalci in posojilojemalci nikoli ne srečajo neposredno. Zavarovalnice in investicijski skladi npr. prejeti denar od premij in investorjev najprej investirajo v depozite ali druge vrste finančnih naložb.

Posredne in neposredne finance se v praksi medsebojno dopolnjujejo. V razvitih gospodarstvih neposredne finance prevladujejo pri velikih podjetjih in institucionalnih vlagateljih, medtem ko so posredne fi-

Preglednica 2.1 Primerjava bančnega in tržnega sistema

	Bančni sistem (Japonska, Nemčija, Avstrija, Slovenija, države srednje in vzhodne Evrope (Central and Eastern Europe – CEE))	Tržni sistem (ZDA, Velika Britanija, Švedska)
Glavni vir financiranja	Bančna posojila	Finančni trgi (pretežno kapitalski trgi)
Prednosti	• Večje zavarovanje investorjev • Večja stabilnost finančnega sistema • Varuje zasebne informacije in odpravlja zastonjkarstvo	• Večja diverzifikacija tveganj • Večja likvidnost za investicije in potrošnjo • Večja konkurenčnost in učinkovitost • Boljše izravnnavanje potrošnje skozi ekonomski cikel • Več javnih informacij → transparentnost in zunanji nadzor • Absorbira šoke
Slabosti	• Prispevek k rasti le do določenega praga • Počasnejše okrevanje po šokih • Velik bančni sektor ustvarja sistemska neravnotežja (visoke investicije v nepremičninski trg in povečano sistemsko tveganje) • Visoka raven nadzora, ki lahko omejuje inovacije • Pretirani konservatizem • Management bank lahko deluje v lastnem interesu • Močna regulativa	• Gospodinjstva so izpostavljena večjim nihanjem cen sredstev • Prispevek k rasti le do določenega praga • Manj sistemske stabilnosti • Dovoljuje zastonjkarstvo na podlagi javnih informacij

nance ključne za MSP, gospodinjstva in gospodarstva v razvoju (World Bank 2016). MSP se pri dostopu do financ soočajo z več ovirami, zato imajo v primerjavi z velikimi podjetji manj razpršene vire financiranja. Njihovo financiranje je v večji meri odvisno od bančnih posojil, kar je posledica težav z asimetričnimi informacijami, agentskih tveganj, krajše zgodovine poslovanja in pomanjkanja ustreznega zavarovanja (Boncini idr., 2021). Na trgih v razvoju pa je ta težava še večja in skoraj celotno financiranje MSP temelji na bančnih posojilih (Fiorella Carvajal in Didier, 2025). Tudi v Evropi so kapitalski trgi mnogo manj pomemben vir financiranja kot v ZDA. Razlike so še očitnejše, če primerjamo različne regije v Evropi. V južni in vzhodni Evropi je pomen kapitalskih

trgov v strukturi financiranja zasebnega sektorja manjši. Nasprotno pa imajo kapitalski trgi večjo vlogo pri financiranju gospodarstva v severni Evropi, Združenem kraljestvu in na Irskem (Ferreira idr., 2016).

Z vidika načina prenosa finančnih virov ločimo med *bančnimi finančnimi sistemi*, kjer prevladujejo posredne finance, ki temeljijo na vlogi bank kot glavnih posrednikov pri alokaciji kapitala, in *tržnimi finančnimi sistemi*, kjer prevladujejo neposredne finance oz. alokacija virov poteka preko kapitalskih trgov. Veliko držav v praksi uporablja mešane modele, kjer so prisotni elementi obeh sistemov. Na konkretno strukturo finančnega sistema vplivajo številni dejavniki, posebej pomembno vlogo pa ima pravno-finančna infrastruktura (Bednaš idr., 2019).

Pregled prednosti in slabosti bančnega ter tržnega sistema je prikazan v preglednici 2.1.

Upravljanje s tveganji

Finančni sistem ima pomembno vlogo tudi pri obvladovanju in prenosu tveganj. Z različnimi finančnimi instrumenti, kot so zavarovanja, izvedeni finančni instrumenti in razpršeni portfelji naložb, lahko posamezniki in podjetja zmanjšajo ali prenašajo tveganja na druge tržne akterje, ki so pripravljeni prevzeti določeno tveganje v zameno za plačilo ali nadomestilo. To omogoča boljšo zaščito pred finančnimi izgubami, ki bi jih povzročile nepredvidljive gospodarske spremembe, in s tem večjo stabilnost poslovanja za vse vključene.

Zagotavljanje likvidnosti

Zagotavljanje likvidnosti je še ena pomembna funkcija finančnega sistema. Likvidnost pomeni možnost hitre spremembe sredstev v denar, ne da bi se bistveno spremenila njihova vrednost. Finančni trgi omogočajo, da lahko podjetja in posamezniki hitro kupujejo ter prodajajo finančne instrumente, kar prispeva k večji stabilnosti gospodarstva. Če npr. vlagatelji potrebujejo sredstva za nepričakovane izdatke, lahko hitro prodajo svoje naložbe na likvidnem trgu, s čimer zmanjšajo tveganje nelikvidnosti.

Proces določanja ravnotežnih cen

Ena pomembnih funkcij finančnega sistema je proces določanja ravnotežnih cen (angl. *price discovery*), ki se izvaja predvsem na finančnih trgih. Gre za mehanizem, preko katerega tržne cene finančnih instrumentov – kot so delnice, obveznice, izvedeni instrumenti in valute

– odražajo informacije o ponudbi, povpraševanju, tveganjih in pričakovanih v gospodarstvu (Bank for International Settlements, 2022; Mishkin in Eakins, 2018). Na ta proces lahko gledamo tudi kot na proces oblikovanja pričakovane donosnosti finančnih naložb (Bednaš idr., 2019). S tem, ko finančni sistem zbira, oblikuje in posreduje informacije o donosnosti različnih investicijskih priložnosti, prispeva k učinkovitejši alokaciji virov in zmanjšuje informacijske asimetrije med udeleženci na trgu (Levine, 2005).

Učinkovitost procesa določanja cen je tesno povezana s stopnjo razvitosti, likvidnosti in transparentnosti finančnega trga. Na razvitih in dobro reguliranih trgih, kjer so informacije enostavno dostopne, stroški transakcij nizki, udeleženci številni in heterogeni ter je prisotna učinkovita infrastruktura, se cene finančnih instrumentov praviloma oblikujejo natančneje in odzivneje. V takšnem okolju se cene hitro prilagajajo novi javno dostopni informaciji, kar pomeni, da trgi učinkovito opravljajo funkcijo določanja cen. Ta koncept je v literaturi najbolj znan skozi hipotezo o učinkovitosti trga (angl. *Efficient Market Hypothesis*), ki jo je razvil Fama (1970). Po tej hipotezi cene vrednostnih papirjev v vsakem trenutku odražajo vse razpoložljive informacije – od zgodovinskih do javno objavljenih in celo zaupnih informacij v najmočnejši različici teorije. V učinkovitem tržnem okolju naj ne bi bilo mogoče sistematično premagovati trga, razen z večjim prevzemanjem tveganja ali z uporabo notranjih informacij, kar pa je običajno zakonsko prepovedano. Takšna tržna dinamika naj bi zagotavljala, da sredstva vedno pritečejo k najdonosnejšim projektom, s čimer se povečuje učinkovitost celotnega gospodarstva (Fama, 1970; Mishkin in Eakins, 2018). Vendar pa so novejši pogledi, zlasti s področja vedenjskih financ, opozorili, da v praksi finančni trgi pogosto odstopajo od teh idealnih predpostavk. Med dejavnike, ki vplivajo na proces določanja cen, raziskave umeščajo sentiment vlagateljev (Entrop idr. 2020), strateško vedenje (Medrano in Vives, 2001) in psihološke pristranskosti (Kanapickienė idr., 2024). Kljub tem odstopanjem večina raziskav ugotavlja, da v dolgoročnem obdobju tržni mehanizmi običajno vzpostavijo ravnotežje.

Zmanjševanje transakcijskih stroškov

Transakcijski stroški obsegajo dve vrsti stroškov: stroške iskanja in informacijske stroške. Obstoj organiziranih finančnih trgov omogoča, da se trgovanje in poravnava poslov koncentrirajo ter avtomatizirajo, kar zmanjša stroške iskanja, hkrati pa finančni trgi zagotavljajo relevantne

informacije, potrebne za oceno obsega in verjetnosti pričakovanega denarnega toka, kar zmanjšuje informacijske stroške (Bednaš idr., 2019). Pomembno vlogo pri zmanjševanju transakcijskih stroškov v finančnem sistemu imajo tudi finančni posredniki. Ti lahko bistveno zmanjšajo transakcijske stroške, ker so razvili strokovno znanje in specializirane metode za njihovo zniževanje (npr. metode za ocenjevanje tveganj, standardizirane pogodbe, kar znižuje čas in stroške pogajanj ter izvajanja poslov) ter ker jim njihova znatna velikost omogoča izkoriščanje ekonomij obsega – torej znižanje transakcijskih stroškov na enoto (na dolar transakcije) z večanjem obsega poslovanja (Mishkin in Eakins, 2018).

Spodbujanje varčevanja in naložb

Finančni sistem prav tako spodbuja varčevanje in naložbe. S tem, ko omogoča varno in donosno shranjevanje denarja v obliki depozitov, delnic, obveznic ali drugih finančnih instrumentov, posameznike in podjetja spodbuja k dolgoročnemu varčevanju. S tem se ustvarja kapital, ki se nato uporabi za naložbe, kar prispeva k dolgoročni gospodarski rasti. Varčevalci imajo tako priložnost, da svoje presežke varno hranijo, obenem pa dobijo določeno donosnost, kar dodatno spodbuja njihovo pripravljenost za vlaganje.

Primer delovanja finančnega sistema

Za primer delovanja funkcij finančnega sistema si oglejmo situacijo, ko podjetje želi razširiti svojo proizvodnjo. Recimo, da podjetje ABC Electronics, proizvajalec elektronskih komponent, potrebuje sredstva za širitev proizvodnih zmogljivosti in zaposlovanje novih delavcev. S finančnim sistemom lahko podjetje dostopa do različnih virov financiranja, ki vključujejo banke, kapitalski trg ali druge institucije, ki so pripravljene financirati širitev.

Podjetje se lahko obrne na banko, ki z zbiranjem sredstev varčevalcev nudi posojila podjetjem. Banka presodi tveganje in podjetju ABC Electronics odobri posojilo po določeni obrestni meri. S tem izpolnjuje funkcijo zbiranja in dodeljevanja sredstev, saj sredstva usmeri tja, kjer bodo uporabljena za povečanje produktivnosti. Obenem lahko banka s pomočjo zavarovanja delno zaščiti posojilo pred tveganjem neplačila, kar je primer funkcije prenosa tveganja.

Poleg tega lahko podjetje ABC Electronics pridobi sredstva na kapitalskem trgu z izdajo obveznic ali delnic. Na ta način doseže večjo likvidnost, saj lahko dobi dostop do kapitala, ko ga potrebuje. Vlagatelji, ki kupijo delnice ali obveznice, imajo prav tako možnost prodati te vrednostne papirje na sekundarnem trgu, kar jim omogoča ohranitev likvidnosti.

S svojim delovanjem finančni sistem podjetju ABC Electronics omogoča zbiranje sredstev, obvladovanje tveganj, ohranjanje likvidnosti in dolgoročno rast, kar mu odpira nove možnosti za razvoj. Tako finančni sistem pripomore k večji produktivnosti podjetij in splošni gospodarski rasti.

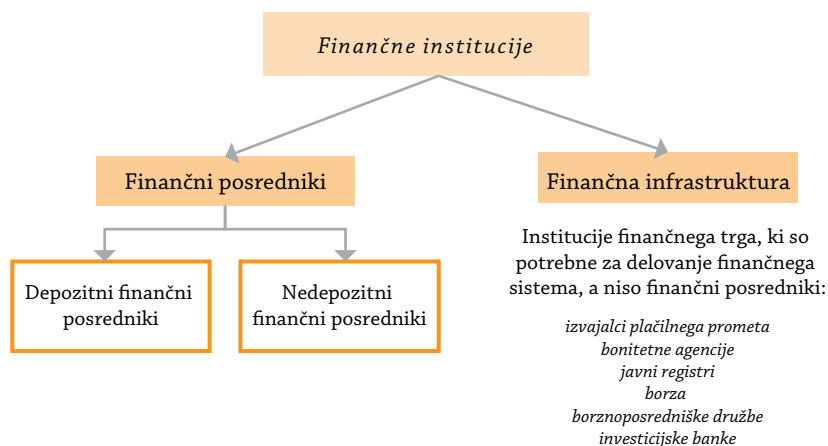
2.2 Sestava finančnega sistema

Finančni sistem je sestavljen iz finančnih institucij, finančnih trgov, finančnih instrumentov ter regulativnih in pravnih okvirov. Ti elementi so med seboj povezani in se dopolnjujejo, da lahko finančni sistem deluje učinkovito in stabilno.

2.2.1 Finančne institucije

Finančne institucije obsegajo finančne posrednike in finančno infrastrukturo. *Finančni posredniki* zbirajo finančna sredstva in jih transformirajo v finančne instrumente, *finančna infrastruktura* pa omogoča nemoteno izvajanje finančnih transakcij in s tem delovanje finančnega sistema. Institucije finančne infrastrukture tako obsegajo izvajalce plačilnega prometa (banke in hranilnice), bonitetne agencije, javne registre (klirinška depotna družba, zemljiška knjiga) ter borzo vrednostnih papirjev in agentske finančne institucije, ki delujejo v imenu strank in vključujejo borzoposredniške družbe ter investicijske banke (Mishkin in Eakins, 2018; Bednaš idr., 2019).

Finančne institucije lahko klasificiramo tudi kot monetarne in nemonetarne, pri čemer ta delitev izhaja iz njihove vloge pri ustvarjanju denarja in vplivu na ponudbo denarja. *Monetarne finančne institucije* so finančne institucije, ki aktivno sodelujejo pri ustvarjanju denarja v ožjem pomenu besede, preko sprejemanja vlog ali njihovih bližnjih nadomestkov od subjektov, ki niso monetarne finančne institucije, ter nadaljnji posojilni aktivnosti oz. vlaganju v vrednostne papirje za lasten račun. S tem neposredno vplivajo na ponudbo denarja. Mednje, po definiciji Evropske centralne banke (European Central Bank, 2016; Arampatzi idr., 2025), umeščamo:



Slika 2.2 Pregled finančnih institucij
Prirejeno po Mishkin in Eakins (2018) ter Bednaš idr. (2019).

- finančne institucije Evrosistema (ECB in nacionalne centralne banke držav članic evroobmočja), ki izvajajo denarno politiko;
- kreditne institucije (npr., poslovne banke, hranilnice), ki sprejemajo depozite, dodeljujejo posojila in vodijo plačilni promet, ter
- sklade denarnega trga (angl. *Money Market Funds*), ki vlagajo v kratkoročne in visokolikvidne finančne instrumente.

Nemonetarne finančne institucije so tiste, ki denarja ne ustvarjajo neposredno. Njihove glavne naloge so alokacija finančnih sredstev, upravljanje tveganj in investiranje, ne sodelujejo pa neposredno v multiplikaciji denarja, saj ne sprejemajo depozitov. Mednje umeščamo zavarovalnice, pokojninske sklade in druge finančne institucije (angl. *Other Financial Institutions – OFI*) (European Central Bank, 2016). Med druge finančne institucije umeščamo (European Central Bank, 2016):

- investicijske sklade (npr. vzajemne sklade, sklade, s katerimi se trguje na borzi (angl. *Exchange Traded Funds – ETFs*), *hedge* sklade, nepremičninske sklade) brez skladov denarnega trga;
- druge finančne posredniške institucije (npr., družbe za sekuritizacijo (angl. *Financial Vehicle Corporations*)), trgovce z vrednostnimi papirji in izvedenimi finančnimi instrumenti (angl. *Security and Derivatives Dealers*), finančne institucije, ki se ukvarjajo s kreditiranjem v obliki zakupa in faktoringa (angl. *Financial Corporations Engaged in Lending*), in specializirane finančne institucije (npr., družbe tveganega in razvojnega kapitala, družbe za izvozno/uvozno

financiranje, finančni posredniki, ki sprejemajo vloge ali posojila izključno v razmerju do monetarnih finančnih institucij);

- finančne pomočnike (angl. *Financial Auxiliaries*), ki ne prevzemajo tveganj in delujejo kot agenti (npr. borzni posredniki, podjetja za upravljanja izdaj vrednostnih papirjev);
- institucije z omejenimi funkcijami (angl. *Captive Financial Institutions and Money Lenders*), ki opravljajo finančne storitve izključno za povezane družbe.

V evroobmočju skupna sredstva monetarnih finančnih institucij obsegajo približno eno tretjino vseh finančnih sredstev, preostali del pa predstavljajo sredstva nemonetarnih finančnih institucij. Njihova vloga v finančnem sistemu se zelo krepi – v letu 1999 so nemonetarne finančne institucije razpolagale z nekaj več kot 30 % vseh finančnih sredstev v evroobmočju, do leta 2023 pa je ta delež narastel na 67 % (European Central Bank, 2024).

Znotraj skupine nemonetarnih finančnih institucij se posebej izpostavlja tudi t. i. *bančništvo v senci* (angl. *shadow banking*), ki zajema institucije in dejavnosti, ki opravljajo funkcije, podobne bančnim, vendar niso regulirane kot tradicionalne banke in ne ustvarjajo depozitnega denarja (Agresti, 2015). Mednje sodijo zlasti družbe za sekuritizacijo, investicijski skladi z visokim finančnim vzvodom, specializirane kreditne družbe ter nekatere namenske družbe, ki s svojim delovanjem ustvarjajo likvidnostna in sistemska tveganja. Zaradi vse večje vloge teh struktur v finančnem sistemu jih mednarodne institucije, kot sta ECB in Odbor za finančno stabilnost (Financial Stability Board – FSB), vse bolj sistematično spremljajo (Doyle idr., 2016). Bančništvo v senci je v zadnjih letih doživelo znatno rast in trenutno predstavlja skoraj polovico svetovnih finančnih sredstev. Po podatkih FSB je v letu 2023 zraslo za 8,5 %, kar je več kot dvakrat več od rasti bančnega sektorja (3,3 %), s čimer se je delež bančništva v senci v skupnih svetovnih finančnih sredstvih povečal na 49,1 % (Financial Stability Board, 2024).

2.2.2 Finančni posredniki

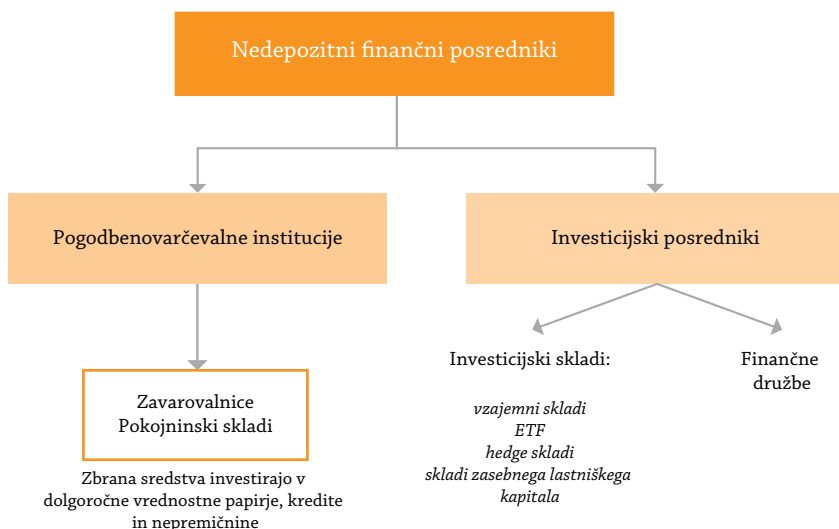
Finančni posredniki opravljajo funkcijo transformacije finančnih sredstev po ročnosti, velikosti in tveganju, s čimer razrešujejo konflikt med preferencami ekonomskih subjektov v finančnem sistemu. Transformacija ročnosti pomeni, da finančni posredniki zbirajo kratkoročne vloge varčevalcev in jih pretvarjajo v dolgoročna posojila za posojilojemalce oz. v finančne naložbe z daljšo ročnostjo. Transformacija

velikosti se nanaša na zbiranje manjših zneskov sredstev od številnih varčevalcev in njihovo združevanje za financiranje večjih naložb. To omogoča učinkovitejšo uporabo sredstev in dostop do financiranja za večje projekte, ki bi sicer težko pridobili potrebna sredstva. Transformacija tveganj pa izhaja iz razlik med ekonomskimi subjekti glede nenaklonjenosti in pripravljenosti tvegati. Finančni posredniki s pomočjo diverzifikacije zmanjšujejo tveganja, povezana s posameznimi naložbami (Mishkin in Eakins, 2018). Zaradi ekonomike obsega lahko finančni posredniki bistveno zmanjšajo transakcijske stroške pri procesu prenosa finančnih sredstev. Zaradi boljših informacij (cenejša produkcija informacij na enoto produkta) pa rešujejo tudi problem asimetrije informacij, ki lahko vodi k napačni izbiri in moralnemu hazardu.

Finančne posrednike delimo v dve skupini – depozitne finančne posrednike, kamor štejemo banke in hranilnice, in nedepozitne finančne posrednike, kot so zavarovalnice, pokojninski in investicijski skladi ter druge finančne institucije.

Depozitni finančni posredniki so tisti, ki zbirajo finančne prihranke od varčevalcev z depoziti. Varčevalci nalagajo denar v depozite za namen varčevanja za določeno/nedoločeno obdobje in dogovorjeno obrestno mero, depozitni finančni posredniki pa pretežni del teh sredstev preoblikujejo v posojila svojim komitentom. Med depozitne finančne posrednike umeščamo poslovne banke, hranilnice in kreditna združenja. Najpomembnejši depozitni finančni posrednik so poslovne banke. Na splošno banke zagotavljajo 70 do 80 % odstotkov deleža na novo pridobljenih zunanjih finančnih virov nefinančnih podjetij v EU. Banke so ključni element korporativnih financ v Evropi (European Banking Federation, b. l.).¹ Poslovne banke sprejemajo vloge (te so lahko na vpogled ali vloge/depoziti z dogovorjeno ročnostjo) fizičnih oseb in podjetij ter jih preoblikujejo v posojila. S tem sredstva transformirajo po velikosti, ročnosti in tveganju ter opravljajo svojo posredniško vlogo na finančnem trgu. S to pretvorbo opravljajo tudi funkcijo multiplikacije denarja, saj morajo le del depozitov obdržati v obliki predpisanih rezerv, ostalo pa lahko pretvorijo v posojila, kar vodi v multiplikacijo denarja (posojena denarna sredstva namreč ponovno končajo kot vloge in proces se ponovi).

¹ Poleg posojil poslovne banke svojim strankam ponujajo širok spekter sodobnih finančnih storitev, zlasti na področju plačil, financiranja izvoza, upravljanja tveganj in dostopa do kapitalskih trgov (European Banking Federation, b. l.).



Slika 2.3 Nedepozitni finančni posredniki

Nedepozitne finančne posrednike delimo na pogodbenovarčevalne institucije, kamor umeščamo zavarovalnice in pokojninske sklade, in investicijske posrednike, ki vključujejo investicijske sklade in finančne družbe (slika 2.3).

Zavarovalnice, kamor spadajo premoženjska zavarovanja in življenjska zavarovanja, opravljajo funkcijo finančnega posredovanja tako, da investirajo zbrane premije: pri življenjskih zavarovanjih predvsem v finančne instrumente z daljšo ročnostjo, pri premoženjskih zavarovanjih pa predvsem s krajšo ročnostjo. Pokojninske družbe investirajo sredstva svojih zavarovancev v različne (pretežno dolgoročne) finančne instrumente in tako opravljajo funkcijo finančnega posredništva.

Investicijski posredniki, kamor štejemo investicijske sklade in finančne družbe, investirajo sredstva svojih investorjev v finančne instrumente in tako opravljajo funkcijo finančnega posredništva. Najpomembnejši predstavnik te skupine so investicijski skladi, ki zbirajo sredstva vlagateljev z namenom kolektivnega investiranja v različne vrste finančnih instrumentov, pri tem pa ločimo zaprte in odprte investicijske sklade. Zaprti investicijski skladi zbirajo kapital z izdajo delnic, pri čemer je število izdanih enot omejeno in se z njimi praviloma trguje na sekundarnem trgu, podobno kot z delnicami podjetij. Po drugi strani pa odprti investicijski skladi zbirajo sredstva z neprekinjeno prodajo in odkupi prenosljivih ali neprenosljivih investicijskih kuponov

(enot), katerih število se lahko sproti spreminja glede na vplačila in izplačila vlagateljev.

2.2.3 Finančni trgi

Finančni trgi so prostor, kjer se trguje s finančnimi instrumenti, kot so delnice, obveznice, valute in izvedeni finančni instrumenti. Njihova ključna funkcija je omogočanje učinkovite alokacije finančnih sredstev med različnimi ekonomskimi subjekti, s čimer podjetjem in posameznikom omogočajo dostop do kapitala, ki ga potrebujejo za financiranje svojih dejavnosti, hkrati pa zagotavljajo likvidnost, omogočajo prenos, razpršitev in upravljanje finančnih tveganj ter določanje ravnotežne cene. Finančne trge delimo na več segmentov, glede na ročnost (denarni in kapitalski trgi), namen (primarni in sekundarni trgi), vrsto finančnih instrumentov (delniški trg, trg obveznic, trg hipotekarnih vrednostnih papirjev, devizni trg, blagovni trg, trg izvedenih finančnih instrumentov) in način trgovanja. Več o finančnih trgih pišemo v poglavju 4.

Pridobivanje sredstev na finančnih trgih

Za ponazoritev pomena finančnega sistema si pogledjmo primer podjetja Tesla, ki želi razviti novo serijo električnih avtomobilov, kar zahteva velik finančni vložek v raziskave, razvoj in proizvodnjo. Tesla lahko s pomočjo finančnega sistema pridobi dodatna sredstva na različne načine, tudi če ima že svoje finančne vire.

Ena izmed možnosti je izdaja novih delnic na kapitalskem trgu. S tem podjetje vlagatelje vabi, da vložijo sredstva vanj, kar jim daje lastniški delež v podjetju. Na ta način pridobi svež kapital, ki ga potrebuje za svoj razvoj. Druga možnost je, da podjetje zaprosi za posojilo pri finančnih institucijah, kot so banke. Za posojena sredstva se zaveže plačati obresti in glavnico vrniti ob dogovorjenem roku, kar je standardna praksa v bančnem sektorju.

Poleg tega ima Tesla možnost izdaje obveznic, ki jih vlagatelji kupijo in s tem podjetju posodijo denar. Obveznice so dolžniški instrumenti, kar pomeni, da bo podjetje vlagateljem v določenem obdobju izplačevalo obresti in jim na koncu vrnilo glavnico. S tem postopkom podjetje lahko pridobi dolgoročna

sredstva za financiranje projektov brez povečanja lastniškega kapitala.

2.2.4 Finančni instrumenti

Finančni instrumenti so pogodbe, ki določajo finančna razmerja med različnimi akterji finančnega sistema. Med osnovne finančne instrumente spadajo dolžniški instrumenti (kot so obveznice in posojila), kapitalski instrumenti (kot so delnice) ter izvedeni finančni instrumenti (kot so opcije in termenske pogodbe). Ti instrumenti omogočajo financiranje gospodarskih aktivnosti, obvladovanje tveganj ter ustvarjanje donosov za vlagatelje. Dolžniški instrumenti, kot so obveznice, posojilodajalcem omogočajo prejemanje obresti, medtem ko kapitalski instrumenti, kot so delnice, vlagateljem omogočajo delež v lastništvu podjetja, kar v primeru dobrega poslovanja podjetja pomeni rast vrednosti delnice in morebitne dividende.

2.2.5 Regulativni in pravni okvir finančnega sistema

Regulativni in pravni okvir finančnega sistema predstavlja temelj delovanja sodobnih finančnih trgov ter pomembno prispeva k stabilnosti, varnosti in zaupanju v finančni sistem. Gre za nabor zakonodaje, predpisov, pravil, smernic in nadzornih mehanizmov, ki jih vzpostavljajo in izvajajo regulativni organi, kot so centralne banke in agencije za finančni nadzor. Njihove naloge so skrb za izvajanje pravil, nadzor nad finančnimi institucijami, zagotavljanje skladnosti s pravili ter preprečevanje oz. zmanjševanje sistemskih tveganj.

Regulacija finančnega sistema ima več ključnih vlog. Prvič, zagotavlja stabilnost finančnega sistema. To vključuje nadzor nad obsegom tveganj, ki jih prevzemajo banke, zavarovalnice in druge institucije, pa tudi zagotavljanje ustrezne kapitalske ustreznosti in likvidnosti z namenom preprečitve sistemskih tveganj. Drugič, regulacija ščiti interese vlagateljev, varčevalcev in potrošnikov, saj določa obveznosti glede preglednosti, točnosti informacij in ustreznega razkritja pogojev finančnih produktov. Tretjič, regulacija zmanjšuje verjetnost finančnih zlorab in goljufij z zagotavljanjem strogih pravil glede poročanja, nadzora ter skladnosti poslovanja. Vse te komponente skupaj ustvarjajo zaupanje v finančni sistem, kar je nujno za njegovo učinkovito delovanje in dolgoročno gospodarsko rast.

Ključne regulativne institucije v finančnem sistemu vključujejo centralne banke (npr. ECB in nacionalne centralne banke) in nacionalne

agencije za finančni nadzor. Centralne banke imajo osrednjo vlogo pri zagotavljanju finančne stabilnosti, preko oblikovanja in izvajanja denarne politike, nadzora nad bankami in drugimi finančnimi institucijami z namenom zagotavljanja njihove solventnosti ter odpornosti na finančne šoke, upravljanja plačilnih sistemov in drugih nalog. Agencije za finančni nadzor (v Sloveniji npr. Agencija za trg vrednostih papirjev (ATVP) in Agencija za zavarovalni nadzor (AZN), na ravni EU pa npr. Evropski bančni organ (European Banking Authority – EBA), Evropski organ za zavarovanja in poklicne pokojnine (European Insurance and Occupational Pension Authority – EIOPA), Evropski organ za vrednostne papirje in trge (European Securities and Markets Authority – ESMA) ter Evropski odbor za sistemska tveganja (European Systemic Risk Board – ESRB)) pa imajo nalogo, da zagotavljajo skladnost poslovanja finančnih institucij z zakonodajo in s standardi ter skrbijo za zaščito vlagateljev.

Obstajajo različni pristopi k regulaciji finančnega sistema, ki se uporabljajo glede na specifične potrebe in okoliščine posameznih držav ali regij. Eden izmed teh pristopov je prudenčna regulacija, ki se osredotoča na zagotavljanje finančne stabilnosti z omejevanjem tveganj, ki jih prevzemajo finančne institucije. Prudenčna oz. bonitetna pravila vključujejo zahteve po kapitalski ustreznosti, likvidnosti in obvladovanju tveganj. Drug pomemben pristop je regulacija trga, ki zagotavlja preglednost in poštenost trgov z vrednostnimi papirji ter zmanjšuje možnost tržnih manipulacij in zlorab notranjih informacij. Poleg tega obstaja tudi zaščita potrošnikov, kjer se regulativne institucije osredotočajo na zagotavljanje pravične obravnave potrošnikov, transparentnost finančnih produktov in preprečevanje zavajajočih praks.

Regulacija finančnega sistema je torej bistvena za zagotavljanje stabilnosti in zaupanja v finančni sistem. Ključne regulativne institucije in različni pristopi k regulaciji skupaj prispevajo k zmanjševanju tveganj ter spodbujajo učinkovito delovanje finančnega sistema, kar je ključno za dolgoročno gospodarsko rast in razvoj.

2.3 Vloga države v slovenskem finančnem sistemu

Vloga države in njenih institucij v finančnem sistemu je izjemno pomembna. Država v finančnem sistemu nastopa v več vlogah: kot posojilemalec, ko najema posojila ali izdaja dolžniške vrednostne papirje; kot porok, ko daje poročstva za določena posojila; in kot zadnji vir

likvidnosti, ko centralna banka zagotavlja likvidnostna posojila bankam in državi (Ministrstvo za finance Republike Slovenije, 2021).

Poleg aktivnega delovanja na finančnih trgih država tudi zakonodajno ureja in nadzoruje finančni sistem. V Sloveniji so za to odgovorne štiri ključne nadzorne institucije: Banka Slovenije, ATVP, AZN in Urad za preprečevanje pranja denarja. Z zakonodajo in s predpisi zagotavljajo varnost ter preglednost delovanja finančnega sistema in zaščito vlagateljev (Ministrstvo za finance Republike Slovenije, 2021).

Slovenska zakonodaja je usklajena z evropskim pravnim okvirom, ki poudarja pomen regulacije finančnega sistema ter delovanja treh evropskih nadzornih organov – t. i. ESA (European Supervisory Authorities). Ti trije organi skupaj tvorijo temelj mikrobonitetnega nadzora v EU, vsak s svojim specializiranim področjem nadzora:

- ESMA – Evropski organ za vrednostne papirje in trge, ki je pristojen za nadzor kapitalskih trgov v EU. Določa pravila za trge finančnih instrumentov, borznoposredniške storitve, agencije za bonitetne ocene in sklade. Njegova vloga je zagotoviti transparentnost, zaščito vlagateljev in stabilnost trgov.
- EBA – Evropski bančni organ, ki je pristojen za bančni sektor. Usmerja in nadzira izvajanje enotnega evropskega pravilnika (*Single Rulebook*), ki zajema kapitalske zahteve, obvladovanje tveganj in nadzorni pregled ter koordinira tudi stresne teste bank v EU.
- EIOPA – Evropski organ za zavarovanja in poklicne pokojnine, ki je pristojen za zavarovalnice in pokojninske sklade. Skrbi za dosledno uporabo pravil, zlasti okvira Solventnost II, ter spodbuja varstvo zavarovancev in pokojninskih upravičencev ter stabilnost zavarovalniškega sektorja.

V nadaljevanju na kratko povzemamo glavne naloge in pristojnosti slovenskih regulatorjev.

Banka Slovenije (<https://www.bsi.si/sl>), kot centralna banka Republike Slovenije, ima osrednjo vlogo v finančnem sistemu. Njene glavne naloge vključujejo ohranjanje stabilnosti cen, zagotavljanje varnega in skrbnega poslovanja bank in hranilnic, nemoteno delovanje plačilnih sistemov ter oskrbo trga z gotovino. Več o Banki Slovenije v razdelku 5.1.4.

Poslanstvo ATVP (<https://www.a-tvp.si/>) je zagotavljanje varnega, preglednega in učinkovitega trga kapitala v Sloveniji. Poleg nadzora nad trgom finančnih instrumentov in izdajanja dovoljenj subjektom, ki na njem delujejo, ATVP spremlja trg, skrbi za zakonitost poslovanja

udeležencev, sprejema ukrepe ob ugotovljenih nepravilnostih ter sodeluje z evropskimi in mednarodnimi nadzornimi organi pri usklajevanju regulacije ter izmenjavi informacij (Agencija za trg vrednostnih papirjev, b. l.).

AZN (<https://www.a-zn.si/>) ima ključno vlogo pri zagotavljanju varnosti in stabilnosti zavarovalniškega sektorja v Sloveniji. Njene glavne naloge vključujejo izdajanje dovoljenj za opravljanje zavarovalnih poslov, dejavnosti zavarovalnega zastopanja in posredovanja pa tudi soglasij k imenovanjem vodstvenih organov. Poleg tega izvaja nadzor nad subjekti, spremlja njihovo finančno stanje, preverja skladnost z zakonodajo in s pravili upravljanja tveganj ter sprejema ukrepe ob ugotovljenih nepravilnostih. AZN tudi sodeluje z evropskimi in mednarodnimi nadzornimi organi z namenom usklajevanja nadzorne prakse ter izmenjave informacij (Agencija za zavarovalni nadzor, b. l.a).

Država ima pomembno vlogo tudi pri finančnem opismenjevanju državljanov. Finančna pismenost, ki se nanaša na sposobnost posameznika razumeti in uporabljati osnovne finančne koncepte ter sprejemati informirane odločitve glede upravljanja z denarjem, je ključnega pomena za osebno blaginjo posameznikov, prispeva pa tudi k stabilnejšemu finančnemu sistemu. Z namenom krepite finančne pismenosti prebivalstva je Vlada Republike Slovenije v januarju 2025 sprejela Nacionalni program finančnega opismenjevanja (Vlada Republike Slovenije, 2025).

Izboljšanje finančne pismenosti je pomembno tudi za doseganje ciljev *Strategije razvoja trga kapitala v Sloveniji za obdobje 2023–2030*. Ta med ključne cilje umešča dosego statusa razvijajočega se trga, kar bi povečalo privlačnost slovenskega trga za domače in tuje vlagatelje ter prispevalo k večji likvidnosti in obsegu trgovanja. Strategija temelji na treh glavnih stebrih: (1) digitalizacija in vključevanje MSP (vzpostavitev platforme za lažji dostop MSP do virov financiranja in trgovalnih tehnologij, vključno z uporabo razpršene evidence); (2) povečanje ponudbe finančnih instrumentov (spodbujanje izdaje različnih vrst obveznic, vključno s podjetniškimi, hipotekarnimi in komunalnimi obveznicami ter z ljudskimi obveznicami) in (3) finančno izobraževanje (Ministrstvo za finance Republike Slovenije, 2023).

2.4 Integracija finančnega sistema EU

Finančni trg je integriran, ko med udeleženci ni ovir za pretok kapitala, finančnih instrumentov in storitev, kar omogoča, da enaka

finančna sredstva prinašajo enake pričakovane donose ne glede na geografsko lokacijo. V takšnem trgu so odpravljene regulatorne, pravne in institucionalne ovire, kar omogoča učinkovito alokacijo kapitala in enotno izvajanje denarne politike. Nasdaq (<https://www.nasdaq.com>) npr. integriran finančni trg definira kot trg, na katerem ni ovir za finančne tokove in kjer imajo enako tvegani naložbeni instrumenti enako pričakovano donosnost, ne glede na državo izvora. Stopnjo integracije lahko merimo npr. z intenzivnostjo čezmejnih finančnih tokov ali s tržnim deležem tujih subjektov na domačih trgih (Restoy, 2019).

Integracija evropskega finančnega sistema in kapitalskih trgov je ključnega pomena in se odraža v naslednjih dejstvih. Prvič, omogoča boljši pretok kapitala znotraj EU in s tem povečuje učinkovitost. To pomeni, da lahko podjetja, investitorji in države dostopajo do finančnih virov s širšega evropskega trga, namesto da bi se zanašali zgolj na domači trg. Tako lahko dostopajo do ugodnejših pogojev financiranja, kar poveča učinkovitost alokacije kapitala. Investitorji lahko vlagajo v najobetavnejše projekte ne glede na državo, kar omogoča učinkovitejšo izrabo razpoložljivih virov in zmanjšuje stroške financiranja (European Central Bank, b. l.f).

S povečanjem obsega in likvidnosti kapitalskih trgov lahko evropska podjetja pridobijo lažji dostop do kapitala. To jim omogoča financiranje rasti, raziskav in razvoja ter naložb v nove tehnologije. Tako lahko evropska podjetja postanejo konkurenčnejša v globalnem merilu in lažje tekmujejo s konkurenco na globalnih trgih (European Council in Council of the European Union, b. l.; Ross, 2023).

Enotno, integrirano finančno okolje omogoča boljšo distribucijo tveganj in zmanjšuje ranljivost posameznih držav na finančne šoke. V primeru krize lahko likvidnostni problemi v posamezni državi povzročijo resne motnje. Integriran finančni sistem pa omogoča, da se tveganja širijo po širšem trgu, kar zmanjšuje možnost, da bi finančne težave v eni državi imele katastrofalen učinek na celotno EU, in povečuje stabilnost finančnega sistema (European Central Bank, b. l.a).

Integracija povečuje možnosti za diverzifikacijo tveganj. Za investitorje je pomembno, da imajo možnost razpršitve svojih naložb po celotnem evropskem trgu. To pomeni, da lahko z integracijo kapitalskih trgov zmanjšujejo tveganje svojih naložb, saj lahko sredstva vlagajo v različne sektorje in regije znotraj EU. Diverzifikacija zmanjšuje tveganje izgube kapitala, saj so gospodarstva držav članic različno odvisna

od specifičnih gospodarskih dejavnikov (European Council in Council of the European Union, b. l.a).

Integracija kapitalskih trgov prav tako povečuje konkurenčnost na področju zagotavljanja finančnih storitev in znižuje stroške financiranja. Odprtejši in bolj povezani finančni trgi omogočajo hitrejši ter cenejši pretok sredstev med državami članicami. To pomeni, da lahko podjetja dostopajo do financiranja pod boljšimi pogoji, kar prispeva k višji gospodarski rasti in večji produktivnosti ter posledično k znižanju zahtevane donosnosti in stroškov kapitala.

Integracija kapitalskih trgov prispeva tudi k večji preglednosti in poenotenju pravil na finančnih trgih, kar posledično privablja tuje vlagatelje. Bolj integriran in likvidnejši trg je za tuje vlagatelje privlačnejši, saj omogoča lažji dostop do naložb ter večjo zanesljivost in predvidljivost pravil. To vodi do povečanega pritoka tujih naložb v evropsko gospodarstvo. Hkrati povečuje privlačnost evra kot mednarodne valute, saj povečuje stabilnost finančnega okolja v evroobmočju. Močnejša mednarodna vloga evra pomeni večjo monetarno avtonomijo EU, zmanjšanje odvisnosti od drugih valut (kot je ameriški dolar) ter potencialno zmanjšanje stroškov poslovanja za evropska podjetja pri mednarodnih transakcijah.

Če povzamemo: integracija kapitalskih trgov pozitivno vpliva na razvoj enotnega trga in gospodarsko rast. Eden izmed glavnih ciljev EU je razvoj enotnega trga, ki vključuje prost pretok ljudi, blaga, storitev in kapitala. Integracija kapitalskih trgov ta cilj podpira in omogoča lažji dostop do financiranja za podjetja, ne glede na njihovo lokacijo znotraj EU. To spodbuja podjetniško dejavnost, inovacije in razvoj novih poslovnih priložnosti, kar pozitivno vpliva na gospodarsko rast in zaposlovanje.

Unija kapitalskih trgov – pobuda Evropske komisije

Unija kapitalskih trgov (Capital Markets Union – CMU) je pobuda Evropske komisije, ki se je začela leta 2015 z namenom, da bi v EU ustvarili enoten kapitalski trg. Cilj te pobude je okrepiti integracijo kapitalskih trgov, povečati dostop do financiranja za evropska podjetja (zlasti MSP) ter izboljšati možnosti za investicije za vlagatelje po celotni EU.

Napredek CMU se je odvijal skozi različne faze, pri čemer se vsaka od njih osredotoča na zakonodajne in strateške ukrepe za doseg te ciljev (European Commission, b. l.a):

- Leta 2015 je Evropska komisija predstavila akcijski načrt za CMU z več kot 30 pobudami za vzpostavitev bolj integriranega in učinkovitejšega kapitalskega trga. Cilji CMU so vključevali povečanje dostopa do finančnih virov, izboljšanje zakonodajnega okvira za investicije, odpravo ovir pri čezmejnem financiranju ter izboljšanje enotnega trga kapitalskih trgov.
- Leta 2017 je Evropska komisija opravila vmesni pregled akcijskega načrta in uvedla dodatnih devet ukrepov, vključno z izboljšanjem dostopa do tveganega kapitala, s spodbujanjem infrastrukture za zeleno financiranje ter spodbujanjem transparentnosti in boljšega dostopa do informacij o podjetjih, zlasti za MSP.
- Leta 2020 je bil objavljen nov akcijski načrt s 16 ključnimi ukrepi, ki se osredotočajo na okrevanje gospodarstva po pandemiji covid-19 in na nadaljnjo integracijo finančnih trgov. Glavni poudarki so povečanje vlaganj v podjetja, zlasti MSP, poenostavitev čezmejnih vlaganj in krepitev odpornosti finančnega sistema.

Evropska komisija je že sprejela nekaj zakonodajnih predlogov, ki izhajajo iz akcijskega načrta CMU. Primeri teh ukrepov vključujejo reformo pravnega okvira EU za finančna sredstva, katere cilj je olajšati uporabo kritih obveznic in varnostnih instrumentov za financiranje, Uredbo o Evropskem enotnem dostopu do informacij, ki vzpostavlja dostop do finančnih informacij evropskih podjetij na centraliziran način, kar spodbuja transparentnost in informacijsko povezanost med vlagatelji tern podjetji, in Uredbo o Evropskem skladu za tvegan kapital (European Commission, b. l.a).

Kljub napredku se CMU sooča z nekaterimi pomembnimi izzivi, ki otežujejo hitro uresničitev ciljev (European Commission, b. l.a):

- Nacionalne razlike v zakonodaji: Čezmejno povezovanje je oteženo zaradi razlik v davčnih zakonodajah, insolvenčnih režimih in finančnih regulacijah med državami članicami. Harmonizacija teh pravil zahteva usklajenost med članicami, ki jo je pogosto težko doseči.
- Pomanjkanje zaupanja med vlagatelji: Na ravni EU je potrebno dodatno delo na področju vzpostavljanja zaupanja

v čezmejne investicije, saj vlagatelji pogosto raje vlagajo na domačem trgu zaradi večje predvidljivosti in boljšega poznavanja pravnega okolja.

- Razlike v kapitalski tržni razvitosti: Razvoj kapitalskih trgov med članicami EU ni enakomeren. Države, kot so Nemčija, Francija in Nizozemska, imajo razvitejše kapitalске trge, medtem ko se v nekaterih državah članicah (npr. v jugovzhodni Evropi) ti še razvijajo.

2.5 Merjenje razvitosti finančnega sistema

Kot že zapisano: razvitost finančnega sistema je ključni dejavnik za gospodarsko rast in stabilnost. Merjenje te razvitosti omogoča oceno učinkovitosti finančnih institucij, trgov in infrastrukture pri spodbujanju gospodarske dejavnosti. Raziskave na tem področju zagotavljajo dragocen vpogled v povezavo med finančnim razvojem in gospodarsko uspešnostjo. Razvitejši finančni sistemi lajšajo alokacijo kapitala, zmanjšujejo transakcijske stroške in povečujejo dostop do financiranja ter so ključni za trajnostni razvoj, saj zmanjšujejo stroške poslovanja in povečujejo gospodarsko konkurenčnost. To poglavje obravnava ključne kazalnike, metodologije in izsledke raziskav na področju merjenja razvitosti finančnega sistema.

2.5.1 Ključni kazalniki strukture, razvoja in trdnosti finančnega sistema

Merjenje razvitosti finančnega sistema običajno vključuje kvantitativne in kvalitativne kazalnike, ki se osredotočajo na različne dimenzije finančnega sistema.

Globina finančnega sistema

Kazalniki globine finančnega sistema merijo obseg finančnega posredništva in finančnih trgov v gospodarstvu. Ti kazalniki omogočajo primerjavo med državami glede na razvitost njihovih finančnih sistemov. Med ključne kazalnike umeščamo naslednje (World Bank, 2016):

- *Kazalniki obsega finančnih trgov:* merijo razmerje med tržno kapitalizacijo delnic in BDP ter razmerje med obsegom dolžniških instrumentov in BDP. Višje vrednosti kažejo na večji obseg finančne aktivnosti.

- *Kreditna penetracija*: meri obseg posojil, ki jih banke in druge finančne institucije ponujajo v razmerju do BDP. Ta kazalnik odraža dostopnost kreditov za podjetja in gospodinjstva.
- *Depoziti v bankah kot delež BDP*: merijo obseg sredstev, ki jih gospodinjstva in podjetja hranijo v finančnih institucijah, v primerjavi z BDP. Višji delež pomeni večje zaupanje v finančni sistem in večjo mobilizacijo domačih prihrankov.
- *Finančna sredstva bank kot delež BDP*, ki meri obseg celotnega bančnega sektorja v gospodarstvu.

Razširjenost finančnega sistema

Podatki o razširjenosti oz. penetraciji finančnega sistema pogosto služijo kot okvirni pokazatelj dostopa prebivalstva do različnih segmentov finančnega sektorja. Dobro delujoč finančni sistem bi moral nuditi široko paleto finančnih storitev in produktov, ki izhajajo iz raznolikih finančnih institucij in trgov. Med ključne kazalnike razširjenosti finančnega sistema Mednarodni denarni sklad (International Monetary Fund – IMF) npr. umešča (International Monetary Fund, 2005):

- *kazalnike, ki kažejo strukturno raznolikost finančnih institucij*: število in delež različnih vrst finančnih institucij (npr., banke, zavarovalnice, pokojninski skladi, investicijski skladi) v celotnem finančnem sistemu;
- *kazalnike dostopnosti finančnih storitev*: število bančnih poslovalnic in bankomatov na 100.000 prebivalcev, stopnja bančne inkluzije (tj. delež prebivalstva z dostopom do osnovnih finančnih storitev, kot so transakcijski računi in posojila).

Konkurenčnost, koncentracija in učinkovitost

Med pomembnejšimi kazalniki so (International Monetary Fund, 2005):

- *Kazalniki konkurenčnosti in koncentracije*: ti kazalniki merijo, v kolikšni meri je trg razpršen in konkurenčen, kar vpliva na dostopnost, cene storitev in odpornost sistema. Pri tem se uporabljajo naslednji kazalniki:
 - skupno število finančnih institucij: večje število pomeni potencialno večjo konkurenco;

- razmik med obrestnimi merami in cenami finančnih storitev: višji razmiki lahko kažejo na manj konkurenčen trg;
 - kazalniki koncentracije finančnih posrednikov: tržni delež treh ali petih največjih institucij, pri čemer višji deleži pomenijo večjo koncentracijo;
 - kazalniki koncentracije finančnega trga: tržni delež največjih finančnih instrumentov (npr. državne obveznice) glede na celotna finančna sredstva;
 - Herfindahlov indeks: seštevek kvadratov tržnih deležev vseh institucij; višja vrednost pomeni večjo koncentracijo in manjšo konkurenco.
- *Kazalniki učinkovitosti*: ti kazalniki kažejo, kako dobro finančne institucije pretvarjajo vložena sredstva v storitve. Primeri kazalnikov:
 - obrestni razmiki (angl. *interest rate spreads*): razlika med depozitnimi in posojilnimi obrestnimi merami odraža stroške ter učinkovitost finančnega posredovanja;
 - stroški finančnega posredništva: stroški poslovanja kot delež skupnih sredstev (nižji deleži kažejo na večjo operativno učinkovitost).
 - *Kazalniki likvidnosti finančnega trga*:
 - razmerje med vrednostjo trgovanja in tržno kapitalizacijo: višje razmerje pomeni večjo tržno dejavnost in likvidnost;
 - povprečen razmik med nakupno in prodajno ceno: manjši razmik pomeni večjo likvidnost in manjše transakcijske stroške.

Stabilnost oz. finančna trdnost finančnega sistema

Kazalniki finančne trdnosti so ključni pokazatelji trenutnega finančnega zdravja in stabilnosti finančnih institucij v posamezni državi. Poleg tega vključujejo tudi informacije o stanju podjetij in gospodinjstev, ki nastopajo kot nasprotni stranke finančnih institucij (International Monetary Fund, 2005). Med najpomembnejše kazalnike umeščamo (International Monetary Fund, 2005):

- *kazalnike kapitalске ustreznosti*: kazalniki, ki merijo sposobnost bank (in drugih finančnih institucij) za pokrivanje izgub in tveganj;

- *kazalnike kakovosti tveganja*, ki npr. zajemajo delež slabih posojil (angl. *non-performing loans* – NPL) in pokritost slabih posojil z rezervacijami;
- *kazalnike donosnosti*, ki merijo dobičkonosnost finančnih institucij;
- *kazalnike likvidnosti*, ki ocenjujejo sposobnost bank za pravočasno poravnavo obveznosti;
- *kazalnike občutljivosti na tržna tveganja*, kot sta obrestno (npr. delež sredstev z variabilno obrestno mero) in valutno tveganje (izpostavljenost v tujih valutah glede na kapital).

Struktura finančnega sistema

Struktura finančnega sistema se med državami razlikuje – nekateri sistemi so bančno osredotočeni, v drugih imajo pomembno vlogo finančni trgi ali nebančne finančne institucije. Kazalniki, ki se uporabljajo za prikaz strukture finančnega sistema npr. vključujejo delež tržne kapitalizacije v primerjavi z obsegom bančnega sistema (poudarja razmerje med bančnim financiranjem in tržnim financiranjem) in delež bank v celotnih finančnih sredstvih oz. delež nemonetarnih institucij (kaže, koliko finančnega sistema obsega bančni sektor v primerjavi z ostalimi finančnimi posredniki).

2.5.2 Merjenje finančne razvitosti

Za merjenje oz. oceno finančne razvitosti se uporabljajo različne metode. V nadaljevanju predstavljamo tri pristope: uporabo kompozitnih indeksov, primerjalne analize finančnih sistemov in raziskave o finančni inkluziji.

Kompozitni indeks finančne razvitosti

Svetovna banka in druge organizacije uporabljajo kompozitne indekse za merjenje finančne razvitosti, ki združujejo več kazalnikov v enoten indeks. Primer takšnega indeksa je Financial Development Index (FDI), ki vključuje kazalnike globine, dostopnosti, učinkovitosti in stabilnosti finančnega sistema (Svirydzenka, 2016).

Po zadnjih podatkih IMF je Slovenija po skupnem indeksu finančne razvitosti dosegla vrednost 0,324 (leta 2021), kar je malenkost pod svetovnim povprečjem, ki je 0,331, vendar precej pod povprečjem držav EU, ki znaša 0,528. To pomeni, da je finančni sistem v povprečni državi

EU znatno razvitejši kot svetovno povprečje, medtem ko Slovenija nekoliko zaostaja za to ravno. Podrobnejši pregled kaže, da nizka vrednost indeksa za Slovenijo odraža nizko razvitost finančnega trga – indeks za segment razvitosti finančnega trga v Sloveniji namreč znaša 0,091 (International Monetary Fund, b. l.; TheGlobalEconomy, b. l.).

Primerjalne analize

Empirične raziskave, kot je npr. raziskava Becka idr. (2000), uporabljajo primerjalne analize finančnih sistemov različnih držav. Te analize vključujejo kvantitativne kazalnike, kot sta bančna aktiva v razmerju do BDP in obseg tržnih transakcij. Raziskava, ki jo je opravil Schmidt (2001) in ki obravnava razlike med finančnimi sistemi evropskih držav v kontekstu izvajanja denarne politike, pa se osredotoča na značilnosti finančnega sistema, ki so pomembne za denarno politiko, na to, koliko se razlikujejo finančni sistemi v Evropi in ali obstajajo pomembne razlike med državami.

Raziskave o finančni inkluziji

Globalne pobude, kot je Global Findex Database Svetovne banke, merijo dostopnost finančnih storitev na podlagi anket med gospodinjstvi in podjetji.

Po podatkih Svetovne banke (World Bank Group, b. l.b) je finančna inkluzija v zadnjem desetletju močno napredovala – leta 2021 je imelo bančni račun 76 % odraslih po svetu (v primerjavi z 51 % v 2011). V EU ima račun v povprečju 95 % prebivalcev, v Sloveniji celo 99 %, kar kaže na skoraj popolno bančno vključevanje, deloma zaradi zakonskih določb in razvite bančne infrastrukture. Pomemben vidik finančne inkluzije je tudi uporaba digitalnih plačil, ki se je med pandemijo covid-19 močno okrepila. V državah v razvoju je delež odraslih, ki so izvedli digitalno plačilo, do leta 2021 zrasel na 57 %, v razvitih državah (tudi v EU in Sloveniji) pa je uporaba skoraj univerzalna (okoli 95 %).

2.6 Razvitost finančnega sistema in razvitost gospodarstva

Finančni sistem je pomemben element vsakega gospodarstva, saj povezuje varčevalce in vlagatelje ter omogoča učinkovito razporeditev finančnih sredstev. Njegova razvitost neposredno vpliva na sposobnost gospodarstva, da raste, inovira in se prilagaja globalnim spremembam. Raziskave in empirični dokazi potrjujejo, da so razvitost finančnega

sistema, učinkovitost finančnih institucij in globina finančnih trgov ključni dejavniki, ki prispevajo h gospodarskemu razvoju.

Empirični dokazi o povezanosti

Raziskava, ki jo je opravil Levine (1977), je pokazala, da obstaja pozitivna povezanost med razvitostjo finančnega sistema in dolgoročno gospodarsko rastjo. Države z razvitimi finančnimi trgi in institucijami izkazujejo hitrejšo rast BDP. King in Levine (1993) sta dokazala, da finančni razvoj spodbuja gospodarsko rast s povečanjem hitrosti kapitalizacije in z izboljšanjem produktivnosti kapitala. Poročila Svetovne banke kažejo, da so države z globljimi in likvidnejšimi finančnimi trgi uspešnejše pri privabljanju tujih investicij, kar dodatno pospešuje gospodarsko rast. Poročilo *Finance for Growth* (Caprio in Honohan, 2001) poudarja, da države z razvitimi finančnimi sistemi beležijo višje stopnje rasti in nižje stopnje neenakosti. Beck idr. (2000) so v svoji raziskavi ugotovili podobno, in sicer da razvoj bančnega sektorja in kapitalskih trgov zmanjšuje neenakost ter spodbuja širšo udeležbo v gospodarskem razvoju, kar vodi k trajnostni rasti. Poročila Evropske komisije (European Commission, b. l.a) kažejo, da integracija finančnih trgov v okviru CMU prispeva k izboljšanju dostopa podjetij do financiranja, zlasti v manjših državah članicah.

Povezanost finančnega sistema in gospodarske rasti v razvitih gospodarstvih

V razvitih gospodarstvih, kot so ZDA, Nemčija in Japonska, je visoka raven finančne razvitosti neposredno povezana z njihovo gospodarsko uspešnostjo. ZDA imajo izjemno globoke kapitalske trge in inovativne finančne instrumente. Kapitalski trgi predstavljajo približno 72 % financiranja gospodarske dejavnosti, kar podjetjem, zlasti v visokotehnološkem sektorju, omogoča dostop do obsežnih virov financiranja za raziskave, razvoj in rast (Securities Industry and Financial Markets Association, b. l.).

Nemčija ima razvit bančni sektor, ki ključno podpira MSP, znana kot *Mittelstand*. Ta podjetja predstavljajo hrbtenico nemškega gospodarstva, saj prispevajo k več kot 50-odstotni zaposlenosti in pomembno k BDP. Kljub izzivom pri dostopu do financiranja se bančni sektor, vključno z digitalnimi rešitvami in vladnimi pobudami, osredotoča na podporo rasti in inovacij MSP.

Japonski finančni sistem je znan po tesni integraciji med bankami in korporacijami, kar spodbuja dolgoročne naložbe in stabilnost. Npr., Sumitomo Mitsui Financial Group (SMFG), druga največja japonska bančna skupina, je v fiskalnem letu 2024 dosegla rekorden letni čisti dobiček v višini 1,18 milijarde jenov, kar odraža povečano korporativno zadolževanje za širitev in naložbe (Bridge, 2025).

Povezanost finančnega sistema in gospodarske rasti v razvijajočih se gospodarstvih

V državah v razvoju je finančna razvitost pogosto omejena zaradi institucionalnih slabosti, kar upočasnjuje gospodarski razvoj. Kljub temu so primeri držav, kot so Kitajska, Indija in Brazilija, pokazali, da izboljšanje dostopa do finančnih storitev in krepitev regulacije lahko prinese hitrejšo rast.

Kitajska je z reformami finančnega sistema omogočila obsežne infrastrukturne naložbe in spodbudila razvoj izvoza. Po podatkih Svetovne banke je od začetka gospodarskih reform leta 1978 Kitajska dosegla povprečno letno rast BDP nad 9 %, pri čemer se je več kot 800 milijonov ljudi izognilo revščini. Te reforme so vključevale liberalizacijo finančnega sektorja, kar je omogočilo večje naložbe v infrastrukturo in izvozno usmerjeno proizvodnjo. Poleg tega je Kitajska centralna banka maja 2025 napovedala nove ukrepe za povečanje finančne podpore domači potrošnji in zunanji trgovini, vključno z obsežnimi spodbudami za infrastrukturne projekte (Reuters, 2025).

Indija je z uvedbo digitalne infrastrukture, znane kot India Stack, močno izboljšala dostop do finančnih storitev za milijone ljudi. Ta platforma vključuje digitalno identifikacijo z imenom Aadhaar, enoten plačilni vmesnik (angl. *Unified Payments Interface* – UPI) in druge storitve, ki omogočajo enostaven dostop do bančnih storitev. Med pandemijo covida-19 je bilo v Indiji odprtih 25 milijonov novih bančnih računov, predvsem za ženske, kar je spodbudilo domačo porabo in finančno vključenost (Shirono idr., 2021). Poleg tega poročilo SIDBI iz leta 2025 poudarja, da 90 % MSP v Indiji sprejema spletna plačila, kar kaže na hitro digitalizacijo finančnih storitev v tem sektorju (ET Online, 2025).

Brazilija se je soočala z visoko inflacijo, vendar je z ukrepi brazilske centralne banke, kot je dvig brazilske referenčne obrestne mere Selic (Special System for Settlement and Custody) na 14,75 % maja 2025, uspešna stabilizirati gospodarstvo. Ti ukrepi so pomagali zaježiti inflacijske

pritiske in okrepiti zaupanje v finančni sistem (Trevisani, 2025). Poleg tega je država uvedla programe za povečanje dostopa do kreditov za podjetja in posameznike, kar je spodbudilo domače gospodarstvo. Svetovna banka poroča, da je realni BDP Brazilije v letu 2024 zrasel za 3,4 %, kar je bilo podprto z močnim domačim povpraševanjem in okrevaljem naložb (World Bank Group, b. l.c).

Tveganja pomembnosti in povezanosti finančnega sistema ter gospodarstva

Čeprav je razvit finančni sistem ključ za rast, lahko prekomerna liberalizacija povzroči nestabilnost, kot je bilo razvidno med finančno krizo leta 2008. Tveganje je tudi, da finančne institucije favorizirajo bogatejše segmente prebivalstva, kar lahko povečuje socialno in ekonomsko neenakost. Brez ustreznega nadzora lahko kompleksni finančni produkti na razvitih finančnih trgih povečajo sistemska tveganja, kar se je tudi pokazalo v letu 2008.

2.7 Povzetek

Finančni sistem je ključni del gospodarskega sistema. Opravlja številne funkcije, ki vključujejo zbiranje in alokacijo sredstev, prenos tveganj, zagotavljanje likvidnosti ter spodbujanje varčevanja in naložb, s čimer prispeva k večji učinkovitosti gospodarstva. Sestavljen je iz finančnih institucij, finančnih trgov, finančnih instrumentov in regulativnega okvira, ki skupaj delujejo kot celovit mehanizem za spodbujanje gospodarske rasti, stabilnosti in razvoja.

Finančne institucije, kot so banke, zavarovalnice, pokojninski skladi in investicijski skladi, igrajo ključno vlogo pri povezovanju varčevalcev in posojilojemalcev. Banke sprejemajo depozite in ta sredstva uporabljajo za odobravanje posojil, kar omogoča učinkovito alokacijo kapitala. Zavarovalnice omogočajo obvladovanje tveganj, saj ponujajo zaščito pred nepredvidenimi dogodki. Pokojninski in investicijski skladi pa spodbujajo dolgoročne naložbe ter varčevanje.

Finančni trgi, kot so kapitalski, denarni, devizni in blagovni, so ključni za pretok sredstev v gospodarstvu. Na teh trgih se trguje z različnimi finančnimi instrumenti, kot so delnice, obveznice, valute in izvedeni finančni instrumenti. Kapitalski trgi omogočajo dolgoročno financiranje podjetij z izdajo delnic ali obveznic, medtem ko denarni

trg zagotavlja kratkoročno financiranje. Devizni trg olajšuje mednarodno trgovino z omogočanjem menjave valut.

Regulacija finančnega sistema je bistvenega pomena za zagotavljanje stabilnosti, zaupanja in varnosti finančnih trgov ter institucij. Centralne banke, kot je Evropska centralna banka (European Central Bank, 2014), in nacionalne agencije za finančni nadzor nadzorujejo delovanje finančnega sistema ter zagotavljajo, da se zmanjšujejo tveganja in preprečujejo zlorabe. Regulativni okvir vključuje zakone, pravila in smernice, ki spodbujajo transparentnost in ščitijo interese vlagateljev ter potrošnikov.

Kljub prednostim finančnega sistema obstajajo tudi tveganja, kot so sistemska tveganja in finančne krize, ki se lahko pojavijo ob pomanjkljivi regulaciji. Primer je svetovna finančna gospodarska kriza leta 2008, ki je pokazala na ključno vlogo trdnega regulativnega okvira za preprečevanje zlorab in zaščito finančne stabilnosti.

Na ravni EU poteka iniciativa integracije evropskega finančnega sistema in kapitalskih trgov. Slednja je pomembna z vidika izboljšanja finančnih tokov in povečevanja učinkovitosti trga ter ima širše posledice za gospodarsko rast, konkurenčnost evropskih podjetij in stabilnost evropskega ter svetovnega gospodarstva. Pomembno vlogo v tem procesu ima iniciativa CMU, katere osrednji namen je preko integracije izboljšati dostop do financiranja, zlasti za MSP. Kljub določenim izzivom je bil dosežen napredek pri odstranjevanju regulatornih ovir in spodbujanju kapitalskih trgov.

3 Obrestne mere

Obrestne mere so temeljni element finančnega sistema, saj vplivajo na stroške financiranja in donosnost naložb. Gre za ceno, ki jo dolžnik plača za uporabo sposojenih sredstev, oz. za dohodek, ki ga posojilodajalec prejme v zameno za posojanje sredstev. Višina obrestnih mer je odvisna od različnih dejavnikov, kot so tveganje, inflacija in likvidnost, ter ima pomembne posledice za gospodarsko aktivnost, saj vpliva na porabo, varčevanje in investicije. Razumevanje osnovnih konceptov obrestnih mer je ključno za učinkovito sprejemanje finančnih odločitev.

3.1 Osnovni koncept obrestne mere

Obrestna mera predstavlja ceno denarja – torej ceno, ki jo plačamo za njegovo izposajo ali prejmemo ob posojilu drugim. V ekonomskem smislu obrestna mera odraža ceno kapitala in je eden ključnih dejavnikov pri alokaciji finančnih virov v gospodarstvu. Vpliva na odločitve podjetij, posameznikov in drugih ekonomskih subjektov, saj določa stroške financiranja in pričakovano donosnost naložb.

Obrestne mere se običajno izražajo kot odstotek glavnice, ki ga dolžnik plača posojilodajalcu za določeno časovno obdobje. Npr., če si podjetje izposodi 10.000 evrov po petodstotni letni obrestni meri, bo moralo na koncu leta plačati 500 evrov obresti. Višina obrestnih mer je odvisna od različnih dejavnikov, vključno z ekonomskimi razmerami, s ponudbo in povpraševanjem po denarju ter kreditnim tveganjem, ki ga posojilodajalec zazna pri dolžniku.

Obrestne mere so tudi pomemben instrument denarne politike. Centralne banke z njihovim dvigovanjem ali zniževanjem vplivajo na gospodarsko aktivnost, inflacijo in stabilnost finančnega sistema. Povišanje obrestnih mer praviloma zavira potrošnjo in investicije ter zmanjšuje inflacijske pritiske, medtem ko njihovo zniževanje spodbuja gospodarsko rast, vendar lahko poveča inflacijo.

Višina obresti

Podjetje ABC Proizvodnja načrtuje širitev svojih proizvodnih zmogljivosti, kar zahteva nakup novih strojev v vrednosti 500.000 evrov. Ker podjetje nima dovolj lastnih sredstev, se odloči za najem posojila pri banki. Banka ponudi posojilo z obrestno mero 4 % na leto. To pomeni, da bo podjetje ABC Proizvodnja letno plačevalo obresti na posojeni znesek.

Če si podjetje izposodi celoten znesek, bo letna obrestna obveznost v prvem letu znašala 20.000 evrov (500.000 evrov $\times$ 4 %). Poleg obresti mora podjetje vračati tudi glavnico ter plačati še druge stroške, povezane s posojilom (odobritev, vodenje, zavarovanje), kar pomeni, da so njegovi mesečni stroški odplačevanja posojila višji. Obrestna mera, ki mu jo banka zaračunava, vpliva na skupne stroške financiranja in s tem na odločitve o tem, ali je širitev proizvodnje finančno vzdržna.

V primeru, da centralna banka poveča obrestne mere, se lahko zgodi, da bodo banke ponudile višje obrestne mere za posojila. Če bi se obrestna mera dvignila na 6 %, bi letna obrestna obveznost v prvem letu posojila za podjetje znašala 30.000 evrov, kar bi znatno povečalo stroške odplačevanja. To bi lahko vplivalo na odločitev podjetja, ali bo še naprej načrtovalo širitev proizvodnje ali se bo odločilo za odlog investicije. To prikazuje, kako pomembno vlogo igrajo obrestne mere pri sprejemanju finančnih odločitev podjetij in kako vplivajo na širšo gospodarsko aktivnost, kot je npr. obseg investicij v proizvodnjo.

3.2 Nominalna in realna obrestna mera

Obrestne mere delimo na nominalne in realne. Razlika med njimi je v upoštevanju inflacije – nominalna obrestna mera inflacije ne upošteva, medtem ko je realna obrestna mera za inflacijo prilagojena. Slednja zato odraža spremembo kupne moči denarja, medtem ko nominalna izraža denarni donos brez popravka za rast cen.

Nominalna obrestna mera je obrestna mera, ki je dogovorjena in plačana ter je običajno navedena v finančnih pogodbah in objavah bank. To je obrestna mera, ki jo posojilojemalec plača in posojilodajalec prejme, ne da bi bila pri tem upoštevana inflacija. Vključuje realno obrestno mero in premijo za pričakovano inflacijo.

Realna obrestna mera je dejanski donos (ali strošek) izposojenih sredstev po upoštevanju inflacije. Izračunamo jo, če od nominalne

obrestne mere odštejemo stopnjo pričakovane inflacije. V ekonomski praksi je realna obrestna mera ključen pokazatelj, saj predstavlja, koliko dejansko pridobimo z varčevanjem ali s posojanjem oz. koliko dejansko plačamo za izposojeni denar po tem, ko upoštevamo inflacijo. Npr., če je obrestna mera na varčevalnem računu 5 %, pričakovana letna inflacija pa 3 %, bodo prihranki realno zrasli le za približno 2 %. Pozitivna realna obrestna mera pomeni, da posojilodajalec oz. vlagatelj povečuje kupno moč (donos presega inflacijo), medtem ko negativna realna obrestna mera pomeni, da obresti ne pokrijejo inflacije – vrednost prihrankov ali posojila v realnem smislu upada.

Razmerje med nominalno in realno obrestno mero opisuje *Fisherjeva enačba*²:

$$i = r + \pi^e,$$

kjer je i nominalna obrestna mera, r realna obrestna mera in π^e pričakovana stopnja inflacije. Iz tega izhaja, da je realna obrestna mera:

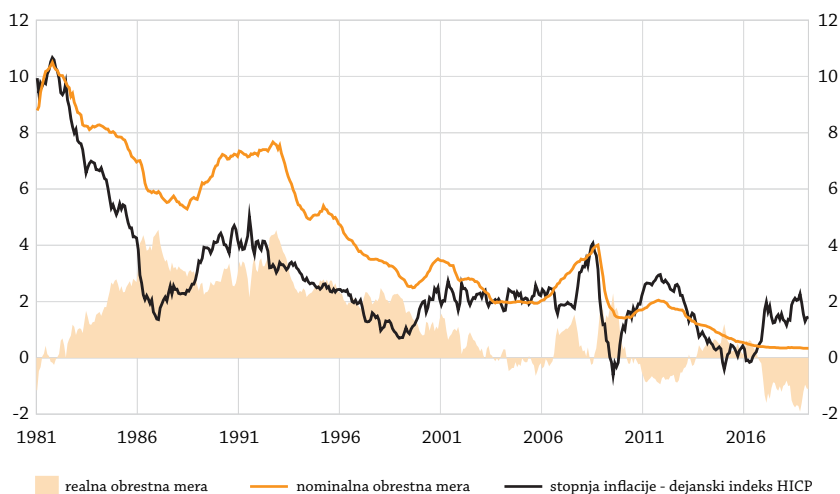
$$r = i - \pi^e.$$

Fisherjeva enačba pomaga razumeti, kako se inflacija odrazi v obrestnih merah in zakaj se nominalne obrestne mere povečajo, kadar se pričakuje višja inflacija.

Pri analizi obrestnih mer je pomembno razlikovati med pričakovano (*ex ante*) in dejansko (*ex post*) realno obrestno mero, pri čemer je razlika v upoštevanju vrste inflacije. V ekonomiji se najpogosteje uporablja pričakovana (*ex ante*) realna obrestna mera, ki je prilagojena za pričakovano stopnjo inflacije in prikazuje anticipiran dejanski donos posojilodajalca oz. vlagatelja. Dejanska (*ex post*) realna obrestna mera pa se ugotavlja naknadno in temelji na dejansko realizirani inflaciji v obdobju. Ta kaže dejanski realni donos in se lahko razlikuje od pričakovane realne obrestne mere, če je dejanska inflacija drugačna od predvidene. V ekonomskih analizah se *ex post* realne obrestne mere uporabljajo za pretekle ocene in zgodovinske primerjave (Mishkin in Eakins, 2018).

Slika 3.1 prikazuje gibanje realne in nominalne obrestne mere ter stopnje inflacije v evroobmočju. Kot je razvidno iz slike 3.1, se realne obrestne mere s časom spreminjajo skladno z gibanjem nominalnih obrestnih mer in s stopnjo inflacije. Tako je bila, denimo, v začetku 80. let 20. stoletja povprečna nominalna obrestna mera sicer visoka,

² Natančnejša formulacija Fisherjeve enačbe je $i = r + \pi^e + (r \times \pi^e)$, ker je $1 + i = (1 + r)(1 + \pi^e) = 1 + r + \pi^e + (r \times \pi^e)$. Če na obeh straneh odštejemo 1, dobimo prvo enačbo. Pri majhnih vrednostih r in π^e je člen $(r \times \pi^e)$ zelo majhen in ga lahko zanemarimo (Mishkin in Eakins, 2018).



Slika 3.1 Gibanje povprečne nominalne in realne obrestne mere za kratkoročne bančne vloge v državah evroobmočja ter stopnja inflacije od leta 1981 do 2016, v odstotkih

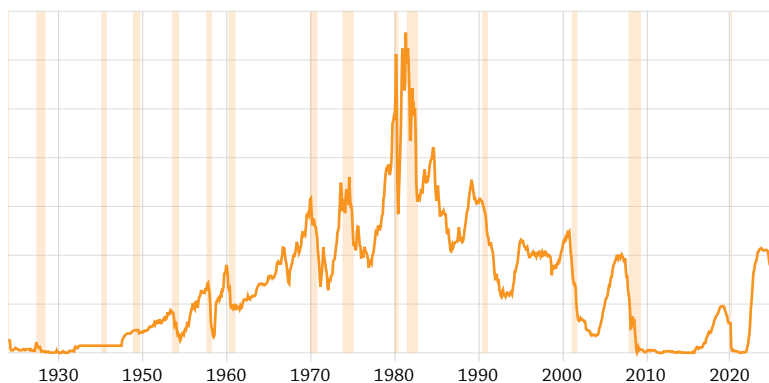
European Central Bank (b. l.s).

vendar je bila visoka tudi inflacija. Zato je bila povprečna realna obrestna mera nizka (European Central Bank, b. l.s).

3.3 Dejavniki, ki vplivajo na obrestne mere

Obrestne mere so ključni dejavnik finančnega sistema, ki vpliva na dostopnost kapitala, varčevanje in investicije. Na obrestne mere vplivajo različni dejavniki, ki jih lahko razvrstimo v makroekonomske (inflacija, gospodarska rast, brezposelnost, proračunski primanjkljaj), institucionalne (denarna in fiskalna politika), tržne (ponudba in povpraševanje po finančnih sredstvih, tveganje, likvidnost), dejavnike mednarodnega okolja in notranje dejavnike, ki predstavljajo specifične značilnosti podjetja in odražajo kreditno sposobnost, ki je odvisna od bonitete podjetja (plačilne sposobnosti, likvidnosti in tveganja podjetja). V nadaljevanju podrobneje opisujemo mehanizem delovanja izbranih dejavnikov na obrestne mere.

Pomemben učinek na obrestne mere ima *stopnja inflacije*. Skladno s teorijo prenosa finančnih prihrankov (angl. *Loanable Funds Theory*) bodo ob pričakovanem dvigu inflacije ponudniki finančnih sredstev zahtevali višjo (nominalno) obrestno mero, da bi ohranili enako realno stopnjo donosa na svoja sredstva. Hkrati se povpraševanje po finančnih sredstvih poveča, ker podjetja prepoznajo, da bodo potrebovala



Slika 3.2 Obrestna mera na trimesečne zakladne menice v ZDA, 1934–2025

Opomba Senčena območja označujejo obdobja recesije v ZDA. Po podatkih Federal Reserve Bank of St. Louis (b. l.).

večjo količino sredstev zgolj za ohranitev svojih investicijskih načrtov iz obdobja pred inflacijo.

Gospodarska aktivnost vpliva na povpraševanje po finančnih sredstvih. V obdobjih gospodarske rasti, ko se povpraševanje po finančnih sredstvih povečuje, obrestne mere (ob ostalih nespremenjenih dejavnikih) rastejo. Nasprotno pa se v času zniževanja gospodarske aktivnosti, ko je manj povpraševanja po finančnih sredstvih in so vlagatelji previdnejši, kar negativno vpliva na obrestne mere in se te znižujejo. To potrjuje tudi spodnja slika, ki prikazuje gibanje obrestnih mer (donosnosti trimesečnih zakladnih menic) v ZDA – v obdobjih gospodarske rasti običajno naraščajo, medtem ko se v času recesije znižujejo.

Proračunski primanjkljaj države se pojavi, ko so javnofinančni izdatki večji od prihodkov, kar pomeni, da se mora država zadolževati za pokritje razlike. Takšno zadolževanje lahko vpliva na obrestne mere, saj večja potreba države po financiranju povečuje povpraševanje po finančnih sredstvih, kar posledično vodi v rast obrestnih mer. Država tekmuje z zasebnim sektorjem za omejena razpoložljiva sredstva, kar zvišuje stroške financiranja tako za državo kot za zasebna podjetja. Negativni učinek tega je lahko »izrinjanje«, kjer višje obrestne mere zmanjšajo dostop do kapitala za zasebni sektor, kar omejuje naložbe in gospodarsko rast.

Denarna politika, ki jo izvaja centralna banka, neposredno vpliva na obrestne mere preko ponudbe denarja (angl. *money supply*). Centralne banke določajo ključno obrestno mero, po kateri posojajo sredstva

poslovnim bankam. Z zviševanjem obrestnih mer centralna banka omejuje dostopnost denarja in preko omejevanja gospodarske aktivnosti vpliva na znižanje inflacije, znižanje obrestnih mer pa spodbuja dostop do kapitala in gospodarsko rast. Denarna politika je tako eden izmed ključnih mehanizmov, s katerimi centralne banke vplivajo na ekonomijo.

Plačilna bilanca države, ki prikazuje vse transakcije med domačim gospodarstvom in tujino, prav tako lahko vpliva na obrestne mere. Če ima država primanjkljaj na tekočem računu, mora ta primanjkljaj financirati z zadolževanjem v tujini ali z zmanjševanjem deviznih rezerv. Višji primanjkljaj lahko povzroči rast obrestnih mer, saj država postane odvisnejša od zunanjega financiranja, kar povečuje tveganje in stroške zadolževanja. Nasprotno pa presežek na tekočem računu zmanjša potrebo po zadolževanju in s tem tudi obrestne mere.

Likvidnost se nanaša na to, kako hitro in enostavno lahko finančni instrument ali sredstvo pretvorimo v gotovino brez večjih izgub vrednosti. Če je trg likviden in obstaja veliko povpraševanje po finančnih instrumentih, so obrestne mere običajno nižje. V nasprotju s tem so na nelikvidnih trgih, kjer je težje pretvoriti naložbe v gotovino, višje, saj to povečuje tveganje za vlagatelje.

Na *ponudbo obrestnih mer posojil specifičnemu podjetju* vplivajo še drugi dejavniki, kot so pričakovanja glede obrestnih mer na trgu, tveganost podjetja, poslovna politika ponudnikov posojil in razvitost (konkurenca) na finančnem trgu ponudbe ter povpraševanja po posojilih. Pomemben vpliv imajo tudi notranji dejavniki, kot sta kreditna sposobnost in bonitetna ocena – boljša bonitetna ocena podjetja pomeni manjše tveganje za posojilodajalca, zato so obrestne mere za takšna podjetja nižje. Nasprotno pa podjetja z nižjo boniteto, ki predstavljajo večje tveganje za neplačilo, plačujejo višje obrestne mere. To vključuje poslovno tveganje, finančno tveganje in druge oblike tveganj, ki se lahko odražajo v dodatnih stroških financiranja.

3.4 Struktura obrestnih mer glede na tveganje

Struktura obrestnih mer glede na tveganje se nanaša na razlike v obrestnih merah (ali donosnosti) finančnih instrumentov z enako zapadlostjo, ki izhajajo iz različne stopnje tveganja med izdajatelji. Tudi kadar imajo finančni instrumenti enak čas do dospelja, se lahko njihova obrestna mera razlikuje zaradi različne kreditne sposobnosti, likvidnosti, davčne obravnave ali drugih specifičnih tveganj, ki jih nosi

izdajatelj. Obrestna mera (ali donosnost), ki jo vlagatelj zahteva za naložbo v obveznico ali drugo vrsto dolga, je tako sestavljena iz več komponent:

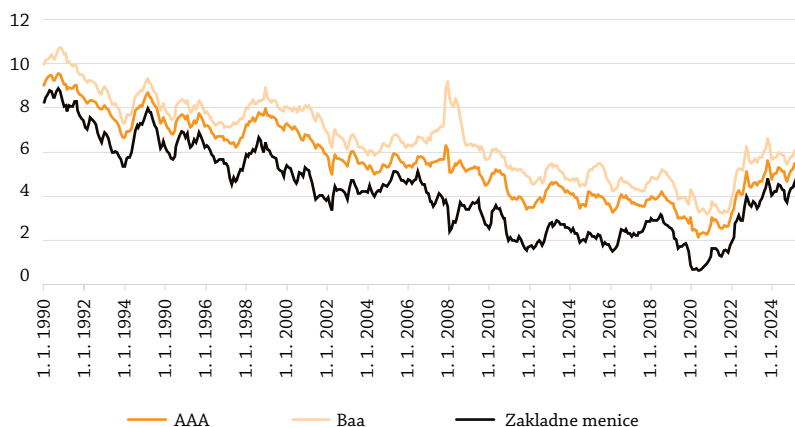
- Netvegana donosnost (angl. *Risk-Free Rate* – r_f): je stopnja, ki jo lahko vlagatelj doseže brez tveganja. Je zgolj teoretična, saj netvegana donosnost v praksi ne obstaja. Najpogosteje se meri z donosnostjo državnih obveznic, ki je najboljši približek netvegani donosnosti.
- Premija za kreditno tveganje (angl. *Default Premium* – DP): odraža tveganje neplačila s strani izdajatelja (kreditno tveganje). Finančni instrumenti z višjim kreditnim tveganjem ponujajo višjo obrestno mero. Kot prikazuje slika 3.3: podjetniške obveznice z nižjo bonitetno oceno (Baa) imajo višjo premijo in zahtevano donosnost kot obveznice z enako ročnostjo z višjo bonitetno oceno AAA. Obe obliki podjetniških obveznic pa beležita višjo zahtevano donosnost kot zakladne menice.
- Premija za nelikvidnost (angl. *Liquidity Premium* – LP): finančni instrumenti, ki so manj likvidni, imajo višje obrestne mere. Likvidnostna premija je nadomestilo za tveganje, da vlagatelj morda ne bo mogel hitro pretvoriti naložbe v denar brez večjih izgub vrednosti.
- Premija za davčno prilagoditev (angl. *Tax Adjustment Premium* – TAP): finančni instrumenti z ugodnejšo davčno olajšavo imajo nižje obrestne mere.

Obrestno mero dolžniškega finančnega instrumenta lahko tako zapišemo kot

$$i = r_f + DP + LP + TAP ,$$

kjer je i zahtevana donosnost (obrestna mera), r_f netvegana donosnost, DP premija za kreditno tveganje, LP premija za nelikvidnost, TAP pa premija za davčno prilagoditev.

K zgoraj navedenim premijam se lahko doda tudi druge, kot so premija za pričakovano inflacijo (pričakovana inflacija vpliva na obrestne mere, saj posojilodajalci želijo nadomestiti izgubo kupne moči denarja; če se pričakuje višja inflacija, bodo obrestne mere prav tako višje), premija za odpoklic dolžniškega finančnega instrumenta (angl. *Call Premium*), premija za možnost zamenjave (angl. *Convertibility Discount*).



Slika 3.3 Zahtevana donosnost na desetletne podjetniške obveznice z bonitetno oceno AAA in Baa ter donosnost na zakladne menice v ZDA, 1990–2025

Opomba Federal Reserve Bank St. Louis (sliko smo narisali na podlagi podatkov, dostopnih na spletni strani <https://fred.stlouisfed.org/>).

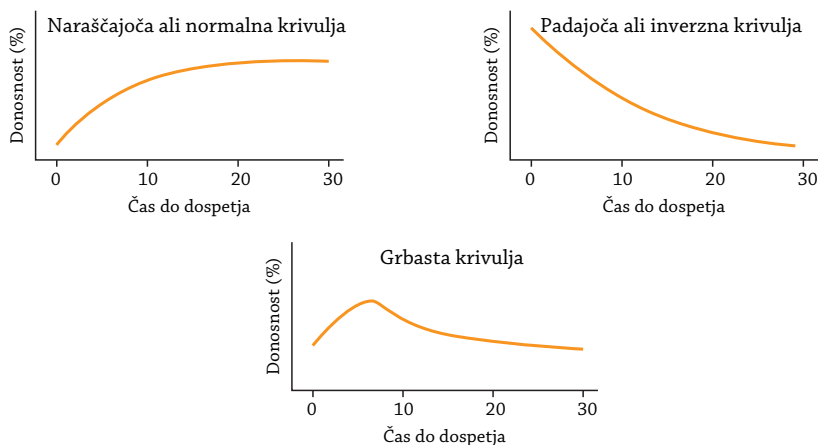
3.5 Časovna struktura obrestnih mer

Časovna struktura obrestnih mer opisuje, kako se slednje spreminjajo glede na različna obdobja zapadlosti. Ta struktura je ključna za razumevanje pričakovanj trga glede prihodnjih gospodarskih razmer, kot so gospodarska rast, inflacija in tveganje. Ponuja vpogled v to, kako vlagatelji ocenjujejo sedanje in prihodnje gospodarske pogoje, in ima pomembno vlogo pri določanju stroškov financiranja za posameznike, podjetja in vlade.

3.5.1 Krivulja donosnosti

Krivulja donosnosti prikazuje razmerje med obrestnimi merami in ročnostjo dolžniških instrumentov. Običajno ima obliko naraščajoče krivulje, kar pomeni, da so dolgoročne obrestne mere višje od kratkoročnih. Oblika krivulje donosnosti je pomemben pokazatelj pričakovanj trga glede prihodnje gospodarske dejavnosti in inflacije. Obstajajo tri glavne oblike krivulje donosnosti, ki prikazujejo odnos med donosnostjo in ročnostjo (obdobje do zapadlosti) (glej sliko 3.4):

- *Naraščajoča (normalna) krivulja donosnosti* kaže, da je donosnost na dolgoročne dolžniške finančne instrumente višja od donosnosti na kratkoročne dolžniške instrumente. To pomeni, da vlagatelji pričakujejo gospodarsko rast in zmerno inflacijo. To je najpogostejša oblika krivulje donosnosti, ki kaže na stabilno gospodarstvo.



Slika 3.4 Krivulje donosnosti
Prirejeno po Viney in Phillips (2019)

- *Padajoča (inverzna) krivulja donosnosti* kaže, da je donosnost na kratkoročne dolžniške finančne instrumente višja od donosnosti na dolgoročne dolžniške instrumente. To pomeni, da so kratkoročni finančni dolžniški instrumenti bolj zaželeni. Inverzna krivulja je pogosto pokazatelj prihajajoče gospodarske recesije, saj vlagatelji pričakujejo nižjo gospodarsko rast in morebitno znižanje obrestnih mer v prihodnosti.
- *Grbasta krivulja donosnosti*: V tem primeru se oblika krivulje donosnosti skozi čas spreminja iz normalne krivulje donosnosti v inverzno.

3.5.2 Teorije časovne strukture obrestnih mer

Časovno strukturo obrestnih mer in obliko krivulj donosnosti pojasnjujejo tri teorije:

Teorija pričakovanj

Teorija pričakovanj trdi, da so dolgoročne obrestne mere (in s tem krivulja donosnosti) funkcija današnjih in pričakovanih prihodnjih kratkoročnih obrestnih mer. Teorija temelji na predpostavki, da so dolgoročni in kratkoročni vrednostni papirji popolni substituti, vlagatelji imajo enaka pričakovanja glede prihodnjih kratkoročnih obrestnih mer, ni transakcijskih stroškov in ovir, cilj investorjev pa je maksimirati pričakovano stopnjo donosa.

Dolgoročne obrestne mere bodo torej enake povprečju trenutni kratkoročni obrestni meri in pričakovanim kratkoročnim obrestnim meram. Iz tega izhaja, da lahko dolgoročno obrestno mero izračunamo kot:

$$i_{nt} = \frac{i_t + i_{t+1}^e + i_{t+2}^e + \dots + i_{t+(n-1)}^e}{n},$$

kjer je i_{nt} dolgoročna obrestna mera za n obdobji do dospelja, n število obdobji do dospelja, i_t kratkoročna obrestna mera v obdobju t , i_{t+1}^e pa pričakovana kratkoročna obrestna mera v obdobju $t + 1$.

Krivulja donosnosti bo postala naraščajoča, če se v prihodnosti pričakuje rast obrestnih mer, saj vlagatelji vlagajo v kratkoročne vrednostne papirje, ker bodo imeli možnost reinvestirati sredstva po višji obrestni meri v prihodnje. Krivulja donosnosti bo postala padajoča, če se v prihodnosti pričakuje padec obrestnih mer, saj vlagatelji želijo vlagati v dolgoročne vrednostne papirje. Povpraševanje po kratkoročnih virih se zato zmanjša.

Teorija likvidnostne premije

Po tej teoriji vlagatelji preferirajo kratkoročne vrednostne papirje, saj imajo ti finančni instrumenti večjo likvidnost in nižje obrestno tveganje. To pomeni, da za vlaganja v dolgoročne vrednostne papirje vlagatelji zahtevajo dodatno likvidnostno premijo. Daljša kot je ročnost vrednotnega papirja, višja je likvidnostna premija. Dolgoročno obrestno mero tako izračunamo kot

$$i_{nt} = \frac{i_t + i_{t+1}^e + i_{t+2}^e + \dots + i_{t+(n-1)}^e}{n} + LP_{nt},$$

kjer je LP_{nt} likvidnostna premija.

Teorija segmentiranega trga

Ta teorija opušča predpostavko, da so kratkoročni in dolgoročni vrednostni papirji popolni substituti. Vlagatelji in izdajatelji se pretežno udeležujejo na trgih, ki odsevajo zakonitosti njihovih denarnih tokov – npr., pokojninski skladi in zavarovalnice želijo vlagati predvsem v dolgoročne naložbe. Obrestne mere neposredno zato ne odražajo pričakovanj o prihodnjih spremembah obrestnih mer, saj je trgovanje razdrobljeno oz. segmentirano po trgih. Na vsakem trgu se oblikuje drugačna obrestna mera, skladno s ponudbo in povpraševanjem.

3.5.3 Napovedovanje obrestnih mer

Zgoraj predstavljene koncepte lahko uporabimo za napovedovanje obrestnih mer oz. preračune terminskih obrestnih mer. Čeprav terminske mere niso čiste napovedi, jih pogosto uporabljamo kot približek za pričakovanja trga.

Enoletno terminsko obrestno mero čez eno leto ($f_{t+1, 1}$) izračunamo kot

$$f_{t+1,1} = \frac{(1 + i_{t,2})^2}{(1 + i_{t,1})} - 1,$$

Enoletna terminska obrestna mera čez n let je

$$f_{t+n,1} = \frac{(1 + i_{t,n+1})^{n+1}}{(1 + i_{t,n})^n} - 1.$$

Terminska obrestna mera za dve leti, eno leto od sedaj je

$$(1 + f_{t+1,2})^2 = \frac{(1 + i_{t,3})^3}{(1 + i_{t,1})}.$$

Enoletna terminska obrestna mera čez eno leto z upoštevanjem likvidnostne premije pa je:

$$f_{t+1,1} = \frac{(1 + i_{t,2})^2}{(1 + i_{t,1})} - 1 - \frac{LP_2}{(1 + i_{t,1})}.$$

3.6 Medbančne obrestne mere

Podlaga za oblikovanje obrestnih mer posojil v EU so medbančne obrestne mere, predvsem euribor.

3.6.1 Euribor

Euribor (iz angl. *Euro Interbank Offered Rate*) je okrajšava za evrsko medbančno ponujeno obrestno mero. Je referenčna obrestna mera, ki se uporablja kot merilo za določanje obrestnih stopenj za različne vrste posojil in finančnih produktov v evrskem območju. Euribor odraža povprečne obrestne mere, po katerih si vodilne evropske banke med seboj posojajo denar na kratkoročni osnovi. Z drugimi besedami, euribor predstavlja strošek zadolževanja za banke na medbančnem trgu v evroobmočju (Euribor Rates, b. l.).

Obrestne mere euribor veljajo za najpomembnejše referenčne obrestne mere na evropskem denarnem trgu. Obrestne mere so osnova za cene in obrestne mere vseh vrst finančnih produktov. Obrestne mere za številna posojila (npr. hipoteke, avtomobilska posojila in

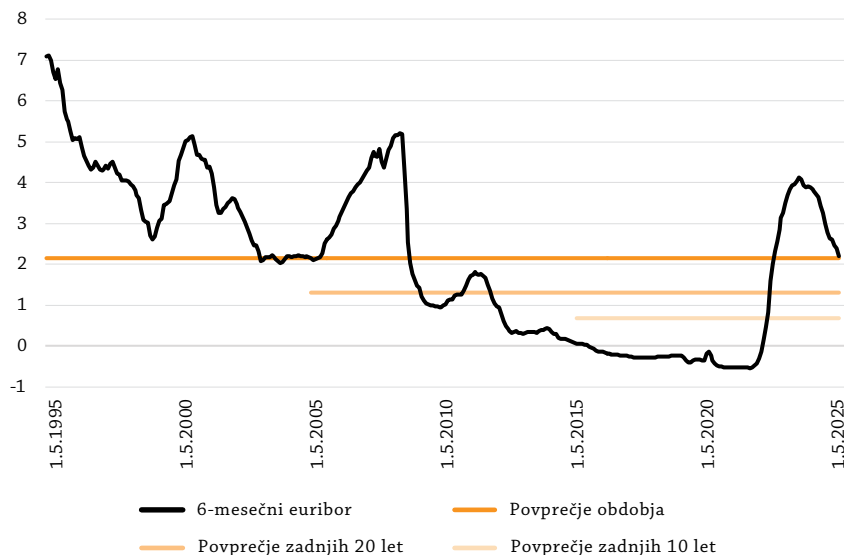
podjetniška posojila) so pogosto vezane na euribor. Posojilojemalci plačujejo obrestno mero, ki je sestavljena iz euriborja in dodatne marže, ki jo določi banka glede na tveganje in druge stroške. Euribor se uporablja tudi kot referenčna obrestna mera pri številnih finančnih instrumentih, kot so obveznice s spremenljivo obrestno mero in izvedeni finančni instrumenti (npr. obrestne zamenjave, angl. *interest rate swaps*). Odraža tudi zaupanje v bančni sistem in vstopne stroške financiranja za banke v evrskem območju. Če se euribor zviša, lahko to pomeni, da so banke previdnejše pri medsebojnem zadolževanju, kar običajno nakazuje povečano tveganje ali negotovost na trgu. Zaradi navedenega strokovnjaki in posamezniki intenzivno spremljajo gibanje euriborja (Euribor Rates, b. l.).

Skupno obstaja pet različnih (z ročnostjo en teden ter en, tri, šest in 12 mesecev) obrestnih mer euribor (do 1. novembra 2013 jih je bilo 15) (Euribor Rates 2025). Izračunan je na podlagi obrestnih mer, ki jih vsak delovni dan posreduje skupina referenčnih bank, ki sodelujejo pri določanju te obrestne mere. Te banke so med največjimi in najstabilnejšimi evropskimi bankami. Ko poročajo o svojih obrestnih merah, se 15 % najvišjih in najnižjih vrednosti odstrani, da bi se izognili ekstremom. Nato se izračuna povprečje preostalih vrednosti, kar predstavlja končni euribor za tisti dan (Euribor Rates, b. l.).

Euribor je dinamična obrestna mera, ki se lahko spreminja dnevno, glede na:

- denarno politiko ECB: če ECB zviša ključno obrestno mero (npr. obrestno mero za odprti trg), se to pogosto odrazi v višji vrednosti euriborja; ECB obrestne mere uporablja kot orodje za nadzor inflacije in spodbujanje gospodarske rasti (Euribor Rates, b. l.);
- razmere na trgu: gospodarske razmere, kot so gospodarska rast, inflacija, recesija ali finančne krize, vplivajo na gibanje euriborja (Euribor Rates, b. l.); npr., med finančno krizo leta 2008 je euribor močno zrasel zaradi povečane percepcije tveganja;
- zaupanje med bankami: euribor je prav tako odraz zaupanja med bankami; če banke ocenjujejo, da obstaja večje tveganje za neplačilo, bodo za posojila zahtevale višje obrestne mere (Pelizzon in Sartore, 2013).

Za posojilojemalce, ki imajo posojila s spremenljivo obrestno mero, lahko spremembe euriborja močno vplivajo na višino mesečnih obrov. Ko euribor naraste, se povečajo tudi obresti, ki jih posojilojemalci



Slika 3.5 Gibanje šestmesečnega euriborja od maja 1995 do maja 2025 in povprečja, v odstotkih

ECB Data Portal <https://data.ecb.europa.eu/>.

plačujejo, kar vodi v višje mesečne obroke. Nasprotno pa znižanje euriborja pomeni nižje obresti in nižje mesečne stroške za posojilojemalce. Spodnja slika prikazuje gibanje šestmesečnega euriborja ter povprečja euribor za izbrana obdobja.

3.6.2 €STR

€STR (iz angl. *Euro Short-Term Rate*) je referenčna obrestna mera, ki jo je ECB razvila za prikaz povprečnih stroškov nezavarovanega zadolževanja na kratkoročnem medbančnem trgu evrskega območja. Meri obrestne mere, po katerih si finančne institucije sposojajo sredstva čez noč (angl. *overnight*), in temelji na dejanskih transakcijah, kar povečuje njeno zanesljivost in transparentnost. ECB objavi €STR vsak delovni dan sistema TARGET2 na podlagi transakcij, opravljenih in poravnanih prejšnji delovni dan sistema TARGET2. ECB je €STR prvič objavila 2. oktobra 2019, kar je odražalo trgovalno dejavnost 1. oktobra 2019. Ta obrestna mera je bila uvedena kot del prizadevanj za povečanje stabilnosti evropskega finančnega sistema, saj so referenčne obrestne mere pomembno sidro za pogodbe na finančnih trgih. Dopolnjuje obstoječe referenčne obrestne mere, ki jih ponuja zasebni sektor (European Central Bank, b. l.d).

3.6.3 SONIA in SOFR

SONIA (iz angl. *Sterling Overnight Index Average*) in SOFR (iz angl. *Secured Overnight Financing Rate*) sta ključni referenčni obrestni meri, ki sta v zadnjih letih nadomestili britanski in ameriški LIBOR kot standard za določanje obrestnih mer v finančnih pogodbah. Njuna uvedba je bila del širše globalne reforme referenčnih obrestnih mer, katere cilj je bil povečati zanesljivost, preglednost in odpornost finančnega sistema na morebitne manipulacije.

SONIA predstavlja povprečno obrestno mero za nezavarovana posojila preko noči v britanskih funtih med finančnimi institucijami v Združenem kraljestvu. Upravlja jo Bank of England, ki vsak delovni dan objavi vrednost, izračunano na podlagi dejanskih transakcij. Njena uporaba se je močno razširila od leta 2018, ko je postala glavni nadomestek za GBP LIBOR. Ker temelji na dejanski trgovni dejavnosti, velja za robustnejšo in manj dovzetno za manipulacije. V današnjih finančnih pogodbah SONIA pogosto nastopa kot temeljna obrestna mera za posojila, obveznice in izvedene finančne instrumente, kot so obrestne zamenjave (Bank of England, b. l.).

SOFR pa je referenčna mera, ki odraža stroške zavarovanega zadolževanja za čez noč na ameriškem repo-trgu, kjer se transakcije zavarujejo z ameriški zakladnimi menicami. Upravlja jo Federal Reserve Bank of New York, ki jo objavlja vsak delovni dan. SOFR je bila uvedena leta 2018 kot zanesljivejša alternativa USD LIBOR, saj temelji na velikem obsegu dejanskih transakcij, kar zagotavlja večjo preglednost in zmanjšuje odvisnost od ocen. Zaradi svoje stabilnosti in minimalnega kreditnega tveganja je postala standardna referenčna mera v pogodbah v ameriških dolarjih (Federal Reserve Bank of New York, b. l.).

Obe obrestni meri, SONIA in SOFR, igrata pomembno vlogo na podobnih finančnih trgih. Njuna uvedba ne pomeni le tehnične spremembe v finančnih pogodbah, temveč predstavlja pomemben premik v smeri večje integritete in stabilnosti globalnega finančnega sistema.

Povišanje ključnih obrestnih mer v ZDA leta 2022–2023

V letih 2022–2023 je ameriška centralna banka (Federal Reserve – FED) zaradi naraščajoče inflacije hitro povišala ključne obrestne mere z manj kot 0,25 % (začetek leta 2022) na več kot 5 % do sredine leta 2023. Ta sprememba je bila najhitrejša

rast obrestnih mer v zadnjih desetletjih. To je imelo negativne učinke na gospodarstvo. Za podjetja je to pomenilo povečanje stroškov zadolževanja. Podjetja, ki so bila močno zadolžena, so se soočila z višjimi stroški servisiranja dolgov. Npr., majhno proizvodno podjetje z dolgoročno posojilno obrestno mero 3 % je moralo ob podaljšanju posojila plačati 6 %, kar je povzročilo dvig letnih stroškov za več sto tisoč ameriških dolarjev. Posledica je bila manj sredstev za naložbe, razvoj in širitev.

Hipotekarne obrestne mere v ZDA so se podvojile (s približno 3 % na več kot 7 % za 30-letno hipoteko). Kupec, ki si je pri triodstotni obrestni meri lahko privoščil hišo za 400.000 ameriških dolarjev, si je pri sedemodstotni obrestni meri lahko privoščil hišo za približno 250.000 ameriških dolarjev. To je povzročilo upad povpraševanja po stanovanjih in zmanjšanje aktivnosti na nepremičninskem trgu, kar je povzročilo padec cen nepremičnin.

Zvišanje obrestnih mer je vodilo tudi v povečanje števila plačilne nesposobnosti (angl. *insolvency*). Potrošniki in podjetja z variabilnimi obrestnimi merami so občutili močan porast mesečnih obveznosti, kar je povečalo tveganje za neplačilo. To je povečalo število stečajev med podjetji in gospodinjstvi.

Višje obrestne mere za kreditne kartice (v povprečju prek 20-odstotne letne obrestne mere v ZDA) so zmanjšale trošenje, saj so potrošniki poskušali zmanjšati zadolženost.

Višje obrestne mere so zmanjšale vrednost obveznic in drugih naložb s fiksno donosnostjo. Banka Silicon Valley Bank (SVB) je zaradi padca vrednosti svojih obveznic utrpela velike izgube, kar je prispevalo k njenemu propadu v marcu 2023. To je povzročilo poslabšanje razmer na finančnih trgih.

Naglo povišanje ključnih obrestnih mer lahko povzroči višje stroške zadolževanja, upad potrošniške in investicijske aktivnosti ter destabilizacijo finančnih trgov. Posledice se širijo na podjetja, gospodinjstva in celotno gospodarstvo, kar povečuje tveganje za recesijo. Primer lepo pokaže, kako velik vpliv imajo obrestne mere na gospodarstvo.

Povišanje ključnih obrestnih mer v evroobmočju (2022–2023)

ECB je zaradi naraščajoče inflacije v letu 2022 začela dvigovati ključne obrestne mere, prvič po več kot desetletju. Obrestna mera je v manj kot letu dni narasla z 0 na 4 %, kar je močno vplivalo na gospodarstva držav v evroobmočju.

To je povzročilo negativne učinke na gospodarstvo. Povečali so se stroški zadolževanja za podjetja in gospodinjstva. V državah z visoko zadolženostjo, kot so Italija, Španija in Grčija, so podjetja in gospodinjstva občutila močno povečanje stroškov posojil.

Upadel je tudi nepremičninski trg. V državah, kot je Nemčija, kjer so hipotekarna posojila večinoma s fiksnimi obrestnimi merami, je upadlo povpraševanje po novih posojilih. Gradbeni sektor v Nemčiji je zabeležil upad novih projektov za več kot 25 % v letu 2023, kar je bila posledica višjih stroškov financiranja.

Države z visokim javnim dolgom, kot sta Italija in Grčija, so se soočile z višjimi stroški financiranja svojih dolgov. Donos na desetletne italijanske državne obveznice je narasel z manj kot 1 % v začetku leta 2022 na več kot 4,5 % do konca leta 2023. To je povzročilo večje pritiske na državne proračune (Trading Economics, b. l.).

Zaradi višjih stroškov zadolževanja so gospodinjstva in podjetja v celotnem evroobmočju zmanjšala porabo in naložbe. V Sloveniji so gospodinjstva z variabilnimi obrestnimi merami za potrošniške kredite poročala o povečanju mesečnih obrokov za več kot 20 %, kar je zmanjšalo razpoložljivi dohodek in potrošnjo.

Banke v nekaterih državah evroobmočja so se soočile z zmanjšanjem vrednosti svojih obveznic in večjim tveganjem neplačil posojil. V Franciji so banke zaradi višjih obrestnih mer zabeležile povečanje slabih kreditov, zlasti v segmentu MSP.

Povišanje obrestnih mer v evroobmočju je imelo resne posledice, saj so višji stroški financiranja prizadeli podjetja, gospodinjstva in proračune držav. Posledično so bili gospodarska rast, investicije in potrošnja močno zavrti, kar je povečalo tveganje za recesijo v regiji (European Central Bank, 2023b).

3.7 Obrestne mere in gospodarska rast

Obrestne mere so ključni mehanizem, preko katerega centralne banke vplivajo na gospodarsko dejavnost. Spremembe obrestnih mer vplivajo na odločanje gospodinjstev, podjetij in finančnih institucij, kar ima neposredne posledice za investicije, potrošnjo in gospodarsko rast. Ta vpliv se izraža preko različnih transmisijskih mehanizmov, ki so bili predmet številnih raziskav. Nižje obrestne mere spodbujajo gospodarsko rast preko investicij in potrošnje, medtem ko višje obvladujejo inflacijo, vendar lahko zavirajo gospodarsko rast. Razumevanje teh mehanizmov in njihovih posledic je ključnega pomena za oblikovanje učinkovite denarne politike, ki podpira stabilno gospodarsko rast.

3.7.1 Mehanizmi vpliva obrestnih mer na gospodarsko rast

Transmisijski mehanizem denarne politike. Transmisijski mehanizem denarne politike opisuje, kako spremembe v obrestnih merah, ki jih določa centralna banka, vplivajo na gospodarstvo preko različnih kanalov. Eden ključnih je *obrestni kanal*, kjer spremembe v kratkoročnih obrestnih merah neposredno vplivajo na stroške izposojanja za gospodinjstva in podjetja. Nižje obrestne mere zmanjšajo stroške izposojanja, kar spodbuja investicije in potrošnjo, medtem ko višje povečajo stroške izposojanja, kar omejuje dostop do kreditov in zmanjšuje povpraševanje (European Central Bank, b. l.p).

Poleg obrestnega kanala obstajajo tudi drugi pomembni kanali prenosa denarne politike, kot sta *kanal premoženjskih cen*, kjer spremembe obrestnih mer vplivajo na cene sredstev (npr. delnic in nepremičnin), kar posledično vpliva na premoženje gospodinjstev in njihovo potrošnjo, ter *kreditni kanal*, kjer spremembe v obrestnih merah vplivajo na dostopnost in pogoje kreditiranja, kar vpliva na investicijske odločitve podjetij in potrošnjo gospodinjstev. Raziskave (npr. Kingova in Levinova (1993)) poudarjajo, da obrestne mere neposredno vplivajo na stroške kapitala za podjetja. Nižje obrestne mere povečujejo donosnost projektov, saj zmanjšujejo stroške financiranja, kar vodi k povečanju investicijske dejavnosti. Obrestne mere vplivajo tudi na potrošnjo gospodinjstev, zlasti na večje nakupe, kot so nepremičnine ali avtomobili. Ko so obrestne mere nizke, so krediti cenejši, kar spodbuja povpraševanje. Višje obrestne mere, nasprotno, zmanjšujejo potrošniške izdatke. Obrestne mere prav tako vplivajo na gibanje deviznih tečajev, kar ima posledice za izvozno konkurenčnost države. Višje obrestne

mere privabljajo tuje naložbe v domačo valuto, kar vodi v apreciacijo valute in zmanjšanje izvozne konkurenčnosti.

Razumevanje teh mehanizmov je ključno za oblikovanje učinkovite denarne politike, saj centralnim bankam omogoča, da s prilagajanjem obrestnih mer dosežejo želene makroekonomske cilje, kot so stabilna inflacija, polna zaposlenost in gospodarska rast.

3.7.2 *Raziskave o vplivu obrestnih mer na gospodarsko rast*

V nadaljevanju povzemamo pomembnejše raziskave o povezavi med obrestnimi merami in gospodarsko rastjo.

Taylorjeva pravila in gospodarstvo: Taylor (1993) je predstavil enega najvplivnejših modelov, ki povezuje obrestne mere z inflacijo in gospodarsko rastjo. Ugotovil je, da so ustrezne višine obrestnih mer ključne za stabilno rast in obvladovanje inflacije.

Obrestne mere in kreditna dostopnost: Bernanke in Gertler (1995) sta analizirala, kako spremembe obrestnih mer vplivajo na kreditno dostopnost podjetij. Ugotovila sta, da višje obrestne mere ne vplivajo le na stroške financiranja, temveč tudi na kreditno zmožnost podjetij zaradi sprememb vrednosti njihovih zavarovanj.

Finančna razvitost in gospodarska rast: King in Levine (1993) sta med prvimi empirično raziskovala povezavo med finančno razvitostjo in gospodarsko rastjo ter pokazala, da učinkovito upravljanje obrestnih mer spodbuja dolgoročno gospodarsko rast preko povečane investicijske aktivnosti in višje produktivnosti. Njune ugotovitve potrjujejo, da razvita finančna infrastruktura prispeva k učinkovitejšemu razporejanju virov v gospodarstvu. Vendar pa številne poznejše raziskave ugotavljajo, da pozitivnega odnosa med finančno razvitostjo in gospodarsko rastjo ni mogoče enoznačno potrditi. Kot navaja Levine (2021), literatura še vedno ne ponuja dokončnega odgovora na vprašanje, ali finance povzročajo gospodarsko rast in, če da, na kakšen način. Novejše empirične analize celo kažejo, da lahko zadolženost nad določenim pragom povzroči negativne učinke na gospodarsko rast (Levine, 2021), pri čemer raziskovalci ne znajo zadovoljivo pojasniti razlogov za te nelinearnosti. Na to se navezujejo tudi ugotovitve Bofingerja idr. (2022), ki v reinterpretaciji Schumpetrovega (1954) pogleda na finance poudarjajo, da je rast kreditiranja – in s tem bančno ustvarjanje likvidnosti – osrednja gonilna sila gospodarske rasti, medtem ko je vloga varčevanja v tem procesu zanemarljiva. Na podlagi analize panela 43 držav avtorji opozarjajo, da prevladujoča literatura pogosto napačno dojema

vlogo bank kot pasivnih posrednikov varčevalnih sredstev, kar vodi v neustrezne teoretične modele in šibke empirične rezultate. Pravilnejše razumevanje bank kot aktivnih ustvarjalcev kreditov tako omogoča prepričljivejšo razlago povezav med finančnim razvojem in gospodarsko rastjo ter hkrati razširja razumevanje mehanizmov monetarnega prenosa, zlasti v kontekstu nizkih obrestnih mer.

Obrestne mere in potrošnja: Campbell in Mankiw (1989) sta pokazala, da so gospodinjstva občutljiva na spremembe obrestnih mer, kar se odraža v njihovih potrošniških odločitvah, še posebej pri večjih naložbah.

3.8 Povzetek

Obrestne mere so ena izmed najosnovnejših sestavin finančnega sistema, saj predstavljajo ceno denarja oz. strošek izposoje in donos na varčevanje ali posojanje. Njihova višina vpliva na odločitve gospodinjstev, podjetij in držav, saj določa stroške financiranja in pričakovano donosnost naložb. Obrestne mere so torej ključen dejavnik pri oblikovanju potrošnje, varčevanja in investicij, kar pomeni, da imajo neposreden vpliv na gospodarsko aktivnost.

Pri analizi obrestnih mer je pomembno razlikovati med nominalno in realno obrestno mero. Nominalna predstavlja dogovorjeni denarni donos, ki ne upošteva inflacije, medtem ko realna odraža dejanski donos oz. strošek po prilagoditvi za inflacijo. Razmerje med njima ponazarja Fisherjeva enačba: realna obrestna mera je približno enaka nominalni obrestni meri minus pričakovana inflacija. Tako je realna obrestna mera ključen kazalnik kupne moči in dejanske donosnosti varčevanja ali zadolževanja.

Na oblikovanje obrestnih mer vplivajo številni dejavniki, ki jih lahko razvrstimo v makroekonomske, institucionalne, tržne in notranje. Še posebej pomemben učinek na obrestne mere ima inflacija – višja inflacijska pričakovanja vodijo do višjih obrestnih mer, saj si vlagatelji želijo ohraniti realni donos.

Na višino obrestne mere vpliva tudi različna stopnja tveganja med izdajatelji finančnih instrumentov. Višje kreditno tveganje, nižja likvidnost ali neugodna davčna obravnava zahtevajo dodatne premije, ki se prištejejo k osnovni (t. i. netvegani) donosnosti. Višja tveganja se odražajo v višji zahtevani obrestni meri.

Časovna struktura obrestnih mer opisuje, kako se obrestne mere spreminjajo glede na ročnost dolžniških instrumentov. Najpogosteje se ta odnos prikazuje s krivuljo donosnosti. Naraščajoča krivulja kaže

na pričakovano gospodarsko rast, inverzna pa pogosto napoveduje recesijo. Teorije, kot so teorija pričakovanj, likvidnostne premije in segmentiranega trga, razlagajo različne oblike krivulje in pričakovanja vlagateljev.

Na finančnih trgih imajo pomembno vlogo referenčne obrestne mere, kot so euribor (evrsko območje), €STR (nezavarovana obrestna mera ECB čez noč), SONIA (nezavarovana obrestna mera čez noč za posojila v britanskih funtih) in SOFR (nezavarovana obrestna mera čez noč za posojila v ameriških dolarjih). Te mere temeljijo na dejanskih tržnih transakcijah in se uporabljajo kot osnova za določanje obrestnih stopenj v številnih pogodbah. Npr., euribor pomembno vpliva na višino obrokov pri posojilih s spremenljivo obrestno mero.

Centralne banke, kot sta FED in ECB, obrestne mere uporabljajo kot instrument denarne politike. Višanje obrestnih mer zmanjšuje inflacijske pritiske, a hkrati zavira potrošnjo in investicije, medtem ko njihovo zniževanje spodbuja gospodarsko rast. To se je nazorno pokazalo med letoma 2022 in 2023, ko sta FED in ECB zaradi visoke inflacije hitro dvignili ključne obrestne mere. Posledično so se povečali stroški zadolževanja, zmanjšala se je aktivnost na nepremičninskem trgu, upadle so investicije, gospodinjstva in podjetja pa so se soočila z višjimi finančnimi obremenitvami.

Spremembe obrestnih mer se preko različnih kanalov prenašajo na realno gospodarstvo. Najpomembnejši je obrestni kanal, kjer se višje obresti odražajo v dražjem financiranju, kar zmanjšuje potrošnjo in investicije. Poleg tega obstajajo še premoženjski kanal (vpliv na cene sredstev), kreditni kanal (dostop do posojil) in devizni kanal (vpliv na menjalni tečaj in izvozno konkurenčnost).

Raziskave kažejo, da pravilna uporaba obrestnih mer spodbuja stabilno gospodarsko rast. Taylorjevo pravilo, Bernankejeva in Gertlerjeva analiza kreditne sposobnosti podjetij ter raziskave Kinga in Levina o finančni razvitosti potrjujejo, da so obrestne mere ključno orodje ekonomske politike. Obrestne mere ne vplivajo zgolj na stroške financiranja, temveč širše na investicije, potrošnjo, devizne tečaje in finančno stabilnost. Njihovo razumevanje je zato ključno za učinkovito sprejemanje finančnih in ekonomskih odločitev.

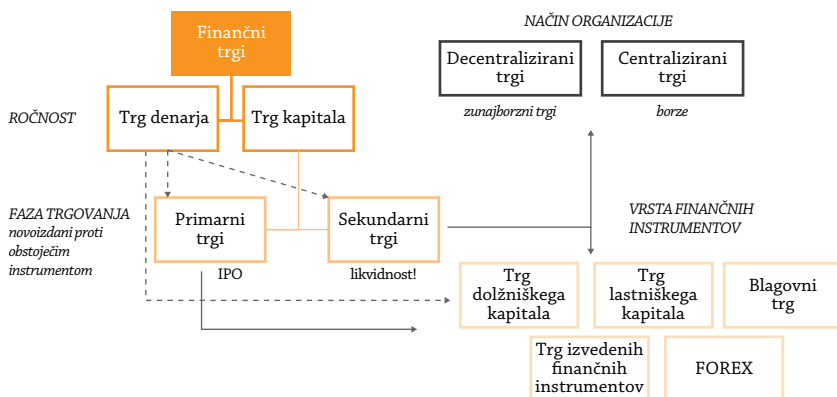
4 Finančni trgi

Finančni trgi se na splošno nanašajo na kateri koli trg, na katerem poteka trgovanje z vrednostnimi papirji. Kot že zapisano v poglavju 2, so ključnega pomena za nemoteno delovanje kapitalističnih gospodarstev, saj omogočajo učinkovito zbiranje in alokacijo finančnih sredstev. Tu se srečujeta ponudba in povpraševanje po kapitalu, kar gospodarskim subjektom omogoča pridobitev potrebnih sredstev za financiranje investicij in drugih aktivnosti. Tako skrbijo za učinkovito alokacijo kapitala in podpirajo gospodarsko rast, saj podjetjem, posameznikom in državam omogočajo, da dostopajo do potrebnih sredstev. Finančni trgi omogočajo tudi obvladovanje tveganj z uporabo izvedenih finančnih instrumentov, kot so terminske pogodbe in opcije. Prav tako prispevajo k določanju cen finančnih instrumentov, saj ponudba in povpraševanje na trgu določata vrednost delnic, obveznic in drugih sredstev. Vse to prispeva h gospodarski stabilnosti in rasti. Ko finančni trgi ne delujejo, lahko pride do motenj v delovanju gospodarstva, vključno z recesijo in brezposelnostjo.

Finančni trgi delujejo na podlagi usklajenega sodelovanja različnih institucij in infrastrukture, ki omogočajo varno, pregledno in učinkovito trgovanje s finančnimi instrumenti. Ključne vloge pri tem imajo borze, kjer poteka organizirano trgovanje z vrednostnimi papirji, kot so delnice in obveznice, ter posredniške družbe, ki povezujejo kupce in prodajalce na trgu. Klirinške hiše skrbijo za poravnavo in upravljanje tveganih transakcij, kar povečuje zanesljivost sistema. Pomembno sistemsko vlogo imajo tudi centralne banke, ki z izvajanjem denarne politike, nadzorom nad likvidnostjo in s stabilnostjo plačilnih sistemov posredno vplivajo na razmere na finančnih trgih. Skupaj z drugimi regulatorji zagotavljajo stabilno okolje za delovanje tržnih mehanizmov.

4.1 Vrste in delitev finančnih trgov

Ločimo različne vrste finančnih trgov, vsak s svojimi značilnostmi in vlogo v gospodarstvu ter finančnem sistemu. Kot prikazuje slika 4.1,



Slika 4.1 Delitve finančnih trgov

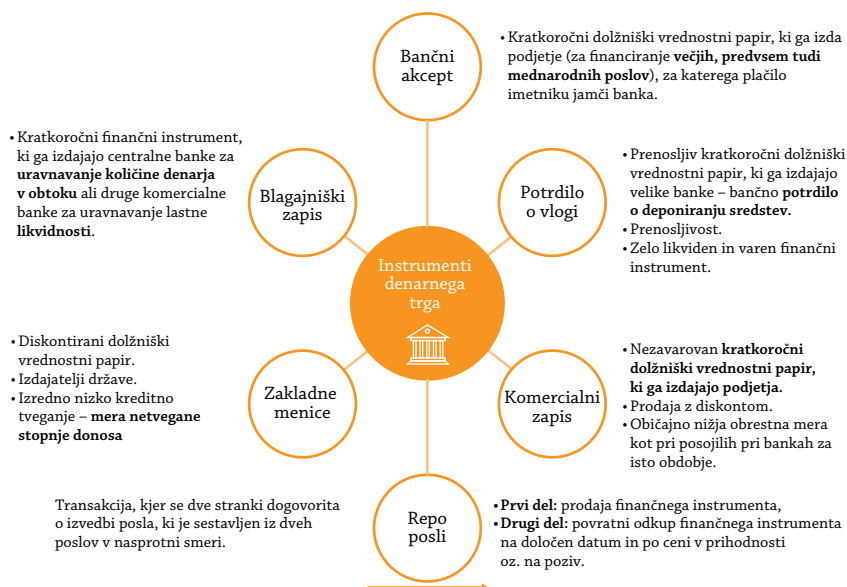
finančne trge delimo glede na ročnost, fazo trgovanja, vrsto finančnih instrumentov, s katerimi se trguje, način organizacije in geografski obseg.

4.1.1 Trg denarja in trg kapitala

Trg denarja oz. *denarni trg* je trg kratkoročnih finančnih instrumentov z ročnostjo do enega leta. Denarni trg udeležencem, kot so podjetja, vlade in finančne institucije, omogoča, da si izposojajo sredstva za kratkoročne potrebe oz. uravnavanje likvidnosti. Značilnosti denarnega trga sta visoka likvidnost in relativno nizko tveganje, saj cene finančnih instrumentov denarnega trga manj nihajo kot pri finančnih instrumentih z daljšo dospelostjo. Kot kaže spodnja slika, med instrumente denarnega trga sodijo npr. zakladne menice, komercialni zapisi, potrdila o vlogah in repo posli.

Pomemben del denarnega trga je *medbančni trg*, na katerem si banke medsebojno izposojajo sredstva za uravnavanje likvidnosti. Instrumenti na tem trgu so kratkoročna likvidnostna posojila in medbančni depoziti. Na obrestno mero na tem trgu vplivajo centralna banka z določanjem rezerv in obrestnih mer (obrestne mere mejnega depozita, operacije glavnega refinanciranja in mejnega posojila) ter posledično ponudba in povpraševanje na tem trgu.

Trg kapitala vključuje trgovanje z dolgoročnimi finančnimi instrumenti, kot so delnice in obveznice. Njegova glavna funkcija je zbiranje sredstev za dolgoročne investicije podjetij, držav in drugih subjektov. Trg kapitala podjetjem omogoča dostop do lastniškega kapitala,



Slika 4.2 Finančni instrumenti na denarnem trgu

medtem ko obveznice omogočajo zadolževanje za financiranje investicij. Ta trg je bistvenega pomena za dolgoročno gospodarsko rast, saj omogoča učinkovito razporeditev prihrankov v produktivne investicije. Zaradi daljše dospelosti so ti finančni instrumenti bolj tvegani in primernejši za dolgoročne naložbe. Investitorji so npr. naložbeni in pokojninski skladi, ki sredstva investirajo dolgoročno.

4.1.2 Primarni in sekundarni trgi

Na *primarnih trgih* poteka prva in nadaljnje morebitne nove izdaje finančnih instrumentov. Podjetja ali vlade nove vrednostne papirje, kot so npr. delnice ali obveznice, izdajo z namenom, da zberejo kapital za financiranje naložb, širitev dejavnosti ali druge potrebe. Značilnost primarnega trga je, da sredstva iz prodaje prejme neposredno izdajatelj – torej podjetje ali država, ki je finančni instrument izdala. Pomembno vlogo pri izdaji imajo investicijske banke, ki svetujejo, oblikujejo strukturo izdaje in pogosto pomagajo tudi pri trženju oz. prodaji instrumentov vlagateljem.

Sekundarni trgi omogočajo trgovanje z že izdanimi finančnimi instrumenti med vlagatelji. S prodajo finančnega instrumenta na sekundarnem trgu izdajatelj ne prejme dodatnih sredstev, finančni instrument

le zamenja lastnika. Sekundarni trg je pomemben za likvidnost in določanje cen finančnih instrumentov in zato deluje kot podpora primarnemu trgu. Primeri centraliziranega sekundarnega trga so npr. Ljubljanska borza (Ljubljana Stock Exchange – LJSE), Newyorška borza (New York Stock Exchange – NYSE) in NASDAQ.

4.1.3 Organizirani proti neorganiziranim in centralizirani proti decentraliziranim trgov

Organizirani trgi so formalno urejeni finančni trgi, na katerih se trguje z določenimi standardiziranimi finančnimi instrumenti. Primer takega trga je borza vrednostnih papirjev, kjer so pravila trgovanja jasna, udeleženci pa morajo izpolnjevati določene pogoje za sodelovanje. Organizirani trgi zagotavljajo transparentnost in varnost za vlagatelje.

Neorganizirani trgi, znani tudi kot trgi zunaj borze (angl. *Over The Counter* – OTC), so trgi, kjer s finančnimi instrumenti trgujejo neposredno med dvema strankama. Na teh trgih ni formalnih pravil ali centraliziranega mesta trgovanja, kar omogoča večjo fleksibilnost, vendar hkrati vključuje tudi večje tveganje zaradi manjše regulacije in nižje transparentnosti.

Centralizirani trgi so specializirani finančni trgi, zasnovani tako, da se vsa naročila – bodisi nakupna ali prodajna – usmerijo skozi centralno borzo, ki je edini trg za določene finančne instrumente. Cene vrednostnih papirjev, ki kotirajo na borzi (ali trgu), so edine, ki so na voljo vlagateljem, ki želijo kupovati ali prodajati sredstva, ki se tržijo na tej borzi.

Svetovni delniški trgi, kot je NYSE, so tipičen primer centraliziranih trgov, saj so vsa naročila usmerjena preko borze in vsak nakupni nalog ustreza prodajnemu. Po drugi strani so trgi, kot so tisti za trgovanje s tujimi valutami, decentralizirani, saj ni enotne lokacije za trgovanje, trgovci pa lahko najdejo različne konkurenčne tečaje pri prodajalcih po vsem svetu.

Pomembna značilnost centraliziranih trgov je, da vsi udeleženci poznajo cene in imajo dostop do vseh kotacij ter transakcij, kar lahko upoštevajo pri svojih trgovalnih strategijah. Druga pomembna značilnost je klirinška hiša, ki skrbi za celovitost transakcij med kupci in prodajalci, saj ti poslujejo neposredno z borzo, kar zmanjšuje tveganje nasprotnne stranke. NYSE je primer takšnega trga, kjer se neposredno srečujejo kupci in prodajalci finančnih instrumentov ali njihovi posredniki (angl. *brokers*).

Preglednica 4.1 Značilnosti OTC-trgov in borz

Primerjava	OTC-trg	Borza
Oblika trga	Neorganiziran, decentraliziran trg	Organiziran, centraliziran trg
Organizator trga	Posrednik	Borza (klirinška hiša) → nižje tveganje nasprotne stranke
Uporabljajo ga	Majhna podjetja	Dobro uveljavljena podjetja
Oblikovanje cen	Dogovor med kupcem in prodajalcem	Tržno (avkcije), vsi udeleženci poznajo ceno
Čas trgovanja	24/7	Urnik trgovanja
Pogodbe	Prilagojene	Standardizirane
Transparentnost	Nizka	Visoka
Likvidnost	Odvisno od tveganja in tržnih pogojev	Višja
Transakcijski stroški	Lahko višji zaradi pogajanj	Običajno nižji zaradi standardizacije in večje konkurenčnosti
Primer	OTCQX, Pink Open Market	NYSE, Nasdaq

Decentralizirano ali *izvenborzno (OTC) trgovanje* označuje proces trgovanja z vrednostnimi papirji preko posredniške mreže namesto preko centralizirane borze. Pri takšnem načinu se trguje z različnimi finančnimi instrumenti, kot so delnice, dolžniški vrednostni papirji in izvedeni finančni instrumenti – slednji predstavljajo pogodbe, katerih vrednost izhaja iz osnovnega sredstva, npr. blaga. V nekaterih primerih vrednostni papirji ne izpolnjujejo pogojev za kotacijo na tradicionalnih borzah, kot je, denimo, NYSE, zato se z njimi trguje preko OTC-sistemov. Trgovanje na OTC-trgu lahko vključuje tako delnice, ki so sicer že uvrščene na borzo, kot tudi tiste, ki to niso. Delnice, ki niso uvrščene na borzo in se prodajajo izključno preko OTC-kanalov, se običajno označujejo kot lastniški vrednostni papirji OTC ali preprosto OTC-delnice.

Primerjava značilnosti OTC trgov in borz so v preglednici 4.1.

4.1.4 Trg dolžniškega in lastniškega kapitala

Pod *trg dolžniškega kapitala* spadajo obveznice in hipotekarni vrednostni papirji (angl. *mortgage-backed securities*), posojila³ in kratkoročni dolžniški vrednostni papirji (npr. komercialni zapisi, zakladne menice). Dolžniški instrumenti so lahko kratkoročni (dospelost do enega

³ Posojila so prav tako oblika dolga, zato spadajo v širšo kategorijo dolžniškega kapitala, vendar se z njimi ne trguje.

leta), srednjeročni (dospelost od enega do pet (deset) let) in dolgoročni (dospelost nad pet (deset) let). Lahko pa uporabimo zgolj delitev na kratkoročne (dospelost do enega leta) in dolgoročne (dospelost nad eno leto) finančne instrumente.

Na *trgu lastniškega kapitala* se trguje z delnicami. Na ta trg uvrščamo tudi prenose lastniških deležev podjetij.

4.1.5 Blagovni trg

Blagovni trg je finančni trg, na katerem se trguje z blagom in s surovinami, kot so nafta, plin, kmetijski pridelki, zlato in kovine. Ta trg podjetjem omogoča, da se zaščitijo pred nihanjem cen surovin (angl. *hedging*), s čimer zmanjšajo tveganje, povezano s spremembami cen surovin, in izboljšajo stabilnost svojega poslovanja. Blagovni trg je zanimiv tudi za vlagatelje, ki iščejo možnosti diverzifikacije svojih portfeljev.

4.1.6 Devizni trg

Devizni trg (angl. *Foreign Exchange Market – FOREX*) je prostor, kjer se trguje z različnimi valutami. Omogoča pretvorbo ene valute v drugo in je ključnega pomena za mednarodno trgovino ter finančne transakcije. Devizni trg je največji in najlikvidnejši finančni trg na svetu, saj se na njem dnevno izvede na milijarde transakcij. Na deviznem trgu se določajo devizni tečaji, ki vplivajo na konkurenčnost izvoza in uvoza ter na prihodke podjetij, ki poslujejo mednarodno.

4.1.7 Promptni in terminski trg

Na *promptnem trgu* (angl. *spot* ali *cash market*) se posli izvršijo ob sklenitvi ali v zelo kratkem času po sklenitvi. Na tem trgu se trguje z blagom, s surovinami, z valutami, vrednostnimi papirji in drugimi finančnimi oblikami. Te instrumente imenujemo osnovni instrumenti (angl. *underlying asset*), cena, po kateri se posel izvrši, pa se imenuje promptna cena (angl. *spot price*).

Na *terminskem trgu* oz. *trgu izvedenih finančnih instrumentov* (angl. *derivatives market*) se posli izvršijo na določen dan v prihodnosti, v vsakem primeru kasneje kot na promptnem trgu. Finančni instrumenti terminskega trga so pogodbe, katerih vrednost temelji na ceni instrumenta promptnega trga oz. osnovnega instrumenta. Cena, po kateri bo izvršen terminski posel v prihodnosti, se imenuje izvršilna cena (angl. *strike price*, *exercise price*), v primeru valut pa izvršilni tečaj (angl. *forward rate*).

Najpomembnejši finančni instrumenti terminskega trga so terminske pogodbe, opcije in zamenjave. Terminske pogodbe so zavezujoči dogovori o nakupu oz. prodaji določene količine osnovnega instrumenta po vnaprej dogovorjeni ceni v prihodnosti, pri čemer ločimo terminske posle (angl. *Forwards*) in (standardizirane) terminske pogodbe (angl. *Futures*). Opcije so pogodbe, ki prinašajo pravico nakupa ali prodaje določenega osnovnega instrumenta po vnaprej dogovorjeni izvršilni ceni na določen dan dospelja oz. na kateri koli dan pred dnem dospelja. Zamenjave pa so zavezujoči dogovori med dvema strankama, s katerimi ena pogodbeni stranka zamenja določen instrument ali plačila po instrumentu z drugo stranko. Izvedeni finančni instrumenti se uporabljajo pretežno za zavarovanje pred tveganji oz. za zmanjšanje izpostavljenosti tveganjem pa tudi za špekuliranje oz. prevzemanje tveganja in arbitražo.

4.1.8 Domači in tuji finančni trgi

Domači finančni trgi so trgi, kjer se trguje s finančnimi instrumenti v okviru ene države. Regulacija in delovanje domačih trgov sta pod nadzorom nacionalnih regulatorjev, ki skrbijo za stabilnost in zaščito vlagateljev v svoji državi.

Tuji finančni trgi vključujejo trgovanje s finančnimi instrumenti med vlagatelji iz različnih držav. Na teh trgih se trguje z valutami, s tujimi obveznicami in z drugimi finančnimi instrumenti, ki presegajo meje posameznih držav. Tuji finančni trgi vlagateljem omogočajo dostop do širših možnosti naložb in povečujejo globalno integracijo finančnih sistemov.

Primeri transakcij na finančnih trgih

Podjetje *Mercator, d. d.*, v Sloveniji je na Ljubljanski borzi izdalo šestmesečne komercialne zapise v vrednosti deset milijonov evrov za financiranje obratnih sredstev. Ta transakcija spada na *denarni trg*, saj gre za kratkoročne finančne instrumente z ročnostjo manj kot eno leto, na *primarni trg*, saj gre za prvo izdajo komercialnih zapisov, na *organizirani trg*, saj izdaja poteka prek regulirane platforme, in na *centralizirani trg*, saj trgovanje poteka preko osrednje institucije, kot je Ljubljanska borza.

Podjetje *Apple Inc.* je izdalo dodatne delnice v vrednosti deset milijard ameriških dolarjev za širitev poslovanja. Ta

transakcija spada na *kapitalski trg*, saj so delnice dolgoročni finančni instrumenti, na *trg lastniškega kapitala*, saj delnice predstavljajo lastniški vložek investitorjev v podjetje, na *primarni trg*, saj gre za izdajo novih delnic, na *organizirani trg*, saj izdaja delnic poteka preko regulirane borze, in na *centralizirani trg*, ker se trgovanje izvaja preko borzne infrastrukture, npr. NASDAQ.

Nemška vlada je avgusta 2024 izdala desetletne državne obveznice v vrednosti 30 milijard evrov z obrestno mero 2,5 %. Ta transakcija spada na *kapitalski trg*, saj so obveznice dolgoročni instrumenti za zbiranje kapitala, na *trg dolga*, saj predstavljajo dolžniški finančni instrument, na *primarni trg*, saj gre za novo izdajo obveznic, na *organizirani trg*, saj izdaja in trgovanje z obveznicami potekata prek regulirane borze, in na *centralizirani trg*, saj se trgovanje izvaja preko centralizirane borzne platforme, kot je Borse Frankfurt.

Podjetje *Tesla Inc.* je izdalo nove delnice v vrednosti pet milijard ameriških dolarjev za financiranje raziskav. Ta transakcija spada na *kapitalski trg*, saj so delnice dolgoročni instrumenti, na *trg lastniškega kapitala*, saj predstavljajo lastniški vložek, na *primarni trg*, saj gre za novo izdajo delnic, na *organizirani trg*, saj so delnice izdane preko regulirane borze, in na *centralizirani trg*, saj trgovanje poteka preko osrednje institucije, npr. NASDAQ.

Francosko podjetje *L'Oreal* je izvedlo prvo javno ponudbo (angl. *Initial Public Offering* – IPO) v vrednosti 1,2 milijarde evrov na *Euronext Paris*. Ta transakcija spada na *kapitalski trg*, saj IPO vključuje dolgoročne finančne instrumente, na *trg lastniškega kapitala*, saj delnice predstavljajo lastniške vloške investitorjev, na *primarni trg*, saj gre za prvo javno ponudbo delnic, na *organizirani trg*, saj izdaja poteka preko regulirane borze, in na *centralizirani trg*, saj trgovanje z delnicami poteka preko osrednjega borznega sistema.

Posameznik v Sloveniji je na Ljubljanski borzi kupil 50 delnic podjetja *Krka, d. d.*, po ceni 110 evrov na delnico. Ta transakcija spada na *kapitalski trg*, saj gre za dolgoročne finančne instrumente, na *trg lastniškega kapitala*, saj delnice predstavljajo lastniške vloške, na *sekundarni trg*, saj gre za trgovanje z že izdanimi delnicami med vlagatelji, na *organizirani trg*, saj

trgovanje poteka na regulirani borzi, in na *centralizirani trg*, saj transakcija poteka preko osrednje borzne infrastrukture. Če je te delnice kupil slovenski državljan, je to zanj transakcija na domačem trgu, če pa gre za tujega državljana, je to zanj transakcija na tujem trgu.

Na borzi *London Stock Exchange (LSE)* je britanski vlagatelj kupil 100 delnic podjetja *BP* za 400 britanskih funtov na delnico. Ta transakcija spada na *kapitalski trg*, saj delnice predstavljajo dolgoročne instrumente, na *trg lastniškega kapitala*, saj predstavljajo lastniške vloške, na *sekundarni trg*, saj gre za trgovanje z že izdanimi delnicami, na *organizirani trg*, saj trgovanje poteka na regulirani borzi, in na *centralizirani trg*, saj se vse transakcije izvajajo preko centralizirane borzne platforme.

Italijansko podjetje je na promptnem trgu zamenjalo en milijon evrov za ameriške dolarje po tečaju 1,05 USD/EUR za takojšnje plačilo dobavitelju v ZDA. Ta transakcija spada na *devizni trg*, saj vključuje menjavo valut, na *promptni trg*, saj je poravnava izvedena takoj, in na *centralizirani trg*, saj se izvedba trgovanja lahko opravi preko regulirane platforme za devizne transakcije.

Britanski kmet je na borzi *ICE Futures Europe* sklenil terminsko pogodbo za prodajo 50 ton pšenice po ceni 220 evrov na tono z dobavo decembra 2024. Ta transakcija spada na *kapitalski trg*, saj gre za finančni instrument s prihodnjo poravnavo, na *blagovni trg*, saj se trguje s fizično surovino, na *terminski trg*, saj gre za pogodbo z dogovorjenim prihodnjim datumom dobave, in na *centralizirani trg*, saj se pogodba sklepa na regulirani terminski borzi.

Japonski vlagatelj je na *Binance* kupil en bitcoin za 80.000 ameriških dolarjev. Ta transakcija spada na *decentralizirani trg*, saj trgovanje poteka na platformi brez centralnega regulatorja, na *neorganizirani trg*, saj borze kriptovalut niso vedno regulirane, in na *kapitalski trg*, saj bitcoin deluje kot dolgoročni investicijski instrument.⁴

⁴ Kriptovalute formalno ne sodijo med tradicionalne instrumente denarnega ali kapitalskega trga, vendar se glede na naravo trgovanja najpogosteje obravnavajo kot del alternativnih naložb, pri čemer imajo značilnosti, ki so najbližje kapitalskemu trgu, saj je volatilnost podobna delniškemu trgu, dostop je preko borz (npr. *Binance*, *Coinbase*), podobno kot pri delnicah, namen nakupa pa je lahko tudi dolgoročna naložba.

Ameriški vlagatelj je na *borzi CME* (Chicago Mercantile Exchange) kupil nakupno opcijo (angl. *call option*) za delnice podjetja Amazon. Ta opcija mu daje pravico, vendar ne obveznosti, da kupi 100 delnic podjetja Amazon po ceni 3.200 ameriških dolarjev na delnico v treh mesecih. Za to pravico je plačal premijo v višini 15 ameriških dolarjev na delnico, kar pomeni skupno 1.500 ameriških dolarjev. Ta transakcija spada na *kapitalski trg*, saj gre za dolgoročni finančni instrument, povezan z delnicami. Poleg tega spada na *trg izvedenih finančnih instrumentov*, saj je opcija izvedeni finančni instrument, katere vrednost je vezana na osnovno sredstvo, torej delnice podjetja Amazon. Trgovanje je izvedeno na *centraliziranem trgu*, saj poteka preko regulirane borze CME, in na *organiziranem trgu*, saj so opcije standardizirane in podvržene regulaciji.

Evropski izvoznik avtomobilov je na *borzi ICE Futures Europe* sklenil terminsko pogodbo za prodajo petih milijonov ameriških dolarjev z datumom poravnave čez šest mesecev in dogovorjenim tečajem 1,12 USD/EUR. Ta pogodba mu omogoča, da ob zapadlosti prejme dogovorjeni znesek v evrih, ne glede na tedanji menjalni tečaj. Ta transakcija spada na *devizni trg*, saj vključuje trgovanje z valutami, v tem primeru ameriškim dolarjem in evrom. Prav tako spada na *terminski trg*, saj gre za instrument s prihodnjim datumom poravnave. Uvršča se tudi na *kapitalski trg*, saj je pogodba namenjena dolgoročnemu obvladovanju finančnih tveganj. Trgovanje poteka na *centraliziranem trgu*, saj je borza ICE Futures Europe regulirana in deluje kot centralna platforma, ter na *organiziranem trgu*, kjer so terminske pogodbe standardizirane in podvržene nadzoru.

4.2 Osnovne značilnosti finančnih trgov

Finančni trgi so kompleksni mehanizmi, katerih učinkovitost je odvisna od njihovih strukturnih in funkcionalnih značilnosti. Med najpomembnejšimi značilnostmi, ki opredeljujejo delovanje finančnih trgov in njihovo vlogo v gospodarstvu, so likvidnost, volatilnost in transparentnost.

Likvidnost in volatilnost

Likvidnost finančnega trga se nanaša na zmožnost udeležencev, da hitro kupujejo ali prodajajo finančne instrumente, ne da bi pri tem

bistveno vplivali na njihovo ceno. Višja likvidnost pomeni, da je trg učinkovitejši, saj omogoča lažje izvajanje transakcij. Volatilnost (spremenljivost) pa se nanaša na nihanje cen finančnih instrumentov. Trgi z višjo volatilnostjo predstavljajo večje tveganje, vendar lahko tudi omogočijo večje donose, predvsem za spekulativne vlagatelje.

Transparentnost

Transparentnost finančnega trga pomeni, da so informacije o cenah, transakcijah in razpoložljivih finančnih instrumentih javno dostopne. Visoka stopnja transparentnosti povečuje zaupanje udeležencev v trg, zmanjšuje informacijsko asimetrijo in omogoča boljše odločanje tako vlagateljem kot regulatorjem.

4.3 Učinkovitost finančnega trga

Učinkovitost finančnega trga se nanaša na sposobnost trga, da hitro in natančno odraža vse razpoložljive informacije o cenah finančnih instrumentov. Učinkovit trg omogoča, da cene finančnih instrumentov odražajo pravo vrednost ter da vlagatelji sprejemajo odločitve na podlagi popolnih informacij. Učinkovitost je povezana tudi z nizkimi transakcijskimi stroški, kar spodbuja večjo udeležbo na trgu.

Stopnje učinkovitosti finančnih trgov izhajajo iz teorije učinkovitega trga kapitala (angl. *Efficient Market Hypothesis* – EMH), ki predpostavlja, da cene vrednostnih papirjev v vsakem trenutku v celoti odražajo vse razpoložljive informacije. Fama (1970), ki je razvil koncept EMH, je opredelil tri stopnje učinkovitosti kapitalskega trga, in sicer šibko učinkovitost, srednjo učinkovitost in močno učinkovitost, ki jih opisujemo v nadaljevanju.

Teorija EMH se nanaša na kapitalske trge, saj je bila razvita v kontekstu trgovanja z delnicami in drugimi vrednostnimi papirji, ki so del kapitalskih trgov. Se pa njeni koncepti v širšem smislu lahko uporabljajo tudi za analizo finančnih trgov kot celote, čeprav so njene implikacije manj neposredno uporabne za nekatere druge segmente finančnih trgov.

Teorija EMH se prvenstveno nanaša na kapitalske trge, predvsem zaradi zgodovinskega izvora, narave teh trgov in razpoložljivosti podatkov. V 60. letih 20. stoletja jo je oblikoval Fama (1970) z namenom razlage gibanja cen delnic. Temelji na predpostavki, da so vse razpoložljive informacije – pretekle, javne in tudi zasebne – že vključene v tržne cene finančnih instrumentov, kar pomeni, da vlagatelji ne morejo

sistematično presegati povprečnih donosov na podlagi informacij. Kapitalski trgi, še posebej delniški, so zaradi svoje visoke likvidnosti, velikega števila udeležencev in široke dostopnosti informacij idealen okvir za testiranje učinkov tržne učinkovitosti. Ravno zaradi teh lastnosti so cene delnic pogosto analizirane kot indikator vključevanja informacij, saj se predpostavlja, da se informacije hitro in učinkovito odražajo v njihovem vrednotenju. Poleg tega večina empiričnih raziskav, povezanih z EMH, temelji prav na kapitalskih trgih, kjer so zgodovinski podatki o cenah, obsegu trgovanja in finančnih razkritjih podjetij dobro dokumentirani ter dostopni za kvantitativno analizo. Zato se EMH v akademski in praktični rabi najpogosteje nanaša prav na ta segment finančnega trga.

Čeprav se teorija EMH prvenstveno nanaša na kapitalske trge, se v določenih okoliščinah lahko uporablja tudi za druge finančne trge, kot so denarni, devizni, blagovni in trgi izvedenih finančnih instrumentov, a s pomembnimi omejitvami. Na denarnih trgih, kjer prevladujejo kratkoročni instrumenti in je dostopnost informacij visoka, lahko velja domneva učinkovitega vključevanja informacij v cene. Kljub temu lahko prav kratke ročnosti vplivajo na hitrost in obseg prilagoditve cen, kar omejuje polno veljavo EMH. Na deviznih trgih so raziskave pokazale določeno stopnjo učinkovitosti, zlasti pri vključevanju informacij o obrestnih merah in makroekonomskih kazalnikih. Vendar pa prisotnost špekulativnih gibanj, intervencije centralnih bank ter institucionalne asimetrije lahko zmanjšujejo popolno učinkovitost teh trgov. Blagovni trgi so še specifičnejši, saj na oblikovanje cen poleg ekonomske logike vplivajo tudi številni nepredvidljivi dejavniki, kot so geopolitična tveganja, vremenske razmere ali sezonska nihanja, kar zmanjšuje možnost učinkovite obdelave in vključevanja informacij. Tudi trgi izvedenih finančnih instrumentov, kot so opcije in terminske pogodbe, lahko v določenih segmentih hitro vključujejo nova pričakovanja in informacije. Vendar pa je njihova kompleksnost pogosto ovira za popoln dostop do informacij, saj vsi vlagatelji nimajo enakega razumevanja in analiznih orodij, kar odpira prostor za asimetrijo in s tem odstopanja od popolne učinkovitosti. V vseh navedenih primerih EMH ne more biti sprejeta kot absolutno veljavna, temveč prej kot teoretični okvir, ki omogoča analizo vedenja cen glede na kakovost in dostopnost informacij, institucionalne pogoje ter vedenje udeležencev na posameznem trgu.

4.3.1 Šibka oblika učinkovitosti trga kapitala

Šibka oblika učinkovitosti trga kapitala (angl. *Weak Form Efficiency*) predpostavlja, da so vse pretekle informacije o cenah in obsegu trgovanja že v celoti vključene v trenutne tržne cene finančnih instrumentov (Fama, 1970). To pomeni, da analiza zgodovinskih gibanj cen (tehnična analiza) vlagateljem ne more zagotoviti nadpovprečnega donosa pri trgovanju, saj so vse te informacije že upoštevane v trenutni ceni.

Ključna predpostavka šibke oblike učinkovitosti je, da preteklost ne vsebuje napovedne moči: gibanja cen v preteklosti nimajo nobene koristi za napovedovanje bodočih cen, saj je vsaka cena že rezultat vseh preteklih informacij. V praksi to pomeni, da tehnični analitiki, ki skušajo napovedovati cene na osnovi preteklih gibanj, ne morejo dosegati dolgoročno nadpovprečnih donosov, saj so vsa pretekla gibanja že upoštevana v ceni.

4.3.2 Srednja oblika učinkovitosti trga kapitala

Srednja oblika učinkovitosti (angl. *Semi-Strong Form Efficiency*) trga kapitala pomeni, da so v cene vrednostnih papirjev vključene vse javno dostopne informacije, ne le pretekle cene, temveč tudi vse druge javne informacije, kot so finančni izkazi, novice, makroekonomski podatki, objave dobička, spremembe politike podjetij itd. (Fama, 1970).

Ključna predpostavka srednje oblike učinkovitosti trga je, da noben vlagatelj ne more sistematično doseči nadpovprečnega donosa z uporabo javno dostopnih informacij, ker so te že v celoti vključene v cene finančnih instrumentov. V praksi to pomeni, da temeljna analiza, ki vključuje analizo računovodskih izkazov ali spremljanje novic, ne bo omogočila dolgoročno nadpovprečnih donosov, saj so te informacije že upoštevane.

4.3.3 Močna oblika učinkovitosti trga kapitala

Močna oblika učinkovitosti (angl. *Strong Form Efficiency*) trga kapitala pomeni, da so vse informacije, tako javne kot tudi zasebne oz. notranje, že v celoti vključene v ceno vrednostnih papirjev (Fama, 1970). To pomeni, da niti notranji akterji podjetja (npr. menedžerji ali direktorji), ki imajo dostop do zasebnih informacij, ne morejo sistematično doseči nadpovprečnih donosov.

Ključna predpostavka te oblike učinkovitosti je, da so vse informacije (tudi zaupne) že v trenutni ceni, zato tudi notranje informacije ne omogočajo dobička. V praksi to pomeni, da naj trgovanje na podlagi

notranjih informacij ne bi omogočalo pridobivanja nadpovprečnih donosov, kar pa seveda v resnici ne velja in dokazuje potrebo po zakonodaji proti zlorabi notranjih informacij (angl. *insider trading*).

4.3.4 Tržni balončki

Tržni balončki so fenomeni na finančnih trgih, kjer se cena določenih sredstev (kot so delnice, nepremičnine ali surovine) dvignejo do ne navadno visokih ravni, ki niso skladne z osnovnimi ekonomskimi ali finančnimi dejavniki, kot so prihodki, dobiček, produktivnost ali trajna vrednost. Takšne povišane cene običajno temeljijo na pretiranem optimizmu, špekulacijah ali iracionalnem obnašanju vlagateljev.

Tržni balončki se pojavijo, ko se cene določenega sredstva začnejo dvigovati zaradi kombinacije naslednjih dejavnikov:

- Pozitivna pričakovanja in navdušenje: Ko vlagatelji verjamejo, da bo vrednost sredstva še naprej rasla, se pogosto pridružijo nakupu, kar še dodatno dviguje cene.
- Špekulativno vedenje: V času balončka se veliko vlagateljev odloči za nakupe zgolj zaradi pričakovanja hitrega dobička, ne da bi temeljito analizirali dejanske vrednosti naložbe.
- Dostopnost kapitala: Nizke obrestne mere in poceni kredit lahko vlagatelje spodbudijo, da dodatno špekulirajo in vlagajo v precenjena sredstva.
- Nacionalni ali družbeni trendi: Mediji pogosto poganjajo balončke s tem, ko pišejo o uspehih določenih naložb, kar vlagatelje spodbuja, da »ne zamudijo priložnosti«.

Balončki imajo tipične značilnosti hitrega naraščanja cen, kjer se cena ne ujema z osnovno vrednostjo sredstva. Takšnemu obdobju naraščanja pogosto sledi nenadno in drastično znižanje cen. Ko vlagatelji ugotovijo, da cene niso upravičene, začnejo množično prodajati in cene se bistveno znižajo – to je faza »pokanja balončka«.

Primeri znanih tržnih balončkov

Balon tulipanov (1636–1637): Eden prvih zabeleženih tržnih balončkov se je zgodil na Nizozemskem, ko so cene tulipanov dosegle izjemno visoke vrednosti. V obdobju vrhunca balončka so za redke vrste tulipanov, kot je sortni tulipan *Semper Augustus*, plačevali cene, primerljive z letnimi prihodki premožnejšega trgovca. Po poku balončka so cene v nekaj tednih

strmoglavile na manj kot 10 % svoje prejšnje vrednosti, v nekaterih primerih celo na zgolj vrednost čebulic kot kmetijskega blaga. Danes so tulipani široko dostopni in se njihova cena giblje med nekaj centi in nekaj evri za čebulico, odvisno od sorte.

Tehnološki balonček (angl. dot-com bubble) (1995–2000): V poznem 20. stoletju so vrednosti tehnoloških podjetij in internetnih delnic dosegle ekstremno visoke vrednosti. Na vrhuncu balončka marca 2000 je indeks NASDAQ Composite dosegel vrednost 5.048 točk, kar je bilo več kot petkrat več kot njegova vrednost pet let prej. Po poku balončka je NASDAQ do oktobra 2002 strmoglavil na vrednost 1.139 točk, kar je pomenilo izgubo več kot 78 % vrednosti. Danes (januarja 2025) je vrednost NASDAQ Composite približno 13.500 točk, kar kaže na dolgoročno okrevanje in nadaljnjo rast tehnološkega sektorja.

Nepremičninski balonček (2007–2008): Pred finančno krizo leta 2008 so cene nepremičnin v ZDA zelo narasle. Povprečna cena nepremičnine je leta 2006 dosegla vrednost 230.000 ameriških dolarjev, kar je bilo približno 85 % več kot desetletje prej. Po poku balončka in začetku finančne krize so se cene znižale za približno 30 % in so do leta 2012 dosegle povprečno vrednost okoli 160.000 ameriških dolarjev. Danes so cene nepremičnin v ZDA ponovno narasle, povprečna vrednost pa se giblje okoli 400.000 ameriških dolarjev (januar 2025).

Znižanje cen delnic v Sloveniji (2007–2008): Slovenski borzni indeks SBI TOP, ki odraža gibanje cen najpomembnejših slovenskih delnic, je junija 2007 dosegel svojo najvišjo vrednost pri 1.960 točkah. Po poku tržnega balončka in nastopu finančne krize je indeks do leta 2009 strmoglavil na vrednost okoli 500 točk, kar pomeni več kot 75-odstotno izgubo vrednosti. Danes (januarja 2025) se vrednost indeksa SBI TOP giblje okoli 1.650 točk, kar kaže na dvig po krizi in okrevanje, vendar še vedno ostaja pod vrednostmi iz obdobja pred krizo.

Znižanje cen delnic v Sloveniji ob začetku finančno-gospodarske krize leta 2008, ki je sledila izraziti rasti in napihnjenosti trga v letu 2007, je bilo povezano z več dejavniki in strukturnimi anomalijami slovenskega kapitalskega trga.

Kot poudarja Stubelj (2010), je do odmika tržnih cen od temeljne vrednosti delnic prišlo zaradi kombinacije več težko merljivih vplivov, ki temeljijo predvsem na predpostavkah. Med glavnimi dejavniki sta bila neizkušenost vlagateljev in nepoznavanje tveganj, kar je vodilo v sistematično podcenjevanje tveganj, zlasti v kontekstu dolgoletne rasti trga. Vlagatelji so pogosto špekulativno kupovali precenjene delnice v pričakovanju nadaljnjih donosov, kar je dodatno napihovalo vrednosti. Poleg tega so fizične osebe množično vlagale v investicijske sklade, kar je povečevalo povpraševanje na finančnem trgu. Prisotne so bile tudi informacije iz notranjih krogov podjetij, ki so pri nekaterih vlagateljih ustvarjale nerealna pričakovanja glede prihodnje uspešnosti. Dodatno so bile na trgu prisotne špekulacije o prihajajočih prevzemih podjetij po visokih cenah. K visoki volatilnosti trga pa je prispevalo tudi dejstvo, da so številna podjetja ostajala v (delni) državni lasti, kar je lahko omejevalo učinkovitost korporativnega upravljanja in izkoriščanje gospodarskega potenciala. Pomembno vlogo je igrala tudi omejena ponudba alternativnih investicijskih priložnosti, zaradi česar so vlagatelji svoja sredstva preusmerjali na domači delniški trg, pogosto brez ustrezne ocene tveganja.

4.3.5 *Implikacije za učinkovitost finančnih trgov*

Tržni balončki postavljajo pod vprašaj koncept učinkovitosti finančnih in, ožje, kapitalskih trgov, ki predpostavlja, da so cene finančnih sredstev vedno v skladu z vsemi razpoložljivimi informacijami in odražajo njihovo pravo vrednost.

Učinkovitost kapitalskega trga je razdeljena na tri stopnje (šibka, srednja in močna). Tržni balončki izzivajo predvsem srednjo in močno obliko učinkovitosti. Prvič, cene se oddaljujejo od osnovne vrednosti. V balončkih namreč cene pogosto presegajo osnovne ekonomske vrednosti sredstev, kar pomeni, da cene ne odražajo realnih informacij in pričakovanj. To pomeni, da cene niso učinkovite v smislu temeljnih kazalnikov. Drugič, tržni balončki so posledica čustvenega vedenja, kot sta pohlep in strah, kar vodi v množične nakupe ali prodaje finančnih instrumentov. V tem primeru racionalno vrednotenje nima močne vloge, kar pomeni, da trg ne deluje na podlagi racionalnega odziva na informacije. In tretjič, špekulanti pogosto vplivajo na gibanje cen, ne da

bi te odražale osnovne informacije. Informacijska asimetrija (ko nekateri vlagatelji razpolagajo z boljšimi informacijami kot drugi) prav tako vpliva na ustvarjanje balončkov, kar krši predpostavko močne oblike učinkovitosti trga.

Torej, ali so kapitalski trgi res učinkoviti?

Teorija EMH je zanimiva in uporabna za razumevanje, kako trgi delujejo. Vendar strokovna literatura kot tudi stalna razprava med ekonomisti in opazovalci trgov pravi, da so v praksi trgi lahko neučinkoviti ali postanejo neučinkoviti iz več razlogov, kot so pomanjkanje transparentnosti, trgovanje na podlagi notranjih informacij, neracionalnost trgov, različna hitrost informacij za različne vlagatelje (Cooley, 2024). To pomeni, da so lahko informacije na trgih včasih napačno ovrednotene ali pa dostopne zgolj določenemu krogu vlagateljev, ki imajo dostop do najboljših informacij in analiz, in zaradi tega lahko dosežejo nadpovprečne donose. Tudi tržni balončki in njihovo pokažanje jasno kažejo, da cene niso vedno rezultat povsem racionalnih odločitev ter da lahko čustva in pričakovanja vlagateljev povzročijo precejšnja nihanja cen, ki niso skladna z osnovno vrednostjo sredstev.

V realnosti za najrazvitejše kapitalske trge v glavnem predpostavljamo, da so vsaj srednje učinkoviti, saj se cene vrednostnih papirjev praviloma odzivajo na pomembne javne informacije. Kljub temu obstajajo obdobja in trgi, kjer učinkovitost ni popolna. Učinkovitost kapitalskih trgov je torej pogosto relativna in odvisna od okoliščin. V mnogih primerih omogočajo pravilno določanje cen finančnih instrumentov, vendar so še vedno občutljivi na iracionalno vedenje in špekulacije, kar vodi do nastajanja balončkov in destabilizacije trga.

Na delovanje trgov vpliva veliko dejavnikov, zato je učinkovitost težko testirati in postaviti popolne zaključke. Velik vpliv ima hiter napredek tehnologij, še posebej nagel razvoj umetne inteligence v zadnjem obdobju, ki bo imel tudi velik vpliv na delovanje trgov v prihodnosti.

4.3.6 Primeri kapitalskih trgov in njihove lastnosti, pomembne za učinkovitost

Značilnosti in dejavniki, kot so velikost, likvidnost, regulacija, dostopnost informacij ter zgodovinski dogodki, so pomembni za sklepanje o učinkovitosti posameznega trga. V nadaljevanju prikazujemo lastnosti ameriškega, slovenskega in nekaterih drugih pomembnih svetovnih trgov.

Ameriški trg kapitala

Ameriški kapitalski trg, ki ga predstavljata predvsem NYSE in NASDAQ, je eden izmed najučinkovitejših in najrazvitejših trgov na svetu. Njegove značilnosti so:

- **Velika likvidnost:** Vsakodnevno se na ameriškem trgu kapitala izvede več milijonov transakcij, kar pomeni, da se cene oblikujejo na podlagi sodelovanja številnih tržnih udeležencev. To povečuje učinkovitost trga.
- **Transparentnost:** Strog regulativni okvir, ki ga izvaja Agencija za trg vrednostnih papirjev (Securities and Exchange Commission – SEC) zagotavlja visoko stopnjo razkritja informacij, zaradi česar so vlagatelji dobro obveščeni. Vsa podjetja, uvrščena na borzo, morajo namreč javno objavljati podrobne informacije o poslovanju, rezultatih, tveganjih in napovedih, kar krepi zaupanje vlagateljev in zmanjšuje informacijsko asimetrijo.
- **Dostopnost informacij:** Informacije o podjetjih, ki kotirajo na borzi, so široko dostopne, kar vsem vlagateljem omogoča enak dostop do njih. Podatki o prihodkih, dobičkih, napovedih, poslovnih tveganjih in drugih ključnih indikatorjih so na voljo v realnem času preko specializiranih platform in analiz. To pomeni, da se novice in informacije zelo hitro vključujejo v cene delnic, kar je skladno s srednjo obliko učinkovitosti trga.
- **Razširjenost algoritmičnega trgovanja:** Algoritmično trgovanje pomaga zmanjšati arbitražne priložnosti, kar prispeva k učinkovitosti trga.

Kljub navedenemu pa lahko tudi na tem trgu še vedno pride do iracionalnega vedenja in tržnih anomalij, kar dokazujejo tržni balončki, kot je bil tehnološki balonček ob prelomu tisočletja.

Slovenski trg kapitala

Slovenski trg kapitala, kjer se trguje z dolžniškimi in lastniškimi finančnimi instrumenti, ki ga predstavlja predvsem LJSE, je manjši, manj likviden in manj razvit kot ameriški trg. Njegove značilnosti so:

- **Majhna likvidnost:** Slovenski trg je relativno majhen z omejenim številom podjetij, ki kotirajo na borzi, in nizko stopnjo likvidnosti. To pomeni, da so cene lahko občutljive na posamezne transakcije.
- **Manjša transparentnost:** Zaradi manjšega števila podjetij in nižje stopnje regulativnega nadzora je dostop do informacij manj

pogost in slabše urejen. Informacije o podjetjih pogosto niso tako razširjene kot na večjih trgih, kar lahko pomeni večjo informacijsko asimetrijo.

Na podlagi navedenega lahko sklepamo, da je slovenski trg kapitala bistveno manj učinkovit kot ameriški. Trg je dovzetnejši za nenadne spremembe cen zaradi špekulacij ali notranjih informacij, kar pomeni, da cene pogosto ne odražajo vseh razpoložljivih informacij. Likvidnost in transparentnost sta ključni oviri za doseganje višje stopnje učinkovitosti.

Evropski trg kapitala

Frankfurtska borza (Frankfurt Stock Exchange) je ena največjih borz v Evropi in izkazuje visoko stopnjo likvidnosti, transparentnosti ter razpoložljivosti informacij. Nemški trg kapitala, na katerem ta borza deluje, je običajno ocenjen kot srednje učinkovit, saj so informacije relativno hitro vključene v cene. Strog regulativni nadzor zagotavlja transparentnost in dostopnost informacij.

Britanski trg kapitala

Britanski trg kapitala, ki ga predstavlja predvsem London Stock Exchange (LSE), je eden izmed ključnih svetovnih trgov, znan po likvidnosti in številu podjetij, ki kotirajo na borzi. Britanski trg je na splošno ocenjen kot srednje učinkovit, podobno kot ameriški, z veliko razpoložljivimi informacijami, regulacijo in likvidnostjo. Kljub temu je tudi LSE podvržen določenim anomalijam in špekulacijam, kar kaže na nekatere omejitve popolne učinkovitosti.

Japonski trg kapitala

Japonski trg kapitala, ki ga predstavlja predvsem Tokyo Stock Exchange (TSE), je največji azijski trg kapitala z veliko likvidnostjo in s pomembnim vplivom na azijsko regijo. Japonski trg kapitala se ocenjuje kot srednje učinkovit. Medtem ko so informacije na voljo, trpijo zaradi kulturnih dejavnikov, kot sta skrb za ugled in neenak dostop do informacij, kar lahko včasih zmanjša učinkovitost trga.

Kitajski trg kapitala

Kitajski trg kapitala, ki ga predstavlja predvsem Shanghai Stock Exchange (SSE), je eden ključnih trgov v Aziji, vendar je na Kitajskem

trg kapitala zelo reguliran. Kitajski trg kapitala se pogosto ocenjuje kot šibko do srednje učinkovit. Velika vloga države, omejitve pri dostopu tujih vlagateljev, informacijska asimetrija ter občasni valovi špekulacij omejujejo njegovo učinkovitost.

4.4 Povzetek

Finančni trgi so bistven del finančnega sistema, saj omogočajo zbiranje in razporeditev finančnih sredstev. Na njih se srečujeta ponudba in povpraševanje po kapitalu, kar podjetjem, posameznikom in državam omogoča pridobitev sredstev za financiranje projektov ter aktivnosti. Finančni trgi omogočajo tudi obvladovanje tveganj z uporabo izvedenih finančnih instrumentov, kot so termenske pogodbe in opcije. S svojim delovanjem spodbujajo gospodarsko rast, saj omogočajo učinkovito razporeditev kapitala ter podpirajo inovacije in podjetniško dejavnost.

Različne vrste finančnih trgov imajo specifične funkcije in značilnosti. Denarni trg tako omogoča trgovanje s kratkoročnimi finančnimi instrumenti, kot so zakladne menice, medtem ko kapitalski trg vključuje dolgoročne instrumente, kot so delnice in obveznice. Na primarnih trgih poteka (prva) izdaja finančnih instrumentov, medtem ko sekundarni trgi omogočajo trgovanje z že izdanimi instrumenti. Organizirani trgi, kot so borze, zagotavljajo preglednost in varnost, medtem ko neorganizirani omogočajo neposredno trgovanje med strankami. Devizni trg omogoča trgovanje z valutami in podpira mednarodno trgovino, blagovni trg pa omogoča trgovanje s surovinami, kot sta nafta in zlato, ter prispeva k stabilizaciji cen in zmanjšanju tveganj za podjetja.

Pomembno vprašanje v literaturi je učinkovitost finančnih trgov, ki odraža stopnjo vključitve informacij v cene instrumentov. Za kapital-ske trge lahko opredelimo tri stopnje učinkovitosti: šibka učinkovitost pomeni, da so v cene finančnih instrumentov vključene samo pretekle informacije, srednja učinkovitost, da cena vključuje vse javno dostopne informacije, medtem ko močna učinkovitost predpostavlja, da cene vključujejo tudi notranje informacije. Čeprav finančni trgi stremijo k učinkovitosti, so pogosto podvrženi špekulacijam in čustvenemu vedenju, kar vodi v pojav tržnih balončkov.

5 Finančne institucije

Finančne institucije so osrednji del finančnega sistema in igrajo ključno vlogo pri povezovanju varčevalcev in posojilojemalcev ter omogočanju pretoka finančnih sredstev v gospodarstvu. V tem poglavju bomo podrobneje obravnavali vrste finančnih institucij, njihovo vlogo in funkcije ter posebnosti agentskih finančnih institucij.

5.1 Centralne banke in denarna politika

5.1.1 Naloge centralnih bank

Centralne banke so ključne finančne institucije, ki imajo odločilno vlogo pri usmerjanju gospodarskih politik in zagotavljanju stabilnosti finančnega sistema. Najpomembnejše naloge centralnih bank obsegajo naslednja področja (Casu idr., 2015; Banka Slovenije, b. l.e):

- Denarna politika: obsega odločitve centralne banke, s katerimi ta posredno ali neposredno vpliva na ceno in količino denarja v gospodarstvu, kar vpliva na inflacijo, brezposelnost in gospodarsko rast.
- Izdajanje denarja: centralne banke so (običajno) edine institucije, pooblašene za tiskanje bankovcev in kovancev (zakonito plačilno sredstvo).
- Nadzor bank oz. mikrobonitetni nadzor: centralne banke zagotavljajo, da banke delujejo stabilno in upoštevajo predpisane standarde, kar pripomore k zmanjšanju tveganj kreditne institucije in zagotavlja stabilnost finančnega sistema.
- Nadzor finančnega sistema oz. makrobonitetni nadzor: centralna banka prepozna, ocenjuje in nadzira sistemska tveganja, ki bi lahko ogrozila stabilnost finančnega sistema, ter sprejema ustrezne ukrepe za njihovo preprečevanje ali ublažitev.
- Vloga posojilodajalca v skrajni sili (angl. *lender of last resort*): v kriznih razmerah centralna banka zagotavlja likvidnost bankam,

ki se soočajo s težavami, da prepreči paniko med deponenti in širšo gospodarsko škodo.

- Upravljanje plačilnih sistemov.

5.1.2 *Kako deluje denarna politika?*

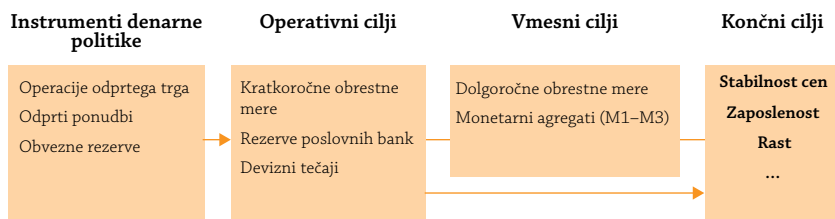
Denarna politika se nanaša na ukrepe, ki jih sprejemajo centralne banke za vplivanje na razpoložljivost in ceno denarja ter kreditov, in sicer z nadzorom nad količino denarja (denarno ponudbo) ter nad strukturo in višino obrestnih mer.

Instrumenti in cilji denarne politike

Kot izhaja iz slike 5.1, je najpomembnejši dolgoročni cilj denarne politike centralne banke običajno cenovna stabilnost, kar pomeni nizko in stabilno raven inflacije. Ta dolgoročni cilj je mogoče doseči z določitvijo (kratkoročnih) operativnih ciljev. Ti so običajno potrebni za doseganje določene ravni obrestnih mer, rezerv poslovnih bank ali menjalnih tečajev. Pogosto so operativni cilji dopolnjeni z vmesnimi cilji, kot je določena raven dolgoročnih obrestnih mer ali rast monetarnih agregatov. Pri določanju vmesnih ciljev morajo centralne banke upoštevati stabilnost povpraševanja po denarju ter stopnjo nadzora nad izbranim monetarnim agregatom. Poleg tega mora biti izbrani cilj zanesljiv kazalnik učinkov denarne politike na doseganje cenovne stabilnosti. Npr., širši monetarni agregati običajno izkazujejo večjo stabilnost in boljše lastnosti kazalnikov pri napovedovanju cenovne stabilnosti kot ožji agregati. Po drugi strani pa so ožji agregati na kratek rok lažje obvladljivi preko uradnih obrestnih mer, kar centralnim bankam omogoča hitrejša in neposrednejša ukrepanje. Čeprav centralne banke ne morejo neposredno vplivati na vmesne cilje z uporabo instrumentov denarne politike, lahko z njimi vplivajo na operativne cilje, ki posledično vplivajo na gibanje vmesnih spremenljivk (Casu idr., 2015; Mishkin in Eakins, 2018).

Ločimo tri instrumente (standardne) denarne politike (Mishkin in Eakins, 2018; Casu idr., 2025; Banka Slovenije, b. l.b):

- *Operacije odprtega trga* so najpomembnejši instrument denarne politike, s katerim centralne banke vplivajo na količino denarja v gospodarstvu. Centralna banka posega na trg z nakupi ali s prodajo državnih obveznic (dolga) zasebnemu nebančnemu trgu. Če centralna banka proda državni dolg, se ponudba denarja zmanjša,



Slika 5.1 Instrumenti in cilji denarne politike
Prirejeno po Casu idr. (2015)

saj zasebni sektor finančne vire uporabi za nakup, zaradi česar se kratkoročne obrestne mere zvišajo. Če centralna banka na trgu kupi državne vrednostne papirje, pa to pomeni povečanje ponudbe denarja na trgu, kar povzroči znižanje kratkoročnih obrestnih mer. To vpliva na raven likvidnosti v finančnem sistemu ter na višino in strukturo obrestnih mer. Operacije na odprtem trgu so najpogostejše uporabljeno orodje denarne politike v razvitih državah, saj so prilagodljive po obsegu in pogostosti izvajanja, kar omogoča natančno usmerjanje denarne politike, hkrati pa ne obremenjujejo bančnega sistema.

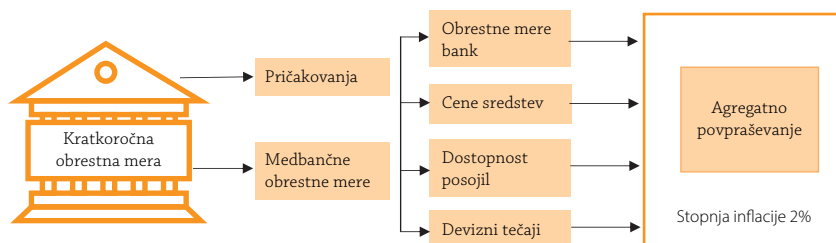
- *Odprti ponudbi*: Z odprtima ponudbama centralna banka bankam omogoča, da dnevne presežke likvidnosti začasno naložijo ali pa si ob pomanjkanju likvidnosti sredstva čez noč izposodijo.
- *Obvezne rezerve*: Centralna banka lahko nadzoruje ponudbo denarja z določanjem deleža vlog, ki jih morajo banke zadržati kot rezerve. Ta delež je običajno izražen v odstotkih in je znan kot obvezna stopnja rezerv (angl. *required reserve ratio*). Višja kot je ta stopnja, manj sredstev imajo banke na voljo za posojanje. To pomeni, da morajo banke omejiti kreditno dejavnost in/ali iskati dodatne rezerve, kar vodi v zvišanje obrestnih mer in zmanjšanje povpraševanja po posojilih. Nasprotno pa nižja stopnja rezerv pomeni večjo razpoložljivost sredstev za bančno kreditiranje. Obvezne rezerve so učinkovit instrument denarne politike, saj enotno vplivajo na vse banke in imajo močan učinek na ponudbo denarja. Vendar ta moč prinaša tudi slabosti – orodje je manj primerno za fine prilagoditve, saj lahko že majhne spremembe povzročijo večje premike v likvidnosti. Poleg tega lahko višje zahteve po rezervah povzročijo likvidnostne težave za banke brez presežnih rezerv, pogoste spremembe rezervnih zahtev pa bankam dodatno otežujejo načrtovanje likvidnosti.

Transmisijski mehanizem

Transmisijski mehanizem denarne politike opisuje poti, po katerih spremembe v ponudbi denarja in obrestnih merah, kot posledica ukrepov centralne banke, vplivajo na gospodarsko aktivnost in inflacijo. Za oblikovanje učinkovite denarne politike je ključnega pomena razumevanje načinov, kako ti ukrepi vplivajo na gospodarstvo, ter časovnega zamika, ki je potreben, da se učinki prenesejo v realno okolje. Ker učinki ne nastopijo takoj in so lahko raznoliki, mora centralna banka ukrepe skrbno načrtovati vnaprej.

Kot prikazuje slika 5.2, denarna politika preko več kanalov vpliva na gospodarsko aktivnost (glej tudi poglavje 3.7.1). Glavni kanali so (Casu idr., 2015; Mishkin in Eakins, 2018):

- *Obrestne mere za bančne produkte:* Spremembe obrestnih mer za standardne bančne produkte, kot so hipotekarna posojila, potrošniška posojila in depoziti, neposredno vplivajo na porabo gospodinjstev in naložbene odločitve podjetij. Višje obresti običajno zmanjšajo potrošnjo in investicije, nižje pa jih spodbujajo.
- *Cene sredstev:* Spremembe obrestnih mer vplivajo na cene finančnih in realnih sredstev, kot so obveznice, delnice in nepremičnine. Višje obrestne mere zmanjšajo cene teh sredstev, kar zmanjšuje premoženje gospodinjstev in posledično znižuje potrošnjo.
- *Dostopnost posojil:* Ob višjih obrestnih merah se poveča kreditno tveganje dolžnikov. Banke postanejo previdnejše pri odobranju posojil, kar zmanjša dostopnost financiranja in s tem zavira potrošnjo in naložbe.
- *Devizni tečaji:* V odprtem gospodarstvu spremembe v referenčni obrestni meri vplivajo tudi na devizni trg. Npr., če ECB zviša obrestne mere bolj kot druge države, to okrepi evro, saj postane



Slika 5.2 Transmisijski mehanizem denarne politike
Prirejeno po Casu idr. (2015).

privlačnejši za vlagatelje. Obenem pa evropski izvoz postane dražji, kar zmanjša povpraševanje po domačih izdelkih.

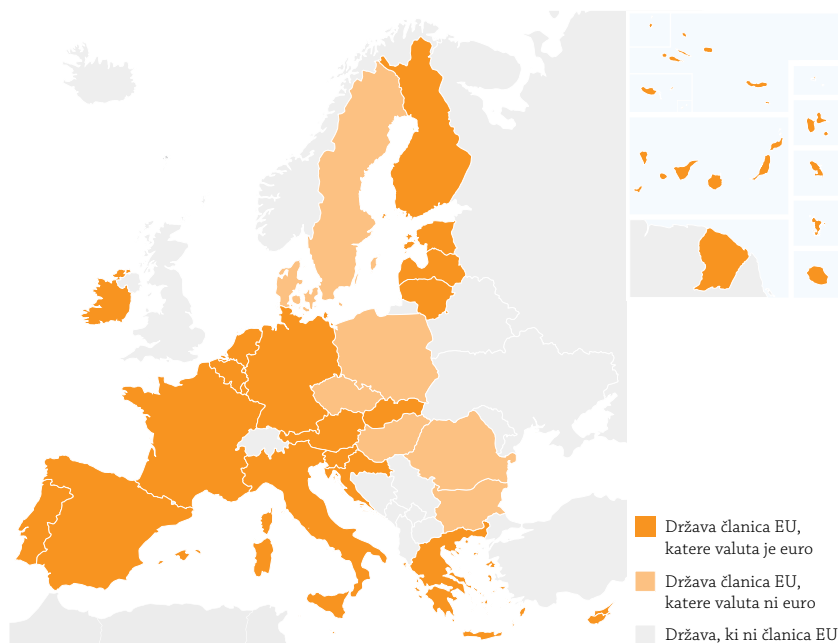
5.1.3 ECB in denarna politika Evrosistema

Evropski sistem centralnih bank, Evrosistem in evroobmočje

Evropski sistem centralnih bank (ESCB) sestavljajo ECB in nacionalne centralne banke vseh držav članic EU, ne glede na to, ali so prevzele evro ali ne. ESCB je bil ustanovljen z namenom zagotavljanja sodelovanja med centralnimi bankami držav EU ter usklajevanja in izvajanja denarne politike na ravni celotne EU (European Central Bank, b. l.c).

Evrosistem sestavljajo ECB in nacionalne centralne banke držav, ki kot svojo valuto uporabljajo evro. Evrosistem je odgovoren za določanje in izvajanje denarne politike za evroobmočje, upravljanje deviznih rezerv in zagotavljanje likvidnosti. Deluje kot enoten subjekt, ki uresničuje cilje ECB in zagotavlja enotno denarno politiko v vseh državah evroobmočja (European Central Bank, b. l.c).

Evroobmočje sestavljajo države članice, ki so sprejele evro (European Central Bank, b. l.o).



Slika 5.3 Zemljevid evroobmočja European Central Bank (b. l.o).

ECB – naloge in institucionalna ureditev

ECB je osrednja institucija EU, ki vodi denarno politiko za države članice, ki uporabljajo evro. Ustanovljena je bila leta 1998 in ima sedež v Frankfurtu ob Majni, v Nemčiji. Njena glavna naloga je zagotavljanje stabilnosti evra in ohranjanje cenovne stabilnosti v evroobmočju, ki trenutno vključuje 20 držav članic. Januarja 2026 se bo evroobmočju pridružila tudi Bolgarija.

ECB ima več ključnih nalog, ki so pomembne za stabilnost evropskega finančnega sistema in uspešno delovanje evroobmočja (European Central Bank, b. l.a):

- Opređeljevanje in izvajanje denarne politike, z osrednjim ciljem ohranjanja inflacije v evroobmočju pod, a blizu 2 %.
- Nadzor nad bankami: Skozi Enotni mehanizem nadzora (Single Supervisory Mechanism – SSM) ECB nadzoruje največje banke v evroobmočju. S tem zagotavlja, da banke poslujejo varno in odgovorno, ter zmanjšuje tveganje za širše finančne krize.
- Devizne rezerve in devizna politika: ECB upravlja del deviznih rezerv EU in sodeluje v deviznih intervencijah, če je potrebno za ohranjanje stabilnosti evra v odnosu do drugih svetovnih valut.
- Plačilni sistemi: ECB skrbi za nemoteno delovanje ključnih plačilnih sistemov, kot sta TARGET2 in TIPS, ki omogočata hitro in varno poravnavo medbančnih plačil.

Odločitve o denarni politiki sprejema *Svet ECB* (angl. *Governing Council*), ki ga sestavlja šest članov izvršilnega odbora in guvernerji nacionalnih centralnih bank držav evroobmočja. Svet ECB se redno sestaja z namenom ocene gospodarskih in denarnih gibanj, na podlagi česar sprejeme sklepe o denarni politiki. Svet ECB torej oblikuje denarno politiko evroobmočja preko odločitev o denarnih ciljeh, ključnih obrestnih merah in obveznih rezervah (European Central Bank, b. l.h).

Ob Svetu ECB pri izvajanju denarne politike sodeluje *Izvršilni odbor ECB* (angl. *Executive Board*), ki je operativni organ, ki izvaja denarno politiko, upravlja tekoče poslovanje ECB in deluje kot podpora ECB s pripravo gradiv za seje Sveta. Sestavlja ga šest članov vključno s predsednikom ECB (European Central Bank, b. l.e). *Razširjeni svet ECB* (angl. *General Council*) pa deluje kot posvetovalno telo in ga sestavljajo predsednik ter podpredsednik ECB in guvernerji centralnih bank vseh članic EU (European Central Bank, b. l.g).

Ena najpomembnejših značilnosti ECB je njena *neodvisnost*. ECB je zasnovana tako, da je neodvisna od političnih pritiskov držav članic EU, kar pomeni, da lahko sprejema odločitve na podlagi ekonomskih argumentov in potreb, ne pa političnih interesov. Ta neodvisnost je ključna za zagotavljanje stabilnosti cen, vendar pa je ECB kljub temu odgovorna Evropskemu parlamentu, ki ji lahko postavlja vprašanja in spremlja njeno delovanje (European Central Bank, b. l.i).

Instrumenti denarne politike ECB

Osrednji cilj denarne politike ECB je cenovna stabilnost. Cilj Evrosistema je tako, da *inflacijo evroobmočja v srednjeročnem obdobju ohranja pri 2 %*. ECB pri tem sledi hierarhičnemu sistemu ciljev, kar pomeni, da ima stabilnost cen prednost pred vsemi drugimi cilji.

Hierarhični in dualni (dvojni) model denarne politike

Pri oblikovanju denarne politike imajo centralne banke različno opredeljene cilje, kar pomembno vpliva na način izvajanja politike, njeno prožnost in institucionalno odgovornost. V literaturi se najpogosteje razlikuje med hierarhičnim in dualnim (dvojnim) modelom denarne politike. Ključna razlika med njima je v razmerju med primarnimi in sekundarnimi cilji ter v načinu njihovega uresničevanja znotraj mandata centralne banke.

Hierarhični model: prednost stabilnosti cen

V hierarhičnem modelu ima centralna banka en jasno opredeljen primarni cilj, ki ima absolutno prednost pred vsemi drugimi. Ta cilj je praviloma stabilnost cen, kar pomeni zagotavljanje nizke in stabilne inflacije. Drugi cilji, kot so gospodarska rast, zaposlenost ali finančna stabilnost, se lahko upoštevajo le, če njihovo zasledovanje ne ogroža stabilnosti cen. Takšna ureditev omogoča jasnejšo komunikacijo z javnostjo in večjo kredibilnost pri zasledovanju inflacijskega cilja, vendar hkrati omejuje fleksibilnost politike v primerih, ko se pojavijo drugi makroekonomski izzivi.

Tipičen primer hierarhičnega modela je denarna politika ECB, katere mandat določa, da je primarni cilj stabilnost cen, medtem ko so sekundarni cilji, kot je podpora splošni gospodarski politiki EU, dopustni le, če niso v nasprotju s stabilnostjo cen. Podobni ureditvi sledita tudi švedska centralna

banka (Sveriges Riksbank) in švicarska centralna banka (Swiss National Bank), ki dajeta absolutno prednost stabilnosti cen.

Dualni model: uravnoteževanje več ciljev

V dualnem modelu ima centralna banka dva ali več formalno enakovrednih ciljev, ki jih mora uravnoteženo zasledovati. Najpogosteje gre za kombinacijo stabilnosti cen in polne zaposlenosti, pri čemer med cilji ni vnaprej določene hierarhije. Centralna banka se mora tako odločati glede na aktualno gospodarsko situacijo in morebitna nasprotja med cilji. Takšna ureditev omogoča večjo prilagodljivost denarne politike, vendar prinaša tudi večjo kompleksnost pri odločanju, zlasti v razmerah, ko se cilji med seboj izključujejo (npr. visoka inflacija ob visoki brezposelnosti).

Najbolj znan primer dualnega modela je FED, katere cilj je, da mora hkrati spodbujati stabilnost cen in polno zaposlenost. Ta model izvajata tudi avstralska centralna banka (Reserve Bank of Australia) in novozelandska centralna banka (Reserve Bank of New Zealand).

Z namenom doseganja osrednjega cilja denarne politike ECB uporablja različne instrumente, ki jih delimo na standardne in nestandardne, pri čemer so slednji postali pomembni v času globalne finančne krize iz leta 2008.

Standardni instrumenti denarne politike

Standardni instrumenti denarne politike ECB vključujejo operacije odprtega trga, oprti ponudbi in obvezne rezerve.

Operacije odprtega trga so namenjene vzdrževanju potrebnega obsega likvidnosti in usmerjanju obrestnih mer. Glede na cilje, frekvenco in postopke jih delimo v štiri skupine (European Central Bank, b. l.k; Rant, 2019):

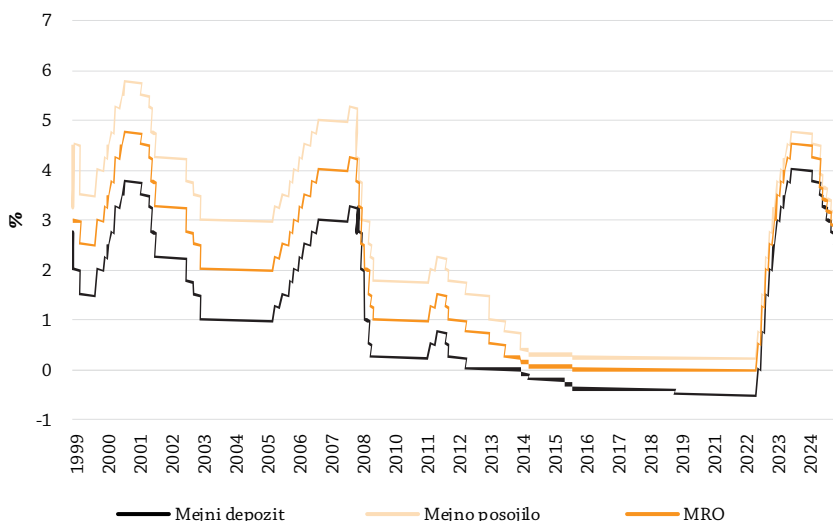
- *Operacije glavnega refinanciranja* (angl. *Main Refinancing Operations* – MRO) so kreditne operacije, ki potekajo v obliki rednih tedenskih avkcij, preko katerih Evrosistem zagotavlja kratkoročna sredstva (z ročnostjo enega tedna) v zameno za odkup vrednostnih papirjev, ki jih banke zastavijo za jamstvo. Po preteku ročnosti so banke, ki so prejele posojilo, zavezane k povratnemu odkupu zastavljenih vrednostnih papirjev. Obrestna mera za MRO služi kot referenčna obrestna mera denarne politike.

- *Operacije dolgoročnejšega refinanciranja* so dodatne kreditne operacije, ponujene enkrat mesečno z daljšo ročnostjo (npr. tri mesece), ki zagotavljajo likvidnost bankam za daljše časovno obdobje.
- *Operacije finega uravnavanja* so priložnostne operacije, namenjene kratkoročnemu prilagajanju strukturnih likvidnostnih neravnosti na trgu.
- Strukturne operacije pa so ciljno usmerjeni instrumenti, katerih namen je sprememba strukturnega položaja denarnega trga (npr. zmanjšanje likvidnostnega presežka).

Odprti ponudbi (angl. *standing facilities*) sta instrumenta za zagotavljanje ali odvajanje likvidnosti čez noč. Banke imajo možnost, da svoj dnevni presežek oz. primanjkljaj likvidnosti naložijo oz. si ga izposodijo preko *mejnega depozita* oz. *mejnega posojila*. ECB določa obrestno mero mejnega posojila, ki predstavlja zgornjo mejo za obrestno mero na medbančnem trgu čez noč, in obrestno mero mejnega depozita, ki predstavlja spodnjo mejo za obrestno mero na medbančnem trgu čez noč in s tem deluje kot sidro za kratkoročne obrestne mere na denarnem trgu (European Central Bank, b. l.m; Banka Slovenije, b. l.b).

Slika 5.4 prikazuje gibanje treh ključnih obrestnih mer Evrosistema – *obrestne mere za mejni depozit*, *glavno refinančno operacijo (MRO)* in *mejno posojilo* – v obdobju od januarja 1999 do maja 2025. Vidimo, da so se vse tri obrestne mere gibale usklajeno, pri čemer se MRO kot srednja stopnja nahaja med obrestno mero za mejni depozit (spodnja meja) in obrestno mero za mejno posojilo (zgornja meja). Po svetovni finančni krizi leta 2008 so vse tri mere postopno upadale in od leta 2016 do 2022 vztrajale na zgodovinsko nizkih ravneh, pri čemer je bila depozitna mera celo negativna. V obdobju visoke inflacije, od sredine leta 2022 naprej, je prišlo do naglega in usklajenega dviga vseh treh obrestnih mer, kar odraža zaostritev denarne politike ECB. Od druge polovice leta 2023 so obrestne mere znova začele padati, kar nakazuje morebitno preusmeritev politike ob umirjanju inflacijskih pritiskov.

ECB uporablja tudi instrument *obveznih rezerv bank*. Višina obveznih rezerv, ki jih mora banka zadržati pri centralni banki, je določena glede na strukturo njenih obveznosti do gospodinjstev, podjetij in države. Za obveznosti z ročnostjo do dveh let velja stopnja obveznih rezerv 1 %, medtem ko za daljše ročnosti velja stopnja 0 % (European Central Bank, b. l.j; Banka Slovenije, b. l.b).



Slika 5.4 Ključne obrestne mere Evrosistema, 1999–2025
ECB Data Portal (<https://data.ecb.europa.eu/>).

Nestandardni instrumenti denarne politike

V času globalne finančne krize, ki se je začela leta 2008, in krize evro-območja je ECB začela uporabljati tudi različne nestandardne instrumente denarne politike. Standardni instrumenti namreč niso bili zadostni za spopadanje z akutnimi težavami pomembnih segmentov finančnih trgov in za počasen ter neenakomeren razvoj. Dodatne instrumente je ECB uporabila tudi v obdobjih, ko je bil prenos denarne politike oslavljen in so ključne obrestne mere dosegle spodnjo mejo, zaradi česar jih ni bilo mogoče dodatno znižati. To je bilo npr. med pandemijo covid-19 leta 2020 (Banka Slovenije, b. l.b). Nestandardni ukrepi so zajemali dve skupini ukrepov: (i) ukrepi okrepljene kreditne podpore s ciljem stabilizacije bančnega sistema ter (ii) programi odkupov premoženja s ciljem stabilizacije finančnih trgov in makroekonomske situacije (Rant, 2019).

Med ukrepe kreditne podpore umeščamo (Rant, 2019; Banka Slovenije, b. l.b):

- *Prehod na izvajanje operacij glavnega in dolgoročnejšega refinanciranja s fiksno obrestno mero in polno dodelitvijo:* znesek avkcij ni bil več omejen. S tem ukrepom se je Evrosistem izognil tveganju, da bi banke, ki jim na avkcijah ne bi uspelo pridobiti sredstev, zašle v likvidnostne težave.

- *Izredne operacije dolgoročnejšega refinanciranja*: ciljno usmerjene operacije (angl. *Targeted Longer-Term Refinancing Operations – TLTRO*) z ročnostjo do štirih let, pri katerih sta bila obrestna mera in dovoljen obseg izposoje odvisna od tega, koliko so banke povečevale posojila gospodinjstvom in podjetjem, in dodatnih operacij refinanciranja ob pandemiji (angl. *Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations – PELTRO*), katerih namen je bil bankam zagotoviti dodatno likvidnostno varovalo v negotovih razmerah pandemije.
- *Negativne obrestne mere na presežne rezerve*: ECB je uvedla negativne obrestne mere na presežne rezerve, ki jih banke držijo pri ECB, s čimer je želela banke spodbuditi k povečanju posojil in naložb v gospodarstvo.
- *Dostop do likvidnosti v tujih valutah*, predvsem v ameriških dolarjih in švicarskih frankih.

Programi odkupa premoženja obsegajo (Rant, 2019; Banka Slovenije, b. l.b):

- *Program kvantitativnega sproščanja* (angl. *Quantitative Easing – QE*) oz. *program razširjenega odkupa terjatev* je bil uveden leta 2015 in je predvidel redne mesečne odkupe javnih in zasebnih terjatev v okviru bančnih kritih obveznic, finančnih instrumentov, zavarovanih s premoženjem, državnih obveznic in podjetniških obveznic. Namen programa je bil znižati obrestne mere ter s tem nasloviti tveganja vztrajne nizke inflacije v evroobmočju in spodbuditi gospodarsko rast. Mesečni obseg neto nakupov se je med marcem 2015 in decembrom 2017 gibal med 60 in 80 milijardami evrov, nato pa se je pričel zmanjševati.
- *Program za izredne pandemične nakupe vrednostnih papirjev* (angl. *Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP*) je poseben program, uveden leta 2020 kot odziv na pandemijo covid-19. Cilj je bil ohranjanje ugodnega financiranja in preprečevanje negativnega vpliva pandemije na gibanje inflacije.
- *Instrument za zaščito transmisije* (angl. *Transmission Protection Instrument – TPI*) je bil uveden julija 2022 in je bil namenjen ohranjanju enotne in homogene transmisije naravnosti denarne politike v Evrosistemu.
- *Intervencijski programi*: ECB lahko izvaja ciljno usmerjene intervencije na trgih, npr. za stabilizacijo obrestnih mer držav z visokim

tveganjem (npr. program dokončnih denarnih transakcij (angl. *Outright Monetary Transactions* – OMT)).

Dodatna instrumenta in ukrepa, ki ju uporablja ECB, sta še:

- Vnaprejšnje usmerjanje (angl. *forward guidance*): ECB sporoča prihodnjo usmeritev denarne politike, da bi vplivala na pričakovanja finančnih trgov in gospodarstva. To vključuje informacije o prihodnjih obrestnih merah in načrtih glede likvidnostnih ukrepov (European Central Bank, 2022b).
- Mikro- in makrobonitetni ukrepi: ukrepi, ki so usmerjeni v stabilnost finančnega sistema, kot so kapitalske zahteve za banke ali omejevanje prekomernega kreditiranja (European Central Bank, 2017).

Instrumenti denarne politike ECB so osredotočeni na uravnavanje likvidnosti, spodbujanje gospodarske rasti in zagotavljanje cenovne stabilnosti. Standardni instrumenti, kot so operacije odprtega trga, obvezne rezerve in odprti ponudbi, so temeljni mehanizmi, medtem ko nestandardni instrumenti, kot sta QE in TLTRO, igrajo ključno vlogo v času kriz. Skupaj ti instrumenti ECB omogočajo prilagodljivo odzivanje na gospodarske izzive in učinkovito delovanje v dinamičnem finančnem okolju.

Primeri izvajanja denarne politike ECB

ECB je v zadnjih letih izvajala različne ukrepe denarne politike za ohranjanje stabilnosti cen in podporo gospodarskemu okrevanju. Med ključnimi ukrepi je bil Program odkupovanja vrednostnih papirjev (Asset Purchase Programmes – APPs), uveden leta 2015, s katerim je ECB kupovala državne in zasebne obveznice v vrednosti do 80 milijard evrov mesečno, kar je skupno doseglo več kot 3,4 bilijona evrov. Cilj programa je bil znižanje obrestnih mer in povečanje likvidnosti na finančnih trgih (European Central Bank, b. l.b).

Poleg tega je ECB septembra 2019 znižala depozitno obrestno mero na -0,50 %, da bi spodbudila posojanje in investicije. Med pandemijo covid-19 je uvedla Pandemični program nakupa vrednostnih papirjev (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP) z začetnim obsegom 750 milijard evrov, kasneje

povečan na 1,85 bilijona evrov, da bi podprla gospodarstvo in stabilizirala obvezniške trge (European Central Bank, b. l.l).

Operacije dolgoročnega refinanciranja (TLTROs) so bile namenjene spodbujanju kreditiranja realnega gospodarstva. Banke so lahko dostopale do posojil z ugodnimi obrestnimi merami, kar je skupno prineslo več kot 2,2 bilijona evrov likvidnosti do konca leta 2021 (Universität Leipzig, b. l.; Financial Times, 2022). Leta 2022 je ECB lansirala Mehanizem za preprečevanje širjenja obrestnih razmikov (Transmission Protection Instrument – TPI), ki je omejil razliko v obrestnih merah med državami evroobmočja (European Central Bank, 2022a).

Kot odziv na visoko inflacijo, ki je junija 2022 dosegla 8,6 %, je ECB začela dvigovati obrestne mere, to pa je do konca leta 2023 depozitno obrestno mero dvignilo na 4 %, kar je zgodovinsko najvišja raven. Ti ukrepi so odraz prilagodljivosti ECB pri soočanju z gospodarskimi izzivi in ohranjanju stabilnosti evroobmočja (Canepa in Koranyi, 2023).

Ukrepanje ECB skozi različne instrumente, kot so odkupovanje obveznic, ciljno refinanciranje in prilagoditev obrestnih mer, je odraz njene prilagodljivosti na gospodarske razmere. Ti primeri kažejo, kako ECB s svojim delovanjem podpira stabilnost cen, gospodarsko rast in finančno stabilnost v evroobmočju.

5.1.4 *Banka Slovenije*

Banka Slovenije je nacionalna centralna banka Republike Slovenije in del ESCB. Ustanovljena je bila leta 1991 in ima pomembno vlogo v slovenskem finančnem sistemu ter v okviru delovanja evroobmočja. Banka Slovenije opravlja številne ključne naloge, ki so pomembne za stabilnost slovenskega finančnega sistema in prispevek k skupnim ciljem evroobmočja. Med njenimi nalogami so (Banka Slovenije, b. l.e):

- izvajanje denarne politike: Banka Slovenije sodeluje pri izvajanju denarne politike, ki jo oblikuje ECB, in tako pomaga zagotavljati stabilnost cen v Sloveniji in širše v evroobmočju;
- nadzor finančnega sistema: kot del Enotnega mehanizma nadzora (SSM) Banka Slovenije sodeluje z ECB pri nadzoru slovenskih bank, kar zagotavlja stabilnost finančnega sistema in zaupanje javnosti v bančni sektor;

- finančna stabilnost: Banka Slovenije analizira finančne trge in sodeluje pri oblikovanju makrobonitetnih ukrepov, s katerimi preprečuje nastanek tveganj za stabilnost finančnega sistema;
- plačilni sistemi in gotovinsko poslovanje: Banka Slovenije zagotavlja nemoteno delovanje plačilnih sistemov v Sloveniji, sodeluje pri izdajanju gotovine ter skrbi za njeno kakovost in zadostno količino v obtoku;
- statistične in analitične naloge: Banka Slovenije zbira, analizira in objavlja različne statistične podatke o slovenskem finančnem ter gospodarskem sistemu, ki so ključnega pomena za sprejemanje ekonomskih politik.

5.1.5 Ameriška centralna banka

Ameriška centralna banka (Federal Reserve System – FED), je osrednja finančna institucija ZDA. Ustanovljena je bila leta 1913 z Zakonom o zveznih rezervah (Federal Reserve Act) kot odgovor na finančne krize in bančne panike, ki so ogrožale stabilnost ameriškega gospodarstva. Njena glavna naloga je zagotavljanje stabilnosti finančnega sistema, nadzor nad denarno politiko ter pospeševanje trajnostne gospodarske rasti in nizke stopnje brezposelnosti.

FED je sestavljena iz več ravni, kar zagotavlja regionalno zastopnost in neodvisnost pri sprejemanju odločitev. Njena struktura vključuje (Board of Governors of the Federal Reserve System, b. l.a):

- Svet guvernerjev, ki se nahaja v Washingtonu, D.C., in ga sestavlja sedem članov, ki jih imenuje predsednik ZDA, potrdi pa jih senat. Svet vodi izvajanje denarne politike, nadzira regionalne banke in sprejema pomembne regulativne odločitve.
- Regionalne banke (Federal Reserve): dvanajst regionalnih bank, razporejenih po celotnih ZDA (npr. v New Yorku, San Franciscu, Chicagu), pri čemer vsaka banka deluje kot vez med centralno banko in lokalnimi finančnimi institucijami.
- Odbor za odprti trg (Federal Open Market Committee – FOMC) je glavni organ za odločanje o denarni politiki. Sestavlja ga sedem članov Sveta guvernerjev in predsedniki petih regionalnih bank (s predsednikom newyorške banke kot stalnim članom). Odloča o obrestnih merah, nakupih državnih obveznic in drugih instrumentih denarne politike.

FED opravlja naslednje naloge (Board of Governors of the Federal Reserve System, b. 1.b):

- Izvajanje denarne politike: FED izvaja denarno politiko z dvema ciljema – ohranjanjem stabilnosti cen (nizke inflacije) in pospeševanjem polne zaposlenosti. Ključni instrumenti denarne politike vključujejo spreminjanje referenčne obrestne mere (angl. *federal funds rate*), operacije odprtega trga (nakup in prodaja državnih vrednostnih papirjev) in obvezne rezerve bank.
- Nadzor in regulacija: FED nadzira in regulira komercialne banke ter druge finančne institucije, da zagotovi njihovo stabilnost in skladnost z zakonodajo. Spremlja sistemsko pomembne institucije, ki bi lahko ogrozile celoten finančni sistem.
- Finančna stabilnost: FED je odgovorna za reševanje finančnih kriz z zagotavljanjem likvidnosti finančnim institucijam kot posojilodajalec zadnje instance. Uvaja ukrepe za omejevanje tveganj, ki bi lahko povzročila zlom finančnega sistema.
- Plačilni sistemi: FED upravlja in nadzoruje plačilne sisteme, kot je sistem za takojšnje poravnave (Fedwire). Olajšuje transakcije med bankami in vlado.
- Varovanje pravic potrošnikov in promocija finančne vključenosti: FED to dosega z nadzorom nad spoštovanjem potrošniške zakonodaje in izobraževanjem javnosti o pravicah ter možnostih dostopa do bančnih storitev.

FED, kot največja in najvplivnejša centralna banka na svetu, ima izrazit globalni vpliv na denarne tokove, finančne trge in politične odločitve zunaj meja ZDA. Ena ključnih razsežnosti tega vpliva izhaja iz vloge ameriškega dolarja kot svetovne rezervne valute. Dolar je najpogostejše uporabljena valuta v mednarodni trgovini, investicijah in pri deviznih rezervah centralnih bank. FED s svojo denarno politiko – preko nadzora nad obrestnimi merami in ponudbo denarja – tako posredno vpliva tudi na denarne politike drugih držav, ki so odvisne od gibanja ameriškega dolarja. Poleg tega njene odločitve o obrestnih merah in likvidnostnih ukrepih neposredno vplivajo na kapitalske tokove po svetu. Npr., zvišanje obrestnih mer v ZDA pogosto pritegne kapital iz tujih trgov nazaj v ameriške dolarje, kar lahko povzroči depreciacijo tujih valut, povečanje stroškov zadolževanja v državah v razvoju in splošno volatilitnost na svetovnih finančnih trgih (Acharya idr., 2025). Nenazadnje FED deluje tudi kot partner v mednarodnem sodelovanju za finančno

stabilnost. Sodeluje z IMF, s Svetovno banko in z drugimi centralnimi bankami v okviru različnih forumov ter mehanizmov. Vloga banke vključuje izmenjavo informacij, koordinacijo v času kriz (npr. vzpostavitve linij za devizne zamenjave (angl. *foreign exchange swap lines*) in skupno delovanje pri zagotavljanju likvidnosti v globalnem bančnem sistemu (Board of Governors of the Federal Reserve System, b. l.b).

Vloga FED v zgodovinskih krizah

FED je v svoji zgodovini odigrala ključno vlogo pri odzivanju na gospodarske krize, pri čemer so se njeni ukrepi in pristopi skozi čas razvijali.

Velika depresija (1929–1939): Med to krizo je FED sprejela restriktivno denarno politiko, kar je poslabšalo gospodarske razmere. Po mnenju ekonomistov Milтона Friedmana in Anne Schwartz je FED z zmanjšanjem denarne mase in neukrepanjem ob bankrotih prispevala k poglobljanju depresije. To obdobje je poudarilo potrebo po večji centralizaciji in reformi delovanja banke (Friedman in Schwartz, 1963; Richardson, 2013).

Globalna finančna kriza (2008–2009): V odzivu na to krizo je FED znižala obrestne mere na skoraj nič in uvedla kvantitativno sproščanje (QE), kar pomeni, da je kupovala državne obveznice in druge vrednostne papirje, da bi povečala likvidnost in spodbudila gospodarstvo (Luck in Zimmermann, 2019). Poleg tega je posredovala pri reševanju nekaterih sistemsko pomembnih institucij, kot je AIG, ki je prejela 85 milijard dolarjev posojila za preprečitev propada (Karnitschnig idr., 2008).

Pandemija covid-19 (2020): Ob izbruhu pandemije je FED hitro znižala obrestne mere na skoraj nič in uvedla obsežne programe nakupa obveznic, vključno s programom QE brez zgornje meje. Prav tako je vzpostavila več programov za zagotavljanje likvidnosti podjetjem in lokalnim oblastem, kot sta bila programa Municipal Liquidity Facility in Main Street Lending Program (Milstein in Wessel, 2024).

5.2 Banke in hranilnice

Banke in hranilnice so ključne finančne institucije, ki omogočajo zbiranje prihrankov, odobranje posojil ter izvajanje plačil in drugih finančnih storitev. Obe instituciji imata pomembno vlogo v finančnem

sistemu, saj povezujeta posameznike, podjetja in države ter omogočata pretok denarja, ki je nujen za gospodarsko rast in stabilnost.

5.2.1 Funkcije bank

Poglavitni funkciji bank sta posredniška in oskrbovalna – zbirajo presežna sredstva in jih zagotavljajo prebivalstvu ter gospodarstvu s finančnimi primanjkljaji. Kot smo zapisali že v poglavju 2, banke v vlogi finančnih posrednikov izvajajo naslednje funkcije:

- transformacija sredstev po ročnosti, velikosti in tveganju;
- alokacija in upravljanje s tveganji;
- zmanjševanje transakcijskih stroškov;
- zmanjševanje asimetrije informacij, ki lahko generirajo problem napačne ali neugodne izbire (angl. *adverse selection*) in moralnega hazarda (angl. *moral hazard*);
- ustvarjanje (knjižnega) denarja preko multiplikacije z odobramo posojil na podlagi depozitov.

Multiplikacija denarja

Ob pologu gotovine v višini 100 enot pri banki nastane enaka količina knjižnega denarja – 100 enot, ki so evidentirane na računu varčevalca. Če je stopnja obvezne rezerve določena pri 20 %, mora banka obdržati 20 enot kot rezerve, medtem ko lahko preostalih 80 enot posodi naprej. S tem nastane dodatnih 80 enot knjižnega denarja, saj se ta znesek pojavi na računu novega komitentata kot bančni depozit. Od teh 80 enot mora banka znova zadržati 20 % oz. 16 enot kot rezerve, ostalih 64 pa lahko znova posodi naprej, kar vodi v novo ustvarjanje depozitov. Ta proces se ponavlja, dokler se ne izčrpa potencial za nadaljnje kreditiranje.

Mehanizem temelji na načelu geometrijskega zaporedja, katerega vsoto lahko izračunamo po formuli:

$$\text{skupni depoziti} = \frac{100}{1 - (1 - 0,2)} = 500.$$

To pomeni, da začetni polog v višini 100 enot lahko vodi do skupnega povečanja bančnih depozitov v višini 500 enot. Ta proces imenujemo multiplikacija denarja, pri čemer kreditni multiplikator izraža razmerje med spremembo v skupnih

depozitih in začetno spremembo v rezervah. V tem primeru multiplikator znaša:

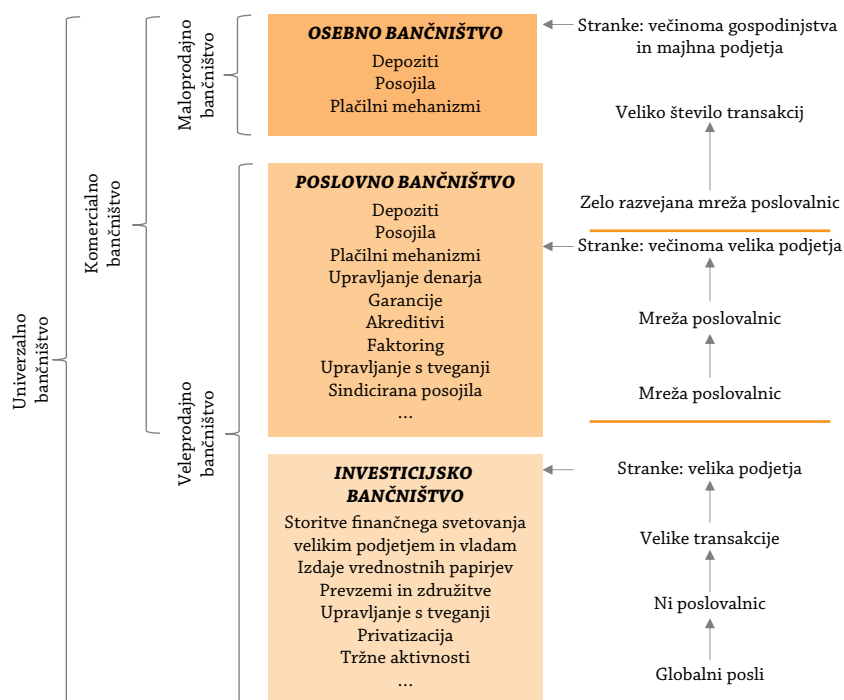
$$\text{kreditni multiplikator} = \frac{\Delta \text{ depozitov}}{\Delta \text{ rezerv}} = \frac{500}{100} = 5.$$

5.2.2 Vrste bank

Kot izhaja iz slike 5.5, ločimo tri vrste bančništva – osebno, poslovno in investicijsko.

Osebno ali maloprodajno bančništvo se nanaša na finančne storitve, namenjene posameznikom in manjšim podjetjem, in je običajno manjšega obsega. Praviloma vse večje banke ponujajo širok nabor osebnih bančnih storitev, ki vključujejo plačilne storitve, depozite, posojila in druge storitve. *Poslovno bančništvo* obsega finančne storitve, ki so namenjene pretežno večjim podjetjem in ob osnovnih bančnih storitvah obsegajo še garancijske ter akreditivne posle, sodelovanje v mednarodni trgovini, upravljanje s tveganji, zakup, fakturne in podobne finančne storitve. *Investicijske banke* pa se ukvarjajo predvsem z zagotavljanjem kapitala podjetjem, bodisi preko prevzemov izdaje delnic in obveznic bodisi z zagotavljanjem svetovanja pri združitvah in prevzemih. Prav tako opravljajo storitve lastninjenja (preoblikovanje hipotekarnih in drugih posojil v vrednostne papirje, s katerimi se trguje na organiziranih trgih vrednostnih papirjev), upravljanja lastnih finančnih sredstev in sredstev strank ter trženja finančnih produktov. Med večje investicijske banke umeščamo Goldman Sachs, Morgan Stanley, Morgan, Credit Suisse, BlackRock, UBS, Deutsche Bank, Citibank, Bank of America in Merrill Lynch. V Sloveniji storitve investicijskega bančništva ponujajo komercialne banke. Gre pa za manjši del njihovih celotnih prihodkov, prihodki iz naslova teh storitev se nanašajo predvsem na združitve in prevzeme ter svetovanje v tem procesu.

V slovenskem bančnem sistemu prevladujejo *komercialne banke*, ki združujejo osebno in poslovno bančništvo. Zanje sta značilna širok spekter storitev, kot so sprejemanje depozitov, odobravanje posojil, izvajanje plačilnih storitev ter svetovanje posameznikom in podjetjem, in razvejana mreža poslovalnic. So ključne za financiranje gospodarskih dejavnosti, saj podjetjem omogočajo dostop do kreditov za širitev poslovanja in tekoče poslovanje. Komercialne banke strankam ponujajo tudi *druge storitve*, kot so storitve zavarovanja, borznega in investicijskega posredništva.



Slika 5.5 Vrste bank
Prirejeno po Arnold (2014)

Banke, ki ponujajo vse tri oblike bančništva, imenujemo univerzalne banke. Kot primere univerzalnih bank lahko navedemo Deutsche Bank, HSBC in ING Bank. V Sloveniji lahko med univerzalne banke umestimo Novo Ljubljansko banko, d. d., banko Intesa Sanpaolo, d. d., OTP banko, d. d., Gorenjsko banko, d. d., in UniCredit Banko Slovenija, d. d., pri čemer jih te storitve večina ponuja kot del večjih bančnih skupin. Čeprav je dolgo veljalo, da imajo univerzalne banke koristi od sinergij in diverzifikacijskih učinkov, pa raziskave in podatki kažejo, da pretirano zapleteni poslovni modeli lahko prinašajo negativne učinke. Z naraščajočo regulacijo je tako zaznati premik k specializaciji bank, tj. k manj zapletenim poslovnim modelom, ki prinašajo nižje stroške in višjo dobičkonosnost (ZEB, 2018).

Obstajajo tudi *specializirane banke*, kot so razvojne banke, ki se ukvarjajo s financiranjem posebnih projektov, kot so infrastrukturni projekti ali spodbujanje malih in srednjih podjetij. Njihova naloga je spodbujanje gospodarske rasti v specifičnih sektorjih, ki jih komercialne banke običajno ne financirajo.

Poseben segment slovenskega bančnega sistema so tudi *hranilnice*. To so finančne institucije, ki so primarno ustanovljene za sprejemanje depozitov prebivalstva in odobravanje manjših posojil posameznikom, kot so hipotekarna posojila ali potrošniška posojila. Njihova glavna cilja sta spodbujanje varčevanja med prebivalstvom in omogočanje dostopa do posojil za doseganje osebnih ciljev, kot so nakup stanovanja, prenova doma ali financiranje izobraževanja.

Hranilnice imajo pogosto lokalnejši značaj in so usmerjene v zadovoljevanje potreb skupnosti, v kateri delujejo. Glavna razlika med njimi in bankami je v njihovem poslovnem modelu ter ciljni skupini strank. Banke so večinoma velike finančne institucije, ki ponujajo širok spekter storitev, namenjenih tako posameznikom kot tudi podjetjem, medtem ko se hranilnice osredotočajo predvsem na manjše komitente, nudijo osebni pristop in so pogosto lokalneje naravnane.

5.2.3 Posli bank

Z vidika funkcionalnosti lahko bančne posle delimo na štiri skupine (Filipič idr., 2019):

- *Aktivni posli*, kjer banka nastopa kot upnik (posojilodajalec), ki svojim strankam posoja denar po določeni ceni (obrestni meri). Med te posle npr. umeščamo različne oblike posojil in limit.
- *Pasivni posli*, kjer banka nastopa kot dolžnik. Med te posle umeščamo npr. sredstva na vpogled (a vista), depozite in kratkoročna ter dolgoročna varčevanja za potrošnike.
- *Nevtralni posli*, kjer banka nastopa kot posrednik in ki obsegajo storitve, ki jih banke opravljajo v svojem imenu in za tuj račun, pri tem pa zaračunavajo provizijo. Med te storitve umeščamo plačilni promet, tržne poti – kot so bankomati, elektronska in mobilna banka ter plačilne kartice –, bančno zavarovalništvo, investicijsko bančništvo, sefe.
- *Lastni posli*, ki so posli bank z namenom doseganja dobička.

5.2.4 Načela bančnega poslovanja

Banke pri svojem poslovanju zasledujejo naslednja načela:

- *Načelo likvidnosti* pomeni, da mora biti banka sposobna nemoteno izpolnjevati vse svoje finančne obveznosti, tako do komitentov kot do drugih finančnih institucij. Po zakonu mora banka vzdrževati

obvezne rezerve pri centralni banki, kar ji omogoča osnovno raven likvidnosti in deluje kot varovalka pred nenadnimi izplačili. Poleg tega banke za kratkoročne potrebe likvidnosti pogosto posegajo po medbančnem denarnem trgu, kjer si lahko izposodijo sredstva ob začasnih primanjkljajih ali plasirajo presežke. Pomankanje likvidnosti je lahko za banko usodno – če stranke izgubijo zaupanje in pride do t. i. množičnega dvigovanja vlog (angl. *bank run*). Nedavni primer množičnega dvigovanja vlog je bil pri kolapsu banke Silicon Valley Bank (SVB) v ZDA marca 2023. SVB se je soočila z nenadno izgubo zaupanja, potem ko je objavila izgube zaradi prodaje obveznic v času rasti obrestnih mer. V samo 48 urah so stranke poskušale dvigniti več kot 40 milijard ameriških dolarjev, kar je predstavljalo četrtno vseh depozitov banke. To je bilo največje množično dvigovanje vlog v ZDA po letu 2008. Banka ni mogla pravočasno zagotoviti likvidnosti in je bila prevzeta s strani regulatorjev.

- *Načelo varnosti*: banke morajo vlagateljem nuditi jamstva za njihove vloge, prav tako pa mora banka jamstva tudi iskati, da bodo sredstva, ki jih plasira, vrnjena. Eden od mehanizmov, ki prispeva k zaščiti vlagateljev in ohranitvi njihovega zaupanja v bančni sistem, je jamstvo za vloge. V Sloveniji je jamstvo za vloge zagotovljeno do višine 100.000 evrov (Banka Slovenije, b. l.c).
- *Načelo dobičkonosnosti*: za dolgoročno vzdržnost morajo banke poslovati učinkovito in dobičkonosno, pri čemer iščejo ravnotežje med donosom, tveganjem in stroški.
- *Načelo tržnosti* zahteva, da je celotno poslovanje bank usmerjeno k optimalni zadovoljitvi potreb njihovih strank.

5.2.5 Regulacija in nadzor bank

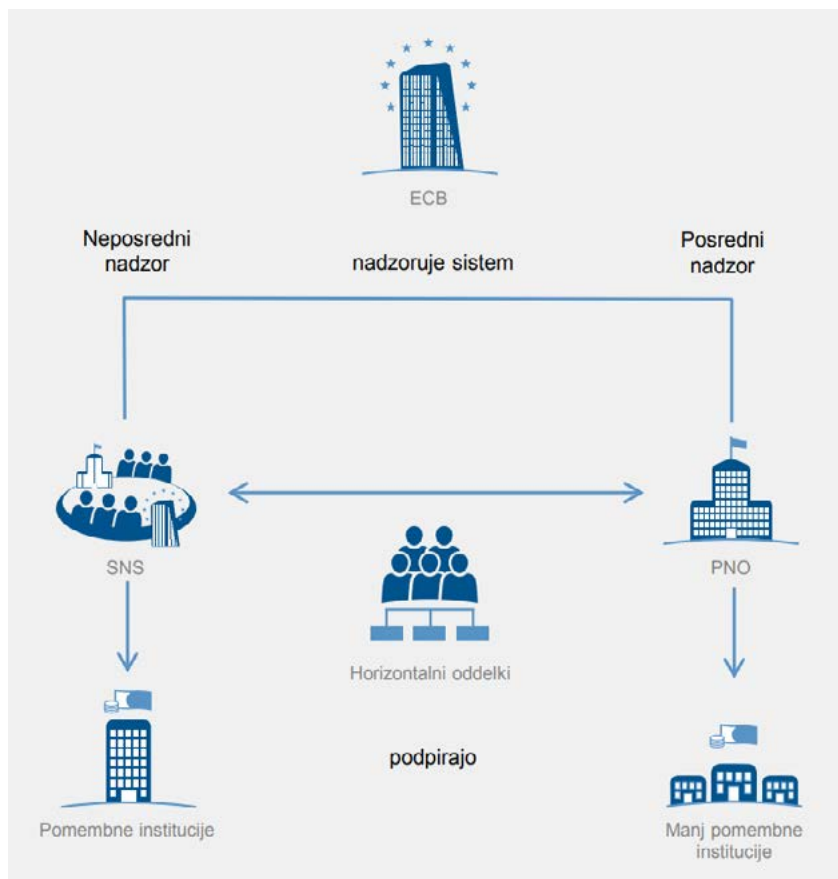
Države članice evrskega območja so vključene v bančno unijo, katere cilj je zagotoviti enotna pravila delovanja za evropske banke ter s tem prispevati k večji stabilnosti, varnosti in preglednosti bančnega sektorja. Bančna unija omogoča poenoten nadzor nad bankami v evroobmočju ter določa skupna pravila za reševanje bank, ki so v težavah ali na robu propada, s čim manjšim vplivom na realno gospodarstvo. Bančna unija ima tri stebre: Enotni mehanizem nadzora (SSM), Enotni mehanizem reševanja (Single Resolution Mechanism – SRM) in Evropski sistem jamstva za vloge (Banka Slovenije, b. l.a; European Central Bank, b. l.r).

Na ravni EU so ključni pravni instrumenti za področje bančnega sektorja (Evropski svet in Svet Evropske unije, b. l.):

- Uredba o kapitalskih zahtevah (Capital Requirements Regulation – CRR) (Regulation (EU) No 575/2013, 2013) in Direktiva o kapital-skih zahtevah (Capital Requirements Directive – CRD) (Directive 2013/36/EU, 2013), ki določata bonitetne zahteve, kot so kapital-ska ustreznost, likvidnost, finančni vzvod, upravljanje tveganj in nadzor. Dokumenta odražata implementacijo standardov Basel-skega odbora za bančni nadzor v evropsko zakonodajo. CRD je bila v slovenski pravni red prenesena z Zakonom o bančništvu.
- Direktiva o sistemih jamstva za vloge (Directive on Deposit Guarantee Schemes) (Directive 2014/49/EU, 2014), ki ščiti vlagatelje v vseh državah članicah EU z zagotavljanjem vračila vlog v višini do 100.000 evrov v primeru propada banke.
- Direktiva o sanaciji in reševanju bank (Bank Recovery and Resolution Directive) (Directive 2014/59/EU, 2014), ki določa okvir za sanacijo in reševanje bank v težavah z namenom čim manjšega negativnega učinka na gospodarstvo.
- Uredba o enotnem mehanizmu nadzora (Single Supervisory Mechanism Regulation) (Council Regulation (EU) No 1024/2013, 2013), ki opredeljuje okvir za delovanje ECB pri nadzoru pomemb-nih bank v bančni uniji.
- Uredba o enotnem mehanizmu za reševanje (Single Resolution Mechanism Regulation) (Regulation (EU) No 806/2014, 2014), ki določa pravila pri reševanju bank v težavah znotraj bančne unije.

Prvi steber bančne unije je Enotni mehanizem nadzora, ki ga sestavljajo ECB in nacionalni nadzorni organi sodelujočih držav (glej sliko 5.6) ter je del širšega Evropskega sistema finančnega nadzora. Cilji bančnega nadzora so zagotavljanje varnosti in trdnosti bančnega sistema, finančne integracije, stabilnosti ter enotnih standardov pri izva-
janju nadzora bank.

V okviru Enotnega mehanizma nadzora ECB neposredno nadzoruje nadzira 114 pomembnih bank v evroobmočju (podatek za marec 2025), ki predstavljajo skoraj 82 % bilančne vsote bank v teh državah. Med po-membne banke ECB umešča vsaj tri največje banke v vsaki državi evro-območja, banke, katerih bilančna vsota presega 30 milijard evrov oz. 20 % nacionalnega BDP, banke, ki so prejele sredstva iz Evropskega skla-da za stabilnost, in banke, katerih bilančna vsota presega pet milijard



Slika 5.6 Enotni mehanizem nadzora in delitev nalog
European Central Bank (2014).

evrov in imajo v več kot eni državi članici nad 20 % sredstev oz. obveznosti (Banka Slovenije, b. l.a). V Sloveniji so med pomembne banke razvrščene Nova Ljubljanska banka, d. d., OTP banka, d. d., Unicredit Banka Slovenija, d. d., banka Intesa Sanpaolo, d. d., Banka Sparkasse, d. d., Addiko Bank, d. d., in Gorenjska banka, d. d. (Banka Slovenije, b. l.a). Manj pomembne banke nadzorujejo nacionalni nadzorniki (večinoma nacionalne centralne banke) v sodelovanju z ECB. Čeprav so te banke posredno nadzorovane s strani ECB, se lahko ECB kadar koli odloči, da bo neposredno nadzirala katero koli od teh bank, da bi zagotovila dosledno uporabo visokih nadzornih standardov.

Drugi steber bančne unije je Enotni mehanizem za reševanje (SRM), ki zajema postopke reševanja bank tik pred propadom. Mehanizem se

uporablja le v primerih, ko obstaja javni interes za reševanje. To pomeni, da banka opravlja eno ali več ključnih funkcij za gospodarstvo, njen propad pa bi lahko resno ogrozil finančno stabilnost, povzročil znatne javnofinančne stroške ter negativno vplival na upnike in dolžnike banke. Ukrepi za reševanje bank se običajno izvedejo hitro, v okviru t. i. reševalnega vikenda, z namenom čim bolj zmanjšati motnje v delovanju gospodarstva in zagotoviti nemoteno poslovanje banke (Banka Slovenije, b. l.d; European Central Bank, b. l.r).

Evropski sistem jamstev za vloge, tretji steber bančne unije v nastajanju, pa bo zagotavljal, da so vse vloge enako zaščitene, ne glede na to, kje v evroobmočju se banka nahaja (European Central Bank, b. l.r).

5.2.6 *Basel III*

Baselski sporazumi (Basel I, II, III) so mednarodni standardi za regulacijo bančništva, ki jih je pripravil Baselski odbor za bančni nadzor (Basel Committee on Banking Supervision). Namenjeni so zagotavljanju kapitalске ustreznosti in likvidnosti bank za pokrivanje obveznosti ter nepričakovanih izgub. Basel III je bil uveden kot odziv na finančno krizo 2007–2008 in se je v praksi postopoma uvajal, da bi omogočili prilagoditve. Njegovi glavni cilji so povečati odpornost bančnega sistema, zmanjšati sistemsko tveganje in zagotoviti večjo stabilnost finančnega sistema.

Struktura Basla III temelji na nadgradnji temeljnih stebrov iz predhodnih sporazumov (zlasti Basla II) ter vključuje nove komponente, ki naslavlajo pomanjkljivosti, ki so se pokazale v globalni finančni krizi iz leta 2008. Basel III tako obsega tri stebre (Bank for International Settlements, b. l.):

- *Steber I – Kapitalске zahteve*: Določa obseg in kakovost kapitala, ki ga banka mora imeti za kritje osnovnih tveganj, ki jih prevzema pri svojem poslovanju. Basel III tako določa višino minimalnih kapitalskih zahtev, kapitalске blažilnike in finančni vzvod.
- *Steber II – Upravljanje tveganj in nadzor*: Naslavlja tveganja, ki niso (ali so le delno) zajeta v prvem stebru, ter zagotavlja, da imajo banke ustrezne procese za upravljanje tveganj.
- *Steber III – Tržna disciplina*: Namen je povečati transparentnost bančnega poslovanja.

Dodatno Basel III določa še globalne likvidnostne standarde bank.

5.2.7 Bančni sistem v Sloveniji

Kot prikazuje preglednica 5.1, je v letu 2025 v Sloveniji delovalo devet bank in tri hranilnice. Skladno z zadnjo oceno Banke Slovenije v *Poročilu o finančni stabilnosti* (Banka Slovenije, 2025) je odpornost slovenskih bank na sistemska tveganja visoka.

Preglednica 5.1 Banke in hranilnice v Sloveniji

Banke	Hranilnice
Addiko Bank, d. d.	Delavska hranilnica, d. d., Ljubljana
Banka Intesa Sanpaolo, d. d.	Hranilnica LON, d. d., Kranj
Banka Sparkasse, d. d.	Primorska hranilnica Vipava, d. d.
Deželna banka Slovenije, d. d.	
Gorenjska banka, d. d.	
Nova Ljubljanska banka, d. d., Ljubljana	
OTP banka, d. d.	
SID – Slovenska izvozna in razvojna banka, d. d. (specializirana banka za spodbujanje izvoza in razvoja)	
Unicredit Banka Slovenija, d. d.	

5.2.8 Trendi in izzivi v bančništvu

Bančni sektor se v zadnjih letih sooča s številnimi strukturnimi spremembami, ki izvirajo tako iz tehnološkega napredka kot tudi iz regulativnih, makroekonomskih in okoljskih dejavnikov. Med ključne trende sodijo digitalizacija storitev, pojav novih konkurentov v obliki *fintech* podjetij, večja pričakovanja strank prilagojenih in hitro dostopnih storitev ter okrepljena regulacija po globalni finančni krizi.

Eden najočitnejših trendov je digitalna transformacija bančništva, ki jo spodbujata tehnološki razvoj in sprememba uporabniških navad. Banke so močno vlagale v spletne in mobilne platforme, saj vse več strank pričakuje, da bodo lahko opravile večino storitev na daljavo, brez obiska poslovalnic. Vzporedno se pojavlja trend zapiranja fizičnih poslovalnic in preusmeritev sredstev v razvoj digitalnih kanalov.

Poleg tradicionalnih bank na trg vstopajo tudi finančnotehnološka podjetja (*fintech*), ki s svojo agilnostjo in inovativnostjo konkurirajo bankam na področjih plačil, kreditiranja ter osebnih financ. Takšna podjetja pogosto ponujajo nižje stroške, boljše uporabniško izkušnjo

in specifične rešitve za mikrosegmente uporabnikov, kar predstavlja izziv za tradicionalne banke, ki imajo pogosto rigidne informacijske sisteme in višje regulatorne obremenitve (Zetzsche idr., 2018).

Bančni sektor se mora prilagajati tudi novim regulativnim zahtevam, ki izhajajo iz okvira Basel III ter evropske zakonodaje (CRR, CRD, BRRD). Te zahteve uvajajo višje kapitalske blažilnike, strožje standarde za likvidnost in finančni vzvod ter večjo transparentnost. Čeprav so te spremembe povečale stabilnost bančnega sistema, hkrati vplivajo na dobičkonosnost bank, saj omejujejo obseg tveganih naložb in povečujejo stroške skladnosti (Bank for International Settlements, b. l.).

Poseben izziv predstavlja tudi okoliščina nizkih oz. spremenljivih obrestnih mer. Dolgotrajna obdobja nizkih obrestnih mer so v preteklosti zmanjšala marže in s tem prihodke iz osnovne dejavnosti. Po letu 2022 so se obrestne mere sicer začele zviševati kot odgovor na inflacijske pritiske, vendar to pomeni tudi povečano tveganje za kreditne izgube zaradi večje obremenjenosti dolžnikov (European Central Bank, 2025).

Zadnji pomemben trend pa je naraščajoč pomen trajnostnega bančništva (angl. *environmental, social and governance* – ESG). Banke so vse bolj vključene v financiranje zelenih in trajnostnih projektov, hkrati pa jih regulatorji zavezujejo k ocenjevanju in razkrivanju okoljskih, družbenih ter upravljavskih tveganj v njihovih portfeljih. Ta prehod odpira nove poslovne priložnosti, a hkrati zahteva dodatne analitične kapacitete in spremembo pristopov k ocenjevanju tveganj (Noels in Jachnik, 2022).

Vse omenjene spremembe vodijo v potrebo po prilagajanju poslovnih modelov bank. V prihodnosti bodo uspešnejše tiste banke, ki bodo znale združiti digitalno agilnost, strateško osredotočenost in zanesljiv sistem upravljanja tveganj.

5.3 Zavarovalnice

Zavarovalnice so finančne institucije, ki igrajo ključno vlogo pri zaščiti posameznikov, podjetij in organizacij pred finančnimi tveganji, ki izhajajo iz nepričakovanih dogodkov, kot so naravne nesreče, nezgode, bolezni ali izguba premoženja. Zavarovalnice so temeljni steber finančnega sistema, saj omogočajo porazdelitev tveganj med širši krog zavarovancev, s čimer se zmanjšuje finančna obremenitev posameznika ali podjetja ob nepričakovanih dogodkih. Poleg tega zavarovalnice zbirajo velike količine denarja v obliki zavarovalnih premij, ki jih nato

investirajo na finančnih trgih. S tem prispevajo k financiranju podjetij, državnih projektov ter drugih naložbenih priložnosti, kar je ključno za ohranjanje likvidnosti in rasti gospodarstva. Z investiranjem premij zavarovalnice delujejo tudi kot pomembni institucionalni vlagatelji, ki prispevajo k stabilnosti in razvoju kapitalskih trgov.

5.3.1 Funkcije zavarovalnic

Zavarovalnice imajo pomembno vlogo pri finančnem posredništvu, saj prispevajo k učinkovitemu prenosu in upravljanju tveganj ter zbiranju in alokaciji kapitala v gospodarstvu. Ključni vidiki njihove vloge so:

- *Zmanjševanje tveganja:* Zavarovalnice omogočajo posameznikom in podjetjem, da prenesejo finančna tveganja, povezana z različnimi dogodki, na zavarovalnico. S tem zmanjšujejo finančne posledice nepričakovanih dogodkov, kar prispeva k večji varnosti in stabilnosti tako na ravni posameznikov kot na ravni gospodarstva.
- *Zbiranje premij in vlaganje kapitala:* Zavarovalnice zbirajo premije od svojih zavarovancev in jih nato investirajo na finančnih trgih. Investicije zavarovalnic predstavljajo pomemben del kapitalskih trgov, saj prispevajo k financiranju državnega dolga, podjetniških projektov in drugih naložbenih priložnosti. Kot navajata Linda Fache Rousová in Margherita Giuzio (2019), več kot 40 % naložb v obveznice z ročnostjo nad deset let v evroobmočju zagotavljajo zavarovalnice. S tem slednje prispevajo k likvidnosti na finančnih trgih ter omogočajo dolgoročno financiranje podjetij in državnih projektov.
- *Alokacija kapitala:* Zavarovalnice, kot institucionalni vlagatelji, delujejo kot posredniki med tistimi, ki imajo presežke kapitala (npr. zavarovanci, ki plačujejo premije), in tistimi, ki potrebujejo kapital (npr. podjetja in države). S tem zagotavljajo, da se kapital učinkovito alocira v projekte, ki prinašajo ekonomske koristi in spodbujajo rast gospodarstva.
- *Stabilizacija finančnih trgov:* Zavarovalnice igrajo tudi stabilizacijsko vlogo na finančnih trgih. Zaradi svojega dolgoročnega naložbenega horizonta so manj podvržene kratkoročnim nihanjem na trgih, kar prispeva k stabilnosti. S svojo prisotnostjo kot institucionalni vlagatelji lahko prispevajo k zmanjšanju volatilnosti in zagotavljanju stabilne likvidnosti v finančnem sistemu.

5.3.2 Vrste zavarovanj in zavarovalnic

Zavarovanja delimo na *obvezna zavarovanja*, ki se financirajo preko plačila socialnih prispevkov (npr. zavarovanje za zdravstvo, socialno varnost in brezposelnost), in *prostovoljna pogodbeno ali premijska zavarovanja*. Slednja skladno z Zakonom o zavarovalništvu (ZZavar-1) (2015) delimo na:

- *življenjska zavarovanja*: vrsta osebnih zavarovanj, pri katerih se zavarovatelj zaveže izplačati zavarovalcu oz. upravičencu določeno vsoto oz. izplačevati rento za primer zavarovančeve smrti, in
- *premoženjska zavarovanja*: zavarovanja, ki delno ali v celoti krijejo škode v zavarovalnih primerih uničenja, poškodovanja ali izgube premoženja in, med drugim, obsegajo nezgodna zavarovanja, kreditna zavarovanja, zavarovanja za požar ter elementarne nesreče, zavarovanja vozil, nepremičnin in odgovornosti.

Ključne razlike med življenjskimi ter premoženjskimi zavarovanji izhajajo iz njihove narave, namena in načina delovanja. Življenjska zavarovanja so zasnovana kot dolgoročne pogodbe, ki pogosto trajajo več desetletij ali celo do smrti zavarovane osebe. Nasprotno pa so premoženjska in nezgodna zavarovanja večinoma kratkoročne narave – sklenemo se za eno leto in se nato po potrebi obnavljajo. Pri življenjskih zavarovanjih gre običajno za en sam škodni dogodek (npr. smrt ali težja nezgoda), zato je stopnja predvidljivosti precej visoka. Pri premoženjskih in nezgodnih zavarovanjih pa lahko v istem obdobju nastane več škodnih dogodkov, kar pomeni večjo raznolikost in manjšo predvidljivost. Pomembna razlika je tudi v tem, da življenjska zavarovanja pogosto vključujejo varčevalno komponento. Poleg zaščite pred nepredvidenimi dogodki omogočajo tudi dolgoročno finančno načrtovanje ter razporejanje posameznikovih dohodkov skozi različna obdobja življenja. Zaradi narave življenjskih zavarovanj je možno dokaj natančno oceniti potencialne izgube, saj so škodni dogodki redkejši in predvidljivejši. Pri premoženjskih in nezgodnih zavarovanjih pa je ocena tveganj zahtevnejša, saj so škodni dogodki pogostejši, njihov obseg pa zelo različen.

Poznamo več *vrst zavarovalnic*, ki pa lahko v eni instituciji – zavarovalnici – združujejo več različnih vrst zavarovanj. Življenjske zavarovalnice nudijo zavarovanja, katerih namen je zagotoviti finančno zaščito zavarovancem ali njihovim družinskim članom v primeru smrti ali drugih specifičnih dogodkov. Poleg življenjskih zavarovanj ponujajo

tudi različne naložbene produkte, ki omogočajo dolgoročno varčevanje in varovanje kapitala. Premoženjske zavarovalnice zagotavljajo zaščito pred tveganji, povezanimi s premoženjem posameznikov in podjetij. Te vrste zavarovanj ščitijo pred finančnimi posledicami zaradi poškodb ali uničenja premoženja ter zahtevkov tretjih oseb. Zdravstvene zavarovalnice zagotavljajo kritje stroškov zdravstvenih storitev in zdravljenja zavarovancev. V številnih državah zdravstveno zavarovanje pokriva del ali celotne stroške zdravljenja, hospitalizacije, zdravil ter drugih zdravstvenih storitev. Vloga zdravstvenih zavarovalnic je pomembna pri zagotavljanju dostopa do zdravstvenega varstva in zmanjševanju finančnega bremena za posameznike ob boleznih ali poškodbah.

Pomembno vlogo v finančnem sistemu imajo *pozavarovalnice*. To so posebne vrste zavarovalnic, ki zavarujejo tveganja drugih zavarovalnic. S tem omogočajo, da zavarovalnice del svojih tveganj prenesejo na druge institucije in tako zagotavljajo stabilnost ter zmanjšujejo izpostavljenost prevelikim izgubam. Pozavarovanje zavarovalnicam omogoča, da povečajo svoje kapacitete za prevzem novih tveganj, saj imajo večjo finančno zaščito pred velikimi izplačili.

5.3.3 Zavarovalnice v Sloveniji

Zavarovalnice v Sloveniji imajo pomembno vlogo v finančnem sistemu, saj zagotavljajo zaščito pred različnimi tveganji ter omogočajo dolgoročno varčevanje in naložbe. Njihovo delovanje je strogo regulirano z zakonodajo in nadzorom pristojnih organov (AZN), kar zagotavlja stabilnost sektorja, zaščito zavarovancev in skladnost z mednarodnimi standardi.

V Sloveniji je v letu 2025 delovalo 11 zavarovalnic, ki ponujajo različne zavarovalne vrste (Agencija za zavarovalni nadzor, b. l.b): AVRIO zavarovalnica obrtnikov in podjetnikov, d. d., CDA 40 zavarovalnica, d. d., Generali zavarovalnica, d. d., Grawe zavarovalnica, d. d., Merkur zavarovalnica, d. d., Modra zavarovalnica, d. d., Prva osebna zavarovalnica, d. d., Vita, življenjska zavarovalnica, d. d., Vzajemna zdravstvena zavarovalnica, d. v. z., Zavarovalnica Sava, zavarovalna družba, d. d., in Zavarovalnica Triglav, d. d.

Po podatkih AZN (Agencija za zavarovalni nadzor, b. l.c) so zavarovalnice v Sloveniji v letu 2023 skupno obračunale 2.790 milijonov evrov (kosmatih) premij. Največji delež je obračunala Zavarovalnica Triglav, d. d., ki je skupno zbrala 881,5 milijona evrov premij (31,6 % vseh

premij), od tega 646,7 milijona premij iz premoženjskih zavarovanj, 172,3 milijona evrov iz življenjskih zavarovanj in 62,5 milijona evrov iz zdravstvenih zavarovanj. Sledila je Zavarovalnica Sava, d. d., ki je v letu 2023 zbrala 545,8 milijona evrov premij (19,6 % vseh premij), in Generali zavarovalnica, d. d., s 516 milijoni evrov obračunanih premij (18,5 % vseh premij). Pretežni del sredstev so slovenske zavarovalnice v letu 2023 usmerjale v dolžniške vrednostne papirje, od tega 23,3 % vseh sredstev v državne dolžniške vrednostne papirje drugih držav članic EU, 21,6 % v slovenske državne dolžniške vrednostne papirje in 25,4 % v druge dolžniške vrednostne papirje.

5.3.4 Zakonodajni in regulativni okvir zavarovalnic

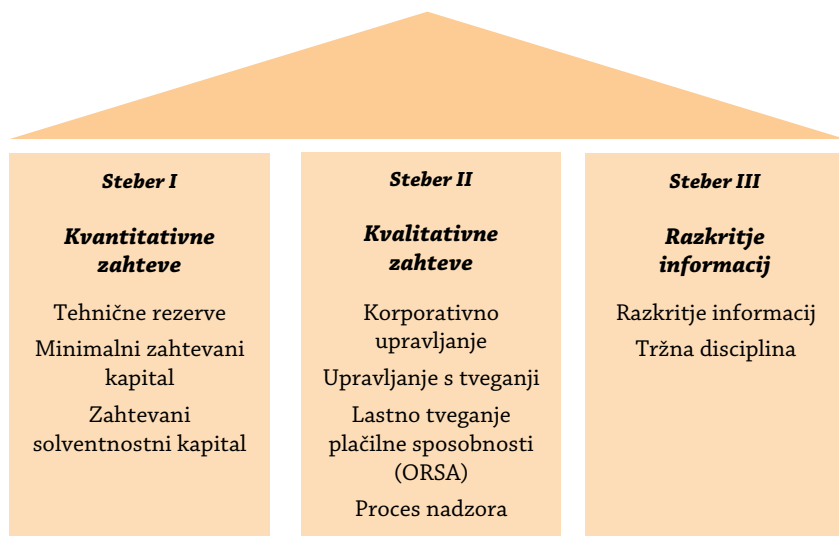
Temeljni zakonski akt, ki ureja pogoje za ustanavljanje in delovanje zavarovalnic v Sloveniji, je Zakon o zavarovalništvu (ZZavar-1) (2015). Na področje zavarovanj posegajo še Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju, Zakon o zdravstvenem varstvu in zdravstvenem zavarovanju in Zakon o obveznih zavarovanjih v prometu.

Pomemben dokument, ki je sprejet na ravni EU, je Direktiva Solventnost II (Directive 2009/138/EC, 2009). Direktiva je stopila v veljavo leta 2016 z namenom, da v EU vzpostavi enoten regulativni okvir za zaščito zavarovancev preko minimalnih kapitalskih zahtev ter določil za upravljanje tveganj. Kot prikazuje spodnja slika, Solventnost II temelji na treh stebrih (Jenko, 2020):

- Kvantitativne zahteve, ki med drugim določajo vrednotenje tehničnih rezervacij in kapitalske zahteve.
- Kvalitativne zahteve oz. postopki nadzora nad zavarovalnicami: Nadzornik mora imeti celovit pregled nad tveganji v podjetju, pri čemer ima ključno vlogo tudi učinkovita komunikacija med nadzorniki in nadzorovanimi družbami. Osrednji element drugega stebra predstavlja proces lastne ocene tveganja in solventnosti (angl. *Own Risk and Solvency Assessment* – ORSA).
- Razkritje informacij in tržna disciplina: zavarovalnica mora poročati nadzornim organom ter tudi o ključnih informacijah za vlagatelje.

5.3.5 Nadzor zavarovalnic

Zavarovalni sektor v Sloveniji nadzoruje AZN (Agencija za zavarovalni nadzor, b. l.a), ki:



Slika 5.7 Struktura Solventnosti II

Prirejeno po European Insurance and Occupational Pensions Authority (b. l.b).

- izdaja dovoljenja in soglasja za izvajanje različnih zavarovalnih dejavnosti;
- izvaja nadzor nad zavarovalnicami, pozavarovalnicami in posredniki;
- spremlja kapitalsko ustreznost zavarovalnic v skladu z zahtevami Solventnosti II;
- daje smernice za boljše upravljanje tveganj in stabilnost sektorja;
- preverja skladnost z zakonodajo in s pravilniki, vodi registre in postopke o prekrških ter pripravlja podzakonske akte.

5.3.6 Trendi in izzivi zavarovalništva

Slovenske zavarovalnice se soočajo s številnimi izzivi in priložnostmi, kot so digitalizacija, trajnostni razvoj, zakonodajne spremembe in demografske spremembe. Zavarovalnice pospešeno vlagajo v *digitalne rešitve in inovacije*, kot sta umetna inteligenca in avtomatizacija, s ciljem izboljšanja uporabniške izkušnje in večje učinkovitosti poslovanja (Agencija za zavarovalni nadzor, 2024). Hkrati narašča povpraševanje po zavarovalnih produktih, ki podpirajo trajnostne naložbe in naslavljajo okoljska tveganja, kot so podnebne spremembe, kar spodbuja razvoj trajnostno usmerjenih naložbenih politik in produktov. Ob tem demografske spremembe, zlasti starajoče se prebivalstvo, povečujejo potrebo

po življenjskih zavarovanjih in dolgotrajni oskrbi. Na zakonodajni ravni se slovenska ureditev še naprej usklajuje z evropskimi predpisi, zlasti na področju digitalnega zavarovalništva in kibernetske varnosti.

Tudi na evropski ravni se zavarovalni sektor sooča s hitro spreminjajočim se okoljem, ki zahteva strateške prilagoditve in krepitev institucionalne odpornosti. Med ključnimi izzivi so obvladovanje posledic podnebnih sprememb, digitalna preobrazba, zagotavljanje kibernetske varnosti, odzivanje na ekonomsko in geopolitično negotovost ter naraščajoče regulativne zahteve. Po ugotovitvah EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority, b. l.a) so zavarovalnice, kljub stabilni kapitalski ustreznosti, vse pogostejše izpostavljene tveganjem, povezanim z nihanji na finančnih trgih, višjimi zahtevami po razkritjih ESG-dejavnikov ter s strožjo regulacijo. Naraščajoči stroški naravnih nesreč, pri katerih velika večina škod ostaja nezavarovanih, povečujejo t. i. zaščitno vrzel in krepijo pozive k oblikovanju trajnostno naravnanih zavarovalnih produktov ter javno-zasebnih zavarovalnih shem (Bernardino, 2020). Nadalje, hiter tehnološki razvoj, vključno z uvajanjem umetne inteligence in avtomatizacije, odpira vprašanja glede etične uporabe podatkov, transparentnosti algoritmov in zaščite potrošnikov (Michel-Kerjan in Serino, 2024).

5.4 Finančni konglomerati

Finančni konglomerati so velike finančne skupine, ki združujejo različne vrste finančnih institucij, kot so banke, zavarovalnice, investicijske družbe in druge specializirane ustanove. Njihova glavna značilnost je diverzifikacija dejavnosti, ki jim omogoča ponujanje celotnega spektra finančnih storitev in izdelkov, kar jim zagotavlja konkurenčno prednost na globalnih trgih (Herring in Litan, 2023).

Primeri finančnih konglomeratov vključujejo podjetja, kot so JPMorgan Chase & Co., AXA Group in Ping An Insurance Group. JPMorgan Chase & Co. je ameriški finančni konglomerat, ki ponuja bančne storitve, investicijsko bančništvo, zavarovalništvo in upravljanje premoženja. AXA Group, s sedežem v Franciji, deluje na področju zavarovalništva, investicij in upravljanja premoženja. Ping An Insurance Group iz Kitajske združuje zavarovalništvo, bančništvo in tehnološke finančne storitve ter posebej poudarja digitalizacijo in inovacije.

Med ključne prednosti finančnih konglomeratov sodi razpršenost tveganj, saj z dejavnostjo na več področjih zmanjšujejo odvisnost od enega tržnega segmenta. Poleg tega zagotavljajo sinergije med različnimi

storitvami, kar povečuje njihovo učinkovitost in znižuje stroške. Diversifikacija jim omogoča tudi, da lažje prenesejo gospodarske šoke, strankam pa nudijo vse storitve na enem mestu, kar krepi lojalnost in poenostavlja poslovanje (Herring in Litan, 2023).

Kljub številnim prednostim pa se finančni konglomerati soočajo tudi z resnimi izzivi. Njihovo delovanje na več trgih in v različnih finančnih sektorjih zahteva usklajevanje z obsežnimi in raznolikimi regulativnimi okviri. V EU je regulacija konglomeratov urejena z Direktivo o finančnih konglomeratih (FICOD) (Directive 2002/87/EC, 2002), ki določa pravila glede nadzora tveganj in kapitalskih zahtev (European Commission, b. l.b). Poleg regulativnih zahtev obstaja tudi nevarnost konfliktov interesov, saj prekrivanje različnih dejavnosti lahko vodi v etične in pravne dileme. Kompleksnost strukture teh skupin pa zahteva visoko raven organizacijskih in upravljavskih sposobnosti, ki niso vedno zagotovljene. Poleg tega lahko zaradi svoje velikosti in medsebojne povezanosti predstavljajo sistemsko tveganje za celoten finančni sistem (Bank for International Settlements, 2012).

Regulacija je zato ključnega pomena za zagotavljanje stabilnosti in transparentnosti delovanja finančnih konglomeratov. Regulativni organi postavljajo kapitalске zahteve za pokrivanje vseh vrst tveganj, zahtevajo učinkovite sisteme upravljanja tveganj in spremljajo morebitna sistemska tveganja, ki bi lahko izvirala iz delovanja teh skupin. Pomemben vidik je tudi preprečevanje konfliktov interesov, kar se dosega z vzpostavitvijo notranjih mehanizmov nadzora in s transparentnim poročanjem (European Banking Authority, b. l.).

V gospodarstvu imajo finančni konglomerati pomembno vlogo pri financiranju podjetij, razvoju finančnih inovacij in splošni stabilnosti finančnega sistema. Njihova prisotnost omogoča dostop do kapitala, spodbuja razvoj novih produktov in storitev ter krepi odpornost finančnih trgov v času negotovosti (Herring in Litan, 2023).

5.5 Pokojninski skladi

Pokojninski skladi so finančne institucije, katerih glavni namen je zbiranje, upravljanje in investiranje sredstev za zagotavljanje pokojnin posameznikom po upokojitvi.

5.5.1 Pomen in vloga pokojninskih skladov

Posamezniki in podjetja v pokojninske sklade vlagajo z namenom zagotovitve dodatnega prihodka v starosti, s čimer zmanjšujejo svojo

odvisnost od državne pokojnine ter povečujejo svojo finančno varnost in samostojnost. Pokojninski skladi igrajo pomembno vlogo v finančnem sistemu, saj zbirajo prispevke zaposlenih in delodajalcev ter jih vlagajo v raznolike naložbene razrede, kot so delnice, obveznice, nepremičnine in drugi finančni instrumenti. Na ta način omogočajo dolgoročno rast prihrankov in prispevajo k stabilnosti kapitalskih trgov. Ker gre za dolgoročne institucionalne vlagatelje, pokojninski skladi predstavljajo pomemben vir financiranja podjetij, infrastrukturnih projektov in javnega dolga. Njihov dolgoročni naložbeni horizont jim omogoča, da prevzemajo višja naložbena tveganja, kar zmanjšuje potrebo po kratkoročnem odzivanju na tržna nihanja in prispeva k stabilizaciji trgov. Poleg tega imajo pokojninski skladi zaradi velikosti svojih naložb pogosto pomemben vpliv na korporativno upravljanje podjetij, v katera vlagajo. S sodelovanjem na skupščinah delničarjev ter z odločanjem o vprašanjih, kot so upravljanje tveganj, politika izplačevanja dividend in dolgoročna strategija podjetij, lahko vplivajo na uveljavljanje dobrih praks in dolgoročno uspešnost podjetij.

Pomembna prednost pokojninskih skladov je, da posameznikom omogočajo, da si zagotovijo višji dohodek po upokojitvi, kot ga zagotavlja zgolj obvezno pokojninsko zavarovanje. Z dodatnim varčevanjem lahko posameznik ohrani višji življenjski standard tudi po zaključku aktivne delovne dobe, kar povečuje finančno varnost v starosti. Nadalje, prednost pokojninskih skladov so tudi davčne ugodnosti. Vplačila v te sklade so v večini primerov davčno priznana, kar pomeni, da lahko posameznik zmanjša svojo davčno osnovo in s tem učinkovito spodbuja dolgoročno varčevanje. Poleg tega pokojninske družbe in zavarovalnice zagotavljajo profesionalno upravljanje zbranih sredstev, kar pomeni, da so prihranki varčevalcev naloženi v razpršene portfele z namenom doseganja stabilne dolgoročne rasti ob sprejemljivem tveganju.

Kljub številnim prednostim se pokojninski skladi soočajo tudi z različnimi izzivi in tveganji, ki lahko vplivajo na njihovo uspešnost in dolgoročno vzdržnost. Eden ključnih izzivov so nizki donosi, ki so pogosto posledica konservativne naložbene politike. Zaradi osredotočenosti na varne in nizkotvegane naložbe je rast sredstev pogosto omejena, kar lahko vpliva na višino bodočih izplačil. Pomemben strukturni izziv predstavljajo tudi demografske spremembe, zlasti staranje prebivalstva. Vse večji delež upokojencev v primerjavi z aktivnim prebivalstvom povečuje pritisk na sklade in zmanjšuje njihovo sposobnost

dolgoročnega financiranja izplačil. Poleg tega regulativni okvir pogosto določa stroge omejitve glede naložbenega tveganja, kar dodatno omejuje možnosti za doseganje višjih donosov. Čeprav te omejitve za varčevalce povečujejo varnost, lahko hkrati zmanjšajo fleksibilnost skladov pri iskanju donosnejših priložnosti.

5.5.2 Vrste pokojninskih skladov

Pokojninski skladi se delijo na različne vrste, odvisno od njihove strukture in načina financiranja. V nadaljevanju navajamo najpogostejše vrste pokojninskih skladov.

- *Obvezni pokojninski skladi* so ustanovljeni z namenom zagotavljanja obveznega pokojninskega zavarovanja. Prispevki v te sklade so obvezni za vse zaposlene in delodajalce ter se običajno odvajajo od mesečne plače zaposlenega. Obvezni pokojninski skladi so pogosto upravljani s strani države ali so pod nadzorom državnih institucij in zagotavljajo osnovno raven finančne varnosti po upokojitvi.
- *Prostovoljni dodatni pokojninski skladi* posameznikom in podjetjem omogočajo, da poleg obveznega pokojninskega zavarovanja dodatno varčujejo za starost. Prispevki v te sklade niso obvezni, temveč prostovoljni, kar omogoča večjo fleksibilnost posameznikom, ki želijo povečati svoja finančna sredstva za čas po upokojitvi. Prostovoljni skladi običajno ponujajo več različnih naložbenih strategij, ki omogočajo višjo stopnjo prilagodljivosti glede na tveganje in pričakovane donose.
- *Poklicni pokojninski skladi* so namenjeni zaposlenim v specifičnih panogah ali podjetjih, kjer so delodajalci skupaj z zaposlenimi vzpostavili poseben pokojninski načrt. Ti skladi so pogosto del kolektivnih pogodb, ki jih sklenejo sindikati ali delodajalci, in so usmerjeni v zagotavljanje dodatne pokojninske varnosti za določene poklicne skupine.
- *Individualni pokojninski računi* (angl. *Individual Retirement Accounts* – IRA) so priljubljena oblika pokojninskega varčevanja, pri kateri posamezniki samostojno varčujejo za starost. Ta vrsta varčevanja je značilna predvsem za ZDA in posameznikom omogoča, da s pomočjo davčnih olajšav varčujejo za upokožitev. V Sloveniji in Evropi so podobne oblike varčevanja na voljo v okviru prostovoljnih pokojninskih načrtov.

5.5.3 Pokojninski skladi v Sloveniji in njihova ureditev

V Sloveniji so pokojninski skladi organizirani v okviru dodatnega pokojninskega zavarovanja. Delujejo v okviru drugega stebra,⁵ ki obsega obvezno dodatno zavarovanje in prostovoljno dodatno zavarovanje. Prostovoljno dodatno zavarovanje delimo na *kolektivno dodatno pokojninsko zavarovanje*, v katerega se vključijo posamezniki preko svojega delodajalca, ki delno ali v celoti financira pokojninski načrt v breme lastnih sredstev, in *individualno dodatno pokojninsko zavarovanje*, v katerega se lahko samostojno vključi vsak posameznik, ki z lastnimi sredstvi financira vplačila premije. Po zaključku varčevanja v okviru dodatnega pokojninskega zavarovanja lahko zavarovanci na podlagi zbranih sredstev na svojih osebnih računih pridobijo dodatno pokojnino, ki se izplačuje v obliki doživljenjske rente ali, ob določenih pogojih, pravico do izplačila vrednosti v enkratnem znesku. V Sloveniji je v dodatno pokojninsko zavarovanje vključenih okrog 60 % zavarovancev (Ministrstvo za delo, družino, socialne zadeve in enake možnosti Republike Slovenije, 2025).

Sredstva iz prostovoljnega dodatnega zavarovanja se v Sloveniji zbirajo in upravljajo v pokojninskih skladih, ki so lahko oblikovani kot vzajemni, krovni ali kritni pokojninski skladi. Pri tem zbrana sredstva upravljajo glede na naložbeno politiko življenjskega cikla člana ali naložbeno politiko zagotavljanja zajamčene donosnosti na čisto vplačilo. Področje delovanja pokojninskih družb, ki upravljajo pokojninske sklade, ter naložbeno politiko in tveganja pokojninskih skladov v Sloveniji nadzira AZN. Zakonska podlaga pa izhaja iz naslednjih zakonskih aktov:

- Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (ZPIZ-2-UPB18) (2022) določa pravila za dodatno pokojninsko zavarovanje, ki ga izvajajo pokojninski skladi, ter obveznosti delodajalcev in pravice zaposlenih glede kolektivnega varčevanja.
- Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-3) (2015) ureja upravljanje sredstev v pokojninskih skladih, njihovo naložbeno politiko in zahteve glede transparentnosti.

⁵ Slovenski pokojninski sistem obsega tri stebre. Prvi pokojninski stebel obsega obvezno pokojninsko in invalidsko zavarovanje, ki ga ureja država. Drugi obsega dodatno pokojninsko zavarovanje. Tretji predstavlja individualno varčevanje, ki ga posamezniki sklenejo prostovoljno, in obsega oblike varčevanja, kot so življenjska zavarovanja, vlaganje v investicijske sklade, varčevanja v bankah in podobne finančne naložbe. Varčevanje v tretjem stebru ne prinaša posebnih davčnih olajšav, kot to velja za drugi stebel.

- Zakon o trgu finančnih instrumentov (ZTFI-1) (2018) določa pravila za delovanje pokojninskih skladov na finančnem trgu in njihove obveznosti do vlagateljev.

Pokojninske sklade v Sloveniji lahko oblikujejo in upravljajo (Ministrstvo za delo, družino, socialne zadeve in enake možnosti Republike Slovenije, 2025):

- pokojninske družbe (Pokojninska družba A, Triglav pokojninska družba, d. d., Sava pokojninska družba, d. d., in Prva pokojninska družba, d. d.)
- zavarovalnice (npr. Modra zavarovalnica, d. d., ki upravlja Modri pokojninski sklad in Krovni pokojninski sklad javnih uslužbencev, Generali zavarovalnica, d. d., in Zavarovalnica Triglav, d. d.);
- banke (banka Intesa Sanpaolo, d. d.).

5.6 Investicijski skladi in investicijske družbe

Investicijski skladi so posebni finančni posredniki, ki vodijo ali ustanavljajo sklade, ki so ločeni od premoženja investicijskega sklada (Ribnikar 1994). Glavna namena investicijskih skladov sta zbiranje sredstev od vlagateljev ter investiranje le-teh v različne finančne instrumente, kot so npr. delnice, obveznice, nepremičnine in izvedeni finančni instrumenti.

5.6.1 Funkcije investicijskih skladov

Osnovna funkcija investicijskih skladov je profesionalno upravljanje naložb oz. premoženja, kar je zlasti pomembno za vlagatelje z omejenim znanjem ali sredstvi (Chen, 2025; Hayes, 2025). Investicijski skladi vlagateljem tako omogočajo dostop do finančnih trgov, ki bi bili sicer zaradi visokih stroškov ali zahtevane strokovnosti nedosegljivi. To pomeni, da lahko tudi majhni vlagatelji sodelujejo v donosnih naložbah, ki bi jih težko izvedli sami (OECD, 2020). Kolektivno vlaganje pa omogoča tudi stroškovno učinkovitost, saj se stroški analiz, transakcij in upravljanja delijo med številne vlagatelje. S tem povečujejo finančno vključenost in učinkovitost alokacije kapitala v gospodarstvu ter preko tega financiranje podjetij, infrastrukturnih projektov in drugih gospodarskih dejavnosti. Izredno pomembna funkcija investicijskih skladov je razpršitev tveganja – z zbiranjem sredstev številnih vlagateljev lahko investicijski skladi razpršijo svoje naložbe v različne vrste sredstev

in industrij, kar zmanjšuje tveganje. To razpršenost bi posamezniki zaradi omejenih sredstev težko dosegli sami. Investicijski skladi imajo tudi stabilizacijsko vlogo na finančnih trgih, saj z razpršenostjo svojih naložb zmanjšujejo volatilitnost in tveganje za vlagatelje. Njihove naložbe, usmerjene v različne sektorje in regije, omogočajo večjo stabilnost trga in zmanjšujejo tveganje za vlagatelje. Investicijski skladi prav tako omogočajo likvidnost, saj lahko vlagatelji (običajno) kupijo ali prodajo svoje deleže.

Poleg prednosti pa investicijske družbe prinašajo tudi izzive. Med njimi so najpogostejše izpostavljeni stroški upravljanja, ki lahko zmanjšajo skupno donosnost, ter izpostavljenost sistematičnim tržnim tveganjem, ki jih tudi razpršitev ne more povsem odpraviti. Nekatere oblike, zlasti *hedge* skladi, so znane po omejeni transparentnosti glede naložbenih strategij in strukture stroškov. Poleg tega stroga regulativa – npr. Direktiva o upravljalcih alternativnih investicijskih skladov (Alternative Investment Fund Managers Directive – AIFMD) (Directive 2011/61/EU, 2011) v EU – lahko omejuje fleksibilnost upravljanja, a hkrati zagotavlja pomembno zaščito za vlagatelje (European Commission, b. l.c).

5.6.2 Vrste investicijskih skladov

Investicijski skladi se delijo na zaprte investicijske sklade in odprte investicijske sklade. *Zaprte investicijski skladi* ali *investicijske družbe* so organizirani kot delniške družbe. Njihova posebnost je, da imajo fiksno število delnic, ki se izdajo v okviru prve javne ponudbe, po začetni izdaji pa se število delnic ne spreminja. Ko so delnice enkrat v celoti razprodane, sklad ne more sprejemati dodatnih sredstev, kar pomeni, da vlagatelji ne morejo več vstopati z novimi naložbami. Prav tako vlagatelji ne morejo neposredno izstopiti iz sklada – edina možnost za izstop je prodaja delnic na sekundarnem trgu, po ceni, ki jo določa trg.

Odprti investicijski skladi, npr. *vzajemni skladi*, vlagateljem omogočajo, da kadar koli vstopijo ali izstopijo iz sklada. To pomeni, da lahko prosto kupujejo ali prodajajo investicijske kupone, zaradi česar so ti skladi zelo likvidni. Cena investicijskega kupona se določa glede na neto vrednost sredstev sklada (angl. *Net Asset Value* – NAV), izračunano na dani dan. Ti skladi ne kotirajo na borzah, saj se kupčije opravljajo neposredno preko upravljavca sklada. Pomembna značilnost vzajemnih skladov je, da ni omejitev glede vstopa ali izstopa, kar vlagateljem omogoča veliko prilagodljivost. Zaradi te fleksibilnosti

in preglednosti predstavljajo večino investicijskih skladov, ki so dostopni splošni javnosti.

Nadalje investicijske sklade delimo glede na *način upravljanja*. Tako ločimo aktivno in pasivno upravljane investicijske sklade. Za *aktivno upravljane investicijske sklade* velja, da upravljaec sklada aktivno izbira naložbe z namenom doseganja čim višje donosnosti. Primeri takšnih skladov so vzajemni skladi in *hedge* skladi. *Pasivno upravljani skladi* sledijo določenemu borznemu indeksu, kot so S&P 500, DAX ali MSCI World. V to skupino umeščamo indeksne sklade in borzno trgovane sklade (angl. *Exchange-Traded Funds* – ETF). ETF-i so priljubljeni zaradi nizkih stroškov upravljanja in možnosti trgovanja na borzi kot z delnicami. Vlagateljem omogočajo enostaven in stroškovno učinkovit način za doseg razpršenosti in sledenje uspešnosti celotnih trgov.

Investicijske sklade prav tako delimo glede na *vrsto naložb*, pri čemer ločimo:

- *delniške investicijske sklade*, ki pretežni del sredstev vlagajo v delnice; veljajo za bolj tvegane investicijske sklade, a ponujajo potencialno višje donose;
- *obvezniške investicijske sklade*, ki sredstva nalagajo v obveznice različnih izdajateljev in zato veljajo za manj tvegane z nižjo pričakovano potencialno donosnostjo;
- *mešane investicijske sklade*, ki kombinirajo naložbe v delnice, obveznice in druge naložbe ter so lahko primerni za vlagatelje, ki iščejo stabilnejši donos, kot ga prinašajo delniški skladi, vendar so pripravljeni sprejeti večje tveganje kot pri obvezniških skladih;
- *investicijske sklade denarnega trga*, ki sredstva nalagajo v kratkoročne instrumente denarnega trga (npr. v kratkoročne državne obveznice, komercialne zapise in bančne depozite) in so namenjeni vlagateljem, ki iščejo nizko tveganje in likvidnost;
- *nepremičninske investicijske sklade*, ki vlagajo v nepremičnine in nepremičninske projekte;
- *sklade strategij absolutne donosnosti*, katerih naložbeni cilj je neodvisno od stanja na finančnih trgih dosegati zastavljeno raven donosnosti.

Naštete oblike investicijskih skladov se lahko dodatno diverzificirajo glede na različne dejavnike, kot so *geografska usmerjenost* (npr. globalni skladi, regionalni skladi, skladi, osredotočeni na razvite trge, trge v razvoju ali posamezne države), *gospodarska panoga* (npr. tehnologija,

zdravstvo, energetika, trajnostni razvoj), *raven tržne kapitalizacije* (npr. skladi, usmerjeni v velike, srednje velike ali majhne družbe), *vrsta izdajateljcev* (npr. državne obveznice, podjetniške obveznice, finančne institucije) ter drugi kriteriji, kot so *tematska usmerjenost* (ESG, etično investiranje), *valutna izpostavljenost* ali *investicijska strategija* (defenzivna, rastna, vrednostna ipd.).

Posebna oblika skladov so *hedge skladi*, ki uporabljajo različne naložbene strategije, da bi dosegli visok donos, ne glede na splošne trende na trgu. Uporabljajo lahko kompleksne tehnike, kot so finančni vzvodi, kratka prodaja in izvedeni finančni instrumenti. *Hedge* skladi so običajno namenjeni premožnim posameznikom in institucionalnim vlagateljem ter pogosto niso tako strogo regulirani kot vzajemni skladi.

5.6.3 Nadzor in regulacija investicijskih skladov

Regulacija investicijskih skladov je namenjena zaščiti vlagateljev in ohranjanju stabilnosti finančnega sistema. V EU to področje ureja Direktiva o upravljavcih alternativnih investicijskih skladov (AIFMD), (Directive 2011/61/EU, 2011), ki določa pravila o kapitalskih zahtevah, obvladovanju tveganj in poročanju (European Commission b. l.c). V Sloveniji delovanje investicijskih skladov nadzira ATVP, zakonsko podlago pa predstavlja ZISDU-3 (2015).

Primeri nekaterih najuspešnejših investicijskih skladov in investicijskih družb v zgodovini, ki so postali sinonim za uspeh v svetu financ

Nekateri najuspešnejši investicijski skladi in investicijske družbe v zgodovini so postali sinonim za uspeh ter vpliv v svetu financ. Med njimi posebej izstopa *Berkshire Hathaway*, investicijska družba pod vodstvom Warrena Buffetta. Ta družba je znana po izjemnih dolgoročnih donosih, saj je med letoma 1965 in 2021 dosegla povprečno letno rast vrednosti delnic okoli 20 %, kar znatno presega povprečje indeksa S&P 500 (*Berkshire Hathaway*, 2021). Njihove ključne naložbe vključujejo podjetja, kot so Coca-Cola, Apple in American Express.

Podobno uspešen je bil vzajemni sklad *Fidelity Magellan Fund*, ki ga je med letoma 1977 in 1990 vodil Peter Lynch. V tem obdobju je sklad dosegal povprečno letno rast več kot 29 %, kar je posledica Lyncheve sposobnosti prepoznavanja podcenjenih delnic in rastočih sektorjev (*Fidelity Investments*, b. l.).

Za vlagatelje, ki iščejo pasivno upravljanje in nizke stroške, je pomemben mejnik postavil *Vanguard 500 Index Fund*. Ustanovil ga je John C. Bogle kot prvi indeksni sklad, ki sledi indeksu S&P 500. Sklad je zaradi nizkih upravljavskih stroškov (okoli 0,03 % letno) postal eden najpriljubljenejših med dolgoročnimi vlagatelji (Vanguard Group, b. l.).

Drugačen, špekulativnejši pristop je ubral *Quantum Fund* Georgea Sorosa in Jima Rogersa. Sklad je znan po zgodovinski špekulaciji proti britanskemu funtu leta 1992, s katero je Soros zaslužil več kot milijardo dolarjev. Med letoma 1969 in 2000 je Quantum Fund dosegal povprečne letne donose okoli 30 % (Mallaby, 2010).

Na področju obvezniških naložb se je izkazal *PIMCO Total Return Fund*, ki ga je ustanovil Bill Gross. Sklad je v času Grossovega vodenja ponujal konkurenčne donose in obvladano tveganje, pri čemer je upravljal z raznolikim portfeljem držav-nih in hipotekarnih obveznic (Morningstar, 2025).

T. Rowe Price Blue Chip Growth Fund se osredotoča na podjetja z visoko tržno kapitalizacijo in s stabilnim rastnim potencialom. Sklad vključuje naložbe v podjetja, kot so Apple, Microsoft in Amazon, kar mu zagotavlja stabilnost in dolgoročno donosnost (<https://www.troweprice.com>).

BlackRock Global Allocation Fund je primer uspešnega globalno razpršenega večsredstvenega sklada. Zaradi svoje dinamične strategije in raznolikosti med delnicami, obveznicami in drugimi naložbami ostaja med najbolj cenjenimi skladi na svetovni ravni (<https://www.blackrock.com>).

Inovativni pristop k vlaganju predstavlja *ARK Innovation ETF*, ki ga vodi Cathie Wood. Sklad vlaga v disruptivne tehnologije, kot so umetna inteligenca, biotehnologija in *fintech*. Čeprav je izpostavljen višjim nihanjem, je v določenih obdobjih dosegal izjemno rast z naložbami v podjetja, kot sta Tesla in Zoom (<https://ark-funds.com/funds/arkk/>).

Na evropski ravni izstopa *European Investment Fund (EIF)*, ki deluje kot del skupine Evropske investicijske banke. Sklad nudi tvegan kapital inovativnim malim in srednje velikim podjetjem ter financira projekte, ki prispevajo h gospodarski rasti in k razvoju EU (European Investment Fund, 2023).

Bridgewater Associates, ki ga je ustanovil Ray Dalio, velja za največji *hedge* sklad na svetu. Njegov portfelj All Weather je zasnovan tako, da zagotavlja stabilnost v različnih gospodarskih razmerah, kar je sklad uspešno dokazal skozi številna tržna nihanja (<https://www.bridgewater.com/>).

Našteti skladi in investicijske družbe predstavljajo različne pristope k vlaganju, od konservativnega dolgoročnega investiranja do špekulacij.

5.7 Borze

Borze so organizirani finančni trgi, kjer se trguje z vrednostnimi papirji, valutami, blagom in drugimi finančnimi instrumenti. Predstavljajo ključen steber finančnega sistema, saj podjetjem in drugim izdajateljem omogočajo zbiranje kapitala preko izdaje delnic in obveznic, vlagateljem pa ponujajo likviden in pregleden trg za naložbe. Borze omogočajo hiter dostop do kapitala, oblikovanje tržnih cen na podlagi ponudbe in povpraševanja, razpršitev naložb in upravljanje s tveganji preko finančnih izvedenih instrumentov. Hkrati pa so podvržene tudi cenovni nestanovitnosti, ki lahko povzroča finančne izgube, ter kompleksnosti, zaradi katere vlaganje zahteva ustrezno znanje. Kljub tem tveganjem borze prispevajo k učinkoviti alokaciji virov, makroekonomski stabilnosti in gospodarski rasti, saj usmerjajo kapital v najproduktivnejše naložbe.

V Sloveniji ima osrednjo vlogo LJSE, ki povezuje domača podjetja z domačimi in s tujimi vlagatelji ter prispeva k razvoju domačega kapitalskega trga. Njen obstoj spodbuja preglednost, profesionalnost in varnost trgovanja v nacionalnem okviru.

5.7.1 Vrste borz

Ločimo naslednje oblike borz:

- *Kapitalske borze*: na teh borzah se trguje z delnicami, obveznicami in drugimi vrednostnimi papirji. Nekatere najbolj znane in za slovenski kapitalski trg pomembne kapitalske borze so NYSE (največja borza na svetu po tržni kapitalizaciji), NASDAQ (znana po trgovanju z delnicami tehnoloških podjetij), LSE (ena najstarejših borz na svetu), Frankfurtska borza (Frankfurter Wertpapierbörse, glavna borza za evropska podjetja) in LJSE, ki je osrednja slovenska borza, ki omogoča trgovanje z vrednostnimi papirji slovenskih podjetij.

- *Blagovne borze* (angl. *Commodity Exchanges*): na teh borzah trgujejo z blagom, kot so nafta, zlato, srebro in kmetijski proizvodi (npr. pšenica, koruza). Primera blagovnih borz sta Chicago Mercantile Exchange (CME), ki je vodilna borza za trgovanje z blagom in s terminskimi pogodbami, in London Metal Exchange (LME), ki je specializirana za trgovanje z osnovnimi kovinami.
- *Valutne borze* (angl. *Forex Markets*) so borze, kjer se trguje z valutami.
- *Terminske in opcijske borze* so borze, kjer se trguje s terminskimi pogodbami in z opcijami, ki vlagateljem omogočajo upravljanje tveganj ali špekulacije. Primera takšnih borz sta Chicago Board Options Exchange (CBOE), ki je ena največjih borz za trgovanje z opcijami, in Eurex, ki je evropska borza za trgovanje s terminskimi pogodbami.
- *Regionalne borze* so manjše borze, kot je LJSE, ki delujejo na lokalni ravni in omogočajo trgovanje z vrednostnimi papirji regionalnih podjetij.

5.7.2 Ljubljanska borza vrednostnih papirjev

Ljubljanska borza vrednostnih papirjev (LJSE) (<https://ljse.si/>), ustanovljena leta 1989, je ključna institucija slovenskega kapitalskega trga, ki omogoča trgovanje z delnicami, obveznicami in investicijskimi skladi slovenskih podjetij ter povezuje vlagatelje s podjetji. Ima ključno vlogo pri zagotavljanju dostopa slovenskih podjetij do financiranja ter spodbujanju preglednega in likvidnega trgovanja.

Na LJSE se poleg običajnega trgovanja s finančnimi instrumenti trguje tudi s svežnji (angl. *block trades*). To je posebna oblika trgovanja, kjer se izvedejo transakcije večjih količin vrednostnih papirjev zunaj običajnega borznega sistema ali pa znotraj sistema, vendar pod posebnimi pogoji. Banke, investicijski skladi in drugi veliki vlagatelji pogosto uporabljajo posle s svežnji, da kupijo ali prodajo velike količine vrednostnih papirjev brez vpliva na tržno ceno. Posli s svežnji se pogosto uporabljajo pri prenosih večjih lastniških deležev med strateškimi vlagatelji (Ljubljanska borza, 2024).

LJSE nadzira ATVP, ki skrbi za poštenost in varnost trgovanja.

Nekaj podatkov o LJSE

V juliju 2025 so bili na LJSE umeščeni naslednji finančni instrumenti (Ljubljanska borza, b. l.b):

- delnice: 9 v prvi kotaciji in 9 v standardni kotaciji;
- obveznice: 28;
- zakladne menice: 18;
- ETF: 4.

Tržna kapitalizacija v juliju 2025 po vrstah instrumentov (Ljubljanska borza, b. l.c):

- lastniški instrumenti: 16.008.550.000 EUR;
- dolžniški instrumenti: 39.895.290.000 EUR;
- strukturirani proizvodi: 140.600.000 EUR.

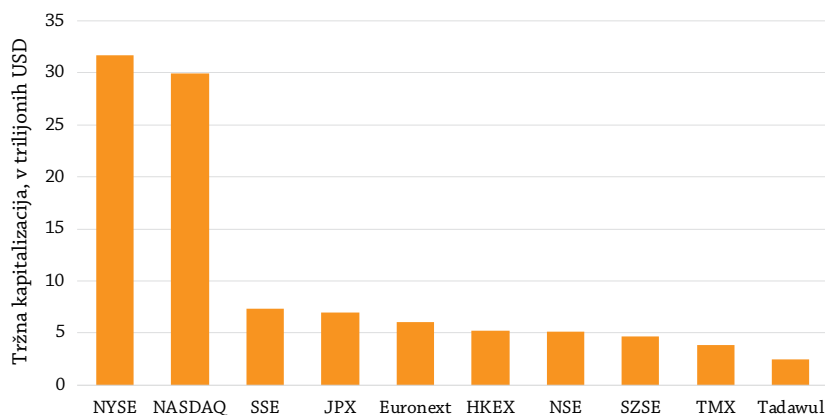
5.7.3 Največje svetovne kapitalske borze

Slika 5.8 prikazuje največje svetovne kapitalske borze po tržni kapitalizaciji in po številu kotirajočih podjetij. NYSE in NASDAQ skupaj predstavljata več kot 60 trilijonov ameriških dolarjev tržne kapitalizacije, kar pomeni približno 40 % svetovnega trga.

Newyorška borza

Newyorška borza (NYSE) (<https://www.nyse.com/index>), ki je bila ustanovljena leta 1817, je ena najbolj znanih in najprestižnejših borz na svetu, znana po svojem ikoničnem zvonu, ki vsak dan ob 9.30 po tamkajšnjem času naznani začetek trgovanja. Borza s tem ohranja večstoletno tradicijo, kot je zvonjenje za začetek in konec trgovanja, kar simbolizira njen zgodovinski pomen. Po prvi svetovni vojni je NYSE, kljub zgodovinskim pretresom, kot sta bila strmoglavljenje na Wall Streetu leta 1929 in črni ponedeljek leta 1987, ostala največja borza na svetu po tržni kapitalizaciji, s čimer je prehitela nekdanj vodilno LSE.

V maju 2025 je tržna kapitalizacija NYSE znašala 31,7 trilijona ameriških dolarjev, na borzi pa se je javno trgovalo z več kot 2.100 domačimi in tujimi podjetji. To jo po številu uvrščenih podjetij uvršča na drugo mesto v ZDA (World Federation of Exchanges, 2025). Med temi podjetji prevladujejo ameriška, ki predstavljajo večino tržne kapitalizacije borze, med najbolj znana pa sodijo podjetja Coca-Cola, JPMorgan Chase, ExxonMobil, Visa in Walmart. Poleg delnic na NYSE kotirajo tudi drugi finančni instrumenti, kot so obveznice, zlasti podjetniške in državne, in različni izvedeni finančni instrumenti, kot so opcije in terminske pogodbe. Prav tako NYSE ponuja ETF-je, ki vlagateljem omogočajo preprosto dostopanje do različnih trgovalnih strategij.



Slika 5.8 Največje svetovne kapitalske borze po tržni kapitalizaciji, maj 2025

Opombe NYSE – New York Stock Exchange (ZDA), SSE – Shanghai Stock Exchange (Kitajska), JPX – Japan Exchange Group (Japonska), HKEX – Hong Kong Exchanges and Clearing (Hong Kong), NSE – National Stock Exchange India (Indija), SZSE – Shenzhen Stock Exchange (Kitajska), TMX – TMX Group (Kanada), Tadawul – Saudi Stock Exchange (Savdska Arabija). Euronext združuje borze v Amsterdamu, Bruslju, Dublinu, Lizboni, Milanu, Oslo in Parizu.

Prerejeno na podlagi podatkov v World Federation of Exchanges (2025).

Borza NASDAQ

Borza National Association of Securities Dealers Automated Quotations (NASDAQ) (<https://www.nasdaq.com>) je druga največja borza na svetu po tržni kapitalizaciji, ki je maja 2025 znašala 29,9 trilijona ameriških dolarjev (World Federation of Exchanges, 2025). Ustanovljena je bila leta 1971 s strani Nacionalnega združenja trgovcev z vrednostnimi papirji (National Association of Securities Dealers – NASD) in je postala prva elektronska borza na svetu, saj je za trgovanje uporabljala zgolj računalniške in telefonske povezave, kar je pomenilo prelomnico v razvoju finančnih trgov.

NASDAQ je danes globalno prepoznana kot borza, ki se specializira za tehnološka in inovativna podjetja. V letu 2025 na njej kotira več kot 3.200 podjetij iz različnih industrij, od katerih velik delež predstavljajo tehnološka, farmacevtska in komunikacijska podjetja. Na njej kotirajo nekatera največja svetovna podjetja, kot so Apple, Nvidia, Google, Microsoft, Amazon in Meta (prej Facebook). Ta podjetja imajo pomemben vpliv na delovanje in stabilnost finančnega sistema, saj njihova velikost in vrednost vplivata na tržne trende in naložbene odločitve po vsem svetu. Zaradi osredotočenosti na tehnološki sektor je borza pridobila sloves indikatorja uspešnosti tehnološke industrije. Zelo

priljubljen indeks NASDAQ 100 vključuje sto največjih nefinančnih podjetij, ki kotirajo na borzi. Indeks se uporablja kot glavni merilnik uspešnosti tehnološkega sektorja, prav tako pa je pomemben kazalnik razpoloženja vlagateljev v tehnološke delnice.

NASDAQ je prav tako znana po inovacijah v trgovanju, vključno z uvedbo popolnoma digitalnih platform in naprednimi orodji za analizo podatkov. Te funkcionalnosti so prispevale k privabljanju velikih podjetij in povečanju likvidnosti na trgu. Poleg tega je borza ključni igralec v promociji okoljskih, socialnih in upravljavskih (ESG) načel, saj spodbuja trajnostno poslovanje med podjetji, ki kotirajo na njej.

NASDAQ gosti tudi druge instrumente, kot so ETF-ji, ki omogočajo diverzifikacijo portfeljev vlagateljev. Poleg tega omogoča trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti, kot so opcije, in ponuja prostor za kotacijo različnih vrst dolžniških instrumentov, vključno z visokotveganimi in donosnimi obveznicami (angl. *junk bonds*).

Operater borznega trgovanja EURONEXT

Euronext je največji borzni operater v Evropi, ki združuje več evropskih borz. Na Euronextu kotira več kot 1.800 podjetij, kar ga uvršča med vodilne borzne operaterje na svetu. Skupna tržna kapitalizacija kotirajočih podjetij presega šest trilijonov ameriških dolarjev (World Federation of Exchanges, 2025). Deluje v sedmih glavnih evropskih finančnih središčih, in sicer v Amsterdamu, Bruslju, Dublinu, Lizboni, Milanu, Oslu in Parizu.

Poleg tradicionalnega trgovanja ponuja tudi inovativne storitve, kot so digitalizacija procesov, ESG-indeksi (okoljski, družbeni in upravljavski vidiki) ter platforme za trajnostno financiranje, in kotacijo širokega spektra instrumentov, vključno z obveznicami (državnimi, podjetniškimi in zelenimi obveznicami), ETF-ji, izvedenimi finančnimi instrumenti, s certifikati in produkti, vezanimi na blago.

5.7.4 Borzni indeksi

Borzni indeksi so osrednji kazalniki gibanja cen izbranih skupin delnic ali drugih finančnih instrumentov in prikazujejo splošno stanje na določenem segmentu ali celotnem finančnem trgu. Uporabljajo se za sledenje tržnim trendom, ocenjevanje tveganja in donosnosti ter kot primerjalna osnova (angl. *benchmark*) pri upravljanju naložbenih portfeljev. Poleg informativne vloge služijo tudi kot osnova za različne finančne produkte, kot so ETF-ji, terminske pogodbe in opcije,

ki vlagateljem omogočajo dostop do trga brez neposrednega nakupa posameznih instrumentov. Zaradi svoje preglednosti in standardiziranosti so borzni indeksi nepogrešljivo orodje tako za vlagatelje kot za finančne institucije ter oblikovalce politik.

Kljub številnim prednostim pa imajo borzni indeksi tudi določene pomanjkljivosti, ki lahko vplivajo na njihovo interpretativno moč. Ena od teh je omejena reprezentativnost, saj številni indeksi zajemajo le omejeno število največjih podjetij in tako ne odražajo nujno celotnega dogajanja na trgu. Poleg tega lahko pride do strukturne pristranskosti, zlasti pri cenovno tehtanih indeksih, kjer imajo delnice z višjo tržno ceno nesorazmerno velik vpliv, ne glede na dejansko velikost podjetja. Prav tako so indeksi pogosto podvrženi visokim nihanjem, kar lahko med vlagatelji povzroča pretirano skrb ali vodi v impulzivne odločitve, čeprav kratkoročna volatilitetnost ne pomeni nujno spremembe v osnovnih gospodarskih temeljih.

Glavne vrste borznih indeksov:

- *Indeksi na podlagi tržne kapitalizacije* merijo vrednost izbranih podjetij glede na njihovo tržno kapitalizacijo. Večje podjetje ima večji vpliv na vrednost indeksa. Primera takšnih indeksov sta S&P 500, FTSE 100.
- *Cenovno tehtani indeksi* temeljijo na ceni delnic – delnice z višjo ceno imajo večji vpliv na indeks, ne glede na velikost podjetja. Primer cenovno tehtanega indeksa je Dow Jones Industrial Average (DJIA).
- *Sektorski indeksi* poudarjajo uspešnost določenih sektorjev, kot so tehnologija, energija ali zdravstvo. Primer je NASDAQ-100, ki se osredotoča na tehnološke družbe.
- *Regionalni in mednarodni indeksi* merijo uspešnost delnic v določenih geografskih regijah ali državah. Kot primer lahko navedemo Euro Stoxx 50 za območje evra ali Nikkei 225 za Japonsko.
- *Posebni indeksi* vključujejo podjetja na podlagi trajnostnih meril (*okoljski, socialni in upravljavski dejavniki*, prej omenjeni ESG), kot je MSCI World ESG Leaders Index.

Najbolj znani borzni indeksi:

- S&P 500 (ZDA) meri uspešnost 500 največjih podjetij, ki kotirajo na ameriških borzah (NYSE in NASDAQ). Ponuja celovit pregled tržne uspešnosti v ZDA.

- Dow Jones Industrial Average (DJIA) je eden najstarejših borznih indeksov na svetu in meri uspešnost 30 največjih in najvplivnejših podjetij v ZDA.
- NASDAQ-100 je sestavljen iz 100 največjih podjetij, ki kotirajo na borzi NASDAQ, pri čemer prevladujejo tehnološke družbe, kot so Apple, Microsoft in Alphabet.
- FTSE 100 (Združeno kraljestvo) meri uspešnost 100 največjih podjetij, ki kotirajo na londonski borzi.
- DAX (Nemčija) meri uspešnost 40 največjih nemških podjetij, ki kotirajo na borzi v Frankfurtu.
- Nikkei 225 (Japonska) meri uspešnost 225 največjih japonskih podjetij, ki kotirajo na tokijski borzi.
- MSCI World Index zajema uspešnost delnic v razvitih državah, kar omogoča globalen pogled na trge kapitala.

Glavni indeks na Ljubljanski borzi je SBI TOP, ki meri uspešnost najlikvidnejših slovenskih podjetij. Je delniški cenovni indeks, tehtan s tržno kapitalizacijo v prostem obtoku (ne vključuje dividend). Indeks sestavlja pet do 15 rednih delnic. Zahteva za vključitev je najmanj 50 % trgovalnih dni z realiziranim prometom, vključene pa so najboljše rangirane delnice glede na srednjo vrednost prometa (brez svežnjev) in tržno kapitalizacijo v prostem obtoku. Revizija sestave indeksa poteka kvartalno. V drugem kvartalu 2025 so bila v SBITOP indeks vključene naslednje delniške družbe: Cinkarna Celje, d. d., Equinox, d. d., Krka, d. d., Luka Koper, d. d., NLB, d. d., Petrol, d. d., Pozavarovalnica Sava, d. d., Telekom Slovenije, d. d., in Zavarovalnica Triglav, d. d. (Ljubljanska borza, b. l.a).

5.7.5 Borzni posredniki in stroški trgovanja s finančnimi instrumenti

Borzni posredniki

Borzni posredniki predstavljajo ključni člen v delovanju kapitalskih trgov, saj vlagateljem omogočajo dostop do borznega trgovanja ter izvajanje nakupnih in prodajnih naročil na organiziranih trgih, kot so borze. Delujejo kot posredniški kanal med vlagatelji in trgom ter s tem omogočajo učinkovito izvajanje transakcij z delnicami, obveznicami in drugimi finančnimi instrumenti. Poleg tehničnega izvajanja poslov opravljajo tudi svetovalno vlogo, saj vlagateljem nudijo analize trgov,

ocene posameznih finančnih instrumentov in priporočila glede sestave naložbenih portfeljev, kar prispeva k zmanjševanju informacijske asimetrije. Na ta način vlagatelji sprejemajo bolj informirane in ciljno usmerjene odločitve, kar lahko pripomore k višji donosnosti in boljše-
mu obvladovanju tveganj. Borzni posredniki tudi prispevajo k likvidnosti trga, saj zagotavljajo, da se s finančnimi instrumenti lahko hitro in nemoteno trguje. Njihove storitve so vlagateljem dostopne preko različnih kanalov – spletnih platform, mobilnih aplikacij ali telefon-
skih naročil –, kar omogoča hitro in fleksibilno izvrševanje poslov. Zaradi svoje vloge pri povezovanju vlagateljev s finančnimi trgi, analizi informacij in izvajanju transakcij so borzni posredniki nepogrešljiv del sodobnega finančnega sistema.

Obstajata dve osnovni vrsti borznih posrednikov: tradicionalni in spletni. Tradicionalni posredniki delujejo preko osebnega stika z vlagatelji, zagotavljajo bolj personalizirane storitve, vključno z obsežnim finančnim svetovanjem, kar je povezano z višjimi stroški. Namenjeni so predvsem vlagateljem z visokimi kapitalskimi vložki. Spletni posredniki delujejo digitalno in ponujajo nižje stroške storitev, kar jih naredi privlačne za sodobne vlagatelje. So omejeni glede osebnega svetovanja, vendar ponujajo uporabniku prijazne vmesnike in avtomatizirana orodja za trgovanje.

Vlagatelji morajo pri izbiri posrednika natančno preučiti stroške, kakovost storitev in potrebe glede upravljanja svojih naložb, saj lahko pravilna izbira pomembno vpliva na donosnost njihovih naložb.

Pomembni dejavniki pri trgovanju s finančnimi instrumenti

Trgovanje s finančnimi instrumenti – kot so delnice, obveznice, izvedeni finančni instrumenti in skladi – vključuje vrsto stroškov, ki lahko pomembno vplivajo na donosnost naložb. To še posebej velja pri kratkoročnih trgovalnih strategijah, kjer so razlike med nakupnimi in prodajnimi cenami ter stroški transakcij še toliko izrazitejše. Vlagatelji morajo pri načrtovanju svojih odločitev upoštevati te stroške, saj lahko močno zmanjšajo končni donos.

Med najpogostejšimi stroški so provizije za trgovanje, ki jih posredniki zaračunavajo za izvedbo transakcij. Te so lahko fiksne – določene kot pavšalna cena ne glede na velikost posla – ali odstotkovne, kjer je višina provizije odvisna od vrednosti transakcije. Spletni posredniki pogosto ponujajo ugodnejše provizije v primerjavi s tradicionalnimi bankami ali z borznimi hišami.

Poleg provizij vlagatelji lahko plačujejo tudi stroške upravljanja trgovalnega računa, bodisi mesečne bodisi letne pristojbine, ki so povezane z vzdrževanjem računa pri posredniku. K tem stroškom je treba prišteti še razliko med nakupno in prodajno ceno (t. i. *bid-ask spread*), ki je pogosto spregledan, a ključen strošek, še posebej pri zelo likvidnih instrumentih ali pri takih, s katerimi se pogosto trguje.

Pomemben vidik so tudi dodatni stroški, kot so borzne pristojbine za uporabo infrastrukture, davki na finančne transakcije ali kapitalski dobiček, ter morebitne obresti, kadar vlagatelj uporablja izposojena sredstva (angl. *margin trading*).

Pri izbiri borznega posrednika ali platforme za trgovanje vlagatelji običajno primerjajo več dejavnikov. Med najpomembnejšimi so nizke provizije in stroški, uporabniška izkušnja in dostopnost platforme (vključno z možnostjo mobilnega trgovanja), širina ponudbe finančnih instrumentov, kakovost svetovanja in tehnične podpore ter dostop do analitičnih orodij, kot so analitični prikazi, poročila in investicijska priporočila. Odločitev za pravega posrednika tako pogosto predstavlja tehten kompromis med ceno, kakovostjo storitve in dostopnostjo informacij.

5.8 Plačilni sistemi v EU in globalno

Plačilni sistemi so infrastrukturni sistemi, ki omogočajo prenos denarnih sredstev med bankami, finančnimi institucijami, podjetji in posamezniki. Ključen pomen plačilnih sistemov je zagotavljanje varnih, učinkovitih in zanesljivih poti za prenos sredstev, kar je temelj za nemoteno delovanje finančnega sistema in gospodarstva kot celote. V nadaljevanju predstavljamo ključne značilnosti, vrste in pomembne plačilne sisteme v EU in svetu.

5.8.1 Plačilni sistemi v EU

EU si že vrsto let prizadeva za vzpostavitev enotnega in učinkovitega plačilnega sistema, ki temelji na skupnih pravilih in tehničnih standardih. Cilj je povečati integracijo notranjega trga, zmanjšati stroške plačil in izboljšati konkurenčnost evropskega gospodarstva. Plačilni sistemi v EU so ključni za zagotavljanje varnega in učinkovitega prenosa sredstev med finančnimi institucijami, podjetji ter posamezniki in omogočajo nemoteno delovanje finančnih trgov.

Osrednji plačilni sistem v evroobmočju je *TARGET2* (iz angl. *Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System 2*). Gre za sistem poravnave v realnem času na bruto osnovi (RTGS),

ki ga upravlja ECB v sodelovanju z nacionalnimi centralnimi bankami držav članic evroobmočja. TARGET2 omogoča obdelavo velikih med-bančnih plačil in transakcij centralnih bank ter je ključnega pomena za zagotavljanje likvidnosti na trgih (European Central Bank, b. l.n).

Poleg tega ima EU vzpostavljeno enotno območje plačil v evrih, SEPA (iz angl. Single Euro Payments Area), ki omogoča enotno obravnavo domačih in čezmejnih plačil v evrih. SEPA zajema vse države članice EU ter dodatne države, kot so Islandija, Norveška, Lihtenštajn in Švica. V okviru SEPA so standardizirane storitve, kot so kreditna plačila SEPA (SEPA Credit Transfer – SCT), direktne obremenitve (SEPA Direct Debit – SDD) in takojšnja plačila (SEPA Instant Credit Transfer – SCT Inst), ki omogočajo prenos sredstev med bankami, ki sodelujejo v shemi, v nekaj sekundah (European Payments Council b. l.).

Pri izvajanju SEPA-plačil ima pomembno vlogo tudi EBA Clearing, ki upravlja dva glavna sistema: STEP2, ki omogoča avtomatizirano množično obdelavo SEPA-plačil, in RT1, ki podpira takojšnja plačila v evrih znotraj SEPA. Oba sistema sta bistvena za nemoteno in učinkovito izvajanje čezmejnih ter domačih transakcij.

Najnovejši element evropske plačilne infrastrukture je TIPS (iz angl. TARGET Instant Payment Settlement), ki predstavlja pomemben korak k digitalizaciji in modernizaciji plačilnih storitev v EU. Sistem je zasnovan kot del družine TARGET-storitev, ki jih upravlja ECB v sodelovanju z nacionalnimi centralnimi bankami evroobmočja, kar zagotavlja visoko raven varnosti in usklajenosti z drugimi plačilnimi sistemi. Omogoča izvajanje takojšnjih plačil v evrih v realnem času, in sicer 24 ur na dan, vse dni v letu, vključno z vikendi in s prazniki ter z nizkimi stroški. To pomeni, da lahko posamezniki in podjetja izvedejo prenose sredstev, ki so prejemniku na voljo v nekaj sekundah, ne glede na uro ali dan. TIPS omogoča poravnavo teh transakcij neposredno v centralnobančnem denarju, kar pomeni, da so plačila varna, dokončna in nezadržana, saj ne vključujejo tveganja nasprotne stranke. S tem se povečuje zaupanje v digitalna plačila in zmanjšuje potreba po gotovinskem poslovanju. TIPS tako predstavlja temelj prihodnjega razvoja enotnega evropskega digitalnega plačilnega prostora in je ključen za uresničitev vizije odprtega, hitrega in varnega evropskega trga plačil (European Central Bank, b. l.t).

Poleg teh evropskih sistemov pa v več državah EU obstajajo tudi nacionalni plačilni sistemi, ki zagotavljajo obdelavo domačih plačil in so povezani s čezmejnimi sistemi za zagotovitev popolne interoperabilnosti.

5.8.2 Globalni plačilni sistemi

Globalni plačilni sistemi so temeljni gradniki mednarodnega finančnega sistema, saj omogočajo hitro, varno in učinkovito izvajanje čezmejnih transakcij. Njihov pomen se še posebej izraža v obdobjih povečane globalne trgovine, pretoka kapitala in mednarodnih investicij, ko je potrebna zanesljiva infrastruktura za prenos sredstev med finančnimi institucijami po vsem svetu. Ti sistemi ne zagotavljajo zgolj tehničnega prenosa denarja, temveč tudi varno komunikacijo in obdelavo občutljivih podatkov, povezano z vsako transakcijo.

Najbolj razširjen in standardiziran sistem za mednarodno komunikacijo med finančnimi institucijami je SWIFT (iz angl. Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication) (<https://www.swift.com/>). Gre za omrežje, ki omogoča varno izmenjavo sporočil o plačilih med več kot 11.000 finančnimi institucijami v več kot 200 državah. Čeprav SWIFT sam po sebi ne izvaja plačil, je nepogrešljiv pri usklajevanju in izvedbi mednarodnih transakcij ter zagotavljanju standardiziranega formata za obdelavo podatkov.

V ZDA ima pomembno vlogo CHIPS (iz angl. *Clearing House Interbank Payments System*), ki deluje kot sistem neto poravnave za velike medbančne transakcije v ameriških dolarjih. CHIPS omogoča hitro in učinkovito obdelavo plačil in ima ključno vlogo pri mednarodnem trgovanju, kjer je se kot valuta pogosto izbere dolar. Ta sistem uporablja neto poravnavo ob koncu dneva, kar omogoča učinkovito upravljanje likvidnosti med bankami.

Za takojšnjo poravnavo velikih plačil v ZDA je ključnega pomena Fedwire (<https://www.frb.services.org/>), sistem, ki ga upravlja FED. Fedwire omogoča poravnavo transakcij v realnem času in se uporablja tako v notranjem ameriškem plačilnem sistemu kot tudi za pomembne mednarodne transakcije, s čimer podpira likvidnost in zanesljivost širšega globalnega finančnega sistema.

V Aziji narašča pomen CIPS (iz angl. *China International Payments System*), ki ga upravlja Kitajska in je zasnovan za spodbujanje uporabe kitajskega juana (RMB) v mednarodnih transakcijah. CIPS omogoča obdelavo čezmejnih plačil v RMB in predstavlja alternativo SWIFT-u, predvsem v okviru kitajske strategije krepitve suverenosti v finančnih tokovih in internacionalizacije lastne valute (Reuters, 2022).

Poleg omenjenih sistemov imajo številne države tudi svoje sisteme RTGS (iz angl. *Real-Time Gross Settlement*), ki omogočajo poravnavo

posameznih plačil v realnem času. Ti so ključni za stabilnost finančnih sistemov, saj omogočajo neposredno in dokončno poravnavo transakcij med bankami, s čimer zmanjšujejo sistemsko tveganje in prispevajo k stabilnosti likvidnosti v gospodarstvu.

5.8.3 *Trendi in izzivi plačilnih sistemov*

Plačilni sistemi so ključna infrastruktura sodobnega gospodarstva, saj omogočajo učinkovito, varno in neprekinjeno gibanje denarja med posamezniki, podjetji ter finančnimi institucijami. V zadnjem desetletju se to področje hitro razvija zaradi digitalizacije, tehnoloških inovacij ter naraščajočih zahtev uporabnikov in regulatorjev.

Eden ključnih trendov je digitalizacija, ki spodbuja razvoj novih tehnologij, kot sta verižni blok (angl. *blockchain*) in digitalne valute centralnih bank (več o tem v poglavju 6). Te tehnologije obetajo večjo varnost, hitrost in transparentnost plačil. Pomemben dejavnik razvoja so tudi *fintech* podjetja, ki s svojimi inovativnimi rešitvami, kot so mobilne denarnice, aplikacije za takojšnja plačila in decentralizirane finančne platforme, spreminjajo način, kako potrošniki in podjetja izvajajo transakcije. Z rastjo digitalnih plačil pa narašča tudi tveganje kibernetских napadov. Plačilni sistemi so pogosto tarča sofisticiranih hekerskih napadov, zato je kibernetična varnost ena izmed glavnih prioritet upravljavcev plačilnih sistemov in regulativnih organov. Še en pomemben izziv je pričakovanje takojšnjih plačil. Tako potrošniki kot podjetja pričakujejo, da bodo sredstva nakazana v nekaj sekundah, ne glede na dan ali uro. Sistemi, kot sta TIPS (TARGET Instant Payment Settlement) in RT1, omogočajo prav to – takojšnja plačila 24 ur na dan, sedem dni v tednu in 365 v letu.

Na ravni regulacije poteka prizadevanje za harmonizacijo in standardizacijo pravil plačilnih sistemov, zlasti v EU. Cilj je zmanjšati stroške, izboljšati interoperabilnost med sistemi in omogočiti enoten evropski plačilni prostor. Iniciative, kot so SEPA, PSD2 in prihodnja regulativa o digitalnem evru, kažejo na ambicijo EU, da postane globalno vodilna na področju urejenih in dostopnih plačil (Höflmayr, 2025).

Če povzamemo: prihodnji plačilni sistemi bodo morali biti varni, hitri, interoperabilni in vključujoči, da bodo lahko učinkovito služili potrebam digitalnega gospodarstva. Tehnološke inovacije, globalni regulatorni trendi in pričakovanja uporabnikov bodo igrali ključno vlogo pri oblikovanju prihodnosti plačil.

5.9 Bonitetne agencije in bonitetne ocene

Bonitetne agencije so specializirane finančne institucije, katerih osnovna naloga je ocenjevanje kreditne sposobnosti različnih subjektov, kot so podjetja, finančne institucije, države in drugi izdajatelji dolga. Ocene, ki jih podajajo v obliki bonitetnih ocen (angl. *credit ratings*), vlagateljem služijo kot pomembno orodje za presojo tveganj, povezanih z naložbami v dolžniške instrumente. Višja bonitetna ocena pomeni manjše tveganje za vlagatelje, nižje obrestne mere in lažji dostop do financiranja za izdajatelja, medtem ko nižje ocene kažejo na večje tveganje in običajno vodijo do višjih stroškov zadolževanja (White, 2010).

Te ocene se nanašajo na širok nabor instrumentov – od državnih in podjetniških obveznic do izvedenih finančnih instrumentov in zavarovalnih produktov. Vloga bonitetnih ocen je pomembna tudi zato, ker mnoge finančne institucije, kot so pokojninski skladi in zavarovalnice, smejo investirati le v instrumente znotraj investicijskega razreda. S tem bonitetne ocene neposredno vplivajo na povpraševanje na kapitalskih trgih (Hill, 2010).

Med največjimi in najvplivnejšimi agencijami so Standard & Poor's (S&P), Moody's Investors Service in Fitch Ratings, ki skupaj obvladujejo velik del globalnega trga bonitetnih ocen. Vse tri uporabljajo primerljive lestvice – od AAA oz. Aaa kot najvišje bonitete do D (neplačilo) (Hill, 2010). Njihove ocene predstavljajo globalni standard pri ocenjevanju kreditnega tveganja.

Bonitetne ocene se delijo v dve glavni kategoriji (White, 2010):

- Investicijski razred (angl. *Investment Grade*) vključuje ocene od AAA do BBB (pri S&P in Fitch) oz. Aaa do Baa3 (pri Moody's). To so ocene, ki pomenijo visoko zanesljivost in so primerne za konzervativne institucionalne vlagatelje.
- Naložbeni razred z višjim tveganjem (angl. *High Yield* oz. *Junk Bonds*) pa obsega ocene BB+ in nižje. Ti instrumenti prinašajo večje tveganje neplačila, a tudi višje donose, zato so privlačnejši za spekulativne vlagatelje, pripravljene prevzeti večje tveganje.

Bonitetne agencije uporabljajo t. i. *issuer-pays model* (angl.), pri katerem subjekt sam plača za izdelavo bonitetne ocene. Ta praksa je sprožila številne razprave o možnem konfliktu interesov in vplivih na neodvisnost ocenjevanja. Kritike bonitetnih agencij so se posebej okrepile po finančni krizi leta 2008, ko so nekatere agencije visoko ocenjevale

tvegane produkte, ki so se kasneje izkazali za problematične (Partnoy, 2006).

Vloga bonitetnih agencij v Sloveniji

V Sloveniji večina podjetij nima neposredne potrebe po pridobivanju ocen največjih mednarodnih agencij, saj bonitetne ocene naročajo predvsem večje družbe z dostopom do mednarodnih trgov. Kljub temu so bonitetne ocene pomembne tudi na lokalni ravni, saj interes zanje izkazujejo banke, poslovni partnerji in vlagatelji. V ta namen ocene izdelujejo za to specializirane ustanove, kot so Bisnode, TSmedia, Co-face, AJ PES (S.Bon) in EBONITETE.SI. Te ocene temeljijo na finančnih in poslovnih kazalnikih ter analizi preteklega in trenutnega poslovanja podjetij.

Bonitetna ocena podjetja izraža njegovo finančno stabilnost in zanesljivost, kar je ključno za vse deležnike, ki ocenjujejo tveganje sodelovanja s tem podjetjem. Višja bonitetna ocena praviloma pomeni manjše tveganje neplačila obveznosti, zato lahko podjetja z dobrimi ocenami lažje pridobijo financiranje in sklepajo ugodnejše poslovne dogovore.

Vrste bonitetnih ocen

Bonitetne ocene predstavljajo sistematično oceno sposobnosti podjetja ali drugega gospodarskega subjekta za izpolnjevanje finančnih obveznosti. Razlikujemo več vrst bonitetnih ocen, ki se razlikujejo glede na vsebinski poudarek, časovni horizont in namen uporabe.

Najpogostejša je kreditna bonitetna ocena (angl. *credit rating*), ki izraža mnenje o kreditnem tveganju določenega subjekta oz. njegovi sposobnosti in volji za pravočasno odplačilo dolga. Te ocene se delijo na kratkoročne in dolgoročne. Kratkoročne bonitetne ocene se nanašajo na obdobje do enega leta in so pomembne predvsem za presojo tekoče likvidnosti podjetja, medtem ko dolgoročne zajemajo daljše časovno obdobje in služijo kot merilo dolgoročne stabilnosti ter poslovne perspektive.

Poleg kreditnih ocen poznamo tudi nekreditne bonitetne ocene (angl. *non-credit ratings*), ki se osredotočajo na širše vidike podjetja, kot so kakovost upravljanja, poslovna strategija, ugled ali skladnost z regulativo. Te ocene nimajo neposredne povezave s kreditnim tveganjem, so pa vse pomembnejše pri ocenjevanju dolgoročne vzdržnosti podjetja in zaupanja deležnikov.

Preglednica 5.2 Bonitetne ocene in njihov pomen

S&P	Moody's	Fitch	Pomen
AAA	Aaa	AAA	Najvišja kakovost, izjemno nizko tveganje
AA+, AA, AA-	Aa1, Aa2, Aa3	AA+, AA, AA-	Zelo visoka kakovost, zelo nizko tveganje
A+, A, A-	A1, A2, A3	A+, A, A-	Močna sposobnost izpolnjevanja obveznosti
BBB+, BBB, BBB-	Baa1, Baa2, Baa3	BBB+, BBB, BBB-	Zadovoljiva sposobnost, investicijski razred
BB+, BB, BB-	Ba1, Ba2, Ba3	BB+, BB, BB-	Povečano tveganje, pod investicijskim razredom (angl. <i>junk</i>)
B+, B, B-	B1, B2, B3	B+, B, B-	Visoko tveganje, zelo verjetno neplačilo
CCC+, CCC, CCC-	Caa1, Caa2, Caa3	CCC+, CCC, CCC-	Izjemno visoko tveganje, bližina neplačila
CC, C	Ca	CC, C	Zelo verjetno neplačilo
D	C	D	Neplačilo oz. v stečaju

V zadnjem času narašča pomen t. i. ostalih bonitetnih ocen (angl. *other ratings*), ki vključujejo presojo vpliva podjetja na okolje, njegovo družbeno odgovornost ter zavezanost k trajnostnemu razvoju (ESG-kazalniki). Te ocene postajajo vse pomembnejše v luči trajnostnih financ in regulativ, kot je evropska Uredba o razkritjih glede trajnosti v finančnem sektorju (Sustainable Finance Disclosure Regulation – SFDR) (Regulation (EU) 2019/2088, 2019).

Postopek določanja bonitetne ocene

Bonitetna ocena temelji na analizi različnih kvantitativnih in kvalitativnih kazalnikov poslovanja. Najprej bonitetne agencije pregledajo računovodske izkaze podjetja, pri čemer se osredotočajo na kazalnike likvidnosti, zadolženosti, uspešnosti in finančne stabilnosti. V kvantitativni del analize sodijo, denimo (White, 2010):

- *kazalniki plačilne sposobnosti* (likvidnosti): delež dolga v financiranju, kazalnik kratkoročne solventnosti, pokritost dolgov z denarnim tokom, kreditna izpostavljenost iz poslovanja;
- *kazalniki uspešnosti*: donosnost sredstev (ROA), obračanje sredstev, rast prihodkov, EBITDA-(iz angl. *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization*) marža (celotni poslovni izid, povečan za amortizacijo in odhodke za obresti, deljen s prihodki podjetja).

Poleg tega se vključijo tudi kvalitativni dejavniki, kot so kakovost upravljanja, preglednost poslovanja, konkurenčni položaj, ugled podjetja ter njegovi načrti za prihodnost. Kombinacija teh dveh pristopov omogoča celovito oceno poslovnega tveganja (White, 2010).

Vloga bonitetnih ocen v praksi

Bonitetne ocene se uporabljajo v številnih kontekstih. Pri financiranju s strani bank bonitetna ocena vpliva na odločitev o odobritvi posojila in višino obrestne mere. V poslovnih odnosih podjetja pogosto preverijo bonitetne ocene potencialnih partnerjev, da bi zmanjšali tveganje neplačila. Pri kandidiranju na javnih razpisih pa bonitetna ocena pogosto služi kot pogoj za sodelovanje ali kot merilo usposobljenosti.

5.10 Povzetek

Finančne institucije so osrednji del finančnega sistema, ki povezuje varčevalce in posojilojemalce ter omogoča nemoten pretok finančnih sredstev v gospodarstvu. Njihova glavna naloga je zbiranje, razporejanje in učinkovito upravljanje finančnih virov, kar neposredno vpliva na gospodarsko rast in stabilnost. Med ključne finančne institucije sodijo centralne banke, banke, hranilnice, zavarovalnice, pokojninski skladi, investicijski skladi, borze ter bonitetne agencije. Njihove funkcije in delovanje so usklajeni z regulativnimi okviri, ki zagotavljajo stabilnost finančnega sistema.

Centralne banke so jedro finančnega sistema, odgovorne za oblikovanje in izvajanje denarne politike ter zagotavljanje stabilnosti finančnega sistema. ECB ima ključno vlogo v evroobmočju, kjer zagotavlja stabilnost evra, upravlja denarno politiko in usklajuje delovanje nacionalnih centralnih bank znotraj Evrosistema. Njena neodvisnost ji omogoča učinkovito odzivanje na gospodarske izzive brez političnega vpliva. ESCB, ki vključuje vse centralne banke držav članic EU, zagotavlja sodelovanje pri širšem upravljanju evropskega finančnega sistema, medtem ko Banka Slovenije predstavlja ključno povezavo med ECB in slovenskim finančnim okoljem.

Banke in hranilnice v finančnem sistemu igrajo temeljno vlogo, saj zbirajo depozite in omogočajo financiranje gospodarstva preko posojil. Komerzialne banke ponujajo širok spekter storitev, kot so plačilne storitve, kreditiranje in svetovanje. Investicijske banke zagotavljajo financiranje podjetij preko izdaje vrednostnih papirjev, organiziranja

prevzemov in svetovanja pri združitvah. Hranilnice so bolj osredotočene na lokalne skupnosti in manjša posojila, kar povečuje finančno vključenost na mikroravni.

Pomemben finančni posrednik v finančnem sistemu so tudi zavarovalnice, ki zmanjšujejo tveganja posameznikov in podjetij z zagotavljanjem finančne varnosti preko zavarovalnih produktov. Njihova vloga presega zgolj zagotavljanje zavarovalnega kritja, saj delujejo kot pomembni institucionalni vlagatelji, ki prispevajo k razvoju kapitalskih trgov.

Pokojninski skladi zagotavljajo finančno varnost v času upokojitve, saj omogočajo dolgoročno varčevanje in vlaganje v stabilne naložbe. Razlikujemo obvezne pokojninske sklade, ki so del obveznega zavarovanja, ter prostovoljne sklade, ki omogočajo individualne izbire varčevanja. Pokojninski skladi prispevajo k stabilizaciji kapitalskih trgov z dolgoročnimi naložbami in razpršitvijo tveganj.

Investicijski skladi, kot so vzajemni skladi, ETF-ji in hedge skladi, vlagateljem omogočajo dostop do finančnih trgov in profesionalnega upravljanja naložb. Njihova pomembna vloga je predvsem omogočanje razpršenosti tveganj, kar povečuje njihovo privlačnost za širok krog vlagateljev.

Borze so ključni element kapitalskih trgov, kjer se trguje z delnicami, obveznicami in drugimi finančnimi instrumenti. Ljubljanska borza je pomemben del slovenskega finančnega sistema, ki poleg upravljanja organiziranega trga zagotavlja platforme, kot sta trg SI ENTER in trg Progress, namenjene MSP. Pomembna sta tudi njeno sodelovanje v mednarodnih projektih, kot je SEE Link, in razvoj trajnostnega financiranja z izdajo zelenih obveznic.

Pomembni kazalniki uspešnosti trga so borzni indeksi, kot so S&P 500, NASDAQ-100 in EURO STOXX 50. Prikazujejo splošno stanje trga in vlagateljem omogočajo hitro oceno gibanj na trgih. Na Ljubljanski borzi je osrednji indeks SBI TOP, ki spremlja gibanje cen najpomembnejših delnic.

Plačilni sistemi so ključni za nemoten potek finančnih transakcij. V EU je osrednji sistem TARGET2, ki omogoča hitro in varno izvajanje velikih plačil med centralnimi ter komercialnimi bankami. Globalno pomembni sistemi, kot sta SWIFT in SEPA, omogočajo povezovanje finančnih institucij ter učinkovito izvajanje mednarodnih transakcij.

Bonitetne agencije, kot so S&P, Moody's in Fitch, ocenjujejo kreditno sposobnost podjetij in držav ter tako omogočajo boljše razumevanje tveganj in določanje stroškov financiranja. Bonitetne ocene so ključne za pravilno vrednotenje finančnih instrumentov in povečanje zaupanja vlagateljev.

6 Finančne inovacije

Finančne inovacije opredeljujemo kot uvajanje in popularizacijo novih finančnih instrumentov, tehnologij, institucij in trgov (de Haan idr., 2016). Gre za razvoj novih načinov izvajanja finančnih storitev, s katerimi finančni sistem učinkoviteje opravlja svoje funkcije (npr. zmanjševanje transakcijskih stroškov, boljše upravljanje tveganj). Čeprav empirične raziskave večinoma poročajo o pozitivnih učinkih finančnih inovacij na produktivnost, gospodarsko rast in blaginjo (glej de Haan idr. 2016), pa lahko finančne inovacije v finančni sistem vnašajo dodatna tveganja oz. s svojo kompleksnostjo prispevajo k razvoju oz. poglabljanju finančnih kriz (kot npr. izhaja iz globalne finančne krize iz leta 2008). Z razvojem umetne inteligence se finančne inovacije še bolj krepijo in bodo imele pomembno vlogo pri delovanju finančnega sistema v prihodnosti.

6.1 Klasifikacija finančnih inovacij

Finančne inovacije lahko razvrstimo po različnih merilih, pri tem pa v literaturi najpogosteje srečamo tri kategorije:

- *Institucionalne inovacije*: nastanek novih vrst finančnih institucij ali posrednikov (npr. spletne banke brez fizičnih podružnic, specializirane kartične družbe).
- *Produktne inovacije*: razvoj novih finančnih produktov ali instrumentov. V to skupino umeščamo nove vrste vrednostnih papirjev in naložb (npr. izvedeni instrumenti, zeleni in trajnostni obvezniški vrednostni papirji za financiranje okoljskih projektov), digitalne valute.
- *Procesne inovacije*: uvedba novih postopkov ali načinov poslovanja v financah. To lahko pomeni nove tehnološke rešitve, avtomatizacijo in digitalizacijo za stranke. Primeri so spletno in mobilno bančništvo, plačevanje s pametnimi telefoni, algoritmično trgovanje, pametne pogodbe za avtomatizacijo poravnave itd. Procesne

inovacije pogosto izboljšajo učinkovitost, hitrost in dostopnost finančnih storitev.

Poleg navedenega lahko finančne inovacije razvrstimo tudi glede na distribucijske kanale in uporabljeno tehnologijo. V zadnjem desetletju so v ospredju predvsem *tehnološko podprte inovacije* (t. i. *fintech*), ki vključujejo uporabo računalništva v oblaku, umetne inteligence, tehnologijo veriženja blokov (t. i. *blockchain*), uporabo masovnih podatkov (angl. *big data*) in drugih tehnologij v finančnem sektorju.

6.2 Primeri sodobnih finančnih inovacij

V zadnjih desetih letih smo bili priča hitremu vzponu različnih finančnih inovacij. V nadaljevanju na kratko predstavljamo nekaj izbranih finančnih inovacij zadnjega desetletja.

6.2.1 Fintech platforme

Številna nova podjetja ponujajo finančne storitve preko digitalnih platform. Med *fintech* platforme umeščamo npr. platforme za medsebojno posojanje (P2P lending), platforme za množično financiranje (angl. *crowdfunding*) in digitalne plačilne aplikacije. Značilnost teh platform je, da neposredno povezujejo uporabnike (varčevalce, vlagatelje) s tistimi, ki iščejo sredstva. Tako, npr., *P2P platforme za medsebojno posojanje* predstavljajo alternativo klasičnim bančnim posojilom, saj podjetjem omogočajo, da si preko spletne platforme sredstva izposodijo neposredno od več posameznikov. Posojilodajalci oddajajo ponudbe z določenimi obrestnimi merami, podjetja pa izberejo najugodnejše med njimi. Platforme ob tem opravijo osnovni skrbni pregled – preverjajo finančne izkaze in poslovno zgodovino podjetij –, da zaščitijo interese tako vlagateljev kot posojilojemalcev. Tak način financiranja ponuja večjo prilagodljivost pri določanju obrestnih mer. Če je kampanja uspešna, se lahko vlagatelji med seboj potegujejo za možnost posojanja in pri tem ponujajo ugodnejše pogoje. Posojilo je mogoče pridobiti tudi v primerih, ko ga banka zavrne. Zneski posojil so zelo različni – od zelo nizkih, ki spodbujajo širok krog vlagateljev, do višjih zneskov, ki lahko zadostijo tudi večjim potrebam podjetij. Odplačevanje običajno poteka preko trajnikov na platformo, ki nato razdeli obroke posameznim vlagateljem. Razkritje podatkov je podobno kot pri bančnih posojilih, vendar so ti podatki javno dostopni vsem potencialnim posojilodajalcem. Kot pri tradicionalnih posojilih je tudi v primeru P2P-posojila

podjetje pravno zavezano k vračilu izposojenih sredstev (European Commission, b. l.d). Primeri P2P-posojilnih platform so LendingClub, Prosper in Upstart.

Med *fintech* platforme umeščamo npr. tudi *mobilne denarnice in plačilne aplikacije* (kot so PayPal, Alipay, Venmo), ki omogočajo enostavna plačila in prenose denarja po spletu ali telefonu. Te aplikacije znižujejo transakcijske stroške in širijo finančno vključenost.

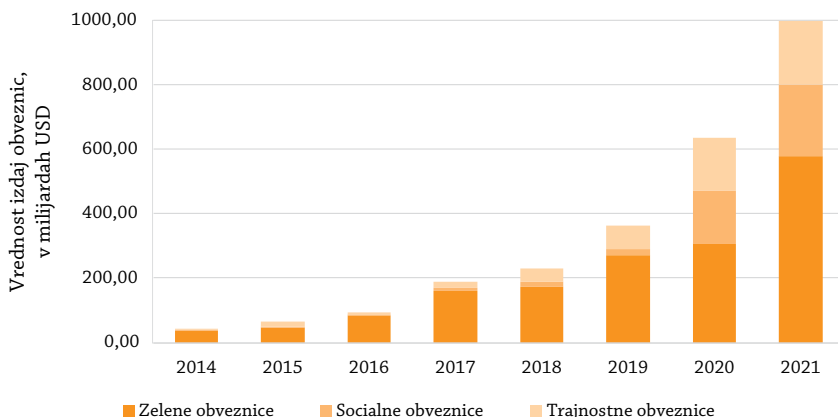
6.2.2 Neobanke

Neobanke so digitalne banke, ki ponujajo bančne storitve brez lastne mreže fizičnih poslovalnic, tj. preko mobilnih aplikacij in spleta. Zaradi odsotnosti poslovalnic imajo neobanke nižje operativne stroške in zato lahko zaračunavajo manjše ali celo ničelne provizije ter ponujajo višje obrestne mere na varčevanje.

Po podatkih Fortune Business Insights (2025) je globalni trg neobank leta 2024 obsegal 143 milijard ameriških dolarjev, napovedi pa kažejo, da bo do leta 2032 narastel na 3.406 milijard ameriških dolarjev. V prihodnjih desetih letih se pričakuje, da bo trg rasel po 44,4-odstotni povprečni letni stopnji.

Največji tržni delež na globalnem trgu neobank ima Evropa (približno 30 %). Po ocenah svetovalnega podjetja Bearingpoint je bilo leta 2023 v Evropi približno 160 milijonov uporabnikov neobank, kar je petkrat več kot leta 2019. Od tega je 40 % uporabnikov v Evropi mlajših od 34 let. Največ jih je na Irskem, kjer ima pri neobanki odprt račun 22 % prebivalstva, sledita Španija (17 %) in Nemčija (14 %). Med neobankami v Evropi največ uporabnikov beleži Revolut (52,5 milijona), sledita Monzo (9 milijonov) in N26 (8 milijonov) (Spirit 2024).

V začetni fazi so se neobanke osredotočale predvsem na hitro pridobivanje uporabnikov, medtem ko dobičkonosnost ni bila v ospredju. Zaradi tega njihovi poslovni modeli pogosto niso bili finančno vzdržni. Tako sta med desetimi največjimi evropskimi neobankami, ki so imele skupaj 116 milijonov strank, v letu 2022 le dve ustvarili pozitiven letni rezultat, medtem ko je skupna izguba znašala kar 1,5 milijarde evrov. Sektor kot celota je tako od leta 2019 konsistentno beležil izgube. V letu 2024 so pozitiven rezultat v Evropi zabeležile štiri neobanke. Npr., Revolut je za leto 2024 objavil rekordni dobiček pred obdavčitvijo v višini 1,1 milijarde funtov – kar je 149 % več kot leto prej – ob prihodkih v višini 3,1 milijarde funtov (Spirit, 2024).



Slika 6.1 Vrednost trajnostnih dolžniških instrumentov, 2015–2021
Orel Bernetič in Laporšek (2022).

6.2.3 ESG-instrumenti in trajnostne finance

V zadnjem desetletju so se močno razvili finančni instrumenti, povezani z okoljskimi, s socialnimi in z upravljavskimi cilji (ESG).

Trg trajnostnih financ je v zadnjih letih beležil izjemno rast. Med letoma 2014 in 2021 se je skupna vrednost trajnostnih dolžniških instrumentov povečala več kot dvajsetkrat, kar ponazarja tudi slika 6.1. V tem času so se pojavile nove vrste finančnih instrumentov, ki postajajo vse bolj raznoliki in zapletenejši. Med njimi izstopajo zelene obveznice, ki so leta 2021 predstavljale kar 58 % celotnega trga trajnostnih obveznic (Orel Bernetič in Laporšek, 2022).

Še posebej se v zadnjih letih krepi trg zelenih obveznic, katerih vrednost izdaj je v letu 2021 kumulativno dosegla vrednost dveh trilijonov ameriških dolarjev. Od tega je bila polovica vseh novoizdanih obveznic v Evropi. V naslednjih letih lahko pričakujemo še nadaljnjo pospešeno rast trga zelenih obveznic. OECD (2017) namreč napoveduje, da se bo vrednost trga zelenih obveznic do leta 2035 povečala na 4,7 oz. 5,6 trilijona ameriških dolarjev, pri čemer naj bi na letni ravni vrednost izdanih zelenih obveznic znašala med 620 in 720 milijard ameriških dolarjev (Orel Bernetič in Laporšek, 2022).

6.2.4 Tehnologija veriženja blokov

Tehnologija veriženja podatkovnih blokov je porazdeljena evidenca transakcij, ki omogoča delovanje brez osrednjega posrednika. Uveljavila se je s pojavom kriptovalut, v zadnjem desetletju pa se raziskuje in

uporablja širše v finančnem sektorju. Veriženje blokov omogoča npr. hitrejša in cenejša poravnave transakcij, saj več strank deli skupno, zavarovano bazo podatkov. Finančne institucije to tehnologijo uporabljajo pri medbančnih nakazilih, trgovanju z vrednostnimi papirji in pri tokenizaciji sredstev (digitalni žetoni, ki predstavljajo npr. deleže v nepremičninah ali obveznicah).

Tehnologija veriženja podatkovnih blokov je tudi v ozadju delovanja *pametnih pogodb*. To so samodejno izvršljivi programi na decentraliziranih omrežjih, ki se sprožijo ob vnaprej določenih pogojih. Pametne pogodbe omogočajo, da se npr. finančni instrument (pogodba o izvedenem instrumentu, zavarovalna polica, posojilna pogodba) avtomatsko obračuna in izvede brez posrednika, ko so podani pogoji v kodi. Na osnovi pametnih pogodb se je razvilo tudi področje *decentraliziranih financ* (DeFi), kjer lahko uporabniki posojajo, izposojajo, trgujejo s sredstvi ali sklepajo zavarovanja neposredno med seboj na *blockchain* platformah.

6.2.5 Digitalne valute

Med pomembnejše finančne inovacije preteklega desetletja sodijo tudi digitalne valute, ki obsegajo kriptovalute, virtualne valute in centralnibančne digitalne valute (angl. *Central Bank Digital Currency* – CBDC). *Kriptovalute* temeljijo na tehnologiji veriženja blokov in kriptografiji. So decentralizirane in tako omogočajo neodvisno distribucijo denarnih sredstev (kriptokovancev ali žetonov). Med bolj znane kriptovalute umeščamo bitcoin, ethereum, ripple in litecoin. *Virtualne valute* so neregulirane, centralizirane digitalne oblike denarja, ki jih upravljajo razvijalci, zasebna podjetja ali skupnosti uporabnikov. Njihova vrednost in funkcionalnost temeljita na pravilih, ki jih določa programska koda oz. algoritem, v katerem delujejo. Ena izmed značilnih oblik virtualnih valut so žetoni v igralnih omrežjih, kot sta npr. V-bucks in Roblox.

CBDC je digitalna različica denarja, ki jo izda, upravlja in nadzoruje centralna banka ter je splošno dostopna uporabnikom. Predstavlja digitalno plačilno sredstvo, izraženo v nacionalni denarni enoti, in pomeni neposredno obveznost centralne banke. CBDC temelji na elektronskem zapisu ali digitalnem žetonu, ki ponazarja virtualno obliko državne fiat valute in je podprta z ustreznimi denarnimi rezervami. Namen uvedbe CBDC je omogočiti varno, učinkovito in dostopno plačilno sredstvo za prebivalstvo ter obenem prispevati k stabilnosti in

zanesljivosti finančnega sistema. Lahko je zasnovana za uporabo med finančnimi institucijami ali kot splošno dostopno plačilno sredstvo v širšem gospodarstvu.

Z razmahom digitalnih valut se je okreplil tudi razvoj CBDC. Po podatkih za leto 2025 je kar 137 držav, kar predstavlja 98 % svetovnega BDP, raziskovalo CBDC (v maju 2020 je bilo teh držav le 35). Od tega jih je 72 v napredni fazi, kar pomeni, da so razvile, pilotirale ali zag-nale CBDC, tri države (Nigerija, Bahami in Bahami) pa so jo že uvedle (Atlantic Council, b. l.). Tudi ECB je trenutno v pripravljalni fazi uvedbe digitalnega evra.

CBDC prinaša številne prednosti, med katerimi Deepika (2023) in Sever (2025) izpostavljata predvsem hitrost, učinkovitost in trajnost. Ena ključnih prednosti je hitrejše izvajanje plačil, saj CBDC zmanjšuje potrebo po posrednikih, kar omogoča hitrejše in cenejše transakcije. Prav tako omogoča možnost znižanja stroškov pri čezmejnih prenosih in stalno razpoložljivost plačilnega sistema – deluje 24 ur na dan, sedem dni v tednu, kar odpravlja omejitve, povezane s tradicionalnim bančnim delovnim časom. Ker gre za digitalno obliko valute, ni potrebe po fizični proizvodnji denarja, kar zmanjšuje stroške in okoljski vpliv. Poleg tega CBDC omogoča boljšo organizacijo in večjo preglednost vladnih plačil, kar prispeva k učinkovitejšemu upravljanju javnih financ. Med tveganja, povezana z uvedbo CBDC, lahko uvrstimo zmanjšano potrebo po finančnih posrednikih, kar lahko vpliva na njihovo vlogo in stabilnost bančnega sistema, pa tudi potencialen negativen vpliv na percepcijo stabilnosti finančnega sistema kot celote. Poleg tega so sistemi CBDC lahko ranljivi za kibernetske napade, kar predstavlja resno varnostno tveganje. Pojavljajo se tudi pomisleki glede zasebnosti uporabnikov in možnosti povečanega nadzora nad transakcijami. Uvedba CBDC zahteva znatna vlaganja v tehnološko infrastrukturo, kar lahko predstavlja izziv zlasti za države z omejenimi viri. Nenazadnje pa lahko CBDC vpliva tudi na izvajanje denarne politike ter poraja vprašanja glede svoje vloge pri zagotavljanju finančne stabilnosti.

6.3 Vpliv inovacij na finančni sistem

Sodobne finančne inovacije temeljito preoblikujejo vse segmente finančnega sistema – od trgov in institucij do potrošnikov. Na finančnih trgih povečujejo učinkovitost, širijo dostop do kapitala ter zmanjšujejo stroške poslovanja, kar je rezultat digitalizacije, avtomatizacije procesov in uporabe tehnologij, kot so *blockchain*, umetna inteligenca

in algoritmično trgovanje (World Bank Group b. l.a). Takšne tehnologije omogočajo hitrejšo izvajanje transakcij, večjo likvidnost in boljšo cenovno transparentnost, vendar hkrati tudi povečujejo volatiliteto, predvsem na trgih kriptovalut in drugih manj reguliranih instrumentov (Ehrentraud idr., 2020). Pojavljajo se nove oblike poslovanja, kot so množično financiranje, trgovanje z emisijskimi kuponi in platforme za alternativno kreditiranje, ki omogočajo neposredno povezovanje med vlagatelji in posojilojemalci brez posredovanja tradicionalnih finančnih institucij. Ti modeli spodbujajo večjo finančno vključitev in inovacije na področju finančnih produktov, vendar tudi spreminjajo strukturo trga in povečujejo kompleksnost regulacije (Gobler, 2024).

Finančne institucije se na te spremembe odzivajo različno. Tradicionalne banke, zavarovalnice in borznoposredniške hiše se soočajo s konkurenco *fintech* podjetij in tehnoloških velikanov, ki s tehnološko podprtimi rešitvami osvajajo tržni delež. Da bi ohranile konkurenčnost, banke vlagajo v lastne digitalne platforme, ustanavljajo finančnotehnološke (*fintech*) enote ali sodelujejo z zagonskimi podjetji. Pri tem se preoblikujejo ključna področja poslovanja – od mobilnih in takojšnjih plačil do avtomatiziranega upravljanja premoženja in uporabe umetne inteligence pri odločanju o kreditih (Deloitte b. l.). Tradicionalne institucije ohranjajo prednost na področju zaupanja in regulacije, a se morajo hitro prilagajati, pri čemer pomembno vlogo igrajo tudi centralne banke, zlasti pri razvoju digitalnih valut (CBDC) in plačilnih sistemov.

Za potrošnike finančne inovacije pomenijo večjo dostopnost storitev, nižjo ceno in prilagodljivejše produkte. Mobilno bančništvo, aplikacije za osebne finance, robosvetovalci in digitalne borzne platforme posameznikom omogočajo, da učinkoviteje upravljajo svoj denar, tudi v okoljih z omejenim fizičnim dostopom do bank. Tako se je v zadnjem desetletju znatno povečala finančna vključenost, zlasti v državah v razvoju (World Bank Group, b. l.a).

A finančne inovacije prinašajo tudi pomembna tveganja. Mnogi novi produkti so kompleksni, kar ob visoki informacijski asimetriji povečuje možnost napačnih odločitev. Hkrati digitalne storitve pogosto zbirajo obsežne osebne podatke, kar odpira vprašanja zasebnosti, varnosti in odgovornosti ponudnikov. Posebno skrb vzbujajo kibernetski napadi. Problematična je tudi sistemska odvisnost finančnih institucij od zunanjih tehnoloških partnerjev. Če sistemsko pomembne inovacije ostanejo brez ustreznega nadzora, lahko ogrozijo stabilnost celotnega

finančnega sistema. Kriptotrgi, stabilni kovanci in algoritmično trgovanje lahko sprožijo širše tržne motnje. Poleg tega se pojavljajo tveganja za finančno integriteto – anonimne transakcije, pranje denarja in zlorabe množičnega financiranja

Na hitro razvijajoče se trge – kot so kriptosredstva, stabilni kovanci in algoritmično trgovanje – regulacija pogosto ne more odgovoriti dovolj hitro, kar ustvarja pravne praznine in omogoča regulativno arbitražo, pri čemer lahko potrošniki ostanejo brez ustrezne zaščite. V tem kontekstu na pomenu pridobiva vloga regulatorjev in centralnih bank, ki razvijajo nove okvire za nadzor in varovanje finančne stabilnosti, vključno z razvojem CBDC in varnejših plačilnih sistemov (Ehrentraud idr., 2020; Feyen idr., 2021; European Central Bank, 2023a).

Literatura

- Acharya, S., Akinci, O., Miranda-Agrippino, S., in Pesenti, P. A. (2025, 7. april). *Monetary policy spillovers and the role of the dollar*. Liberty Street Economics.
<https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2025/04/monetary-policy-spillovers-and-the-role-of-the-dollar/>
- Agresti, A. M. (2015). *Shadow banking: Some considerations for measurement purposes*. Bank for International Settlements.
- Arampatzi, A.-S., Christie, R., Evrard, J., Parisi, L., Rouveyrol, C., in van Overbeek, F. (2025). *Capital markets union: A deep dive* (Occasional paper series št. 369).
- Arnold, G. (2014). *The financial times guide to banking*. Pearson.
- Atlantic Council. (B. l.). *Central Bank Digital Currency Tracker*. <https://www.atlanticcouncil.org/cbdctracker/>
- Agencija za trg vrednostnih papirjev. (B. l.). *Predstavitev*. <https://www.a-tvp.si/predstavitev-agencije/predstavitev->
- Agencija za zavarovalni nadzor. (2024). *Poročilo Agencije za zavarovalni nadzor za leto 2023*.
- Agencija za zavarovalni nadzor. (B. l.a). *Naloge in pristojnosti*. <https://www.a-zn.si/o-agenciji/naloge-in-cilji/naloge-in-pristojnosti/>
- Agencija za zavarovalni nadzor. (B. l.b). *Seznam zavarovalnih subjektov*. <https://www.a-zn.si/zavarovalnice-pokojninske-druzbe/register-subjektov-nadzora/>
- Agencija za zavarovalni nadzor. (B. l.c). *Statistika*. <https://www.a-zn.si/zavarovalnice-pokojninske-druzbe/statistika/>
- Banka Slovenije. (2025). *Poročilo o finančni stabilnosti: podatki do decembra 2024*.
- Banka Slovenije. (B. l.a). *Bančna unija*. <https://www.bsi.si/sl/nadzor-bancnega-sistema/bancna-unija>
- Banka Slovenije. (B. l.b). *Instrumenti denarne politike*. <https://www.bsi.si/sl/denarna-politika/instrumenti-denarne-politike>
- Banka Slovenije. (B. l.c). *Jamstvo za vloge*. <https://www.bsi.si/sl/resevanje-bank/jamstvo-za-vloge>
- Banka Slovenije. (B. l.d). *Mehanizem reševanja bank*. <https://www.bsi.si/sl/resevanje-bank/mehanizem-resevanja-bank>

- Banka Slovenije. (B. l.e). *Naloge Banke Slovenije*. <https://www.bsi.si/sl/o-nas/naloge-banke-slovenije>.
- Bank for International Settlements. (2012). *Principles for the supervision of financial conglomerates*.
- Bank for International Settlements. (2022). *BIS quarterly review: International banking and financial market developments*.
- Bank for International Settlements. (B. l.). *Basel III: International regulatory framework for banks*. <https://www.bis.org/bcbs/basel3.htm>
- Bank of England. (B. l.). *SONIA interest rate benchmark*. <https://www.bankofengland.co.uk/markets/sonia-benchmark>
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., in Levine, R. (2000). A new database on the structure and development of the financial sector. *World Bank Economic Review*, 14(3), 597–605.
- Bednaš, M., Dolenc, P., Jašovič, B., in Rant, V. (2019). Ekonomska in finančna struktura Evropske unije. V M. Simonetti, P. Dolenc, B. Jašovič in M. Košak (ur.), *Bančno poslovanje* (str. 3–30). Združenje bank Slovenije.
- Berkshire Hathaway. (2021). *Annual report 2021*.
- Bernanke, B. S., in Gertler, M. (1995). Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 27–48.
- Bernardino, G. (2020). Challenges and opportunities for the insurance sector in Europe. *Réalités industrielles - Annales des Mines*, 1, 99–104.
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (B. l.a). *How is the Federal Reserve System structured?* https://www.federalreserve.gov/faqs/about_12593.htm
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (B. l.b). *The Fed explained*. <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/the-fed-explained.htm>
- Bofinger, P., Geißendörfer, L., Haas, T., in Mayer, F. (2021). *Discovering the true Schumpeter - New insights into the finance and growth nexus* (CEPR Discussion Paper št. 16851). Centre for Economic Policy Research.
- Bongini, P., Ferrando, A., Rossi, E., in Rossolini, M. (2021). SME access to market-based finance across Eurozone countries. *Small Business Economics*, 56, 1667–1697.
- Bridge, A. (2025, 14. maj). *Japan's SMFG records 7.5% fall in fourth-quarter profit*. Reuters. <https://www.reuters.com/markets/asia/japans-smfg-records-75-fall-fourth-quarter-profit-2025-05-14>
- Campbell, J. Y., in Mankiw, G. N. (1989). Consumption, income, and interest rates: Reinterpreting the time series evidence. V O. J. Blanchard in S. Fischer (ur.), *NBER Macroeconomics Annual* (str. 185–246). MIT Press.
- Canepa, F., in Koranyi, B. (2023, 14. september). *ECB raises rates to record high, signals end to hikes*. Reuters. <https://www.reuters.com/markets/europe/ecb-considers-lifting-rates-record-high-even-economy-slows-2023-09-13/>

- Caprio, G., in Honohan, P. T. (2001). *Finance for growth: Policy choices in a volatile world* (A World Bank policy research report). World Bank.
- Casu, B., Girardone, C., in Molyneux, P. (2015). *Introduction to banking* (2. izd.). Pearson.
- Chen, J. (2025, 22. februar). *What is an investment fund? Types of funds and history*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/i/investment-fund.asp>
- Cooley, J. (2024). *Efficient capital markets? Research, history, and applications*. https://www.researchgate.net/publication/380321114_Efficient_Capital_Markets_Research_history_and_applications
- Council Regulation (EU) No 1024/2013 of 15 October 2013 conferring specific tasks on the European Central Bank concerning policies relating to the prudential supervision of credit institutions. (2013). *Official Journal of the European Union*, (L 287), 63–89.
- Deepika. (2023, 30. marec). *CBDC vs. cryptocurrency: How RBI's CBDC is different from crypto*. <https://nimbuspost.com/blog/cbdc-vs-cryptocurrency-how-rbis-cbdc-is-different-from-crypto/#>
- Deloitte. (B. I.). *The future of Fintechs: Risk and regulatory compliance*. <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/regulatory/articles/future-of-fintechs-risk-and-regulatory-compliance.html>
- Directive 2002/87/EC of the European Parliament and of the Council of 16 December 2002 on the supplementary supervision of credit institutions, insurance undertakings and investment firms in a financial conglomerate and amending Council Directives 73/239/EEC, 79/267/EEC, 92/49/EEC, 92/96/EEC, 93/6/EEC and 93/22/EEC, and Directives 98/78/EC and 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council. (2002). *Official Journal of the European Union*, (L 35), 1–27.
- Directive 2009/138/EC of the European Parliament and of the Council of 25 November 2009 on the taking-up and pursuit of the business of Insurance and Reinsurance (Solvency II) (recast). (2009). *Official Journal of the European Union*, (L 335), 1–155.
- Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010 Text with EEA relevance. *Official Journal of the European Union*, (L 174), 1–73.
- Directive 2013/36/EU of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions and investment firms, amending Directive 2002/87/EC and repealing Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC Text with EEA relevance. (2013). *Official Journal of the European Union*, (L 176), 338–436.

- Directive 2014/49/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on deposit guarantee schemes (recast) Text with EEA relevance. (2014). *Official Journal of the European Union*, (L 173), 149–178.
- Directive 2014/59/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms and amending Council Directive 82/891/EEC, and Directives 2001/24/EC, 2002/47/EC, 2004/25/EC, 2005/56/EC, 2007/36/EC, 2011/35/EU, 2012/30/EU and 2013/36/EU, and Regulations (EU) No 1093/2010 and (EU) No 648/2012, of the European Parliament and of the Council Text with EEA relevance. (2014). *Official Journal of the European Union*, (L 173), 190–348.
- Doyle, N., Hermans, L., Molitor, P., in Weistroffer, C. (2016). *Shadow banking in the euro area: Risks and vulnerabilities in the investment fund sector* (Occasional Paper Series št. 174). European Central Bank.
- Ehrentraud, J., Garcia Ocampo, D., Garzoni, L., in Piccolo, M. (2020). *Policy responses to fintech; A cross-country overview* (FSI Insights on policy implementation No 23). Bank for International Settlements. <https://www.bis.org/fsi/publ/insights23.pdf#:~:text=regulatory%20actions,potential%20to%20generate%20systemic%20risk>
- Entrop, O., Frijns, B., in Seruset, M. (2020). The determinants of price discovery on bitcoin markets. *Journal of Futures Markets*, 40(5), 816–837.
- ET Online. (2025, 13. maj). 18% of MSMEs use digital lending platforms, 90% accept online payments: SIDBI report. *The Economic Times*. <https://economictimes.indiatimes.com/small-biz/sme-sector/18-of-msmes-use-digital-lending-platforms-90-accept-online-payments-sidbi-report/articleshow/121139728.cms>
- Euribor Rates. (B. l.). *Chart with the historical Euribor rates*. <https://www.euribor-rates.eu/en/euribor-charts/>
- European Banking Authority. (B. l.). *Financial conglomerates*. <https://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/financial-conglomerates>
- European Banking Federation. (B. l.). *Business finance*. <https://www.ebf.eu/priorities/financing-growth/business-finance/>
- European Central Bank. (2014). *Guide to banking supervision*.
- European Central Bank. (2016). *ECB Economic Bulletin*, (4).
- European Central Bank. (2017, 24. maj). *A quick guide to macroprudential policies*. <https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me-more/html/macroprudentialpolicies.en.html>
- European Central Bank. (2022a). *The Transmission Protection Instrument*. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220721~973e6e7273.en.html>

- European Central Bank. (2022b). *What is forward guidance?*. https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me/html/what-is-forward_guidance.en.html
- European Central Bank. (2023a). *Financial stability review, May 2023*. <https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/html/ecb.fsr202305~65f8cb74d7.en.html>
- European Central Bank. (2023b). *Update on economic, financial and monetary developments*. <https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/html/eb202307.en.html>
- European Central Bank. (2024). *Financial integration and structure in the Euro Area*.
- European Central Bank. (2025). Economic, financial and monetary developments. *Economic Bulletin*, (2), 2–42.
- European Central Bank. (B. 1.a). *All about us*. <https://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.en.html>
- European Central Bank. (B. 1.b). *Asset purchase programmes*. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>
- European Central Bank. (B. 1.c). *ECB, ESCB and the Eurosystem*. <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/index.en.html>
- European Central Bank. (B. 1.d). *Euro short-term rate (€STR)*. https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/euro_short-term_rate/html/index.en.html
- European Central Bank. (B. 1.e). *Executive Board*. <https://www.ecb.europa.eu/ecb/decisions/eb/html/index.en.html>
- European Central Bank. (B. 1.f). *Financial Integration*. https://www.ecb.europa.eu/home/search/financial_integration/html/index.en.html
- European Central Bank. (B. 1.g). *General Council*. <https://www.ecb.europa.eu/ecb/decisions/genc/html/index.en.html>
- European Central Bank. (B. 1.h). *Governing Council*. <https://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.sl.html>
- European Central Bank. (B. 1.i). *Independence*. <https://www.ecb.europa.eu/ecb/our-values/independence/html/index.en.html>
- European Central Bank. (B. 1.j). *Minimum reserves*. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/mr/html/index.en.html>
- European Central Bank. (B. 1.k). *Open market operations*. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>
- European Central Bank. (B. 1.l). *Pandemic emergency purchase programme (PEPP)*. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>
- European Central Bank. (B. 1.m). *Standing facilities*. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/sf/html/index.en.html>

- European Central Bank. (B. l.n). *TARGET Services*.
<https://www.ecb.europa.eu/paym/target/html/index.en.html>
- European Central Bank. (B. l.o). *The euro area in comparison*. https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me-more/html/euro_area_in_comparison.en.html
- European Central Bank. (B. l.p). *Transmission mechanism of monetary policy*.
<https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/transmission/html/index.en.html>
- European Central Bank. (B. l.r). *Understanding the banking union and ESFS*.
<https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/thessm/bankingunion/html/index.en.html>
- European Central Bank. (B. l.s). *What are interest rates and what is the difference between nominal and real interest rates?*. https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me/html/nominal_and_real_interest_rates.en.html
- European Central Bank. (B. l.t). (B. l.t). *What is TIPS?* <https://www.ecb.europa.eu/paym/target/tips/html/index.en.html>
- European Commission. (B. l.a). *Capital markets union and financial markets*.
<https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/>
- European Commission. (B. l.b). *Implementing and delegated acts – FICOD*.
https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/financial-services-legislation/implementing-and-delegated-acts/financial-conglomerates-directive_en
- European Commission. (B. l.c). *Investment funds*. https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/financial-markets/investment-funds_en
- European Commission. (B. l.d). *Peer-to-peer lending*. https://single-market-economy.ec.europa.eu/access-finance/guide-crowdfunding/different-types-crowdfunding/peer-peer-lending_en
- European Council in Council of the European Union. (B. l.). *Capital markets union explained*. <https://www.consilium.europa.eu/en/policies/capital-markets-union-explained/>
- European Insurance and Occupational Pensions Authority. (B. l.a). *Insurance Risk Dashboard April 2025 (Q4-2024 Solvency II Data)*. https://www.eiopa.europa.eu/tools-and-data/insurance-risk-dashboard_en
- European Insurance and Occupational Pensions Authority. (B. l.b). *Solvency II: What is Solvency II?* https://www.eiopa.europa.eu/browse/regulation-and-policy/solvency-ii_en
- European Investment Fund. (2023). *Annual activity report 2022*.
- European Payments Council. (B. l.). *SEPA instant credit transfer*. <https://www.europeanpaymentscouncil.eu/what-we-do/sepa-instant-credit-transfer>

- Evropski svet in Svet Evropske unije. (B. l.). *Regulacija bančništva*. <https://www.consilium.europa.eu/sl/policies/banking-regulation/>
- Fache Rousová, L., in Giuzio, M. (2019). *Insurers' investment strategies: Pro- or countercyclical?* (Working Paper Series št. 2299). European Central Bank.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2), 383–417.
- Federal Reserve Bank of New York. (B. l.). *Secured overnight financing rate data*. <https://www.newyorkfed.org/markets/reference-rates/sofr>
- Federal Reserve Bank of St. Louis. (B. l.). *3-month treasury bill secondary market rate, discount basis (TB3MS)*. <https://fred.stlouisfed.org/series/TB3MS>
- Ferreira, M., Mendes, D., in Pereira, J. C. (2016). *Non-bank financing of European non-financial firms*. European Federation of Financial Analysts Societies.
- Feyen, E., Frost, J., Gambacorta, L., Natarajan, H., in Saal, M. (2021). *Fintech and the digital transformation of financial services: Implications for market structure and public policy* (BIS Papers št. 117). Bank for International Settlements.
- Fidelity Investments. (B. l.). *Fidelity Magellan fund*. <https://institutional.fidelity.com/app/funds-and-products/21/fidelity-magellan-fund-fmagx.html>
- Filipič, M., Tomc Jovović, N., Anko, S., in Medižev, M. (2019). Bančni produkti in storitve. V M. Simonetti, P. Dolenc, B. Jašovič in M. Košak (ur.), *Bančno poslovanje* (str. 97–130). Združenje bank Slovenije.
- Financial Stability Board. (2024). *Global monitoring report on non-bank financial intermediation 2024*.
- Financial Times*. (2022, 3. julij). ECB to discuss blocking banks from multibillion-euro windfall as rates rise. <https://www.ft.com/content/5ce8f458-8a59-4789-820a-8c59ed67f416>
- Fiorella Carvajal, A., in Didier, T. (2025, 6. februar). *Capital markets: The new frontier for SME financing*. World Bank. <https://blogs.worldbank.org/en/psd/capital-markets--the-new-frontier-for-sme-financing>
- Fortune Business Insight. (2025, 2. junij). *Neobanking market size*. <https://www.fortunebusinessinsights.com/neobanking-market-109076>
- Friedman, M., in Schwartz, A. (1963). *A monetary history of the United States, 1867–1960*. Princeton University Press.
- Gobler, E. (2024, 3. september). *25 groundbreaking financial advances from the past 25 years*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/important-financial-innovations-8700210>
- Haan, J. de, Oosterloo, S., in Schoenmaker, D. (2016). *Financial markets and institutions*. Cambridge University Press.

- Hayes, A. (2025, 30. januar). *Investing in mutual funds: What they are and how they work*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/m/mutualfund.asp>
- Herring, R. J., in Litan, R. E. (2023, 1. april). *Financial conglomerates: The future of finance?* Brookings. <https://www.brookings.edu/articles/financial-conglomerates-the-future-of-finance/>
- Hill, C. A. (2010). Why did rating agencies do such a bad job rating subprime securities. *University of Pittsburgh Law Review*, 71(3), 585–608.
- Höflmayr, M. (2025, 21. maj). *Digital euro*. European Parliament. <https://www.europarl.europa.eu/legislative-train/theme-an-economy-that-works-for-people/file-digital-euro>
- International Monetary Fund. (2005). *Financial sector assessment: A handbook*.
- International Monetary Fund. (B. l.). *Financial Development Index Database*. <https://legacydata.imf.org/?sk=f8032e80-b36c-43b1-ac26-493c5b1cd33b>
- Jenko, N. (2020). *Uvedba direktive Solventnost II in njeni učinki na naložbeno politiko in uspešnost poslovanja slovenskih zavarovalnic* [Neobjavljena magistrska naloga]. Univerza na Primorskem.
- Kanapickienė, R., Vasiliauskaitė, D., Keliuotytė-Staniulienė, G., Špicas, R., Kaab, Omeir, A., in Kanapickas, T. (2024). A comprehensive review of behavioral biases in financial decision-making: From classical finance to behavioral finance perspectives. *Journal of Business Economics and Management*, 25(5), 1006–1029.
- Karnitschnig, M., Solomon, D., Pleven, L., in Hilsenrath, J. E. (2008, 16. september). U.S. to take over AIG in \$85 billion bailout; Central banks inject cash as credit dries up. *The Wall Street Journal*. <https://www.wsj.com/articles/SB1221565619312429057>
- King, R. G., in Levine, R. (1993). Finance and growth: Schumpeter might be right. *The Quarterly Journal of Economics*, 108(3), 717–737.
- Levine, R. (1977). Financial development and economic growth: Views and agenda. *Journal of Economic Literature*, 35(2), 688–726.
- Levine, R. (2005). Finance and growth: Theory and evidence. V P. Aghion in S. Durlauf (ur.), *Handbook of economic growth* (str. 865–934). Elsevier.
- Levine, R. (2021). *Finance, growth, and inequality* (IMF Working Paper št. 21/164). International Monetary Fund.
- Ljubljanska borza. (2024, 6. december). *Navodila za trgovanje*.
- Ljubljanska borza. (B. l.a). *SBITOP*. https://ljse.si/si/indeks/365?isin=SI0026109882&tab=stock_info
- Ljubljanska borza. (B. l.b). *Trgovanje: tečajnica*. <https://ljse.si/si/tecajnica/36>
- Ljubljanska borza. (B. l.c). *Tržni podatki: tržna kapitalizacija*. <https://ljse.si/si/trzna-kapitalizacija/40>

- Luck, S., in Zimmermann, T. (2019, 8. maj). *Ten years later—Did QE Work?* Liberty Street Economics. <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2019/05/ten-years-laterdid-qe-work/>
- Mallaby, S. (2010). *More money than God: Hedge funds and the making of a new elite*. Penguin.
- Medrano, L., in Vives, X. (2001). Strategic behavior and price discovery. *The RAND Journal of Economics*, 32(2), 221–248.
- Michel-Kerjan, E., in Serino, L. (2024, 1. julij). *Navigating shifting risks in the insurance industry*. McKinsey & Company. <https://www.mckinsey.com/capabilities/risk-and-resilience/our-insights/navigating-shifting-risks-in-the-insurance-industry>
- Milstein, E., in Wessel, D. (2024, 2. januar). *What did the Fed do in response to the COVID-19 crisis?* Brookings. <https://www.brookings.edu/articles/fed-response-to-covid19/>
- Ministrstvo za finance Republike Slovenije. (2021, 23. junij). *Finančni sistem*. <https://www.gov.si/podrocja/finance-in-davki/financni-sistem>
- Ministrstvo za finance Republike Slovenije. (2023). *Strategija razvoja trga kapitala v Sloveniji za obdobje 2023–2030*.
- Ministrstvo za delo, družino, socialne zadeve in enake možnosti Republike Slovenije. (2025, 26. maj). *Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje*. <https://www.gov.si teme/prostovoljno-dodatno-pokojninsko-zavarovanje/>
- Mishkin, F. S., in Eakins, S. G. (2018). *Financial markets and institutions* (9. izd.). Pearson.
- Morningstar. (2025, 30. januar). *PIMCO total return instl*. <https://www.morningstar.com/funds/xnas/pttrx/quote>
- Noels, J., in Jachnik, R. (2022). *Assessing the climate consistency of finance: Taking stock of methodologies and their links to climate mitigation policy objectives* (Environment Working Paper št. 200). OECD.
- Orel Bernetič, U., in Laporšek, S. (2022). Zelene obveznice kot oblika financiranja zelenih projektov. *Management*, 17(2), 51–58.
- OECD. (2017). *Mobilising bond markets for a low-carbon transition*.
- OECD. (2020). *The role of sovereign and strategic investment funds in the low-carbon transition: OECD development policy tools*.
- Partnoy, F. (2006). How and why credit rating agencies are not like other gatekeepers. V Y. Fuchita in R. E. Litan (ur.), *Financial gatekeepers: Can they protect investors?* (str. 7–46). Brookings Institution.
- Pelizzon, L., in Sartore, D. (2013). Deciphering the Libor and Euribor spreads during the subprime crisis. *The North American Journal of Economics and Finance*, 26(2), 565–585.
- Rant, V. (2019). Monetarna politika EU. V M. Simonetti, P. Dolenc in B. Jašovič M. Košak (ur.), *Bančno poslovanje* (str. 97–130). Združenje bank Slovenije.

- Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on prudential requirements for credit institutions and investment firms and amending Regulation (EU) No 648/2012 Text with EEA relevance. (2013). *Official Journal of the European Union*, (L 176), 1–337.
- Regulation (EU) No 806/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 July 2014 establishing uniform rules and a uniform procedure for the resolution of credit institutions and certain investment firms in the framework of a Single Resolution Mechanism and a Single Resolution Fund and amending Regulation (EU) No 1093/2010. (2014). *Official Journal of the European Union*, (L 225), 1–90.
- Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector. (2019). *Official Journal of the European Union*, (L 317), 1–16.
- Restoy, F. (2019, 15. april). *Market integration: The role of regulation*. Bank for International Settlements. <https://www.bis.org/speeches/sp190415.htm>
- Reuters. (2022, 28. februar). *What is China's onshore yuan clearing and settlement system CIPS?* <https://www.reuters.com/markets/europe/what-is-chinas-onshore-yuan-clearing-settlement-system-cips-2022-02-28/>
- Reuters. (2025, 9. maj). *China's central bank to encourage financial support for consumption and trade*. <https://www.reuters.com/markets/asia/chinas-central-bank-encourage-financial-support-consumption-trade-2025-05-09/>
- Ribnikar, I. (1994). *Od denarja do medvedjega trenda: pojmi in izrazi v ekonomiji*. CISEF.
- Richardson, G. (2013, 22. november). *The great depression*. Federal Reserve History. <https://www.federalreservehistory.org/essays/great-depression>
- Ross, V. (2023). *Driving efficiency: Unleashing the potential of EU capital markets*. European Securities and Markets Authority.
- Schmidt, R. H. (2001). Differences between financial systems in european countries: Consequences for EMU. V D. Bundesbank (ur.), *The monetary transmission process* (str. 208–251). Palgrave Macmillan.
- Schumpeter, J. A. (1954). *History of economic analysis*. Routledge.
- Securities Industry and Financial Markets Association. (B. l.). *Markets matter: 2021 outlook*. <https://www.sifma.org/2021-outlook/markets-matter>
- Sever, R. (2025). *Pričakovanja in preference državljanov Slovenije pri uvedbi digitalnega evra* [Neobjavljena magistrska naloga]. Univerza na Primorskem.

- Shirono, K., Carcel-Villanova, H., Chhabra, E., in Fan, Y. (2021, 3. november). Women's financial access in times of COVID-19. *IMF Statistics*. <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/covid19-special-notes/en-special-series-on-covid-19-womens-financial-access-in-times-of-covid-19.ashx>
- Spirit. (2024, 5. september). *Neobanke postajajo velika konkurenca tradicionalnim bankam*. <https://www.izvoznookno.si/aktualno/neobanke-postajajo-velika-konkurenca-tradicionalni/>
- Stubelj, I. (2010). Valuation of Slovene publicly traded companies with a valuation model based on expected earnings and growth opportunities. *Managing Global Transitions*, 8(1), 23–47.
- Sviryzdenka, K. (2016). *Introducing a new broad-based index of financial development* (IMF Working Paper, WP/16/5). International Monetary Fund.
- Taylor, J. B. (1993). Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195–214.
- TheGlobalEconomy. (B. l.). *Slovenia: Financial markets development*. https://www.theglobaleconomy.com/Slovenia/financial_markets_development/
- Trading Economics. (B. l.). *Italy government bond yield*. <https://tradingeconomics.com/italy/government-bond-yield>
- Trevisani, P. (2025, 7. maj). Brazil's central bank again lifts interest rates but less aggressively. *The Wall Street Journal*. <https://www.wsj.com/articles/brazils-central-bank-again-lifts-interest-rates-but-less-aggressively-1c952c3>
- Universität Leipzig. (B. l.). *(T)LTRO-Tracker*. <https://www.wifa.uni-leipzig.de/institut-fuer-wirtschaftspolitik/forschung/tltro-tracker>
- Vanguard Group. (B. l.). *VFIAX: Vanguard 500 index fund admiral shares*. <https://investor.vanguard.com/investment-products/mutual-funds/profile/vfiax>
- Viney, C., in Phillips, P. (2019). *Financial institutions, instruments and markets* (8. izd.). McGraw-Hill.
- Vlada Republike Slovenije. (2025). *Nacionalni program finančnega opismenjevanja*.
- White, L. J. (2010). Markets: The credit rating agencies. *Journal of Economic Perspectives*, 24(2), 211–226.
- World Bank Group. (B. l.a). *Fintech and the future of finance*. <https://www.worldbank.org/en/publication/fintech-and-the-future-of-finance>
- World Bank Group. (B. l.b). *The Global Findex database 2021: financial inclusion, digital payments, and resilience in the age of COVID-19*. <https://www.worldbank.org/en/publication/globalfindex>
- World Bank Group. (B. l.c). *The World Bank in Brazil*. <https://www.worldbank.org/en/country/brazil/overview>

- World Bank. (2016). *Long term-finance: Global financial development report* 2015/2016.
- World Federation of Exchanges. (2025). *Market statistics - May 2025*. <https://focus.world-exchanges.org/issue/may-2025/market-statistics>
- Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-3). (2015). *Uradni list Republike Slovenije*, (31). <https://www.uradni-list.si/1/objava.jsp?sop=2015-01-1299>
- Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (ZPIZ-2-UPB18). (2022). *Uradni list Republike Slovenije*, (48). <https://www.uradni-list.si/1/objava.jsp?sop=2022-01-0978>
- Zakon o trgu finančnih instrumentov (ZTFI-1). (2018). *Uradni list Republike Slovenije*, (77). <https://www.uradni-list.si/1/objava.jsp?sop=2018-01-3751>
- Zakon o zavarovalništvu (ZZavar-1). (2015). *Uradni list Republike Slovenije*, (93). <https://pisrs.si/pregledPredpisa?id=ZAKO6183>
- ZEB. (2018). *European banking study: Navigating the road ahead – Market trends in strategic options for European banks*.
- Zetsche, D. A., Buckley, R. P., Arner, D. W., in Barberis, J. N. (2018). From Fintech to Techfin: The regulatory challenges of data-driven finance. *New York University Journal of Law and Business*, 14(2), 393.



Založba Univerze na Primorskem
www.hippocamus.si