

**VILNIAUS UNIVERSITETO  
KAUNO HUMANITARINIO FAKULTETO**

**VERSLO EKONOMIKOS IR VADYBOS KATEDRA**

Tarptautinio verslo studijų programa  
62403S113

**INDRĖ VAITIEKUTĖ**

**MAGISTRO BAIGIAMASIS DARBAS**

**NEKILNOJAMOJO TURTO KAINŲ BURBULŲ TYRIMAS  
LIETUVOJE**

Kaunas 2010

**VILNIAUS UNIVERSITETO  
KAUNO HUMANITARINIO FAKULTETO**

**VERSLO EKONOMIKOS IR VADYBOS KATEDRA**

**INDRĖ VAITIEKUTĖ**

**MAGISTRO BAIGIAMASIS DARBAS**

**NEKILNOJAMOJO TURTO KAINŲ BURBULŲ TYRIMAS  
LIETUVOJE**

Darbo vadovas \_\_\_\_\_  
(parašas)

\_\_\_\_\_  
(darbo vadovo mokslinis laipsnis,  
mokslo pedagoginis vardas,  
vardas ir pavardė)

Magistrantas \_\_\_\_\_  
(parašas)

Darbo įteikimo data \_\_\_\_\_

Registracijos Nr. \_\_\_\_\_

Kaunas 2010

## TURINYS

PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS.....	4
LENTELIŲ SĄRAŠAS.....	4
ĮVADAS.....	5
1. TEORINIAI EKONOMINIŲ BURBULŲ ASPEKTAI .....	9
1.1. Ekonominio burbulo samprata .....	9
1.2. Ekonominių burbulų tipai ir rūšys.....	14
1.3. Burbulų atsiradimo teorijos ir vertinimo metodai .....	23
1.3.1. Kainų burbulo vertinimo metodai .....	28
1.4. Nekilnojamojo turto kainų burbulų susidarymo priežasčių vertinimo modelis .....	30
2. NEKILNOJAMOJO TURTO KAINŲ BURBULŲ ANALIZĖ.....	32
2.1. Nekilnojamojo turto kainų burbulai pasaulyje .....	32
2.2. Nekilnojamojo turto rinkos apžvalga Lietuvoje.....	40
2.3. Nekilnojamojo turto kainų burbulus lėmę veiksniai .....	45
3. KAINŲ BURBULŲ LIETUVOS NEKILNOJAMOJO TURTO RINKOJE TYRIMAS .....	51
3.1. Tyrimo metodika .....	51
3.2. Fundamentalių veiksnių įtakos vertinimas Lietuvos gyvenamojo būsto rinkos kainoms .....	53
3.3. Veiksnių įtakojusių kainų burbulo susiformavimą Lietuvoje vertinimas .....	55
IŠVADOS IR PASIŪLYMAI.....	68
SUMMARY .....	70
LITERATŪRA.....	72
1 PRIEDAS .....	78
2 PRIEDAS .....	79

## PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS

1 pav. Straipsnių skaičius Lexis Nexis pagrindiniuose laikraščiuose.....	9
2 pav. Nekilnojamojo turto kainų burbulo atsiradimo priežastys .....	20
3 pav. Burbulo susiformavimo veiksnių ir priežasčių seka.....	21
4 pav. Nekilnojamojo turto burbulo fazės.....	22
5 pav. Ryšys tarp logistinio modelio kintamųjų .....	25
6 pav. Nekilnojamojo turto kainų burbulų atsiradimą lemiančių veiksnių vertinimo modelis.....	30
7 pav. Japonijos burbulas .....	35
8 pav. Švedijos nekilnojamojo turto kainų indeksas.....	36
9 pav. Case – Shiller JAV būsto kainų indeksas.....	38
10 pav. Butų kainų indeksas.....	41
11 pav. Būsto kainų ir darbo užmokesčio pokyčiai.....	42
12 pav. Akcijų ir gyvenamųjų namų kainų pokyčiai .....	46
13 pav. Veiksniai, lėmę NT kainų didėjimą.....	49
14 pav. Ekspertų pasiskirstymas pagal turimą darbo patirtį.....	55
15 pav. Ekspertų pasiskirstymas pagal organizacijas, kuriose jie dirba.....	56
16 pav. Priežastys, lemiančios NT kainų didėjimą.....	59
17 pav. Ekspertų pasiskirstymas pagal tai ar pritaria, kad gyvenamojo būsto kainos kilo dėl investicijų padidėjimo.....	61
18 pav. Ekspertų nuomonių pasiskirstymas dėl ekonominės krizės įtakos kainų burbulo susiformavimui.....	62
19 pav. Gyvenamojo būsto kainų perspektyvos .....	65
20 pav. Ekspertų nuomonės apie tai, ar buvo galima išvengti NT kainų burbulo Lietuvoje.....	66

## LENTELIŲ SĄRAŠAS

1 lentelė Ekonominio kainų „burbulo“ sąvokos.....	11
2 lentelė Ekonominių teorijų požiūriai į kainų burbulus.....	27
3 lentelė Fundamentalių veiksnių įtaka Lietuvos gyvenamojo būsto kainoms.....	54
4 lentelė Ekspertų pasiskirstymas pagal rinkas, kurias apima jų veiklos sritis.....	56
5 lentelė Duomenys reikalingi Kendall'o konkordancijos koeficiento apskaičiavimui.....	57
6 lentelė Veiksnių, įtakojuusių NT kainų didėjimą Lietuvoje svorio koeficientai.....	60
7 lentelė Pasaulio ir Lietuvos NT kainų burbulų panašumai ir trūkumai.....	63
8 lentelė Bliūkštančio burbulo pasekmių Lietuvos ekonomikai svorio koeficientai.....	64

## ĮVADAS

**Temos aktualumas.** Nekilnojamojo turto rinkos problematikai pasaulyje yra skiriama ypatingai daug dėmesio, nes istorija žino daug liūdnu pavyzdžių, palikusių gilų pėdsaką kai kurių valstybių ekonomikose. Pastaruosius keletą metų ir Lietuvos nekilnojamojo turto rinka sulaukė nemažai dėmesio. Apie galimą rinkos perkaitimą buvo pradėta kalbėti jau 2004 m., o pastarųjų metų Lietuvos nekilnojamojo turto rinkos raidos tempai pranoko daugelio ekspertų ir analitikų lūkesčius. Nekilnojamojo turto kainų augimas Lietuvoje vyko panašiu metu kaip ir visame pasaulyje, tačiau labiausiai augo būsto, kuris didžiają dalimi finansuojamas iš būsto paskolų, kainos. Susidarius palankioms sąlygoms įsigyti būstą, rinkoje susiformavo perteklinė paklausa, kurią lėmė tiek gyventojų noras įsigyti nuosavą būstą, tiek spekuliaciniai tikslai, t.y. noras pasipelnyti iš didėjančių būsto kainų. Be to, kai kurie ekspertai augančias būsto kainas siejo su augančia visos šalies ekonomika, kuri 2003 metais augo sparčiausiai Europoje, o būtent tuo metu, ir nekilnojamojo turto kainos pradėjo didėti. Todėl mokslininkai ir centrinių bankų atstovai, kainoms pradėjus sparčiai kilti, ėmė kalbėti apie galimą kainų burbulo susiformavimą, o taip pat apie galimus neigiamus nekilnojamojo turto kainų burbulo sprogo padarinius šalies ekonomikai - augimo sulėtėjimą, namų ūkio nemokumo atvejų padažnėjimą, netgi galimą bankų krizę ir pan. Todėl dabartinės ekonominės krizės sąlygomis nekilnojamojo turto kainų kritimas yra natūralus reiškinys. Jeigu jos krenta kartu su kitais ekonomiais rodikliais, tokiais kaip BVP, užimtumo ar kainų lygis, tai tas kritimas nėra specifinis rinkos reiškinys, o greičiau stojančios ekonomikos padarinys.

Spaudoje dažnai minimas nekilnojamojo turto kainų burbulas bei jo sprogo Lietuvoje, tačiau mokslinių straipsnių, įrodančių, kokie veiksniai galėjo lemti burbulo susiformavimą nėra labai daug. Kadangi ši tema Lietuvoje yra nauja, todėl Lietuvai, neturinčiai reikiamos patirties ir turtingos nekilnojamojo turto sektoriaus plėtros istorijos, galimybė ieškoti veiksnių, turinčių tendencingą poveikį nekilnojamojo turto rinkai Lietuvoje yra ypač aktualu.

**Problemos ištyrimo lygis:** per pastaruosius dešimt metų nekilnojamojo turto kainos daugelyje pasaulio šalių kilo labai sparčiai, augimo tempais ir trukme pranokdamos daugelio analitikų lūkesčius. Tai paskatino daugelį mokslininkų atlikti įvairius tyrimus, siekiant išsiaiškinti, kas įtakojo nekilnojamojo turto kainų kilimą ir kokie veiksniai lėmė kainų burbulo susiformavimą. Vienas iš kraštutinių ekonominio burbulo požiūrių, plėtotas ekonomisto E. F. Fama, vadinamas „efektyvios rinkos hipoteze“, pagal kurią, racionalių lūkesčių ir efektyvių rinkų pasaulyje burbulai bei jų sprogoimai yra nieko nereiškančios sąvokos, o turto kainos tiesiog atspindi besikeičiančią ir dažnai nepastovią informaciją apie pamatinius veiksnius, kurie turi įtakos kainai. O. Blanchard'as išplėtojo šią teoriją ir pagal ją burbulai gali atsirasti ne tik tada, kai rinkoje veikia racionalūs

investuotojai, bet ir tuomet, kai burbulo sprogdimo laikas nėra tiksliai žinomas, o rinkos dalyviams yra naudinga kilti kartu su burbulu, didinti savo aktyvus ir remiantis fundamentaliais veiksniais, įvertinti situaciją. Būsto kainų kitimą nagrinėjo M. Leika ir M. Valentinaitė (2007), kurie, atlikę nekilnojamojo turto kainų kilimo Vakarų ir Rytų Europos šalyse tyrimą, nustatė, jog būsto kainų kilimui įtakos turėjo finansų rinkų plėtra, paskolų prieinamumas, palūkanų normos mažėjimas bei struktūriniai veiksniai. J. McCarthy ir R. Peach (2004) atliktas JAV nekilnojamojo turto rinkos tyrimas parodė, jog staigus būsto kainų pokytis labiausiai priklauso nuo būstų kiekio, namų ūkio pajamų, statybos įmonių sąnaudų bei investicijų į būstą. C. Faulkner – MacDonagh and M. Mühleisen (2004) teigimu, nekilnojamojo turto kainų kilimo tendencija yra paremta daugelio veiksnių, iš kurių dauguma yra susiję su teigiama ekonomine aplinka. L. Tupėnaitė ir L. Kanapeckienė (2009) nagrinėjo nekilnojamojo turto kainų burbulo pasekmes Baltijos šalims. Mokslininkų atliktas tyrimas parodė, jog būsto kainų augimą labiausiai lėmė ne fundamentalieji, o neracionalieji veiksniai, tokie kaip lūkesčiai, spekuliantų veikla bei būsto kreditavimo sąlygos.

Svarbi ir gana reikšminga yra profesoriaus S.Girdzijausko (2006) sukurta logistinio kapitalo valdymo teorija, kurios esminis elementas yra rinkos ribotumas, dėl kurio rinkoje gali susiformuoti burbulas. Logistinė analizė rodo, kad kai rinka yra pradedama užpildyti, atsiranda „kaitimo“ procesas, t.y. kuo mes daugiau užpildom rinką, tuo prie kitų sąlygų investicijų grąža didėja (didėja pelningumas). O kuomet rinka yra užpildoma arba perpildoma, t.y. rinkoje atsiranda daugiau produkcijos – perprodukcijos, tuomet rinkoje susiformuoja burbulas.

Netvarias situacijas, prie kurių yra priskiriamas ir kainų burbulas, nagrinėjo ir V.Moskaliova. Autorės sukurto logistinio netvarių situacijų ekonomikoje vertinimo modelio pritaikymas leidžia identifikuoti netvarių situacijų, tame tarpe ir kainų burbulo, susidarymą.

**Problema:** nekilnojamojo turto kainų burbulai turi tendenciją rinkoje susidaryti laikas nuo laiko, tačiau vieningos nuomonės dėl jų susidarymą lemiančių veiksnių nėra. Todėl analizuoti būsto kainų kilimą įtakojusius veiksniai yra ypač svarbu.

**Darbo objektas** – kainų burbulai nekilnojamojo turto rinkoje.

**Darbo tikslas** – išanalizuoti teorinius ekonominių burbulų sampratos aspektus ir nustatyti veiksniai, labiausiai įtakojusius nekilnojamojo turto kainų didėjimą Lietuvoje.

Įgyvendinant darbo tikslą bus siekiama įvykdyti šiuos **uždavinius**:

- pateikti ekonominio burbulo sampratą ir išnagrinėti jų rūšis;
- susisteminti ekonominių burbulų teorijų požiūrius į ekonominius burbulus ir jų ciklus;
- apžvelgti kainų burbulus, kilusius nekilnojamojo turto rinkose pasaulyje ir pateikti jų kilimo priežastis bei pasekmes;
- išskirti veiksniai, dažniausiai lėmusius NT kainų kilimą įvairiose šalyse;
- išanalizuoti Lietuvoje kilusį NT kainų burbulą ir jo priežastis;

- nustatyti fundamentalių veiksnių ryšį su gyvenamojo būsto kainomis;
- nustatyti veiksnius labiausiai įtakojusius nekilnojamojo turto kainų burbulo susiformavimą Lietuvoje.

Darbe yra keliamos **hipotezės**:

H1: Lietuvos gyvenamojo būsto kainų burbulą įtakojo fundamentalūs veiksniai;

H2: Lietuvos nekilnojamojo turto rinkos kainų burbulas susijęs su paskolų politika, ekonomine krize ir finansinio kapitalo pertekliumi.

**Darbo struktūra.** Pirmojoje darbo dalyje „TEORINIAI EKONOMINIŲ BURBULŲ ASPEKTAI“, remiantis moksline literatūra, nagrinėjamos ekonominio ir nekilnojamojo turto kainų burbulų sampratos interpretacijos, apžvelgiami ekonominių burbulų tipai bei rūšys, analizuojamos burbulų atsiradimo teorijos ir modeliai. Taip pat šioje darbo dalyje išskiriamos nekilnojamojo turto kainų burbulo atsiradimo priežastys.

Antrojoje darbo dalyje „NEKILNOJAMOJO TURTO KAINŲ BURBULŲ ANALIZĖ“ nagrinėjami NT kainų burbulai, kilę pasaulyje, taip pat pateikiamos jų kilimo priežastys ir pasekmės įvairių šalių ekonomikoms. Be to, šioje dalyje taip pat yra išskiriami bendri visoms šalims veiksniai, kurie labiausiai įtakojo NT kainų burbulų kilimą tose šalyse.

Trečiojoje darbo dalyje „KAINŲ BURBULŲ LIETUVOS NEKILNOJAMOJO TURTO RINKOJE TYRIMAS“ aptariama tyrimo metodika, kuria remiantis atliekamas tyrimas. Šioje dalyje pirmiausia nustatomas ryšys tarp fundamentalių veiksnių ir gyvenamojo būsto kainų, kuriuo remiantis, išsiaiškinami veiksniai labiausiai įtakoję gyvenamojo būsto kainų didėjimą. Taip pat šioje dalyje atliktas ekspertinis vertinimas, kuris padėjo nustatyti veiksnius, lėmusius NT kainų burbulo susiformavimą Lietuvoje.

**Tyrimo metodai.** Rašant šį darbą buvo naudojama mokslinės literatūros analizė, sintezė, statistinių duomenų analizė ir ekspertinis vertinimo metodas. Darbe atlikta koreliacinė – regresinė analizė, kurios tikslas nustatyti ryšį tarp dviejų kintamųjų. Išanalizuoti ir susisteminti duomenys apdoroti naudojant statistinį paketą SPSS 17.0 ir programinį paketą Microsoft Excel.

**Darbe naudoti literatūros šaltiniai.** Rašant darbą daugiausiai buvo naudojamos Lietuvos ir užsienio autorių mokslinė literatūra, moksliniais straipsniais ir kitais įvairiais darbais, taip pat empiriniais tyrimais, internete pateikiama statistinė informacija bei įvairiomis apžvalgomis apie nekilnojamojo turto rinką.

**Teorinė darbo reikšmė.** Magistriniame darbe atlikta įvairių autorių ekonominio burbulo sampratos interpretacijų analizė, leido išskirti pagrindines nekilnojamojo turto kainų burbulo atsiradimo priežastis. Įvertinus moksliniuose šaltiniuose pateikiamus kainų burbulą lemiančius veiksnius, apibendrinti ir išskirti veiksniai, labiausiai įtakojantys kainų burbulo didėjimą. Taip pat

magistriniame darbe svarbu išanalizuoti ir logistinio kapitalo valdymo teoriją, kuri ištiktujų pagrindžia burbulo atsiradimą.

**Praktinė darbo reikšmė.** Atliekant koreliacinę – regresinę analizę, naudojantis SPSS programa, nustatytas ryšys tarp fundamentalių veiksnių ir vidutinės gyvenamojo būsto kainos, o tai padėjo nustatyti veiksnius, įtakojusius gyvenamojo būsto kainų augimą. Taip pat magistriniame darbe atliktas ekspertinis vertinimas, kuris atskleidė veiksnius, labiausiai lėmusius nekilnojamojo turto kainų burbulo susiformavimą Lietuvoje bei priežastis, dažniausiai lemiančias burbulo susiformavimą.

**Darbo struktūros paaiškinimas:** darbą sudaro įvadas ir 3 dėstymo dalys. Darbo pabaigoje pateikiamos išvados. Darbo apimtis - 65 puslapiai, naudoti 56 literatūros šaltiniai, 20 paveikslų ir 8 lentelės.



# 1. TEORINIAI EKONOMINIŲ BURBULŲ ASPEKTAI

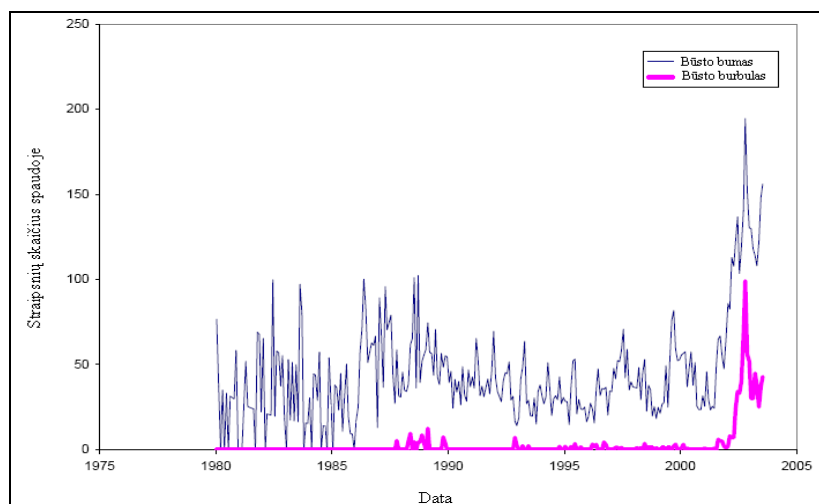
Pirmojoje darbo dalyje yra analizuojama ekonominio „burbulo“ samprata, apžvelgiami mokslininkų pateikiami kainų burbulo tipai bei rūšys. Apibendrinant įvairių autorių nuomones, yra išskiriamos pagrindinės priežastys, kurios lemia nekilnojamojo turto burbulo atsiradimą, taip pat yra įvardijami indikatoriai, kurie rodo galimo kainų kilimo ar kritimo tikimybę. Be to, šioje darbo dalyje yra nagrinėjamos burbulų atsiradimo teorijos bei vertinimo metodai.

## 1.1. Ekonominio burbulo samprata

Ekonominiai burbulai pasaulyje nėra kažkoks naujas reiškinys, tačiau iki šiol sulaukia nemažai mokslininkų dėmesio. Nors kai kurie analitikai teigia, jog kuomet kainų burbulas tampa pakankamai didelis ir keliantis grėsmę esančiai ekonominei sistemai, tuomet centrinis bankas turėtų įsikišti atitinkamais monetarinės politikos veiksmais, tačiau jau beveik dešimtmetį vyksta rimta akademinė diskusija apie tai, ką centriniams bankams daryti su burbulais, kylančiais tai vienoje, tai kitoje rinkoje.

Fundamentaliais veiksniais nepaaiškinamas spartus kainų kilimas pasaulio praktikoje įgavo savitą pavadinimą – burbulas. Pati burbulo sąvoka galbūt nėra tokia aktuali ekonomikai, kaip burbulo sprogdimas ir jo padariniai, tačiau suprasti, kas tas kainų burbulas bei įvertinti teorinius jo formavimosi aspektus yra ne ką mažiau svarbu.

Iki šiol nėra susitarta dėl pačios sąvokos „burbulas“ sampratos. V.Azbainio (2009) teigimu, ši sąvoką pradėta vartoti ne taip jau ir seniai. K.E.Case ir J.R.Shiller (2003) atliktame tyrime suskaičiuota, kiek nuo 1980 m. pagrindiniuose laikraščiuose anglų kalba visame pasaulyje per mėnesį buvo straipsnių, kuriuose pavartotas terminas „burbulas“.



Saltinis: Case, K.E.; Shiller, R.J. Is There a Bubble in the Housing Market, 2003, p. 41.

1 pav. Straipsnių skaičius Lexis Nexis pagrindiniuose laikraščiuose

Kaip matome 1 pav., viena kreivė rodo, kiek straipsniuose buvo pavartotas terminas „bumas“, o kita – kiek „burbulas“. Grafiko duomenimis, terminas „burbulas“ labiausiai paplito 2002 m. Terminas „bumas“ yra neutralėsnis nei „burbulas“. „Bumas“ rodo galimybę investuotojams, o „burbulas“ labiau atspindi neigiamą reiškinių sampratą, požiūrį, kad kainos kris. Pati būsto burbulo sąvoka dažnai suprantama kaip kainų didėjimas, nepagrįstas fundamentaliais rodikliais. Kadangi ne visada aišku, kada kainų kitimas nepagrįstas, kyla daug skirtingų būsto burbulo sąvokos interpretacijų. Nesutariama, kas yra kainų burbulas, o kas tiesiog kainų kilimas. Įtakingos pasaulio institucijos, tokios kaip Federalinė rezervų sistema JAV ar Europos centrinis bankas savo leidžiamuose žodynuose tokios sąvokos kaip „būsto burbulas“ ar tiesiog „kainų burbulas“ nepateikia<sup>1</sup>. Tačiau mokslinių publikacijų, kuriose analizuojama ši sąvoka, yra nemažai. Tiesa, kartais ekonominis burbulas dar gali būti vadinamas „spekuliaciniu burbulu“, „tam tikros rinkos burbulu“, „finansiniu burbulu“ arba „spekuliacine manija“.

Taigi pasak V.Azbainio (2009), dažniausiai pasitaikančią burbulo sąvokos sampratą pateikė profesorius J.E Stiglitzas. Jo teigimu, didelių kainų priežastis yra tik ta, kad investuotojai mano, kad pardavimo kaina bus didelė ir ateityje ir ji nesusijusi su fundamentaliais faktoriais. Tačiau tame pačiame straipsnyje yra ir kita šios sąvokos samprata: kainos didelės, nes manoma, kad kainos didės ir ateityje, ir tai keičia esminius fundamentalius rodiklius, kuriais galima pagrįsti išliekančią didelę turto kainą.

Anot V.Moskaliovos ir S.Girdzijausko (2005) formuojantis burbulams neįprastai pakyla prekių ar paslaugų kainos arba išskirtinai didelės tampa palūkanų normos sukeliančios tam tikros visuomenės dalies didesnę domėjimąsi ar net ažiotažą. Tai „situacija, kai laikinai aukštos kainos yra paremtos daugiausiai investuotojų entuziazmu, o ne realia jų verte“.

R. Kuodis (2008a) burbulą apibūdina kaip tam tikro turto kainos didėjimas besitęsiančiu procesu, kai pradinis kainos padidėjimas sukuria tolesnio didėjimo lūkesčius ir pritraukia naujų pirkėjų – daugiausia spekuliantų, kuriems rūpi pelnas iš prekybos turtu, o ne turto gebėjimas duoti pajamų.

Kadangi daugelis autorių, ekspertų bei rinkos analitikų ekonominį burbulą aiškina gana įvairiai, todėl 1 lentelėje yra pateikiami skirtingi „burbulo“ apibūdinimai.

---

<sup>1</sup> AZBAINIS, V. (2009) *Būsto kainų burbulo vertinimo modeliai. Būsto kainų burbulas Lietuvoje*. Vilnius, p. 272.

## Ekonominio kainų „burbulo“ sąvokos

Autorius	Metai	Sąvoka
Eatwell J.	2004	Ekonominis burbulas – tai procesas, kurio metu tam tikrų prekių kainos nuolat didėja ir įsuka kainų didėjimo spiralę, o rinkos dalyviai yra įsitikinę, kad kainos bus siūlomos vis aukštesnės.
Šimašius R.	2005	Kainų burbulas - tai tokia būklė, kai tam tikrų produktų kainos kurį laiką reikšmingai kyla, o vėliau gali staiga smarkiai smukti.
Titarenko V., Rudzkiš R., Titova N.	2005	Burbulas – situacija, kai kainos rinkoje formuojamos pirmiausia psichologinių veiksnių ir atitrūksta nuo jas paaiškinančių fundamentalių veiksnių.
Vainienė R.	2005	Kainų burbulas – spekuliacinių lūkesčių sukeltas tam tikros kategorijos prekių kainų kilimas, pasibaigiantis staigiu ir dideliu kainų kritimu.
S.Girdzijauskas	2006	Burbulas pasireiškia tam tikrų produktų kainų ypač dideliu augimu. Izoliuotai ar uždaroje aplinkoje veikiantys rinkos subjektai anksčiau ar vėliau patiria stipresnį ar silpnesnį kapitalo prisotinimą, t.y., priartėja prie kapitalo išteklių panaudojimo ribos. Tuomet, didėjant vidinei gražos normai, sistema tampa neadekvačiai efektyvi. Šis reiškinys praktikoje vadinamas burbulo susiformavimu.
Smith M.H., Smith G.	2006	Burbulas - tai tam tikros rūšies turto (akcijų ar nekilnojamojo turto) rinkos kainos kilimas gerokai viršijant tikėtiną to laikotarpio to turto kainą.
Moskaliova V.	2009	Burbulas yra eksponentiškai augantis kainos didėjimo procesas, kai pradinis kainos padidėjimas įvyksta dėl reikšmingai sumažėjusios kapitalo nišos ir dėl to smarkiai išaugusios investicijos vidinės gražos normos. Tai sukuria tolesnio nenutrūkstančio pajamų augimo lūkesčius ir papildomai pritraukia naujus trumpalaikius investuotojus (spekuliantus).

Šaltinis: sudaryta autorės

Kiekvienas autorius pateikia gana savitą kainų „burbulo“ apibrėžimą. Anot R.Vainienės (2005), burbulas yra pats save maitinantis procesas, kai rinkos dalyvių kainų kilimo lūkesčius sustiprina tų lūkesčių paskatintas paklausos (ir kainų) didėjimas. Sunku nustatyti, kada kainų

kilimas jau laikytinas burbulu, nes situacija, kad esama burbulo, nustatoma tik tuomet, kai burbulas sprogs, t.y. kainos sparčiai krinta.

Titarenko V., Rudzkis R., Titova N. (2005) teigia, kad kainų burbulo formavimąsi pirmiausiai lemia psichologinės priežastys. Tai tarsi finansinių išteklių, skirtų nekilnojamajam turtui įsigyti, infliacija – psichologinis motyvas įsigyti nekilnojamąjį turtą būtent šiandien, nes rytoj jis bus brangesnis<sup>2</sup>. Apie tai, kad kainų „burbulas“ yra paremtas psichologiniais veiksniais, taip pat kalba ir konsultantų ir turto vertintojų biuro analitikė I.Zakalskytė (2006), kurios teigimu „kainos labai greitai kyla ne dėl objektyvių priežasčių, o dažniausiai remiasi „bandos“ jausmu, „mada“ ar žmonių lūkesčiais“.

M.H.Smith ir G.Smith (2006) pasiūlytas burbulo apibrėžimas apima daug veiksnių, tokius kaip greitą kainų kilimą, spekuliatyvų požiūrį į kainų kilimą ateityje nevertinant ateities pinigų srautų ir galiausiai kainų kritimą rinkoje.

C. Kindleberger'is burbulą apibūdino taip: „... didelis aktyvų ir aktyvų aibės kainos didėjimas besitęsiančiu procesu, kaip pagrindinis kainos padidėjimas sukuria tolesnio didėjimo lūkesčius ir pritraukia naujus pirkėjus – daugiausia spekuliantus, kuriems rūpi pelnas iš prekybos aktyvu, o ne aktyvo galimybė generuoti pajamas.“<sup>3</sup>. Pasak L.Belinskajos (2007) šis apibrėžimas patvirtina nekilnojamojo turto kainų didėjimo panašumą su infliacija – tolesnio didėjimo lūkesčiai įsuka kainų didėjimo spiralę, o jai sustabdyti gali prireikti drastiškų priemonių. Burbulai gali atsirasti kiekvieno aktyvo rinkoje: akcijų, obligacijų, kreditų ar nekilnojamojo turto.

Realiam laike nustatyti burbulą yra gana sunku, todėl ekonomistai, analitikai ir ekspertai dažnai nesutaria dėl kainų virsmo grėsmingu burbulu ir stengiasi atsargiai jį vertinti. To priežastį galima aptikti įvertinus burbulo raidos scenarijų – paprastai apie burbulą kalbama būtuojų laiku, nes pasakyti, ar burbulas egzistuoja, yra sudėtinga. Tik burbului sprogs ir kainoms mažėjant, galima galutinai patvirtinti, kad burbulas buvo. Tačiau pasak J.Calverley (2004), atpažinti burbulą galima jau tuomet, kai jis yra visiškai arba beveik visiškai „išsipūtęs“, todėl autorius pateikia sąrašą tipišku burbulo ypatybių:

- sparčiai auga kainos;
- sparčiai didėja lūkesčiai;
- rinkos pervertinimas, lyginant su ankstesniais laikotarpiais;
- kelerių metų ekonomikos pakilimas;
- naujas elementas, pvz. technologijos akcijų rinkoje;
- subjektyvūs „pokyčiai“;
- nauji investuotojai ir verslininkai;

---

<sup>2</sup> BELINSKAJA, L.; RUTKAUSKAS, V. (2007) *Būsto kainų burbulo sproginimas – problemos vertinimas*, p. 8.

<sup>3</sup> KUODIS, R. (2006) *Ar buvo nekilnojamojo turto burbulas Lietuvoje?* Vilnius.

- didelis populiarumas ir žiniasklaidos susidomėjimas;
- didelis skolinimosi kilimas;
- dažnėjantis įsiskolinimas;
- nauji kreditoriai arba nauja skolinimosi politika;
- laisva pinigų politika;
- mažėjantis namų ūkių taupymas;
- stiprus valiutos keitimo kursas<sup>4</sup>.

Nors ne visi šie elementai atsispindi kiekviename burbule, nes ekonominiai burbulai yra skirtingi, tačiau pastebėjus nors keletą šių charakteristikų, galima sakyti, kad rinkoje jau yra burbulas. Taigi remiantis šiomis charakteristikomis, burbulą galima atpažinti dar tik jam susiformavus, o ne tada, kai burbulas jau sprogo.

Iki šiol tikslios ekonominių burbulų atsiradimo priežastys yra neaiškios ir toliau tiriamos daugelio ekonomikos ekspertų. Vienų autorių nuomone, burbulų atsiradimą lemia silpna finansinė sistema, kiti teigia, jog burbulo atsiradimą sukelia infliacija, o dar kiti autoriai kainų burbulo atsiradimą grindžia psichologinių veiksnių įtaka. Tačiau pasak R. Kuodžio (2006) burbulą gali pagimdyti ir fundamentalių veiksnių pokytis, jei jis po to paskatina į rinką ateiti spekuliantus, kuriuos vilioja spartaus kainų kilimo ir didžiausio likvidumo derinys. Jie rezervuoja ar perka turtą, tikėdamiesi uždirbti iš jo pabrangimo. Siekiančių didelių pelnų vietinių investuotojų gretas papildė užsienio piliečiai. O kaip teigia Titarenko V., Rudzki R. ir Titova N. (2005), didėjanti spekuliantų rinkoje dalis – tai dar vienas dažnai minimas kainų burbulo požymis.

A. Greenspanas kalbėdamas apie burbulų įtaką finansų sistemos stabilumui, teigia jog centriniai bankai turėtų ne bandyti „pradurti“ burbulą, jei įtaria, kad toks pučiasi, o verčiau ryžtingai šalinti burbulo sprogo padarinius. Tačiau pasak F. S. Mishkino, reikia nukirsti burbulų ir kredito grįžtamąjį ryšį. Pati geriausia priemonė pasiekti šį tikslą – finansų sistemą reguliuojančių ir prižiūrinčių institucijų pastangos peržiūrėti finansų institucijų vadovų bei darbuotojų paskatas, dažnai balansuojančias ant teisėtumo ribos<sup>5</sup>. Jeigu rinkoje išivyrą lūkesčiai, kad koks nors turtas smarkiai brangs, net reikšminis oficialiųjų palūkanų padidinimas gali nepaveikti burbulo, tačiau toks bandymas gali neigiamai paveikti su burbulu nesusijusius ūkio sektorius.

Apibendrinant galima teigti, kad nors kainų burbulo sąvoka mokslininkų yra aiškinama skirtingai, tačiau jų pateikiamuose apibrėžimuose atsispindi panašūs elementai – tai staigus kainų augimas, po kurio seka kainų kritimas, spekuliacija ir lūkesčiai, psichologinės priežastys. Todėl ekonominis kainų „burbulas“ yra suvokiamas kaip ypač staigus kainų augimas, kuomet kainos padidėjimas sukuria tolesnio didėjimo lūkesčius ir taip yra pritraukiama dar daugiau pirkėjų. Tačiau

<sup>4</sup> CALVERLEY, J. (2004) *Bubbles and how to survive them*. London, p. 18.

<sup>5</sup> KUODIS, R. (2008a) *Burbulai: kodėl jie pučiasi ir ką su jais daryti*. Vilnius, p. 28.

anksčiau ar vėliau kainos, pakilusios iki tam tikro lygio, pradeda kristi ir dažniausiai pasiekia panašų lygį, koks buvo prieš staigų pakilimą.

## 1.2 Ekonominių burbulų tipai ir rūšys

Pasaulio istorijoje yra žinoma nemažai finansinių krizių, kurios dažniausiai kyla po to, kai susidaro kainų burbulas. Istoriniai tokių krizių pavyzdžiai yra olandiškų tulpių svogūnėlių manija, Pietų jūros burbulas Anglijoje, Misisipės burbulas Prancūzijoje ir Didžioji Depresija 1929 m. JAV. Dar dramatiškiau nekilnojamojo turto ir akcijų kainos pakilo Japonijoje 8-ojo dešimtmečio pabaigoje, o vėliau, 1990 m., įvyko visiška griūtis. Panašūs procesai devintajame dešimtmetyje ir dešimtojo dešimtmečio pradžioje vyko Norvegijoje, Suomijoje ir Švedijoje. Kylančiose ekonomikose tokio tipo finansinės krizės ypač paplito devintajame dešimtmetyje. Tai pasakytina apie Argentiną, Čilę, Meksiką ir Pietų Azijos šalis: Malaiziją, Indoneziją, Tailandą ir Pietų Korėją<sup>6</sup>. Todėl remdamiesi istorinėmis finansų krizėmis, kai kurie mokslininkai, ekonomikos teorijoje, kainų burbulus skirsto į tipus. Kadangi, jų nuomone, tam tikro turto kainos dažniausiai kyla dėl trijų priežasčių (ekonomikos augimo, infliacijos ir bankų kreditų palūkanų normų), todėl jie išskiria trijų tipų burbulus:

- Racionalūs burbulai (dėl laukiamų teigiamų pokyčių);
- Vidiniai burbulai (dėl neteisingo fundamentalių rodiklių įvertinimo);
- Išoriniai burbulai (dėl išorinio nesusijusio veiksnio manipuliacijų turto)<sup>7</sup>.

*Racionalūs burbulai.* Jie susidaro tada, kai investuotojai tiki, kad turto kainos bus didesnės ateityje. Investuotojai supranta, jog bus pasiektas toks lygis, kai burbulas sprogs, ir už šią riziką nori atitinkamai daugiau pelno. Kuo kaina kyla labiau, tuo jų rizika didėja ir norimo pelno dydis auga. Taip yra įsukama kainų spiralė, kuri galiausiai subliūkšta.

*Vidiniai burbulai* susidaro investuotojams sistemiskai ir reguliariai neįvertinant fundamentalių veiksnių. Tai gali įvykti staigių inovacijų laikotarpiu, kai racionaliems investuotojams sunku nustatyti fundamentalią turto vertę. Tokie burbulai gali kelti kainas ilgą laiką ir vėliau susprogti dėl informacijos pokyčių.

*Išoriniai burbulai* susidaro tada, kai, kitais atžvilgiais racionalūs, investuotojai pradeda abejoti. Dėl šių abejonių jie pradeda kelti kainas, veikiami vien išorinių veiksnių, kurie neturi jokios įtakos fundamentaliai vertei.

H.Lind (2008) siūlo ir kitokių burbulų skirstymas į tipus, dėmesį sutelkiant ir į įvairių faktorių, ir į individų, turinčių skirtingų žinių, skirtingų planų ir lūkesčių ir skirtingai reaguojančių į tam tikrus reiškinius, sąveikas. Todėl jis išskiria:

<sup>6</sup> ALLEN, F.; GALE, D. (1999) *Bubbles, crises, and policy*, p. 9.

<sup>7</sup> AZBAINIS, V. (2009) *Būsto kainų burbulų vertinimo modeliai. Būsto kainų burbulas Lietuvoje*. Vilnius, p. 274.

- Grynai spekuliacinį burbulą, kuriam susidarius investuotojai mato, kad esama rinkos kaina yra per didelė, bet jie vis tiek tikisi, kad ji dar kurį laiką kils ir jie sugebės parduoti turtą prieš kainoms nukrentant.
- Iracionalių lūkesčių burbulas susidaro, kai manoma, kad kainos ilgai kils ateityje ir jų augimo tempas bus didesnis nei istorinis vidurkis. Šiuo atveju pirkėjas moka didelę kainą už namą arba butą ir planuoja ilgiau jo neparduoti dėl tam tikrų savo prielaidų, kurios neparemtos istoriniais modeliais ar patikimais įrodymais.
- Iracionalus institucijų burbulas. Pagrindinis šio burbulo mechanizmas slypi įgaliotų tarpininkų problemoje, kai jie turi ketinimų mokėti didesnes kainas už turtą, nei galima tikėtis iš istorinių modelių, neįvykus jokiems svarbiems įvykiams, kurie turėtų įtakos kainoms. Tai dažniausiai vyksta per įvairias kredito institucijas, nes norint pakelti kainas šiais atvejais reikalingi dideli finansiniai ištekliai<sup>8</sup>.

Taigi nors kiekvienas burbulas gali turėti unikalių savybių, tačiau vis tiek juos galima skirstyti į tipus pagal vyraujančius specifinius mechanizmus.

Ekonomikos teorijoje be burbulų tipų, taip pat dar yra išskiriama keletas ekonominių burbulų rūšių: akcijų rinkos burbulas, nekilnojamojo turto burbulas ir burbulai, susidarantys kitose rinkose, įskaitant tauriuosius metalus, energijos išteklius ir kitas prekes. Visi ekonominiai burbulai yra tarpusavyje susiję ir gali migruoti iš vienos rinkos į kitą, o dėl globalizacijos poveikio gali lengvai migruoti iš vienos šalies į kitą<sup>9</sup>.

Akcijų rinkos burbulas yra apibūdinamas kaip ekonominis burbulas, kuris vyksta akcijų rinkoje, kuomet tam tikros šakos, pramonės ar verslo sektoriaus akcijų kainos kyla ir dažnai yra pervertinamos, t.y. neatitinka realios rinkos vertės<sup>10</sup>. S.Girdzijausko ir kitų autorių (2009) teigimu, burbulas kyla tada, kai spekuliantai pastebi akcijų vertės teigiamą poslinkį ir nusprendžia pirkti tų akcijų daugiau, tikėdamiesi, kad jų vertė ir toliau kils.

Kaip teigia O.Blanchard (2007), kainos akcijų rinkoje gali padidėti dėl dviejų priežasčių:

1. dėl tikrosios vertės pokyčio, kurį gali lemti, pavyzdžiui, dabartinių ar ateityje laukiamų dividendų padidėjimas. Žinodami, kad už akciją dabar ar ateityje bus galima gauti didesnius dividendus, investuotojai jau dabar sutinka už jas mokėti daugiau;
2. dėl spekuliacinio burbulo. Šiuo atveju investuotojai perka brangiau vien todėl, kad tikisi ateityje kainą dar labiau padidėsiant.

<sup>8</sup> LIND, H. (2008) *Price Bubbles on the Housing Market: Concept, theory and indicators*, p. 9.

<sup>9</sup> GIRDZIJAUSKAS, S.; ŠTREIMIKIENĖ D. ir kiti. (2009) *Formation of economic bubbles: causes and possible preventions*. Vilnius, p. 269.

<sup>10</sup> DONALDSON, R. Glen; KAMSTRA, Mark. (1996) A New Dividend Forecasting Procedure That Rejects Bubbles in Asset Prices: The Case of 1929's Stock Crash, p. 334.

Nors burbulai, besiformuojantys akcijų rinkose, periodiškai „bliūkšta“, tačiau laikui bėgant visi vėl patiki didžiuliu rinkos didėjimo potencialu, ir taip susiformuoja naujas burbulas.

Kitas ekonominių burbulų tipas – tai nekilnojamojo turto kainų burbulas, kuris formuojasi tada, kai nekilnojamojo turto kainos kyla greitu tempu. Šis burbulas periodiškai pasireiškia vietinėje ir globaliose rinkose. Nekilnojamojo turto kainų burbulas taip pat pasireiškia staigiu spekuliatyviu nekilnojamo turto vertės didėjimu kol pasiekiamas lygis, kurio paaiškinti nebegalima nei ekonominio augimo nei kitais su gyventojų pajamomis susijusiais rodikliais<sup>11</sup>.

Pasak Titarenko, Rudztkio ir Titovos (2005), nustatyti kainų burbulo buvimą nekilnojamo turto rinkoje yra labai sunku, netgi vertinant ex-post. Vargu ar galima atrasti universalių požymių, kurie vienareikšmiškai bylotų apie nekilnojamojo turto rinkos perkaitimą bei neišvengiamą burbulo sprogamą.

Laisvosios enciklopedijos duomenimis, nekilnojamojo turto kainų burbulo požymiai:

- Finansinis pasiekiamumas. Didelė dalis gyventojų, net turintys mažas pajamas, gali įsigyti būstą išsimokėtinai. Kredito įstaigos (bankai ir pan.) patenkina didžiąją dalį paskolų prašymų.
- Nedidelės paskolų palūkanos leidžia imti dideles paskolas ilgam laikotarpiui.
- Nuomos mokestis. Nuomos mokestis yra artimas arba prilygsta mėnesinei būsto paskolos gražinimo įmokai.
- Statybos rentabilumas. Akivaizdžiai didesnis, nei kitų ūkio sričių.

Anot Titarenko ir kt. autorių (2005), požymiai, rodantys, jog rinkoje jau yra susiformavęs nekilnojamojo turto kainų burbulas, būtų tokie:

- pirmas nekilnojamojo turto rinkos perkaitimo požymis – per daug spartus nepagrįstas kainų kilimas.
- Antrasis požymis, įtakojantis kainų burbulą - tai į nekilnojamojo turto rinką įsitraukiantys perpardavinėtojai. Neretai tokie spekuliantai pasinaudoja esama padėtimi rinkoje ir gauna iš to nemenką pelną. Perpardavinėtojams rūpi ne kapitalo teikiamos pajamos, o pelnas iš parduodamo kapitalo. Todėl kainos kyla „nenatūraliai“.

Tačiau svarbu paminėti ir tai, jog didėjanti spekuliantų dalis – neigiamas reiškinys, nes perpardavinėtojų rankose „užšaldoma“ daug nekilnojamojo turto, dėl to didėjančios paklausos sąlygomis atotrūkis tarp paklausos ir pasiūlos plečiasi. Tačiau, rinkoje prasidėjus kainų stabilizavimuisi ar mažėjimui, savo turto pirmiausia norės atsikratyti būtent spekuliantai. Kadangi

---

<sup>11</sup> Nekilnojamojo turto analitika „Burbulas.lt“ (2006) *Kas yra nekilnojamo turto kainų burbulas?*



nekilnojamas turtas yra santykinai nelikvidus, tai gali stipriai paveikti kainas rinkoje ir taip sukelti rinkos destabilizaciją<sup>12</sup>.

V. Azbainio (2009) teigimu, numatyti būsto kainų burbulų atsiradimo laiką ir dydį yra gana sunku, tačiau jų atsiradimą dažnai indikuoja tam tikri rodikliai. Todėl numatyti galimo kainų kilimo ar kritimo tikimybei, yra siūloma naudoti indikatorių sistemą. Pagrindiniai indikatoriai būtų šie: kainos ir pajamų santykis, būsto išlaidos, būsto pasiūla, pirkėjo lūkesčiai dėl kainų, pirkėjo nekantrumas ir finansinės rizikos prisiėmimas, kreditų rinka ir spekuliatyvus elgesys.

*Kainos ir pajamų santykio indikatorius.* Būsto kainos ir pajamų santykis yra objektyvus fundamentalus rodiklis, rodantis, kaip kinta vartotojo galimybė įsigyti būstą. K. E. Case ir R. J. Schilleris 2003 m. atliko tyrimus, taikant šį rodiklį, ir nustatė, kad pajamų didėjimas visiškai paaiškina būsto kainų kilimą daugeliu atveju. Tačiau yra teigiančių, kad kainos ir pajamų santykio rodiklis yra netinkamas kaip burbulų indikatorius, kadangi vartotojams nerūpi kainos ir pajamų santykis, o juos labiau domina būsto išlaidų ir pajamų santykis.

*Būsto išlaidų indikatorius.* Vertinant būsto išlaidų indikatorių nereikėtų vadovautis standartine išlaidų koncepcija, kai į vartotojo išlaidas įtraukiami turto vertės pokyčiai. Geriau sutelkti dėmesį į tiesiogines išlaidas. Palūkanų išlaidos sudaro didelę būsto išlaidų dalį ir galimas indikatorius būtų vidutinio pirkėjo nominaliųjų palūkanų normų ir jo pajamų ryšys.

*Būsto pasiūlos indikatorius.* Šį indikatorius galima paaiškinti taip: bankų palūkanų normos krenta ir taip padidina būsto paklausą, trumpuoju laikotarpiu, kai pasiūla ribota, tai pakelia kainas, didesnės kainos didina įmonių pelningumą ir tai privilioja kitas įmones į šią rinką ir galiausiai padidėjusi pasiūla priveda prie kainų, pagrįstų statybų išlaidomis. Tačiau šis modelis turi ir tam tikrų trūkumų. Visų pirma sumažėjusi pasiūla nebūtinai turi vesti prie didėjančių kainų, kadangi tai ilgalaikio vartojimo prekės ir žmonės gali palaukti palankesnių kainų. Kitas trūkumas yra tas, kad kartais rinkoje būna labai sunku padidinti būsto pasiūlą, tokiu atveju į rinką negali ateiti nauji pasiūlos dalyviai ir kaina nemažėja.

*Pirkėjo lūkesčių dėl kainų indikatorius.* Lūkesčiai formuoja vartotojų elgseną ir visiškai natūralu, kad vartotojai tikėdamiesi, kad būsto kainos augs ir toliau, perka jį didesnėmis kainomis. Rinkoje būna fundamentalių veiksnių, kurie turėtų sukelti kainas, tačiau lūkesčiai dėl tų veiksnių kartais būna nepagrįsti ir jie dar labiau padidina kainas nei patys veiksniai.

*Pirkėjo nekantrumo ir finansinės rizikos prisiėmimo indikatorius.* Vartotojų nekantrumas ir finansinės rizikos prisiėmimas susijęs su tuo, kad laukimo kaina jiems tampa per didelė ir jie nori suspėti greičiau įsigyti būstą, kol kainos dar nepakilo. Šiuo atveju pirkimas susijęs su bandos instinktu, kai vartotojai stengiasi kuo greičiau įgyvendinti savo poreikius įsigyti būstą. Dar didesnė kainų burbulų grėsmė, kai pirkėjai naudojami rizikingomis finansinėmis alternatyvomis.

---

<sup>12</sup> Titarenko, V., Rudzkiš, R., Titova, N. (2005) *Nekilnojamojo turto rinkos apžvalga: kainų burbulas?* Vilnius.

*Kreditų rinkos indikatorius.* Kreditų rinkos pasikeitimai yra svarbus indikatorius kainų pokyčiams analizuoti. Analizuojant nekilnojamojo turto rinką reikia atsižvelgti, kaip kinta paskolų ir būsto vertės santykis. Kainų kilimo metu šis santykis turėtų mažėti augant vertei, tačiau jei jis nesikeičia, tai gali signalizuoti apie per lengvas skolinimosi sąlygas rinkoje.

*Spekuliatyvaus elgesio indikatorius.* Spekuliantų elgesys yra puikus indikatorius, kad kainos kyla nepagrįstai. Kai būsto kainos kyla per greitai ir atrodo, kad jos kils ateityje, atsiranda didelis spekuliacinis motyvas nupirkti būstą ir greit jį parduoti. Tai dar labiau didina paklausą ir kainas.

*Nuomos ir būsto kainos indikatorius.* Naudojant nuomos ir būsto kainos santykį daug lengviau nustatyti burbulo atsiradimą: nuomos ir būsto kainų augimas turėtų keistis panašiomis proporcijomis, nes kitu atveju tai reikš, kad susidarys būsto kainų burbulas<sup>13</sup>

Taigi mokslininkas, tyrinėdami nekilnojamojo turto kainų kilimą ir kritimą, turi patys pasirinkti indikatorius, kurie, jų manymu, geriausiai atitinka rinkos pokyčius.

Anot L.Belinskajos (2007) pasaulinėje ūkio raidos istorijoje buvo ne viena krizė, duodanti peno ekspertams ir analitikams metų metus gvildinti problemą siekiant išvelgti padarinius nulėmusias priežastis bei būdus ir priemones netekimams sumažinti. Nekilnojamojo turto kainų didėjimo ir virsmo burbulu teorijos leidžia išvelgti racionalius, riboto racionalumo ir neracionalius vartotojų motyvus (priežastis), skatinančių įsigyti aktyvų. Tačiau taip pat svarbu yra nustatyti ir priežastis, dėl kurių susiformuoja nekilnojamojo turto burbulas.

Lietuvos laisvosios rinkos instituto viceprezidentas R.Šimašius (2005) išskiria keletą veiksnių, kurie jo nuomone didina nekilnojamojo turto kainas:

- didesnės žmonių pajamos;
- noras gyventi erdviau;
- geresnės galimybės gauti paskolą būstui;
- geresnių alternatyvų investuoti laisvus pinigus nebuvimas;
- brangstančios statybos darbų sąnaudos;
- apribojimai naujoms statyboms.

Laisvosios enciklopedijos duomenimis, nekilnojamojo turto burbulo atsiradimo priežastys būtų šios:

- Teisiniai statybos apribojimai. Įstatymais apribojus statybas, sumažėja būstų pasiūla. Pvz., Niujorke įstatymais apribotas pastatų aukštis. Įvairiose miesto dalyse galimas skirtingas pastatų aukštingumas.
- Savarankiški statybos apribojimai. Susitarus kelioms, dažniausiai dominuojančioms, statybos įmonėms, tikslingai sustabdomos statybų apimtys.

---

<sup>13</sup> AZBAINIS, V. (2009) *Būsto kainų burbulo vertinimo modeliai. Būsto kainų burbulas Lietuvoje*. Vilnius, p. 276.

- Natūralūs statybos apribojimai. Dažniausiai natūralūs statybos apribojimai atsiranda miestų centre.
- Laukiamas kainų kilimas iš nekilnojamo turto pardavėjų. Nekilnojamo turto savininkai laukia nekilnojamo turto kainų kilimo ir nekilnojamą turtą laiko kaip investiciją. Galimas nekilnojamo turto įsigijimas tikintis greitu laikotarpiu jį parduoti brangiau.
- Staigus miesto augimas. Pakilus ekonomikai viename mieste į jį atsikelia gyventi daug naujų gyventojų ir atsiranda nekilnojamo turto trūkumas.
- Palūkanų už paskolas sumažėjimas. Sumažėjus palūkanoms už paskolas galima paimti didesnes paskolas.
- Dideli nuomos mokesčiai. Esant dideliems nuomos mokesčiams gyventojai daugiau linkę skolon pirkti būstą nei jį nuomotis.
- Žymus gyventojų pajamų augimas. Augant gyventojų pajamoms prasideda investicijos į būstus.
- Bankininkystės išsivystymas. Išsivysčius bankininkystei didesni sluoksniai gyventojų gali paimti paskolas ir įsigyti būstą.
- Kapitalo permetimas į nekilnojamą turtą. Jei įvairiose ūkio srityse sumažėja pelnas, stebimas kapitalo permetimas į nekilnojamą turtą. Panaši situacija atsirado JAV, kai sprogo Interneto burbului, didelės lėšos pradėtos investuoti į nekilnojamą turtą.
- Labai didelė paklausa. Dėl įvairių priežasčių atsiranda didelis, nepagrįstas, sveika nuovoka nesuvokiamas nekilnojamojo turto ažiotažas. Tai buvo atsitikę 1920 metais Floridoje.

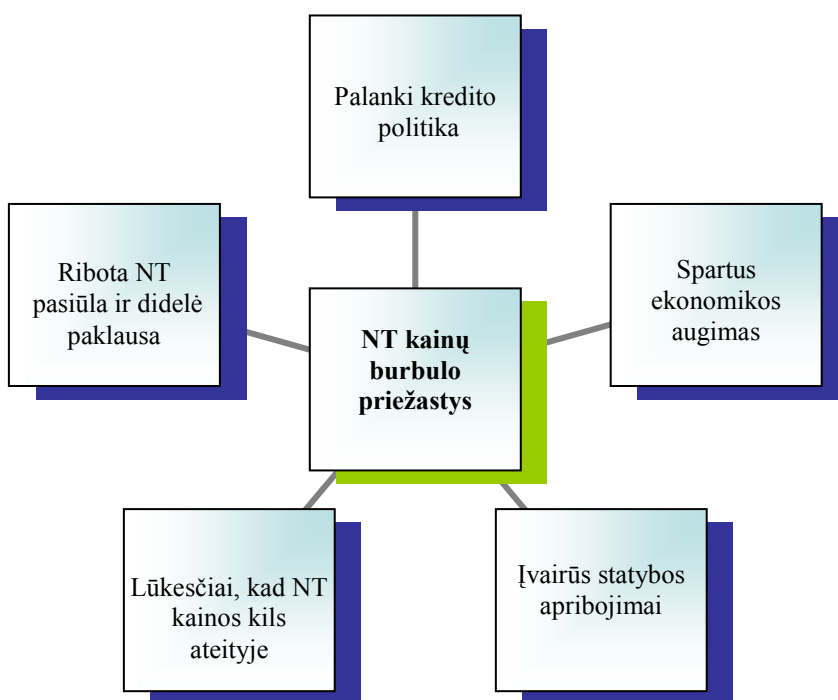
Nekilnojamojo turto kainų burbulo susidarymas taip pat yra sąlygojamas keletos veiksnių.

Pagrindiniai būtų tokie:

1. Natūralus pragyvenimo lygio augimas sąlygoja nekilnojamojo turto rinkos atsigavimą ir būsto paklausos didėjimą. Būstas įsigijamas buities sąlygų pagerinimui, o ne spekuliaciniais tikslais.
2. Rinkos spekuliantai (investuotojai), atkreipia dėmesį į nekilnojamojo turto rinkos augimą. Nekilnojamas turtas perkamas kaip investicinis instrumentas, ne su tikslu juo naudotis (gyventi), o su tikslu vėliau perparduoti. Didėja būsto paklausa.
3. Atsiveria papildomi lengvai prieinami finansavimo šaltiniai (banko paskolos). Jau ir neturintis pinigų žmogus nori uždirbti iš nekilnojamojo turto kainų lygio kilimo.
4. Statybos bendrovės nespėja patenkinti pakilusio būsto poreikio – visas „šluojama nuo prekystalio“ vos tik pradėjus statyti objektą.

5. Visa pasiūla nepaprastai staigiai suvalgoma – perkama bet kas, nebežiūrint į kainas. Motyvas – nekilnojamojo turto kainos toliau kils!
6. Noras uždirbti daug lengvų pinigų užvaldo daugelį. Atsiranda baimė prarasti galimybę tapti turtingesniu.
7. Nauji kainų lygiai yra patvirtinami visuomenės pripažintų ekspertų, todėl kainų burbului suteikiamas "oficialus" patvirtinimas, kad toks kainų lygis yra normalus bei rinka nėra pervertinta<sup>14</sup>.

Taigi apibendrinant įvairių autorių nuomones, galima išskirti pagrindines priežastis, lemiančias nekilnojamojo turto burbulo atsiradimą.



Šaltinis: sudaryta autorės

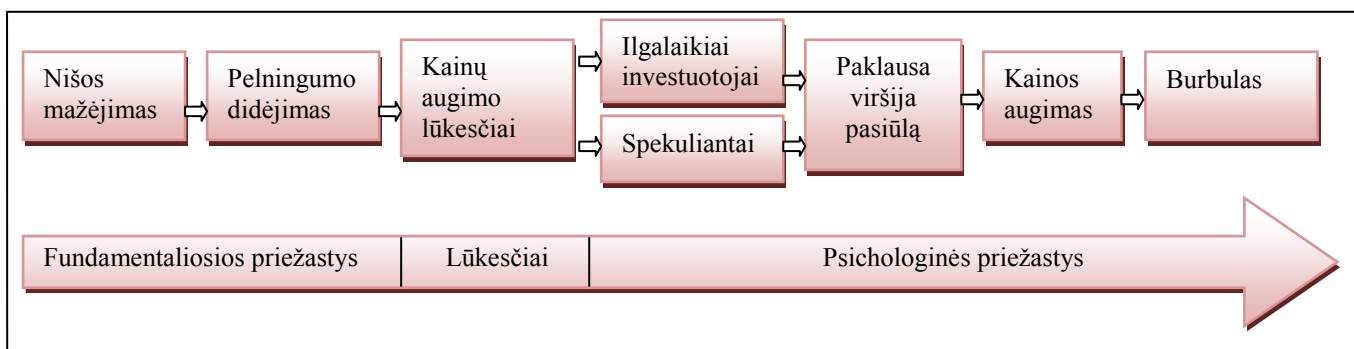
## 2 pav. Nekilnojamojo turto kainų burbulo atsiradimo priežastys

Vertinant anksčiau išvardintas priežastis reiktų pasakyti, kad dauguma jų yra natūralios ir, atitinkamai, sukelia natūralų kainų augimą. Pavyzdžiui, didesnės pajamos ar geresnės kreditavimo sąlygos – tai rinkos produktai, kurie prisideda, kad vis daugiau žmonių galėtų įsigyti taip geidžiamą geresnį būstą. Brangesni statybos darbai – taip pat rinkos santykių pasekmė, leidžianti statybininkams geriau uždirbti. Tačiau nemažai priežasčių yra dirbtinės. Panaikinus dirbtines priežastis gali paaiškėti, kad kainos buvo gerokai per aukštos. Nežinia, ar tai būtų kainų burbulo

<sup>14</sup> Nekilnojamojo turto analitika „Burbulas.lt“ (2006) *Kas yra nekilnojamojo turto kainų burbulas?*

sprogimas, juo labiau kad visiems būtų naudinga, jei žmonėms nebetektų spręsti dirbtinai sukurtų problemų, tačiau verta atkreipti dėmesį į šias priežastis.

Tiesa, V.Moskaliova (2009) pateikia burbulo susiformavimo veiksnių ir priežasčių seką, kurioje puikiai atsispindi tiek fundamentalios, tiek psichologinės priežastys (3 pav.).



Šaltinis: MOSKALIOVA, V. Netvarių ekonominių situacijų logistinė analizė: daktaro disertacija, 2009, p. 89.

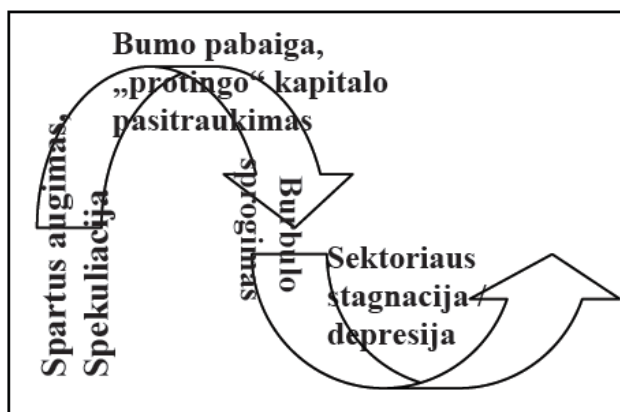
### 3 pav. Burbulo susiformavimo veiksnių ir priežasčių seka

Pasak autorės, logistinė kapitalo valdymo teorija (ją aptarsime kitame skyrelyje) rodo, kad investuotojų lūkesčiai atsiranda dėl pakankamai fundamentalių priežasčių – dėl staiga padidėjusio pelningumo, kurį įtakoja rinkos segmento ribotumas<sup>15</sup>. Vėliau, atsiradus lūkesčiams, seka psichologinės priežastys, kainos auga ir galiausiai atsiranda burbulas.

Tiesa, po nekilnojamojo turto burbulo pūtimosi paprastai seka žymus kainų kritimas, ko pasekoje daug nekilnojamąjį turtą įsigijusių žmonių gali patirti nuostolį, turėdami neigiamos vertės turtą. Tačiau kaip ir kitus ekonominius burbulus, nekilnojamojo turto kainų burbulo sproginimą identifikuoti yra gana sunku ir dažniausiai jis įvardijamas tik po jo sproginimo. Palyginus su kitais ekonominiiais burbulais, nekilnojamojo turto kainų burbulo sproginimas yra daug lėtesnis procesas. Tai sąlygojama mažesnio likvidumo, nes nekilnojamo turto pirkimo-pardavimo procesas nėra toks paprastas ir greitas, kaip, pavyzdžiui, vertybinių popierių įsigijimas ar pardavimas.

NT kainų burbulas, kaip ir bet kuris ekonominis procesas turi savo gyvavimo ciklą (4 pav.).

<sup>15</sup> MOSKALIOVA, V. (2009) Netvarių ekonominių situacijų logistinė analizė: daktaro disertacija, Vilnius, p. 89.



Šaltinis: GIRDZIJAUSKAS, S.; MACKEVIČIUS, R. Kapitalo augimo modeliai ir logistinė kapitalo valdymo teorija. Naujas požiūris į ekonomines krizes, 2009, p. 761.

#### 4 pav. Nekilnojamojo turto burbulo fazės

Taigi, kaip matome 4 pav., NT burbului, kaip ir bet kuriam kitam ekonominiam burbului, yra būdinga:

- burbulo formavimasis/spartus augimas (šios fazės metu kyla nekilnojamojo turto kainos)
- kainų pikas/bumas (periodas, kuriam būdingas teigiamas, bet mažėjantis susidomėjimas NT, statybų aktyvumo sulėtėjimas. Kainos, kurios yra aukštos, kyla ir toliau, užimtumo laipnis išlieka tikrai aukštas)<sup>16</sup>;
- burbulo sproginimas/kainų mažėjimas;
- sektoriaus stagnacija ar depresija.

Apibendrinant galima teigti, jog ir kainų kilimo, ir smukimo priežastys gali būti įvairios. Dažniausiai staigų būsto kainų kilimą lemia stipriai padidėjusi spekuliatyvi nekilnojamo turto paklausa pritraukianti vis daugiau iš kainų kilimo uždirbti siekiančių žaidėjų. Burbului pūstis didelę įtaką turi ir neribotos skolinimosi galimybės, nes papildoma pinigų masė rinkoje stipriai padidina paklausą. Rinkos žaidėjai, matydami nenumaldomą nekilnojamojo turto kainų kilimą, natūraliai sumažina pasiūlą, kas iššaukia dar stipresnį kainų kilimą. Susidaro išpūdis, kad rinkoje nebėra ko pirkti, o pirkti norinčių be galo daug.

Nekilnojamojo turto ir akcijų rinkos burbulai dažniausiai pasireiškia kartu. Tačiau burbulai akcijų rinkoje yra mažiau pavojingesni, nes jie nėra labai susiję su kredito plėtra: bankai iš esmės neskolina spekuliacijoms akcijų rinkose, nes akcijų kainos yra nepastovios, todėl jos nelabai tinka kaip užstatas. O būsto kainų burbulai pavojingesni dėl to ekonominio smagračio, atsirandančio dėl sąveikos su kreditu: kylančią būsto vertę lengviau galima užstatyti bankui ir pasiskolinti vartojimui. Papildomas vartojimas toliau skatina ekonomiką, didina užstato vertę, kas leidžia dar daugiau skolintis ir t.t.

<sup>16</sup> GALINIENĖ, B., MARČINSKAS A., MALEVSKIENĖ S. (200) *Baltijos šalių nekilnojamojo turto rinkos ciklai*. Vilnius, p. 162.

R.Kuodžio teigimu (2008a), burbulų kilimo ir sprogo padariniai finansų sistemos stabilumui bei visai ekonomikai tokie dideli, kad būtų gerokai mažesnė blogybė, jei centriniai bankai, kylant burbului, prevenciškai padidintų palūkanas, netgi jei tai trumpu laikotarpiu pakenktų ekonomikai. Centrinio banko strategija reaguoti tik į burbulo sprogo padarinius gali paskatinti investuotojus dar labiau rizikuoti. Todėl išpūstos ekonomikos atveju didelis ir svarbus vaidmuo tenka centriniam bankui, nes nekontroliuojami nekilnojamo turto ir akcijų kainų šuoliai gali visiškai sužlugdyti ekonominę sistemą. Centrinio banko veikla pasireikštų būtent per palūkanų normų keitimą ir pinigų pasiūlos reguliavimą, nes tai yra vienas svarbiausių monetarinės politikos instrumentų, padedančių sureguliuoti ekonominį perkaitimą, ir taip užkertanti kelią išpūstų kainų ekonomikai. Kadangi centriniai bankai stebi savų šalių ekonomikos raidą, jie turėtų sekti įvairių ekonominių sektorių akcijų kainas. Kuomet kainų burbulas tampa pakankamai didelis ir keliantis grėsmę esančiai ekonominei sistemai, tuomet centrinis bankas turėtų įsikišti atitinkamais monetarinės politikos veiksmais.

### **1.3. Burbulų atsiradimo teorijos ir vertinimo metodai**

Pasaulio praktikoje apie burbulus yra susiformavusios dvi teorijos – modeliai, kitaip dar vadinamos „minties mokyklos apie burbulus“ – tai racionalių lūkesčių teorija ir neracionalių lūkesčių teorija<sup>17</sup>.

Racionalių lūkesčių teorija. Racionalių burbulų teorijos atsiradimą lėmė R.Lucas darbuose iškelta racionalių lūkesčių hipotezė, pagal kurią burbulas yra traktuojamas kaip tam tikras išmatuojamas dydis (Moskaliova, 2009, p. 31.).

R.Kuodžio (2008a) teigimu, racionalių lūkesčių teorija – tai vienas iš kraštutinių burbulo požiūrių, kurį plėtojo JAV ekonomistas Eugene F. Fama, vadinamas „efektyvios rinkos hipoteze“. Pagal šį požiūrį, didžiausio pelno siekiantys investuotojai, pajutę, kad rinkoje formuojasi burbulas, t. y. kainos kyla ne dėl giluminių ekonominių, o, tarkime, dėl psichologinių veiksnių, tuojau pat paliktų tokią rinką, ir burbulas subliūkštų labai ankstyvoje savo stadijoje. Todėl racionalių lūkesčių bei efektyvių rinkų pasaulyje burbulai ir sprogoimai yra nieko nereiškančios sąvokos, o turto kainos tiesiog atspindi besikeičiančią ir dažnai labai nepastovią informaciją apie pamatinius ekonominius veiksnius, turinčius įtakos kainai. Tačiau šis E.F.Fama požiūris pasaulyje šiuo metu nėra labai populiarus.

Olivier Blanchard'as, gana įtakingas prancūzų ekonomistas, išplėtojo vadinamąją racionalių burbulų teoriją, pagal kurią burbulai rinkoje gali atsirasti netgi tada, kai joje veikia racionalūs, visą informaciją turintys investuotojai.

---

<sup>17</sup> KUODIS, R. (2008) *Burbulai: kodėl jie pučiasi ir ką su jais daryti*. Vilnius, p. 25.

Taigi pagal šią teoriją, burbulai gali atsirasta tada, kai jų sprogoimo laikas nėra tiksliai žinomas, o rinkos dalyviams naudinga kilti kartu su burbulu ir didinti savo aktyvumą, turint galimybę prieiti prie informacijos šaltinių ir remiantis fundamentaliais veiksniais įvertinti situaciją<sup>18</sup>.

R.Kuodžio (2004) teigimu, racionalių lūkesčių teorijoje yra susiformavusi stipri neigiančiųjų srovė, kurie teigia, kad racionalių lūkesčių ir efektyvių rinkų pasaulyje burbulai ir sprogoimai yra nieko nereiškančios sąvokos, nes aktyvų kainos rodo besikeičiančią ir dažnai labai nepastovią informaciją apie fundamentalius veiksnius, darančius įtaką kainai.

Svarbu paminėti tai, kad atsisakius vienos iš racionalių lūkesčių hipotezių, susiformavo naujas požiūris, į tai kas vyksta rinkose. Šis požiūris vadinamas riboto racionalumo teorija. Šioje teorijoje, yra daroma prielaida, jog rinkos dalyviai turi ribotą galimybę analizuoti visą jiems prieinamą informaciją, todėl jie sprendimus priima naudodami paprastas taisykles. Todėl pagal šią teoriją, visi rinkos dalyviai turi tą pačią informaciją, tačiau skiriasi tik tuo, kaip kiekvienas ją interpretuoja ir naudoja.

Neracionalių lūkesčių teorija. Ekonomistai, laikui bėgant parodė, jog yra daug anomalijų finansų rinkose, kurios nesuderinamos su racionalių lūkesčių teorija, todėl ši teorija domėjosi neracionaliais burbulų šaltiniais. Neracionalūs burbulų šaltiniai, šios mokyklos atstovų teigimu, yra psichologiniai veiksniai, tokie kaip bandos jausmas, elgsena, netikėti investuotojų pasitikėjimo pokyčiai, spekuliacinis entuziazmas, mada, grupės spaudimas ir panašūs veiksniai. Pasak R.Kuodžio (2008a), remiantis šia teorija, buvo sukurta net nauja disciplina – biheivoristiniai finansai – kuri analizuoja investuotojų elgesio anomalijas finansų rinkose ir tai, kokią įtaką jos gali turėti burbulams ir rinkų žlugimui. Tiesa, pasak šios teorijos atstovų, finansų rinkų nepastovumo, burbulų ir žlugimo negalima paaiškinti pelno, dividendo ar turto vertinimo matų pokyčiais, kadangi dėmesį labiau reikia atkreipti į psichologinius elgsenos aspektus.

Pasak L.Belinskajos ir V.Rutkausko (2007), neracionalių lūkesčių teorija, kaip ir racionalių lūkesčių teorija, taip pat turi trūkumų. Nors šios teorijos atstovai pateikia nemažai įžvalgų apie žmogaus elgsenos sudėtingumą, tačiau susiduriama su problema ta, jog vertinant žmogaus elgseną, reikia padaryti tiek pat specialių prielaidų apie žmogaus elgseną, kiek reiškinį buvo stengtasi paaiškinti.

Dar viena teorija, aiškinanti ekonomikos augimo ribas ir priežastis, kurios sukelia ekonominių burbulų atsiradimą, - tai logistinė kapitalo valdymo teorija.

Šiuolaikinėje ekonomikoje ir ypač investicijų moksle (išskyrus retas išimtis) yra teigiama, jog ekonomikos augimas yra neribotas. Tačiau pasak S.Girdzijausko ir kt. (2009), faktiškai kiekvienas augimas anksčiau ar vėliau baigiasi, o tai kad, ekonomikos augimas yra ribotas, patvirtina ir ciklinis valstybių bei regionų ekonomikos vystymasis.

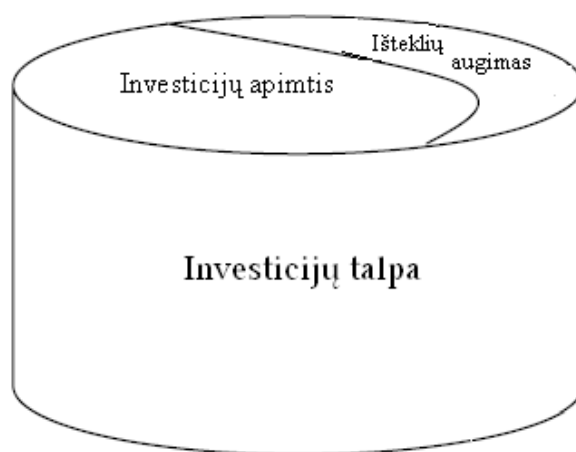
---

<sup>18</sup> BELINSKAJA, L.; RUTKAUSKAS, V. (2007) *Būsto kainų burbulų sprogoimas – problemos vertinimas*, p. 9.



Taigi logistinė kapitalo valdymo teorija remiasi logistiniu augimo dėsniu ir teigia, kad egzistuoja tam tikra baigtinė kapitalo (investicijų) talpa, išreiškianti didžiausią kapitalo kiekį, kuris toje aplinkoj gali būti efektyviai įsisavintas. Kapitalui pasiekus ribą, nuo kurios jis negali būti produktyviai įsisavintas, sistema nustoja augti<sup>19</sup>.

Analizuojant kapitalo augimą, paprastai apibrėžiama tai, jog yra tam tikra ribinio dydžio investicijų talpa, kurią tas kapitalas gali užimti. Investicijų talpą sudaro dvi dalys - investicijų apimtis ir išteklių augimas. Pirmoji dalis – investicijų apimtis, tai yra investuotas kapitalas, kuris dažniausiai užima tik dalį investicijų talpos. Likusi investicijų talpos dalis, kitaip dar vadinama išteklių augimo dalimi, yra skirta kapitalo augimui. Taigi ryšys tarp šių logistinio modelio kintamųjų yra parodytas 5 pav.



Šaltinis: GIRDZIJAUSKAS, S.; ŠTREIMIKIENĖ, D.; ČEPINSKIS, J.; MOSKALIOVA, V.; JURKONYTĖ, E.; MACKEVIČIUS, R. (2009) *Formation of economic bubbles: Causes and possible preventions*, p. 271.

### 5 pav. Ryšys tarp logistinio modelio kintamųjų

Investicijų talpa yra ribota, todėl didėjant investicijų apimčiai, išteklių augimas mažėja. Kai investicijos priartėja prie investicijų ribos, tada ekonominiai burbulai pradeda sprogti.

Ekonominis kainų burbulas susidaro tada, kai investicijų apimtis padidėja fiksuotoje investicijų talpoje, o išteklių augimo dalis sumažėja. Šioje situacijoje, investicijų veiksmingumas didėja labai sparčiai. O tokioje situacijoje susidaro palankios sąlygos formuoti burbului.

S.Girdzijauskas (2006), remdamasis įvairiais logistinio augimo modeliais, pateikia savo paaiškinimą apie kainų burbulo susiformavimą. Jo nuomone, kainų burbulų susiformavimą finansinėje sistemoje sukelia kapitalo dabartinės vertės didėjimas, kuris atsiranda dėl bazinių kapitalo išteklių prisotinimo. Kapitalo dabartinė vertė gali būti apskaičiuojama pagal šią formulę:

<sup>19</sup> GIRDZIJAUSKAS, S.; MACKEVIČIUS, R. (2009) *Kapitalo augimo modeliai ir logistinė kapitalo valdymo teorija. Naujas požiūris į ekonomines krizes*, p. 757.

$$K_0 = \frac{K_m \cdot K}{K + (K_m - K) \cdot r^t};$$

Čia:  $K_0$  - dabartinė kapitalo vertė (realusis kapitalas).

$K$  - būsimoji kapitalo vertė (realusis kapitalas)  $t$  laiko momentu, kai  $t \geq 0$

$K_m$  - maksimali kapitalo reikšmė (potencialusis kapitalas).

$r$  - apibūdina augimo greičio koeficientą. ( $r=1+i$ ;  $i$ -palūkanų norma).

$t$  - augimo trukmė, išreikšta laiko vienetais, sutampančiais su palūkanų normos laiku.

Tiesa, pagal logistinę teoriją, kaip teigia V.Moskaliova (2009), burbului susiformuoti yra būtinos dvi sąlygos - tai fundamentalioji ir psichologinė. Pirmoji sietina su rinkos vystymosi erdvės išsekimu, o antroji – su psichologine investuotojų motyvacija uždirbti. Dėl to burbului susiformuoti reikalingos dvi dedamosios:

1. fundamentalioji, kai rinkos segmente, senkant investicijos vystymosi erdvei, pradeda didėti kapitalo grąža, duodanti signalą rinkos dalyviams apie augantį investicijos pelningumą;
2. psichologinė – kai atsiranda motyvacija pelningai investuoti ir uždirbti.

Reikia pažymėti tai, jog pirmoji lemia burbulo atsiradimą, o antroji – jo dydį.

Taigi, nustatyta, jog kainų burbulų formavimosi mechanizmui lemiamą įtaką turi išteklių ribotumas, t.y., mažėjant ištekliams – didėja kapitalo dabartinė vertė. Nuosekliai artėjant prie išteklių ribos, kapitalo augimas tampa neribotas. Jei tokie ištekliai neatsinaujina, tada ir kainos išlieka stabiliai didelės (pvz., retų meno kūrinių). Tačiau jei ištekliai atsinaujina arba randami jiems alternatyvūs, tada kainos staigiai krenta, nes, kaip rodo logistinis modelis, nedideli nykstančių išteklių pasikeitimai sukelia didelius kainų šuolius<sup>20</sup>.

Kaip žinome, burbulas gali sukelti krizes (padidinti infliaciją ir pan.), turinčias neigiamos įtakos ekonomikai. Tačiau būtina pabrėžti tai, kad ne infliacija sudaro priežastis burbului formuotis, o priešingai, burbulų formavimasis veikia infliacijos procesus. Todėl sukurta logistinė kapitalo valdymo teorija rodo, kaip galima išvengti perkaitimo reiškinių ekonomikoje arba bent jau sušvelninti neigiamas jo pasekmes. Būtent dėl šios priežasties, reikia padidinti kapitalo talpumą. O norint išvengti kainų burbulo, investicijų talpa gali būti išplėsta žengiant į naujas rinkas arba per intensyvesnį būdą – inovacijų diegimą ir technologijų vystymąsi. Aišku, antrasis būdas turi daugiau perspektyvų nei žengimas į naujas rinkas<sup>21</sup>.

S.Girdzijausko ir kt. autorių (2009) teigimu, pagrindinės funkcijos prognozuojant ekonominius burbulus, remiantis logistinio augimo modeliais, yra šios:

<sup>20</sup> GIRDZIJAIUSKAS, S. (2006) *Logistinė kapitalo valdymo teorija*. Vilnius, p. 98.

<sup>21</sup> GIRDZIJAIUSKAS, S.; ŠTREIMIKIENĖ D. ir kiti. (2009) *Formation of economic bubbles: causes and possible preventions*. Vilnius, p. 271.

1. dideli ir didėjantys ekonomikos augimo tempai (BVP, labai dideli įmonių finansiniai rodikliai ir pan.);
2. žemos palūkanų normos ir padidėjęs paskolų laikotarpis sukelia dideles skolas namų ūkių sektoriuje;
3. visiškas išsivysčiusių faktorių vartojimas (dėl inovacijų stokos ir technologinio progreso) ir stagnacija finansiniame vystyme.

Šios savybės yra taikomos bendrojoje ekonomikoje, atskirose rinkose ar įmonėse ir jos leidžia atskirti efektyvų ekonomikos, firmų funkcionavimą ir laiku nustatyti burbulo formavimąsi.

Taigi kai kurie mokslininkai teigia, jog ekonominiai burbulai sukelia infliaciją ir kad burbulai taip pat dažnai atsiranda dėl infliacijos, tačiau S.Girdzijauskas ir kt. autorių teigimu, yra atvirkščiai, jog burbulai didina infliacijos procesus. Tačiau bet kuriuo atveju, visi rodikliai yra tarpusavyje susiję ir dėl to sunku apibrėžti, kuris rodiklis yra priežastis, o kuris – pasekmė.

Apibendrinant galima teigti, jog pagrindinis elementas, pagal logistinę kapitalo valdymo teoriją, dėl kurio susiformuoja burbulas yra rinkos talpos ribotumas. Kuomet rinka yra užpildoma arba perpildoma, t.y. rinkoje atsiranda daugiau produkcijos, tada atsiranda ir burbulas. Toks burbulas būna nestabilus, rinka padidėja, kitaip sakant, pasikeičia rinkos talpa. Beje, iš pradžių burbulas vystosi dėl fundamentalių priežasčių, o kai rinka pamato, jog jau yra pelningumo didėjimas, tada prasideda psichologiniai veiksniai.

Apibendrinant šiame skyrelyje apžvelgtas įvairias ekonomines teorijas apie kainų burbulo susiformavimą, galima teigti, jog požiūriai į burbulo atsiradimą rinkoje yra gana skirtingi (2 lentelė).

2 lentelė

### Ekonominių teorijų požiūriai į kainų burbulus

Ekonominė teorija	Požiūris dėl kainų burbulo atsiradimo
Racionalių lūkesčių teorija	Racionalių lūkesčių bei efektyvių rinkų pasaulyje burbulai ir jų sprogimai yra nieko nereiškiančios sąvokos, o turto kainos tiesiog atspindi besikeičiančią ir dažnai labai nepastovią informaciją apie pamatinius ekonominius veiksnius, turinčius įtakos kainai (E.F.Fama). Burbulai rinkoje gali atsirasti netgi tada, kai joje veikia racionalūs, visą informaciją turintys investuotojai (O.Blanchard'as).
Neracionalių lūkesčių teorija	Ši teorija domėjosi neracionaliais burbulų šaltiniais, kurie, pasak šios teorijos atstovų, yra psichologiniai veiksniai, tokie kaip bandos jausmas, elgsena, netikėti investuotojų pasitikėjimo pokyčiai, spekuliacinis entuziazmas, mada, grupės spaudimas ir pan. Be to, finansų rinkų nepastovumo, burbulų ir jų žlugimo negalima paaiškinti pelno, dividendo ar turto vertinimo matų pokyčiais, nes dėmesį reikia atkreipti į psichologinius aspektus.
Logistinė kapitalo valdymo teorija	Pagal šią teoriją kainų burbulo atsiradimas yra aiškinamas finansinių išteklių augimo išsekimu, t.y. ekonominis kainų burbulas susidaro tada, kai investicijų apimtis padidėja fiksuotoje investicijų talpoje, o išteklių augimo dalis sumažėja. Šioje situacijoje investicijų veiksmingumas didėja labai sparčiai, o tokioje situacijoje susidaro palankios sąlygos formuoti kainų burbului (S.Girdzijauskas).

Šaltinis: sudaryta autorės

Taigi dauguma aptartų požiūrių į kainų burbulus rodo, jog finansų rinkos yra savaiame linkusios į burbulus. Tai rodo ir dauguma istorinių pavyzdžių apie burbulų atsiradimą. Tačiau, savaiame suprantama, kyla klausimas, ar galima išvengti burbulų, nuspėti jų atsiradimą arba bent jau sušvelninti jų padarinius? Būtent tai pamėginsime išsiaiškinti antroje šio darbo dalyje.

### 1.3.1. Kainų burbulo vertinimo metodai

Kai kurie mokslininkai sukūrė metodus, kurie leidžia nustatyti, ar rinkoje yra susiformavęs būsto kainų burbulas ir kokio jis dydžio. Anot V.Azbainio (2009), kadangi nėra vieno metodo, tinkančio visiems atvejams, todėl galima pasirinkti taikyti viena iš šių metodų:

- Paklausai ir pasiūlai įtakos turinčių fundamentalių veiksnių metodas.
- Kainos ir pajamų iš turto metodas.
- Kainos ir gyventojų pajamų metodas.

Paklausai ir pasiūlai įtakos turinčių fundamentalių veiksnių metodas. Šie metodai kuriami naudojantis būsto paklausos ir pasiūlos lygtimis. Sudarius lygtį nurodomi jos kintamieji – fundamentalūs veiksniai, veikiantys būsto rinką. Tuomet, matant kainos priklausomybę nuo tų veiksnių galima įvairiais statistiniais ir ekonometriniais modeliais prognozuoti būsimas kainas. Jei kainos tam tikru laikotarpiu labai nutolsta nuo šių rodiklių, galima identifikuoti kainų burbulo susidarymą. J. M. Quigley (1999) pateikia šią kainos funkciją:

$$P_{it} = f(Q_{it}^d, Q_{it}^s),$$

čia –  $P_{it}$  būsto kaina  $i$  vietovėje  $t$  laiku, o  $Q_{it}^d$  ir  $Q_{it}^s$  – paklausos ir pasiūlos kiekiai vietovėje  $i$  laiku  $t$ .

Paklausa šiuo atveju priklauso nuo būsto kainų, gyventojų pajamų ir nuo išorinių kintamųjų. Pasiūla priklauso nuo kainų, laisvų butų skaičiaus ir nuo tam tikrų išorinių kintamųjų. Pasiūlos kiekis didėja didėjant kainoms ir mažėja, kai didėja laisvų butų skaičius. Anot J.M.Quigley (1999) nėra tiksliai nurodyta, kokie yra tie išoriniai veiksniai, veikiantys tiek pasiūlą, tiek paklausą, tačiau galima teigti, kad paklausos funkcija priklauso nuo rinkos dydžio, kurį charakterizuoja namų ūkių skaičius arba tiesiog populiacijos dydis ir bendro užimtumo rodiklis. Taip pat galima teigti, kad būsto pasiūla priklauso nuo statybų masto, kurį galima įvertinti pagal išduodamų leidimų statyti skaičių arba kiek statybų pradedama. O galiausiai tikimasi, kad kainos būsto rinkoje labai greit nesikeis, nes pastatymas ar perstatymas užtrunka, todėl į kainos pasikeitimą galima reaguoti ne iš karto.

Taigi įvertinus visus faktorius, yra gaunama funkcija, pagal kurią galima nusakyti kainą<sup>22</sup>:

$$P_{it} = P(L[P_{it}] INC_{it}, POP_{it}, EMP_{it}, VACANCY_{it}, CONST_{it}).$$

Čia:  $L[P_{it}]$  – vėlavimo ženklas,  $L[P_{it}] = P_{it-1}$

$INC_{it}$  – gyventojų pajamos;

$POP_{it}$  – populiacijos dydis;

$EMP_{it}$  – bendras užimtumo rodiklis;

$VACANCY_{it}$  – laisvų butų skaičius;

$CONST_{it}$  – išduodamų leidimų statyboms skaičius arba pradedamų statybų skaičius.

Jei rinkos kaina didėja labiau, nei gaunama pagal formulę, galima identifikuoti susidariusį burbulą. Būtent tokį modelį taikė Kinijos mokslininkai, tirdami būsto kainų augimą Šanchajuje ir Pekine. Šiame tyrime būsto kainų indeksas lyginamas su aiškiais fundamentaliais rodikliais, kurie turėtų daryti įtaką būsto kainai, tai: laisvų butų skaičius, disponuojamosios gyventojų pajamos, bendrasis vidaus produktas ir akcijų kainų indeksas. Skirtingose šalyse statistikos duomenys skirtingi, todėl kartais burbulo tyrimo metodo tinkamumą gali lemti ne tik tinkamai atrinkti fundamentalūs veiksniai, bet ir galimi tos šalies statistikos duomenys. Taikydami įvairius statistinius bei ekonometrinius metodus mokslininkai ištyrė šių fundamentalių veiksnių ir būsto kainų ryšį ir sudarė šią kainų prognozės lygtį:

$$PH = f(L[PH] INC, GDP, SHANG, VAC, Z)$$

Čia:  $PH$  – būsto kainos,  $INC$  – gyventojų disponuojamosios pajamos,  $GDP$  – bendrasis vidaus produktas,  $SHANG$  – akcijų rinkos indeksas,  $VAC$  – laisvų būstų skaičius,  $Z$  – išoriniai kintamieji.

Tokiu atveju burbulas  $i$ -ąjį mėnesį nustatomas kaip skirtumas tarp tuo metu išmatuotos būsto kainos ir prognozuotos kainos.

Kainos ir pajamų iš turto metodas. Šis metodas susijęs su būsto kainų ir pajamų iš jo ryšio nagrinėjimu. Metodą nagrinėjo K. Taipalus ir pateikė tokias būsto rinkos pokyčių galimybes. Mokslininkas mano, kad nagrinėjant būsto rinką kainos kyla dėl paklausos padidėjimo, bet pagrindinis motyvas to pakilimo gali būti ne spekuliaciniai tikslai, o, pavyzdžiui, tokie faktoriai, kaip palankesnės finansavimo sąlygos, sumažėjusios palūkanų normos, geros ateities asmeninių finansų perspektyvos ir baimė, kad kainos toliau kils (net jei kainos jau didelės, manoma, kad jei dabar nepirksi, vėliau tiesiog nebegalėsi įpirkti)<sup>23</sup>.

<sup>22</sup> QUIGLEY, J.M. (1999) *Real Estate Prices and Economic Cycles*. Berkeley, p. 6.

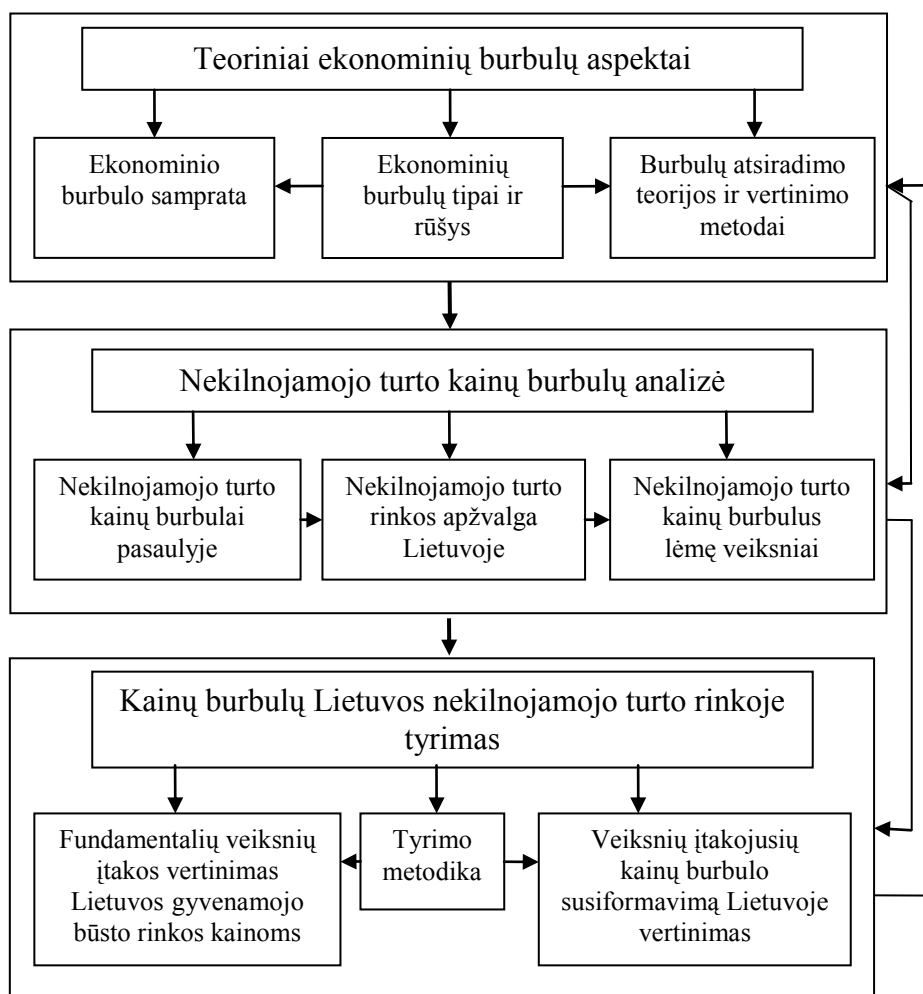
<sup>23</sup> AZBAINIS, V. (2009) *Būsto kainų burbulo vertinimo modeliai. Būsto kainų burbulas Lietuvoje*. Vilnius, p. 280.

*Kainos ir gyventojų pajamų metodas.* Pastaruoju metu dažnai minimi mokslininkai R.J.Schilleris ir K.E.Case atliko išsamų būsto kainų kitimo tyrimą ir atskleidė, kur būsto kainų pakilimas yra burbulas ir kur jis greičiausiai subliūkš. V.Azbainio (2009) teigimu, savo tyrime mokslininkai analizuoja JAV valstijų būsto kainų ir pajamų duomenis, surinktus per tam tikrą laikotarpį. Jo nuomone, metodas yra paprastas ir aiškus, nes naudojama kas ketvirtį nustatyta vidutinė būsto kaina ir dalijama iš kas ketvirtį apskaičiuojamų metinių pajamų vienam gyventojui.

Kadangi griežtai apibrėžtų būsto kainų burbulų nustatymo metodų nėra, todėl kiekvienas tyrėjas gali pasirinkti labiausiai tinkantį konkrečiu atveju ir jį taikydamas įvertinti staigų būsto kainų kilimą. Be to, parinktą metodą galima keisti, įvesti papildomų kintamųjų, kurie geriau atspindėtų situaciją rinkoje ir taip lengviau nustatyti burbulų egzistavimą rinkoje.

#### 1.4. Nekilnojamojo turto kainų burbulų susidarymo priežasčių vertinimo modelis

Pateikiamas nekilnojamojo turto kainų burbulų susidarymo priežasčių vertinimo modelis, leidžiantis įvertinti ryšį tarp magistrinio darbo dalių (6 pav.).



Saltinis: sudaryta autorės

6 pav. Nekilnojamojo turto kainų burbulų atsiradimą lemiančių veiksnių vertinimo modelis

Pagal 6 pav. pateiktą nekilnojamojo turto kainų burbulų susidarymo priežasčių vertinimo modelį, aiškiai matomas ryšys tarp magistrinio darbo dalių. Pirmojoje darbo dalyje analizuojama teoriniai ekonominių kainų burbulų aspektai, apimantys teorijas apie burbulo susiformavimą, jų tipus ir rūšis bei vertinimo metodus.

Antrojoje darbo dalyje atliekama nekilnojamojo turto kainų burbulų analizė. Šioje dalyje analizuojami burbulai, kilę pasaulyje bei Lietuvos rinkoje. Pagal pirmojoje darbo dalyje aptartus teorinius burbulo aspektus, bandoma nustatyti veiksnius, labiausiai lėmusius nekilnojamojo turto kainų burbulo susiformavimą įvairiose pasaulio šalyse.

Kainų burbulų Lietuvos nekilnojamojo turto rinkoje tyrimas bus atliekamas atsižvelgiant į pirmojoje darbo dalyje aptartas burbulo atsiradimo priežastis bei antrojoje darbo dalyje išskirtus veiksnius, labiausiai lėmusius burbulo susiformavimą pasaulio nekilnojamojo turto rinkose.

## 2. NEKILNOJAMOJO TURTO KAINŲ BURBULŲ ANALIZĖ

Šioje darbo dalyje yra analizuojami istoriniai bei pastaraisiais metais pasaulyje kilę nekilnojamojo turto kainų burbulai bei pateikiamos jų kilimo priežastys. Analizėje apžvelgiamas ir būsto kainų didėjimas Lietuvoje. Taip pat šioje darbo dalyje, nagrinėjant NT kainų burbulus ir remiantis atliktais tyrimais, apie būsto kainų kitimą pasaulyje, yra išskiriami veiksniai, kurie labiausiai įtakojo nekilnojamojo turto kainų kilimą įvairiose šalyse bei pateikiamos pasekmės tų šalių ekonomikoms.

### 2.1. Nekilnojamojo turto kainų burbulai pasaulyje

Per pastaruosius dešimt metų nekilnojamojo turto kainos daugelyje pasaulio šalių kilo labai sparčiai, augimo tempais ir trukme pranokdamos daugelio analitikų lūkesčius. Štai daugelyje Vidurio ir Rytų Europos (VRE) šalių būsto brangimo procesas buvo greitas ir plataus masto: kainų padidėjimas 100–200 procentų, kuriam Europos Sąjungos (ES) šalyse senbuvėse prireikė dešimtmečio, kai kuriose VRE šalyse buvo pasiektas per dvejus trejus metus. Toks būsto kainų kilimo fenomenas sukėlė diskusijas apie nekilnojamojo turto rinkoje susiformavusį arba galimą kainų burbulą. Tačiau didysis nekilnojamojo turto burbulas, kilęs nuo 2000 iki 2006 metų, nebuvo pirmasis tokio pobūdžio kainų burbulas. Istorijoje gausu faktų apie Floridos NT kainų burbulą, apie Japonijos nekilnojamojo turto rinkos krizę, apie nekilnojamojo turto bei akcijų burbulą Skandinavijos šalyse bei apie daugelį kitų, panašaus pobūdžio kainų burbulų.

Floridos nekilnojamojo turto kainų burbulas – tai vienas garsiausių visų laikų nekilnojamojo turto kainų burbulų. XX a. pradžioje sparčiai formavosi pasiturinčių gyventojų ir vidurinis sluoksnis. Kai kas praturtėjo iš sėkmingų investicijų augančioje akcijų rinkoje, kai kas tapo patraukliu klientu bankui ir gaudavo paskolų, tačiau akivaizdu buvo viena – gyventojai didino savo vartojimą remdamiesi esama gera finansine padėtimi ir pozityviais lūkesčiais apie ateitį. Taigi vidutines pajamas gaunantis amerikietis galėjo sau leisti įsigyti mašiną ar vykti atostogų į kurortus. Viena tokių saulėtų vietų, pritraukusių daugybę turistų buvo Florida. Nauji pokyčiai neliko nepastebėti įžvalgių investuotojų ir pastarieji pradėjo supirkinėti nekilnojamą turtą. Dėl ribotos pasiūlos ir staiga išaugusios paklausos, nekilnojamo turto kainos pradėjo didėti<sup>24</sup>. Taigi, pasak A. Malloy (2008), Floridos nekilnojamojo turto siautulys 1920 m., buvo grindžiamas klestinčia JAV ekonomika kartu su augančiu Floridos populiarumu tarp žmonių. 1910 m. Floridoje gyveno šiek tiek daugiau nei 5000 žmonių, tačiau 1925 m. šis skaičius gerokai išaugo ir siekė 75000. Taigi, gyventojų skaičius augo greitai, todėl ir aprūpinimas būstu turėjo išlaikyti tokį tempą.

<sup>24</sup> Nekilnojamojo turto analitika „Burbulas.lt“ (2007a) *Floridos nekilnojamojo turto kainų burbulas*.



Pasak S. Sjuggerud (2002), istorijos apie patirtą sėkmę per naktį, tapo svarbiausia laikraščių antrašte visoje šalyje. Štai, pavyzdžiui, viena vargšė moteris 1896 m. nusipirko žemės Majamyje (Floridoje) maždaug už 25\$, tačiau prasidėjus bumui ją pardavė už 150000\$. O štai kitas vyras, prieš keletą metų, nenoriai už skolą priėmė 1200 akrų bevertės žemės, kurios negalėjo parduoti net už 10\$, tačiau prasidėjus NT bumui, ją pardavė už 1,2mln.\$. Taigi, tapti turtingu, pasidarė labai paprasta – nusipirkti nekilnojamojo turto ir po kiek laiko jį parduoti didesne kaina. Floridoje nekilnojamojo turto kainos per metus padidėdavo kelis kartus. Vien per 1925 m. namo kaina padidėjo net keturis kartus. Taigi, ištraukti į nekilnojamo turto verslą tapo patrauklu. Net 99 proc. Floridos gyventojų buvo arba investuotojai, arba prekyautojai nekilnojamojo turto. Tuomet atsirado ir antra įeinančių į rinką dalyvių banga, kurie susižavėję ankstesniųjų sėkme imdavo kreditus bankuose ir investuodavo lėšas į nekilnojamą turtą. O tuo metu kreditas buvo gaunamas gana lengvai, todėl žmonės ėmė didžiules hipotekas ir įkeisdavo savo turtą. Didelis kapitalas „plūdo“ į didelius gyvenamuosius plotus, golfo laukus, senatvės vilas ir pan. Kurortai, gyvenvietės ir atskiros sodybos „išdygdavo“ beveik per naktį. Tačiau Floridos nekilnojamojo turto burbulas turėjo anksčiau ar vėliau sprogti. Ir taip atsitiko 1925 – 1926 m.

Didijį Amerikos, tame tarpe ir Floridos, nekilnojamojo turto burbulą, kilusį 1920 m., viename iš savo darbų aprašė ir E.N. White 2008 m. Jo teigimu, 1925 m., kuomet į gyvenamojo būsto statybas buvo investuota beveik 5 milijardai JAV dolerių, tuomet ir buvo pasiekta viršūnė gyvenamojo būsto statyboje. Tų pačių metų vasarą žemės kaina pasidarė tokia, kad praktiškai nebeliko galinčių įsigyti sklypą. Tada ir išryškėjo nauja tendencija tai, kad nebeliko paklausos, o šiek tiek vėliau kainos staigiai pradėjo mažėti. Tiesa, daugelis investuotojų turtą buvo įsigiję už skolintus pinigus, todėl, kai gyvenamųjų namų statybos bumas pasiekė aukščiausią tašką, investuotojai norėjo kuo greičiau jo „atsikratyti“, kadangi laikyti jau nebeapsimokėjo. Jiems svarbu buvo sumažinti galimus nuostolius. Taigi, parduodančių būstą ar kitą nekilnojamąjį turtą buvo pernelyg daug, o pirkėjų praktiškai neatsirasdavo. Todėl daugelis investuotojų bankrutavo neatlaikę paskolų naštos.

Floridos nekilnojamojo turto bumų žlugimas turėjo tiesioginį poveikį valstybės finansų sistemai. Būstų savininkai ir spekuliantai neįvykdė savo įsipareigojimų pastatų supirkėjams, kurie, savo ruožtu, neįvykdė savo įsipareigojimų bankams (nemokėdavo paskolų). Glaudžiai susiję, o kartais net ir korumpuoti, ryšiai tarp supirkėjų, bankininkų arba reguliuotojų buvo priežastimi besaikio pakantumo. Floridos valstybės kontrolieriaus 1926 m. pateikta ataskaita slėpė blogėjančią bankų būklę o ypač bankrutuojantį „Palm Beach“ banką ir „Trust Company“. Tačiau federaliniu lygiu, 1926 m. vasario mėn. buvo nustatyta, kad „Palm Beach“ nacionalinis bankas yra nemokus, bet banko vadovas neleido jo uždaryti. Tiesa, žinia apie tai, jog daugelis bankų gali bankrutuoti arba bus uždaryti, pasklido gana greitai. Bankų uždarymas sukėlė visuotinę masinį

indėlių išėmimą iš bankų tiek Floridoje, tiek Džordžijoje, su plačiai nusidriekusiomis nesėkmėmis<sup>25</sup>.

Taigi, kas lėmė nekilnojamojo turto burbulo sprogamą Floridoje? Nėra išskiriama svarbiausių veiksnių, tačiau labiau tikėtina, kad burbulas sprogo nuo savo paties „svorio“. Nors NT bumas aiškiai buvo nacionalinis reiškinys, tačiau daugelyje literatūros traktuojama, jog šis nuosmukis visiškai buvo floridiečių problema. E.N.White (2009) prie Floridos NT burbulo sprogo priskiria didelį uraganą, sukėlusį 400 mirčių ir sunaikinusį tūkstančius namų, po kurio sekė potvynio banga. Tiesa, nuosmukis nekilnojamojo turto rinkoje taip pat sukėlė ir nacionalinį nuosmukį. Taigi krašto ekonomikai buvo suduota keletas skaudžių smūgių, po kurių Floridai prireikė nemažai laiko atsigauti ir vėl ekonomiškai sustiprėti.

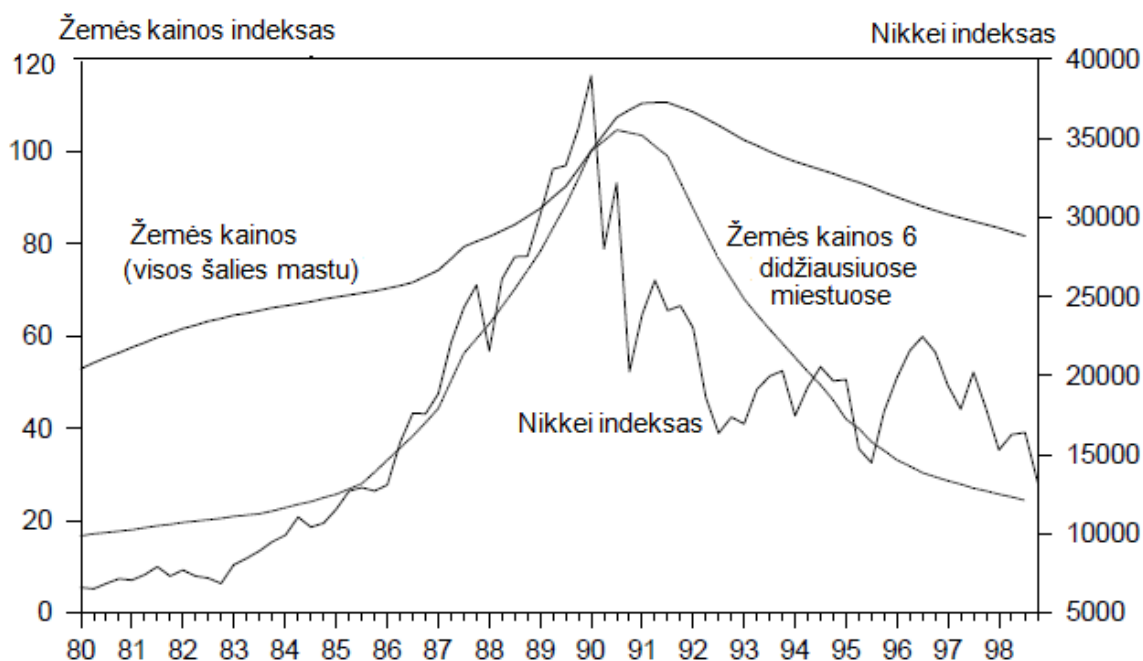
Kitas garsus nekilnojamojo turto burbulas kilo Japonijoje. Šis kainų burbulas yra vienas žymiausių ekonominių burbulų pasaulio finansų istorijoje.

Anot J. Impoco (1991), Japonijoje nekilnojamo turto kainų kilimas sutapo su analogišku kainų pokyčiu vertybinių popierių rinkoje bei bendru ekonomikos kilimu. Tačiau stabtelėjus ekonomikos kilimui, nekilnojamo turto rinka bei vertybinių popierių birža staigiai pradėjo risti žemyn. Visas nekilnojamasis turtas buvo pervertintas tokiu laipsniu, kad kritimo nebegalėjo sustabdyti jokie fundamentalūs ekonominiai rodikliai ar rinkos dalyvių lūkesčiai. Tiesa, aukštos palūkanų normos - centrinis bankas padidino savo diskonto normą penkis kartus per 18 mėnesių ir vyriausybės pastangos valdyti nekilnojamąjį turtą – susijusios su bankų paskolomis žymiai atšaldė rinką. Siekiant dar labiau atšaldyti spekuliantus, Japonijos bankas palūkanų normas padidino daugiau nei 7 proc. Rezultatas buvo tai, kad per pirmuosius šešis 1991 metų mėnesius, žemės kainos miestuose pasiekė lėtesnį augimo tempą.

Japonijos nekilnojamo turto kainų burbulo nesustabdomas pūtimasis truko 7-8 metus, tačiau šio burbulo sprogo pasekmės jautėsi daugiau nei 15 metų. Didžiausi nekilnojamo turto kainų pokyčiai buvo stebimi Japonijos sostinėje Tokijuje. Dirbtinai sukeltos kainos po burbulo sprogo krito dešimtimis kartų. Nuo 1986 m. vidutinės žemės kainos šešiuose didžiausiuose Japonijos miestuose šoktelėjo 127 proc. Tačiau 1991 metais sumažėjo net 30 procentų. Nors rinkoje nusistovėjo pastovios kainos, tačiau tam tikriems rinkos sektoriams buvo sunkiau, nei kitiems. Taigi 1990 m. nekilnojamojo turto kainų burbulas sudavė stiprų smūgį visai šalies ekonomikai, blogos statybų bendrovių bei privačių asmenų paskolos nustumėdė ne vieną Japonijos banką. 1991 m. Nikkei indeksas, apibendrinantis Japonijos akcijų kainas, nukrito iki 15000, kai tuo tarpu 1989 m. pab. siekė 39000 (7 pav.).

---

<sup>25</sup> WHITE, E.N. (2008) *The great American real estate bubble of the 1920s: causes and consequences*. USA, p. 29



Šaltinis: SIEBERT, H. Some Lessons from the Japanese bubble, 1999, p. 9.

### 7 pav. Japonijos burbulas

Kaip matome, Nikkei indeksas nuo 1989 m. tikrai nukrito labai žymiai. Tačiau, kaip matome, kito ne tik šis indeksas, bet taip pat ir žemės kainos didžiuosiuose Japonijos miestuose, kurios 1990 m. buvo pasiekusios aukščiausią tašką, o po to pradėjo mažėti. Taigi, staigus Nikkei indekso kritimas žymėjo Japonijos burbulo ekonomikos pabaigą<sup>26</sup>. Po to Japonija patyrė nuosmukį: daugiau nei dešimtmetį trukusią kainų defliaciją ir itin sustingusį GDP, kai Japonijos Bankas kovojo, kad būtų panaikintos blogos skolos, o kompanijos kituose sektoriuose stengėsi restruktūrizuotis.

Pasak L.Belinskajos ir V.Rutkausko (2007) tik 2005 metais Japonijoje buvo pastebėtas menkas nekilnojamojo turto kainų didėjimas. Jis buvo ypatingas tuo, kad sutapo su vertybinių popierių rinkos ir bendru ekonomikos augimu, o, pastarajam sulėtėjus, skirtingi rinkų signalai suformavo nesustabdomą smukimą. Japonijos rinkos specifiškumas – ilgi tiek augimo, tiek kritimo periodai – laipsniški procesai leido ekonomistams 1990–2000 metus Japonijos istorijoje pavadinti „prarastu dešimtmečiu“.

Taigi, kaip teigiama nekilnojamojo turto analitikos tinklapyje<sup>27</sup>, Japonijos burbulo sprogdimo būta iš ties smarkaus - pvz. Tokijo centre esančiuose verslo rajonuose 2004 metais nekilnojamo rinkos kainos buvo net kelias dešimtis kartų mažesnės lyginant su 1990 metų kainomis. Kalbant

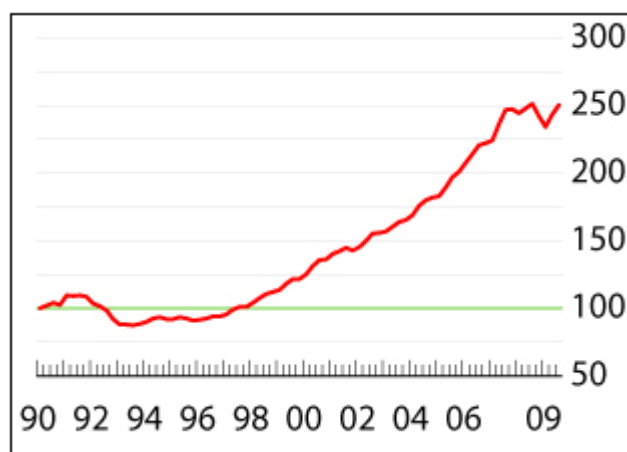
<sup>26</sup> BLANCHARD, O. (2007) *Makroekonomika*. Vilnius, p. 515.

<sup>27</sup> Nekilnojamojo turto analitika „Burbulas.lt“ (2007b) *Japonijos nekilnojamojo turto rinkos krizė*.

apie gyvenamąjį būstą, pokyčiai nebuvo tokie drastiški - per 15 metų laikotarpį kainos krito "tik" 10 kartų lyginant su jų aukščiausiu lygmeniu.

Tiesa, Japonijos nekilnojamo turto kainų pūtimasis ir sproginimas atitinka nekilnojamojo turto burbulo sproginimo principus, t.y. nekilnojamo turto burbulai nesprogsta per naktį, o rinka pradeda risti žemyn palengva, bet užtikrintai. Kuo daugiau nukrenta nekilnojamojo turto kaina, tuo daugiau socialinių ir ekonominių problemų tai pradeda kelti. Už paskolas įsigytas būstas - daugeliu atveju tampa pigesnis, nei paskolos likutis. Paskolos gražinamos kiekvieną mėnesį, bet būsto kaina krinta greičiau - prasideda ir bankų problemos, sąlygotos beatodairiškai dalintų paskolų problemos.

Dar viena valstybė, patyrusi nekilnojamojo turto kainų burbulą, buvo Švedija. Finansinį nuosmukį dešimtojo dešimtmečio pradžioje Švedijoje, taip pat kaip ir JAV, sukėlė per didelė bankų paskolų nekilnojamojam turtui pasiūla ir dirbtinas nekilnojamojo turto kainų išpūtimas. Apie pusę bankų suteiktų paskolų buvo skirta statybos ir turto sektoriui. Skolinimasi skatino ir žemos palūkanų normos bei žymi infliacija, taip pat ir asmenų lūkesčiai dėl infliacijos (kad ji nemažės). Išaugusi kredito pasiūla lėmė tai, kad namų ūkiai galėjo skolintis nepateikdami užstato (vartojimo reikmėms) ar neįmokėdami pradinio įnašo. Paskolų prieinamumas lėmė nekilnojamo turto kainų kilimą, kuris buvo suvokiamas kaip ilgalaikis. Didžioji dalis būsto pirkėjų jį įsigijo skolintomis, o ne savo lėšomis. Didesnės nekilnojamo turto kainos reiškė didesnę perkamo užstatomo turto vertę bei didesnę paskolų sumą. Iš pirmo žvilgsnio tai tarsi nenutrūkstantis nekilnojamo turto kainų ir paskolų augimas. Komercinės paskirties pastatų kainos augo dar sparčiau nei būsto<sup>28</sup>. Tačiau 1990 m. pradžioje Švedija patyrė nekilnojamojo turto burbulo sproginimą (8 pav.).



Šaltinis: GLOBAL PROPERTY GUIDE. House prices worldwide, 2009.

### 8 pav. Švedijos nekilnojamojo turto kainų indeksas

<sup>28</sup> Nekilnojamojo turto analitika „Burbulas.lt“ (2007c) *Švedų patirtis*.

Kaip matome 8 pav., 1990 m. prasidėjęs nekilnojamojo turto kainų kritimas truko trejus metus. Tai puikiai atspindi tais metais sumažėjęs kainų indeksas, kuris tik po 10 metų pasiekė beveik tą patį lygį, buvusį iki krizės.

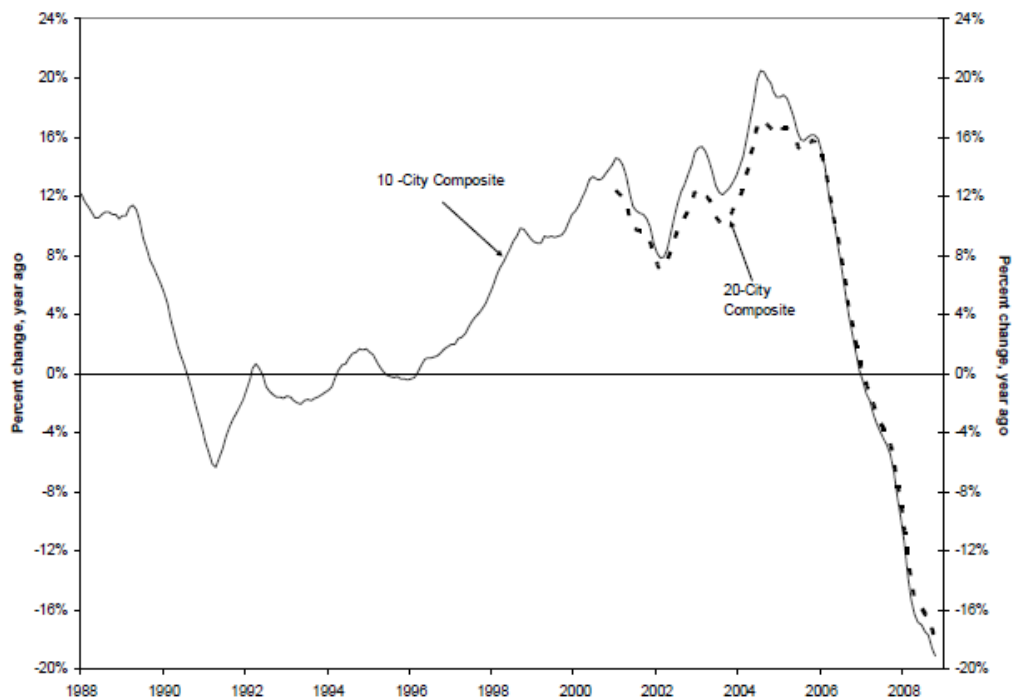
Tiesa, pasak R. Enstrom (2005), po nekilnojamojo turto burbulo sprogo smuko finansinės institucijos, bankrutavo daugelis įmonių, smarkiai pagausėjo bedarbių. Tai buvo pirmoji nuo 1930 m. sisteminė bankų krizė modernioje vakarų valstybėje. 1992 m. gruodį didžiausios šalies finansinės institucijos pirmąkart per šešiasdešimt metų atsidūrė ant bankroto slenksčio. Bijodama, kad bankinis sektorius sužlugdys ekonomiką, 1992 m. Švedijos valdžia išleido įsaką, reguliuojantį visų bankų išsipareigojimus. Taip buvo siekiama apsaugoti investuotojus nuo nuostolių, tačiau norint išvengti rizikingų finansinių ėjimų ateityje, buvo nuskriausti akcininkai: už bankų gelbėjimą mokesčių mokėtojų pinigais valdžia gavo dalį akcijų jau esamų savininkų sąskaita. Staigi valdžios reakcija į problemą buvo viena iš greito pagerėjimo priežasčių: 1994-1995 m. ekonomikos augimas siekė beveik 4 proc., o 1996 m. ekonominės krizės pėdsakų nebeliko.

Kaip žinia, pastaraisiais metais pasaulį sukrėtė dar viena finansinė krizė, nors žvelgiant iš istorijos pozicijų, tokios krizės nėra nieko nauja. Pasak S.L. Nystrom (2009), 2009 finansinė ir bankų krizė gaubė JAV, Austriją, Vengriją, Islandiją, Airiją, Ispaniją ir Jungtinę Karalystę. Kitos šalys/ekonomikos taip pat galėjo būti krizėje arba gali patekti į krizę per kelis ateinančius metus.

Tiesa, D. Frėjus dabartinės krizės šaknis išvelgia tūkstantmečių sandūroje, kai progresyviai maštantys investuotojai viltis susiejo su perspektyviu informacinių technologijų sektoriumi. Deja, lūkesčiai nepasitvirtino taip greitai, kaip tikėtasi, kadangi IT įmonių akcijų kursas krito. Tačiau tuo metu ėmė keistis situacija nekilnojamojo turto rinkoje<sup>29</sup>. Investuotojai JAV vėl grįžo prie saugioms priskiriamų investicijų į nekilnojamąjį turtą. Nuo 2001 m. JAV bei daugelyje kitų pasaulio rinkų prasidėjo stabilus nekilnojamojo turto kainų kilimas. Visiškai natūralu, kad kylant kainoms norinčiųjų investuoti į nekilnojamąjį turtą daugėjo, o tai dar spartino kainų kilimą. Kreditai JAV buvo dalinami be griežtesnės kreditavimo politikos, ir net neturintis pastovių pajamų JAV pilietis galėjo gauti nemenką kreditą nekilnojamajam turtui įsigyti. Taigi gyventojai masiškai pirko ne tik gyvenimui būtiną nekilnojamą turtą, bet taip pat įsigydavo „atostoginius namus“. Tuo metu suaktyvėjo ir spekuliacinio kapitalo pritraukimas į nekilnojamojo turto rinką, todėl kainos sparčiai augo. Tačiau D.C. Wheelock (2008) teigimu, JAV būsto kainų augimas viršūnę pasiekė 2005 m. ir po to krito gana greitai. Tai puikiai iliustruoja Case – Shiller gyvenamojo būsto kainų indeksas (9 pav.).

---

<sup>29</sup> LEBEDEVA, V.; NORVILAITĖ, G. (2009) *Kada baigsis visuotinis "krizenimas"?* Klaipėda, p. 9.



Šaltinis: STANDARD&POOR'S. S&P/Case-Shiller Home Price Indices, 2009, p. 2.

### 9 pav. Case – Shiller JAV būsto kainų indeksas

Kaip matome, 2006 m. pabaigoje, nacionalinis indeksas parodė visišką JAV būsto kainų nuosmukį. Tarp 2003 m. sausio ir 2005 m. gruodžio, vidutinė metinė norma, už vienai šeimai skirtą gyvenamąjį būstą, padidėjo iki 8,5 proc. Priešingai, tarp 2006 m. sausio ir 2007 m. gruodžio vidutinė metinė norma už būstą nukrito iki 21,8 proc. Kaip žinia, JAV patyrė panašų gyvenamojo būsto bumą/nuosmukį tarp 1920 ir 1930 metų. Tiesa, ketvirtąjį 2007 m. ketvirtį, 3,6 proc. gyvenamojo nekilnojamojo turto buvo įkeista, 20,4 proc. hipotekų buvo neapmokėtos (t.y., mokėjimai vėluodavo ne mažiau kaip 90 dienų arba iki naudojimosi turto teisės atėmimo).

Kaip žinia, JAV gyventojai paprastai vartoja pasiskolintus pinigus, drąsiai ima paskolas didesnėms išlaidoms padengti. Kadangi būstų kainos pastoviai kilo, paskolos jiems pirkti buvo itin patrauklios. Jei kartais pirkėjas nebegalėdavo išmokėti paskolos, būstas galėjo būti parduodamas (už jau žymiai didesnę kainą), skirtumas tarp dabartinės ir pirkimo kainos būdavo panaudojamas paskolai padengti, o už likusią sumą buvo perkamas naujas būstas. Ilgainiui išsivystė specifinė prastos kredito istorijos nekilnojamojo turto rinka, kurioje paskolos būdavo teikiamos net esant didelei tikimybei, kad būsto pirkėjas nesugebės išmokėti paskolos (neretai tai būdavo tiesiog akivaizdu). Viskas buvo grindžiama tuo, kad būsto kainos augs ir priaugęs skirtumas išspręs nemokumo problemą (Wheelock, 2008, p. 133).

Reikia paminėti ir tai, jog nekilnojamo turto kainų kritimas bei dėl to prasidėję sunkumai šioje srityje dirbančioms kompanijoms tikrai nebūtų galėję taip paveikti viso pasaulio finansų rinkų,

jeigu ne prasidėjusi krizė antrarūšių būsto paskolų rinkoje. Antrarūšės, dar vadinamos „antrojo šanso“, paskolos yra skirtos tiems, kurie dėl savo kredito istorijos negali pretenduoti į rinkos kainą (palūkanomis) skolintojų išduodamas paskolas. Dažniausiai tai būna kreditų negražinę ar kitų finansinių sunkumų praeityje turėję asmenys. Finansų institucijos (bankai ir specializuotos būsto paskolų įstaigos) iš pradžių džiaugėsi geru pelnu – nedaug kas iš šių rizikingų klientų negalėdavo mokėti už paskolas, būsto vertė rinkoje taip pat didėjo. Tačiau po kiek laiko JAV ekonomika ėmė sparčiai augti – iš esmės ir dėl to, kad gyventojai pradėjo daugiau vartoti, kaip pajamų šaltinį naudodami naujas paskolas, gautas užstačius didesnės vertės būstą. Taigi, 2004 m. JAV ekonomika ėmė augti labai greitai ir infliacija pradėjo kelti galvą, Federalinis rezervų bankas padidino palūkanų normą nuo 1 iki 5,25 procento. Tuo metu antrarūšių būsto paskolų su kintamomis palūkanomis turėtojams baigėsi pradinis lengvatinis paskolos palūkanų laikotarpis („saldainiukas“), ir kai kuriems iš jų jau iš tikrųjų iškilo dilema – ar duona, ar būstas. Būsto rinka dėl pabrangusių paskolų pradėjo vėsti, kai kuriuose regionuose kainos net ėmė mažėti. Viltys tų, kurie tikėjosi perfinansuoti paskolas pakilus būsto kainoms, taip pat subliūško<sup>30</sup>.

Pasak R.Paul (2009), dalis ekspertų teigia, jog JAV ekonomikos blogiausi laikai jau praeityje. Tačiau taip pat aktyviai diskutuojama dėl pasekmių pasaulio ekonomikai. Autoriaus teigimu. Amerikoje ypač sumažėjo mažmeninės prekybos apimtys: krizės akivaizdoje vartotojai pradėjo vengti buitines technikas parduotuvių, automobilių prekybos salonų bei apsipirkimo centrų. Nedarbo lygis šalyje 2009 m. pasiekė 10% ir didelė tikimybė, kad šis skaičius augs. Taip pat JAV užsienio skola išaugusi iki neįtikėtinų aukštumų ir turi tendenciją didėti. Tiesa, tikimasi, jog ekonomika vėl augs greičiau ir pasieks prieškrizinę BVP metinio augimo normą. Svarbus realios ekonomikos atsigavimo indikatorius yra ir būsto rinka, kuri šiuo metu absoliučiai sustingusi. Tikimybė, kad būsto rinka sugrįš į prieš krizinio laikotarpio augimo dinamiką mažiau nei minimali. O tai leidžia manyti, kad tvarus ir ilgalaikis ekonomikos atsigavimas mažai tikėtinas. Tiesa, dėl riboto kredito prieinamumo pirkėjų/skolintojų skaičius turto sandoriuose JAV šiuo metu yra apribotas iki normalaus lygio. Šis sumažėjimas sukuria apgaulingą kainų kritimą. Dalis nekilnojamojo turto pardavimo kainų mažėjimo greitai grįš atgal, kai kreditas vėl taps prieinamas atitinkamiems pasiskolintojams (Paul, 2009).

Žinoma, stebint praėjusio laikotarpio nekilnojamojo turto burbulus, galima galvoti, kad mes būtume gudresni už kitus ir spekuliaciniais tikslais supirktą nekilnojamą turtą parduotume iš karto pastebėjus rinkos kritimo požymius ir iš investicijų su nekilnojamu turtu nepatirtume nuostolių. Tačiau, kaip rodo praktika, prasidėjus kainų kritimui labai sunku identifikuoti ir nuspręsti, ar tai tik laikinas rinkos augimo stabtelėjimas ar rimtas signalas apie rinkos kryptie pokytį. Taip pat pradėjus kristi NT kainoms, smarkiai pradeda mažėti jo paklausa ir parduoti nekilnojamąjį turtą galima tik

---

<sup>30</sup> KUODIS, R. (2008b) *Antrarūšių būsto paskolų krizė: kodėl JAV bankai nukentės labiau nei Lietuvos?* Vilnius, p. 53.

drastiškai sumažinus parduodamo objekto kainą, o to daryti nesinori nei rinkos spekuliantams nei būstą savo reikmėms pirkusiems asmenims. Tokia situacija sąlygoja ne staigų kainų kritimą per kelias dienas, o apčiuopiamą ir stabilų kainų kritimą ilgu laikotarpiu.

## 2.2. Nekilnojamojo turto rinkos apžvalga Lietuvoje

Gyvenamo nekilnojamojo turto rinka Lietuvoje yra panaši į kitų Baltijos šalių. Didžiąją rinkos dalį (apie 70 proc.) sudaro standartiniai butai blokiniuose namuose, statyti sovietmečio laikotarpiu, apie 25 proc. gyvenamojo NT rinkos sudaro prieš karą statytuose namuose esantys butai (dauguma jų yra miesto centre bei yra laikomi prestižine nuosavybe) ir tik nedidelė dalis rinkos tenka naujos statybos namams. Nors blokiniai namai yra pasenę morališkai ir nusidėvėję fiziškai, gyvenamojo NT sandoriai aktyviai vyksta ir šiame rinkos segmente. Butai blokiniuose namuose ilgą laiką buvo vienintelis būstas, kurį įprasta vidutinės klasės šeima Baltijos šalyse buvo pajėgi įsigyti, atsižvelgiant į jų kuklias algas ir ribotas santaupas, sukauptas per nepriklausomybės periodą. Tačiau situacija pasikeitė suaktyvėjus būsto kreditų rinkai ir tuomet gana didelė sandorių, perkant nekilnojamojo turto, dalis buvo sudaroma būtent naujos statybos butų segmente. Tiesa, situacija statybų sektoriuje pasikeitė ne vien dėl suaktyvėjusių būsto kreditų, bet ir dėl optimistinių lūkesčių, jog nekilnojamojo turto kainos kils įstojus į ES<sup>31</sup>.

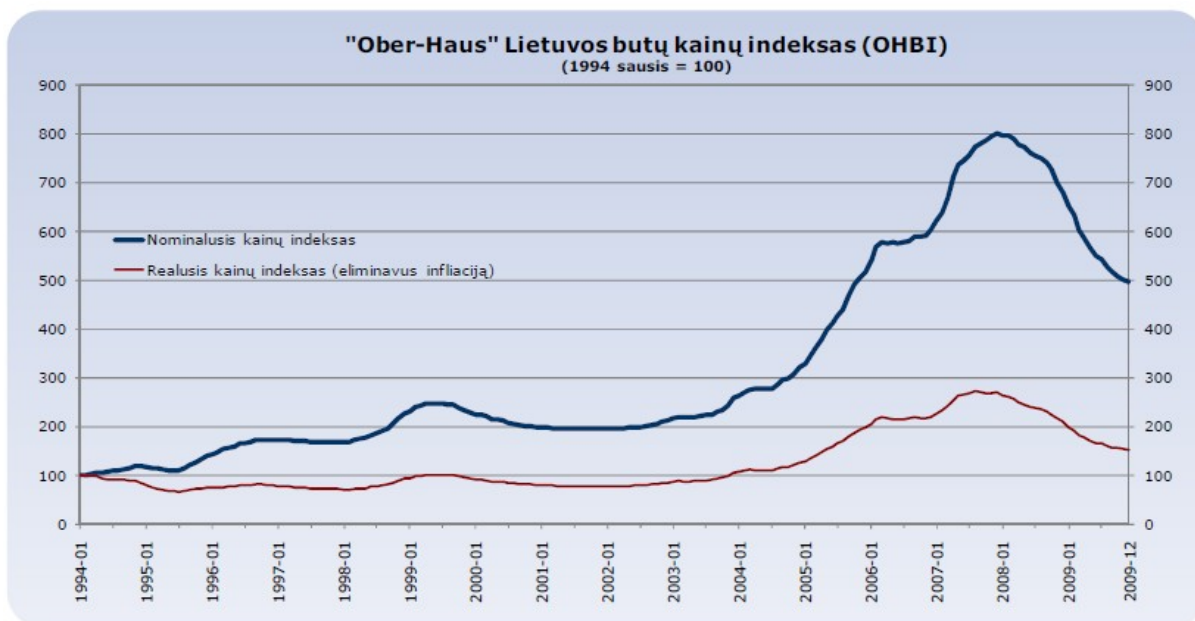
Taigi, nekilnojamojo turto kainų augimas Lietuvoje vyko panašiu metu kaip ir visame pasaulyje. Didėjantis rinkų globalizavimas lėmė tai, kad nekilnojamojo turto kainos skirtingose pasaulio šalyse judėjo ta pačia kryptimi – iki 2007 metų NT kainos augo abejose vandenyno pusėse.

Būsto kainų kilimas Lietuvoje prasidėjo 2001 m., tačiau pagreitį įgavo 2004 m. pabaigoje. Ši bendrą kilimą puikiai rodo „Ober – Haus“ pateikiamas būsto kainų indeksas nuo 1994 m. iki 2009 m. pabaigos. Tai puikiai iliustruoja kainų indekso grafikas (8 pav.), kuriame yra pateikiamas tiek nominalusis butų kainų indeksas (parodo butų nominaliųjų kainų pokyčius laike, palyginus su baziniu indekso laikotarpiu (1994-01)), tiek realusis butų kainų indeksas (parodo, kaip vidutiniškai pasikeitė butų kainos palyginus su kitomis vartojimo prekių ir paslaugų kainomis. Realusis kainų indeksas apskaičiuojamas eliminavus infliacijos įtaką nominaliosioms indekso reikšmėms).

---

<sup>31</sup> GALINIENĖ, B.; MARČINSKAS, A.; MALEVSKIENĖ, S. (2006) *Baltijos šalių nekilnojamojo turto rinkos ciklai*. Vilnius, p. 163.





Šaltinis: „OBER – HAUS“, Lietuvos butų kainų indeksas - OHBI, 2009a.

### 10 pav. Butų kainų indeksas

Šis „OHBI“ būsto kainų indeksas yra paremtas ilgametės įmonės veiklos metu surinktais duomenimis apie butų kainas ir jų pokyčius. Butų kainų indeksas parodo apibendrintus butų kainų pokyčius penkiuose didžiausiuose Lietuvos miestuose (Vilniuje, Kaune, Klaipėdoje, Šiauliuose ir Panevėžyje).

Taigi „Ober-Haus“ Lietuvos butų kainų indeksas (OHBI) rodo, jog butų kainos penkiuose didžiausiuose Lietuvos miestuose nuo indekso skaičiavimo pradžios (1994 m. sausio mėnesio) iki 2007 m. gruodžio mėnesio, kuomet fiksuojamas aukščiausias butų kainų lygis Lietuvoje, vidutiniškai pakilo net 8 kartus. Tačiau nuo 2007 m. gruodžio mėnesio kainos pradėjo kristi ir, kaip pastebime, krenta 24 mėnesius iš eilės. Nuo aukščiausio apibendrinto būsto kainų lygio, kuris buvo pasiektas 2007 m. gruodžio mėnesį, iki 2009 m. gruodžio butų kainos Lietuvos didmiesčiuose nukrito 38,0% ir sugrįžo į 2005 m. spalio mėnesį buvusį kainų lygį.

Atsižvelgiant į OHBI indekso kreives matome, jog per pastaruosius 15 metų Lietuvos nekilnojamojo turto rinka patyrė išties daug pokyčių, kurie turėjo įtakos nekilnojamojo turto kainoms. 1994 - 2009 metų Lietuvos būsto rinkoje galima išskirti šiuos svarbius jos raidos etapus:

1. 1994 - 1999 m. laikotarpiu rinkoje fiksuojamas pastovus būsto kainų kilimas su trumpalaikiais jų mažėjimais. Tuo metu sparti nekilnojamojo turto privatizacija, labai didelė infliacija ir bankų krizė lėmė, kad butų kainos nuo 1994 m. pradžios iki 1999 metų vidurio Lietuvos didmiesčiuose išaugo beveik 150%.

2. 1998 m. prasidėjusi Rusijos krizė smarkiai atsiliepė tiek politiniam, tiek ekonominiam Lietuvos gyvenimui. Ne išimtis ir būsto rinka, kuri nuo 1999 m. vidurio išgyveno pirmąjį ženklų

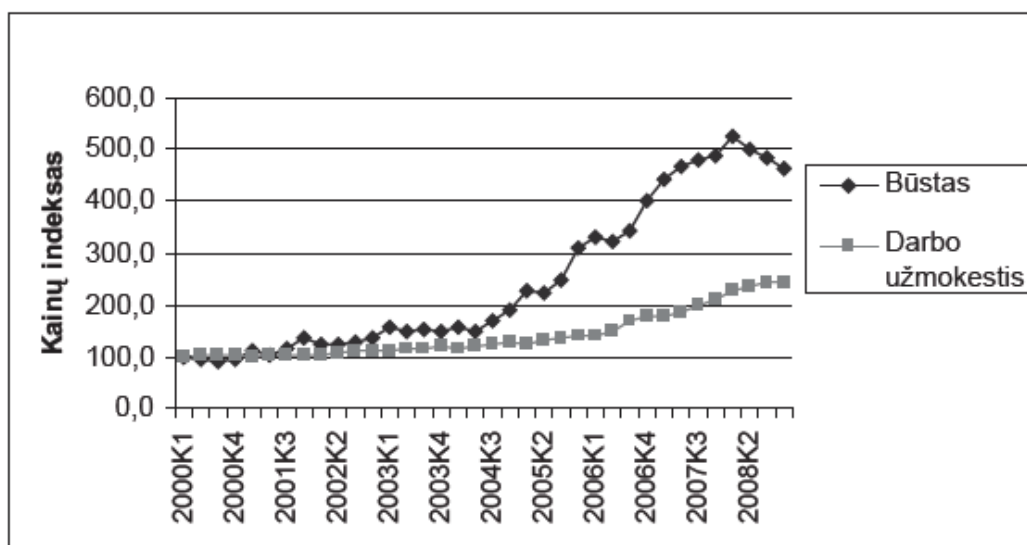
nuosmukį, užsitęsusi iki 2001 m. vidurio. Tuo laikotarpiu butų kainos Lietuvos didmiesčiuose vidutiniškai sumažėjo apie 20%. T.y. jų kainos sugrįžo į 1998 m. III ketv. kainų lygį. Didesnį būsto kainų mažėjimą sustabdė išaugęs finansinių institucijų skaičius (teikiančių būsto paskolas gyventojams), valstybės būsto paskolų rėmimo programa ir itin nedidelė naujo būsto pasiūla.

3. 2002 - 2003 m. laikotarpis gali būti laikomas būsto rinkos renesansu. Gerėjanti Lietuvos ekonominė situacija, patrauklesnės būsto paskolų suteikimo sąlygos (mažėjančios palūkanos, pailgėjęs kreditavimo laikotarpis ir pan.), lengvatiniai būsto kreditai, artėjanti įstojimo į Europos Sąjungą data ir nedidelė naujo būsto pasiūla lėmė, kad tais metais butų kainos augo daugiau nei 30%.

4. 2004 - 2007 m. laikotarpiu Lietuvos būsto rinka išgyveno savo „aukso amžių“. Sparčiai kylanti ekonomika, augančios gyventojų pajamos bei lūkesčiai, Lietuvos įstojimas į Europos Sąjungą, didėjanti būsto paklausa ir nuo jos atsiliekanči pasiūla, palankios kreditavimo sąlygos lėmė, kad per tuos 4 metus butų kainos išaugo daugiau nei 200% (3 kartus). 2005 metais buvo užfiksuotas rekordinis būsto kainų augimas Lietuvos didmiesčiuose – net 60%. Po tokio kainų šuolio būsto rinka „sustingo“, o 2006 m. viduryje fiksuojami netgi nedideli kainų mažėjimai, tad per visus 2006 metus būsto kainos išaugo tik apie 16%.

5. 2007 m. pabaigoje būsto (butų ir namų) kainos pasiekė rekordines aukštumas, o jau 2008 metų pradžioje prasidėjo būsto kainų mažėjimas beveik visoje Lietuvoje. Pasaulinė finansų krizė skaudžiai atsiliepė Lietuvos ekonominiam gyvenimui, o tuo pačių ir visai nekilnojamojo turto rinkai („OBER – HAUS“, 2009a).

Tiesa, manoma, jog būsto kainų kilimą įtakojo ir darbo užmokesčio didėjimas, todėl V.Azbainis (2009), pateikia bendrą būsto kainų ir darbo užmokesčio pokyčių grafiką (11 pav.).



Šaltinis: AZBAINIS, V. Būsto kainų burbulų vertinimo modeliai. Būsto kainų burbulas Lietuvoje, 2009, p. 283.

## 11 pav. Būsto kainų ir darbo užmokesčio pokyčiai

Taigi, V. Azbainio pateikiamas grafikas rodo, jog būsto kainų indeksas nuo 2000 m. iki 2008 m. padidėjo 362 proc. pradinės reikšmės. Pats pikas buvo pasiektas 2008 m. pirmą ketvirtį, kai indeksas buvo pasiekęs 524,7 reikšmę. Tačiau, kaip matome iš duomenų, darbo užmokesčio kilimo amplitudė yra akivaizdžiai mažesnė negu būsto kainų indekso, tačiau žmonės sugebėjo mokėti už būstą daugiau negu jiems leido kylantis darbo užmokestis. Taigi, apibendrinant galima teigti, jog kylantis darbo užmokestis, taip pat turėjo įtakos būsto kainų kilimui.

Kaip teigia Titarenko, Rudzkiš ir Titova (2005), spartų kainų kilimą galima paaiškinti ir fundamentaliais makroekonominiais veiksniais, vieni jų yra bendri visai Europos Sąjungai, kiti - jos naujosioms narėms. Be abejo, kiekviena šalis turi savo specifinių veiksnių. Vienu pagrindinių nekilnojamojo turto kainų variklių Lietuvoje galima laikyti rekordiškai žemas palūkanų normos kritimas, palankios kreditavimo sąlygos, mokesťines lengvatas, įsigyjant būstą. Tiesa, situaciją Lietuvos nekilnojamojo turto rinkoje aštrino ir komplikuoja situacija statybų rinkoje. Nors naujos statybos būsto trūkumas buvo akivaizdus, tačiau kurį laiką jo pasiūla dėl įvairių priežasčių augo lėtai. Teritorijų planavimo procedūros Lietuvoje yra labai sudėtingos ir imlios laikui. Išliko ir biurokratinės kliūtys, pavyzdžiui, nebaigtos žemės sklypų gražinimo procedūros, atskiruose rajonuose nebuvo bendrųjų teritorijos planų. O visa tai riboja žemės sklypų gyvenamajai statybai pasiūlą bei padidina vidutinį gyvenamojo būsto projektų įgyvendinimo laikotarpį. Be to, iki 2005 m. gyvenamojo būsto pasiūlos augimą riboja ir stambių investuotojų (NT projektų vystytojų) trūkumas. Nors išvardintos problemos turėjo įtakos NT kainų augimui, tačiau pagal savo pobūdį jos yra laikinos ir anksčiau ar vėliau buvo išspręstos.

V. Moskaliovos (2009) teigimu, gyventojų apsisprendimą investuoti, pasinaudoti kylančiomis kainomis ir tuo pačiu įtakoti burbulų NT rinkoje formavimąsi, lėmė trys pagrindiniai dalykai:

- ekonominis stabilumas (gyventojų užimtumas, pajamų augimas, visuomenės pasitikėjimas ekonomikos stabilumu);
- kapitalo prieinamumas ir palankios kreditavimo sąlygos;
- gyventojų lūkesčiai arba psichologiniai veiksniai (įsitikinimas, jog NT patikimiausia investicija ir pan.).

Tačiau, kaip rodo istoriniai NT kainų burbulai, po staigaus kainų kilimo ateina ir kritimas. Lietuvoje būsto kainos pradėjo kristi 2008 m. Tuo metu labai sumažėjo paklausa būstui, o tai lėmė tokios priežastys, kaip:

- Išaugusios ir vis dar augančios būsto paskolų palūkanos bei grėsmingai auganti infliacija (auganti infliacija lemia tai, kad žmogus gaudamas tokias pačias pajamas, kaip ir anksčiau (tarkime, prieš metus), jau nebegali tokios pačios savo pajamų dalies skirti būsto įsigijimui);
- 2008 metų kovo mėnesį atlikta „Ober-Haus“ klientų apklausa parodė, kad beveik pusė potencialių būsto pirkėjų nesiryžo įsigyti būsto (nors pajamos tai leidžia padaryti), nes baiminosi kainų kritimo netolimoje ateityje, ir tuo pačiu nuogąstavo, kad jų nusipirktas būstas po kurio laiko gali nuvertėti;
- Optimistinių lūkesčių rinkoje nepalaikė ir žiniasklaidoje pateikiami pranešimai apie vis naujas nekilnojamojo turto plėtros ir statybų kompanijų bėdas, krentančias kainas visame pasaulyje bei niūrios šalies bei užsienio specialistų prognozės tiek pačios nekilnojamojo turto rinkos, tiek visos Lietuvos ekonomikos adresu („OBER – HAUS“, 2008, p. 2).

Tiesa, situaciją, susiklosčiusią Lietuvos nekilnojamojo turto rinkoje, didžiąja dalimi galima paaiškinti ir fundamentaliais ekonominiais veiksniais: viso ūkio ir atlyginimų augimas, žemos palūkanų normos, investavimo alternatyvų nepopuliarumas.

Beje, Lietuvoje kilusį nekilnojamojo turto burbulą galima sulyginti su vienu garsiausių istorijoje NT kainų burbulų – tai 1925 m. NT kainų burbulu Floridoje, kadangi neabejotinų panašumų tikrai yra. Pvz., vienas iš veiksnių, tiek Lietuvoje, tiek Floridoje, sudariusių prielaidas sparčiai augti nekilnojamo turto paklausai, o kartu ir kainoms dėl ribotos pasiūlos bei spekuliacijų, yra gerėjančios gyvenimo sąlygos. Kitas svarbus momentas, tai visos šalies ekonomikos augimas bei rinkoje atsiradę spekuliantai, besipelnantys ne tik iš pardavimo bei pirkimo sandorių, bet ir iš nepastatytų ar jau statomų butų rezervacijų.

Dar vienas panašumas su Florida – tai pasiektas kainų lygis. Nekilnojamo turto kainų Lietuvos sostinėje bei kituose didžiuosiuose miestuose turint vidutines pajamas jau nebeįmanoma „įkasti“. Lieka tik „geras“ bankas, kur galima pasiskolinti<sup>32</sup>.

Kaip teigiama „OBER – HAUS“ gyvenamojo NT rinkos komentare (2009b), Lietuvos būsto rinkoje 2008 metais vyravusios tendencijos išliko ir 2009 m. Kaip niekada griežta bankų skolinimo politika bei sparčiai prastėjantys šalies ekonominiai rodikliai (mažėjantis BVP, darbo užmokestis, augantis nedarbo lygis) bei dar niūresnės jų ateities prognozės stipriai veikė rinkos dalyvių lūkesčius. Todėl vis daugiau potencialių, finansiškai pajėgių įsigyti būstą pirkėjų ir toliau atidėjo būsto pirkimo planus „geresniems laikams“. Visuose šalies didmiesčiuose buvo fiksuojami mažėjantys esminiai rinkos rodikliai: tiek būsto pardavimo ir nuomos kainos, tiek sandorių skaičius bei naujos statybos būsto pasiūla. Reaguodami į stipriai sumažėjusią paklausą būsto pardavėjai

<sup>32</sup> Nekilnojamojo turto analitika „Burbulas.lt“ (2007a) *Floridos nekilnojamojo turto kainų burbulas*.

mažino kainas, NT plėtotojai stengėsi įgyvendinti jau pradėtus projektus, o naujų daugiabučių ar individualių namų statybas atidėta vėlesniam laikui. Tačiau net ir įgyvendinti pradėtus projektus daugeliui NT plėtotojų nebuvo taip paprasta. Tiesa, 2009 m. III ketvirtį Lietuvos būsto rinkoje pasirodė pirmieji stabilumo ženklai. Nors pardavimo ir nuomos kainos visuose didžiuosiuose Lietuvos miestuose ir toliau mažėjo, jų kritimas jau buvo ne toks ženklaus, palyginti su ankstesniais šių metų ketvirčiais. Įregistruotų būsto sandorių skaičius pastaruosius 6 mėnesius išlieka stabilus ir net rodo nedidelius augimo ženklus. Tačiau būtų kiek ankstoka tai sieti su rinkos atsigavimu, nes rinkos aktyvumas vis dar labai mažas, palyginti su ankstesniais metais, o šalies ekonomikos prognozės taip pat nėra optimistinės. Visgi matyti, kad nuo būsto bumų laikų stipriai nukritusios būsto kainos vilioja vis daugiau pirkėjų.

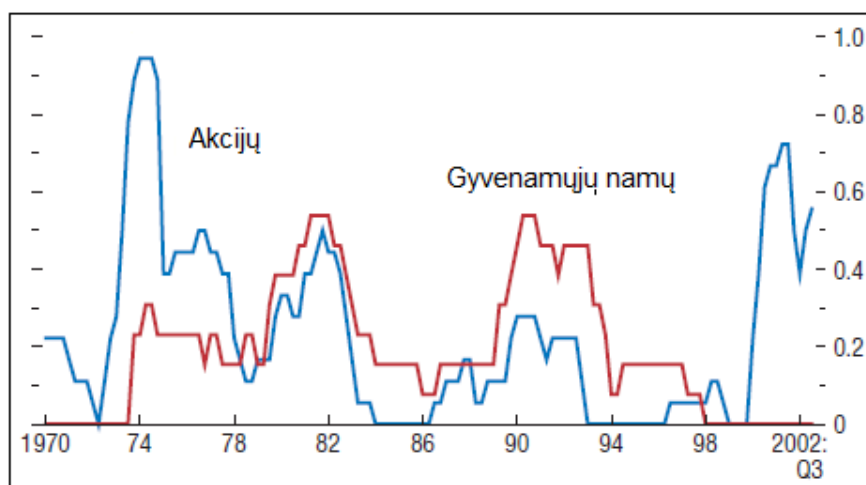
Taigi, kaip žinome, būsto kainų kilimų pasaulyje buvo ir anksčiau, todėl, pasak V. Azbainio (2009), Lietuva galėjo pasimokyti iš kitų valstybių, numatydamą savo ekonomikos raidos scenarijus. Labai panaši padėtis buvo ne tik Floridoje, bet ir Švedijoje. Ją analizuojant galima sudaryti ekonomikos, tiksliau – nekilnojamojo turto rinkos, jei ši patektų į bėdą, gelbėjimosi planą. Tačiau dabar nekilnojamojo turto vystytojai susiduria nebe su eilėmis norinčių pirkti ir graibstančių net ne pačius būstus, o tik projektus popieriuje, o su galvosūkiu, kaip tuos pristatytus butus parduoti ir atsiskaityti su bankais bei medžiagų tiekėjais. Rinkoje vyrauja laukimas, kiek dar kris būstų kainos. Visuotinai pripažįstama, jog tokią situaciją lėmė ne tik sugriežtintos paskolų išdavimo sąlygos ir augančios palūkanos, bet ir mažėjanti potencialių pirkėjų perkamoji galia. Taigi, galima teigti, jog nekilnojamojo turto burbulo atsiradimui Lietuvoje poveikio turėjo ne tik racionalios aplinkybės, bet ir žmonių psichologija. Sprogimo atveju situacija yra tokia pati. Sumažėjus pelningumo prognozėms, pirkėjų entuziazmas mažėja. Investuotojai puola išparduoti įsigytą turtą ir jo kaina žaibiškai krenta.

### **2.3. Nekilnojamojo turto kainų burbulus lėmę veiksniai**

Nekilnojamojo turto kainos per pastaruosius metus mažėjo daugelyje pasaulio šalių. Europoje nerasime valstybės, kurioje kainos nekrito arba krenta dar iki šiol. Amerikoje – dar liūdniau: tikra nekilnojamojo turto krizė. Daugelis nekilnojamojo turto ekspertų prognozavo NT krizę ir kainų mažėjimą. Tačiau šioje darbo dalyje, pamėginsime išsiaiškinti, kas visų pirma įtakojo nekilnojamojo turto kainų kilimą įvairiose šalyse, kokie veiksniai tai lėmė ir galiausiai, kokias tai turėjo pasekmes pasaulio šalims ir jų ekonomikoms.

Siekiant nustatyti nekilnojamojo turto kainų burbulo veiksnius, pasaulyje buvo atlikta tikrai nemažai įvairių tyrimų. Turbūt daugiausiai tyrimų ir įvairių analizių šioje srityje atliko Tarptautinis

valiutos fondas (TVF). Viename iš TVF leidinių<sup>33</sup> rašoma, jog po kelerius metus trunkančio nekilnojamojo turto kainų kilimo paprastai eina staigus jų kritimas. Tai puikiai iliustruoja grafikas (12 pav.).



Šaltinis: International Monetary Fund. World economic outlook, 2003, p. 68.

### 12 pav. Akcijų ir gyvenamųjų namų kainų pokyčiai

Taigi, Tarptautinio valiutos fondo skaičiavimais, kurie yra pagrįsti 19 pramoninių šalių duomenimis, nekilnojamojo turto kainų kritimo tikimybė 1970–2003 m. buvo tik 5 procentai, bet po kainų „būmo“ ji padidėja iki 40 procentų. TVF vertinimu, tokia tikimybė priklauso tiek nuo staigių makroekonominių pokyčių (palūkanų normų padidėjimas, konkurencingumo praradimas ar kiti veiksniai, lemiantys ekonomikos perėjimą į žemesnę ekonominio ciklo fazę), tiek nuo susidariusio kainos atotrūkio nuo fundamentalių veiksnių lemiamos kainos. Tiesa, nors kainos ir nukrenta, tačiau jos vis tiek lieka maždaug 20 proc. didesnės negu pradinis jų didėjimo taškas.

Kitas, J. McCarthy ir R. Peach (2004) atliktas JAV nekilnojamojo turto rinkos tyrimas parodė, kad būsto kainos ilgu laikotarpiu daugiausia priklauso nuo būstų kiekio, namų ūkių pajamų (prilyginamų ilgalaikių prekių ir paslaugų vartojimo išlaidoms), investicijų į būstą ir statybos įmonių sąnaudų. Trumpu laikotarpiu, be minėtų veiksnių, būsto rinkai įtaką daro ir namų ūkių finansinis turtas, nuomos kainos pokyčiai, žemės kaina, būsto pasiūla ir lūkesčiai apie būsimas būsto kainas. Tiesa, C. Faulkner – MacDonagh and M. Mühleisen (2004) teigimu, JAV nekilnojamojo turto kainų kilimo tendencija yra paremta daugelio veiksnių, iš kurių dauguma yra susiję su teigiama ekonomine aplinka:

- Mažėjančios palūkanos (mažėjanti hipotekų palūkanų norma sumažino būsto savininkų mėnesines įmokas arba suteikė galimybę įsigyti brangesnį būstą);
- Pelnas, pardavus NT;

<sup>33</sup> International Monetary Fund (2003) *World economic outlook*. USA, p. 67.

- Prieinamesnės būsto paskolos mažesnes pajamas gaunantiems asmenims.

Taip pat manoma, kad būstų paklausą padidino ir imigracija, o didėjanti paklausa lemia ir kainų didėjimą.

Kaip žinome, būsto kainos kilo ne tik JAV, bet taip pat ir Europoje bei kitose šalyse. Todėl toliau trumpai apžvelkime, kas įtakojo NT kainų kilimą Vakarų ir Rytų Europos (VRE) šalyse.

Leikos ir Valentinaitės (2007) teigimu, būsto kainos VRE šalyse pastarąjį dešimtmetį kilo ypač sparčiai. Šis procesas labai suaktyvėjo VRE šalims įstojus į ES (2004 m.) arba sustiprėjus lūkesčiams, kad į ES bus įstota greitu laiku (pvz., Rumunijoje ir Bulgarijoje). Visose autorių analizei pasirinktose VRE šalyse, išskyrus Vengriją, būsto kainos 1999–2006 m. padidėjo nuo keliasdešimties iki kelių šimtų procentų. Toks spartus būsto kainų didėjimas kelia klausimą, ar šis reiškinys aiškintinas vien fundamentaliais veiksniais, ar ir būsto pirkėjų lūkesčiais, kurie fundamentaliais veiksniais negrindžiami arba iš dalies grindžiami, tačiau būsto kainą pervertinant. Taigi, autoriai, siekdami išsiaiškinti, kokie veiksniai įtakojo būsto kainų kitimą VRE šalyse, pirmiausiai atliko daugelio įvairių statistinių duomenų analizę. Jie analizavo palūkanų normas, būsto paskolų didėjimą, būsto paskolos ir užstato santykį ES šalyse, statistinius būsto pasiūlos ir paklausos bei kitus panašius duomenis. Taip pat buvo atlikta ir ekonometrinė analizė. Atlikus įvairias analizes, buvo padarytos išvados:

1. Esminės įtakos VRE šalių būsto kainoms turėjo finansų rinkų plėtra, pasireiškusį pasikeitusiu bankų požiūriu į riziką ir paskolų prieinamumu. Bankai, siekdami pelno, mažino palūkanų normas, paskolos ir užstato, paskolos ir pajamų santykius, o tai leido būsto paskolas paimti tiems gyventojams, kurie anksčiau neturėjo galimybių apsirūpinti būstu.

2. VRE šalių būsto rinkos įgavo „pardavėjo rinkos“ bruožų, o kylant būsto kainoms daugėjo šių rinkų dalyvių – tiek spekuliantų, tiek būsto pirkėjų, kurie stengėsi įsigyti būstą, kol leidžia esamos finansinės galimybės ir paskolų sąlygos.

3. Būsto kainų didėjimą lėmė ir struktūriniai veiksniai: administracinės kliūtys, demografiniai pokyčiai, mokesčių lengvatos. VRE šalių vyriausybės, įvesdamos naujus administracinius apribojimus ar nenaikindamos ankstesniųjų, mažino būsto pasiūlą. Antra vertus, jos taikė mokesčines lengvatas, kurios skatino būsto paklausą.

Taigi statistinių duomenų analizė parodė, kad didžiausią įtaką būsto paklausai turėjo bankų paskolų prieinamumo didinimas, leidęs vis daugiau VRE šalių gyventojų įsigyti būstą, o autorių atlikta ekonometrinė analizė patvirtino, kad būsto kainų kilimą VRE šalyse lėmė didėjančios šių šalių gyventojų pajamos ir bankų elgsena. Be to, ankstesnio laikotarpio būsto kainų kitimas rodo, kad būsto rinkos svyravimus lėmė ir savaime išsipildantys lūkesčiai, kad būstas toliau brangs (Leika, Valentinaitė, 2007, p. 16).

Išsiaiškinus veiksnius, kurie lėmė NT kainų didėjimą JAV ir VRE šalyse, nemažiau svarbu yra nustatyti, kas lėmė NT kainų kilimą Lietuvoje ir kitose Baltijos šalyse.

Taigi L. Tupėnaitė ir L. Kanapeckienė (2009) atliko tyrimą, kuriuo siekė nustatyti ar Baltijos šalių būsto rinkoje buvo susiformavęs kainų burbulas. Tyrime buvo nagrinėjama šių fundamentalių veiksnių įtaka:

- bendrojo vidaus produkto (BVP) pokytis;
- infliacijos tendencijos;
- užimtumo rodikliai;
- gyventojų pajamų augimas ir būsto prieinamumas;
- būsto pasiūla;
- statybos kainų augimas ir investicijų į būstą pelningumas;
- nuomos kainų pokyčiai.

Neracionalieji veiksniai:

- namų ūkių lūkesčiai;
- spekuliacija nekilnojamojo turto rinkoje (Tupėnaitė, Kanapeckienė, 2009, p. 105).

Kadangi Baltijos regionas dažnai yra suvokiamas kaip vientisas, o visos trys šalys išgyvena panašų ekonomikos raidos ciklą, todėl ir tyrimas atliekamas visoms trimis Baltijos šalims. Be to, siekiant atkleisti būsto kainų kitimo tendencijas ir jas lėmusias priežastis bei įvertinti būsto rinkos ciklišumą Baltijos šalyse, nagrinėjimui pasirinktas 2001–2008 m. laikotarpis.

Fundamentalieji veiksniai, lemiantys kainų augimą, pirmiausiai yra ekonominiai, o Baltijos šalių ekonomikos augimą galima įvertinti remiantis tokiais pagrindiniais rodikliais kaip BVP, infliacija, darbo užmokestis, nedarbo lygis. Taigi Baltijos šalyse būsto kainų pokyčiai iš esmės sutapo su šalių ekonominiu augimu. Augant šalių ekonomikai, gyventojų pajamoms ir perkamajai galiai vis daugiau gyventojų buvo pajėgus įsigyti būstą, o prasidėjus ekonominiam nuosmukiui kainos nustojo kilti arba net krito.

Tiesa, Tupėnaitė ir Kanapeckienė (2009), siekdamos matematiškai įvertinti, kokią įtaką Baltijos šalių ekonomikos rodikliai turėjo būsto kainų pokyčiams, atliko koreliacinę – regresinę analizę, kurios rezultatai parodė, kad tarp būsto kainų augimo ir ekonominių rodiklių pokyčių ne visada yra statistiškai patikimas ryšys. Nustatyta, kad būsto kainų pokyčiai statistiškai priklauso nuo BVP rodiklio pokyčių, tačiau Lietuvoje ir Latvijoje ši priklausomybė yra silpna, o Estijoje – vidutinio stiprumo. Būsto kainų pokyčiai statistiškai nepriklauso nuo darbo užmokesčio ir nedarbo lygio rodiklių Lietuvoje ir Estijoje ir labai silpnai priklauso Latvijoje. Šiuos rezultatus galima paaiškinti tuo, kad, esant kainų svyravimui būsto rinkoje, visose šalyse darbo užmokestis nuosekliai didėjo, o nedarbo lygis mažėjo. Infliacija visose Baltijos šalyse turėjo įtakos būsto kainoms. Taip



pat būsto kainų augimą Baltijos šalyse galėjo lemti ir nepakankama būsto pasiūla, kuri nepatenkino sparčiai kylančios perteklinės būsto paklausos.

Kitas svarbus veiksnys, galėjęs turėti įtakos NT kainų augimui, buvo statybos kainų augimas. Be abejo, didelės įtakos būsto kainų augimui turėjo palanki būsto kreditavimo politika bei neracionalūs veiksniai: gyventojų lūkesčiai bei spekuliacija nekilnojamojo turto rinkoje.

Pirmoji lūkesčių skatinama kainų kilimo banga buvo susijusi su 2004 m. Baltijos šalių įstojimu į Europos Sąjungą. Vėlesni lūkesčiai buvo susiję su galimu prisijungimu prie euro zonos nuo 2007 m. pradžios, kas nulėmė itin didelį kainų augimą 2005 m. pabaigoje ir 2006 m. pradžioje. Pažymėtina, kad lūkesčiai turėjo poveikį ir paskolų rinkai – tikėdamiesi galimo pabrangimo, Baltijos šalių gyventojai skubėjo imti paskolas būstui įsigyti. Tam įtakos turėjo ir objektyvios informacijos trūkumas rinkoje (Tupėnaitė, Kanapeckienė, 2009, p. 107).

Apžvelgus įvairius tyrimus, atliktus įvairiose šalyse, kuriais buvo siekiama nustatyti veiksnius, lėmusius nekilnojamojo turto kainų kilimą, apibendrinant galima išskirti visų šalių NT kainų augimui būdingus veiksnius ( 13 pav.).



Šaltinis: sudaryta autorės

### 13 pav. Veiksniai, lėmę NT kainų didėjimą

Taigi, kaip matome, spartų nekilnojamojo turto kainų didėjimą pasaulyje lėmė tiek fundamentalūs veiksniai (palūkanų normos mažėjimas, būsto pasiūlos ir paklausos santykis,

infliacijos tendencijos ir kt.), tiek neracionalieji veiksniai (palankios būsto kreditavimo sąlygos, lūkesčiai bei spekuliacinė veikla). Tačiau autoriai, analizuodami įvairius burbulus, jų atsiradimo priežastis ir veiksnius, neįžvelgė, kad nekilnojamojo turto burbulas gali atsirasti dėl rinkos talpos ribotumo, dėl to, kad NT rinka yra uždara arba dalinai uždara. Dėl šių priežasčių rinka galėjo būti užpildyta arba perpildyti ir taip atsirado burbulas.

Tačiau, kaip jau minėjau, anksčiau ar vėliau kainų burbulas sprogs, o jo sprogo pasekmės būna skaudžios visos šalies, arba, globalizacijos atveju, ir pasaulio ekonomikai. Turbūt svarbiausios bliūkštančio burbulo pasekmės daugelio šalių ekonomikai yra šios:

- paklausos ir kainų kritimas visuose nekilnojamojo turto rinkos segmentuose;
- statybos apimtys mažėjimas ir statybos įmonių veiklos rodiklių prastėjimas;
- spekuliantų pasitraukimas iš nekilnojamojo turto rinkos;
- pardavėjų rinkos virtimas pirkėjų rinka;
- augantis nemokių gyventojų skaičius.

Apibendrinant, galima teigti, jog praeities duomenų analizė yra svarbi ateities veiklai, kadangi turimos informacijos palyginimas su esama situacija leidžia įvertinti galimus dėsningumus ir tinkamai jiems pasirengti. Pasaulyje garsiai nuskambėjusių ar dabar esančių burbulų analizė parodė, jog praeities duomenimis pagrįstos prielaidos tenkina ir šiandieninę Lietuvos bei kitų šalių aplinką. Tačiau analizuojant nekilnojamojo turto rinką visų pirma svarbu atsižvelgti į tai, kad ši rinka yra visos ekonomikos sudedamoji dalis, todėl ir bendra šalies ekonominė padėtis yra svarbi nekilnojamojo turto kainų pokyčiams.

### 3. KAINŲ BURBULŲ LIETUVOS NEKILNOJAMOJO TURTO RINKOJE TYRIMAS

Šioje darbo dalyje aprašoma tyrimo metodika, kuria remiantis buvo atliekami tyrimai. Pirmuoju tyrimu bus atliekama koreliacinė – regresinė analizė, o antruoju – ekspertinis vertinimas. Tiek vienu, tiek kitu tyrimu, bus siekiama nustatyti veiksnius, labiausiai įtakojusius nekilnojamojo turto kainų burbulo susiformavimą Lietuvos rinkoje. Antruoju tyrimu dar bus bandoma išsiaiškinti svarbiausias priežastis, kurios dažniausiai lemia kainų burbulo atsiradimą.

#### 3.1. Tyrimo metodika

Šioje darbo dalyje bus atliekami du tyrimai. Visų pirma, bus siekiama nustatyti fundamentalių veiksnių įtaka Lietuvos gyvenamojo būsto kainų didėjimui. Tyrimui atlikti buvo pasirinkti fundamentalūs veiksniai – tai BVP, infliacija, darbo užmokestis, būsto pasiūla, investicijos į gyvenamąjį būstą bei palūkanų normos. Šie veiksniai pasirinkti neatsitiktinai, o remiantis analitinėje dalyje išskirtais veiksniais, kurie dažniausiai būdingi visų šalių nekilnojamojo turto kainų didėjimui. Todėl ir šiuo tyrimu, bus siekiama išsiaiškinti, ar būtent tokie patys veiksniai, kaip ir daugelyje pasaulio šalių, lėmė nekilnojamojo turto kainų augimą ir Lietuvoje.

Antruoju tyrimu bus atliekama ekspertų apklausa. Šiuo tyrimu taip pat siekiama išsiaiškinti, kokie veiksniai galėjo įtakoti gyvenamojo būsto kainų burbulo susiformavimą Lietuvoje ir svarbiausias NT burbulo sprogo paskmes šalies ekonomikai.

**Tyrimo tikslas** – nustatyti veiksnius, labiausiai įtakojusius kainų burbulo susiformavimą Lietuvoje ir svarbiausias nekilnojamojo turto kainų burbulo sprogo paskmes Lietuvos ekonomikai bei išsiaiškinti nekilnojamojo turto perspektyvas.

**Tyrimo objektas** – Lietuvos gyvenamojo būsto rinka.

**Tyrimo dalykas** – veiksniai, įtakoję kainų burbulo susiformavimą Lietuvos gyvenamojo būsto rinkoje.

**Tyrimo uždaviniai:**

- Įvertinti fundamentalių veiksnių koreliaciją su gyvenamojo būsto kainomis;
- Nustatyti Lietuvos gyvenamojo būsto kainų burbulo lėmusių veiksnių svorio koeficientus;
- Išsiaiškinti priežastis, dažniausiai įtakojančias NT kainų burbulo susidarymą;

- Nustatyti svarbiausias nekilnojamojo turto kainų burbulo pasekmes šalies ekonomikai remiantis svorio koeficientų apskaičiavimu;
- Išsiaiškinti Lietuvos gyvenamojo būsto rinkos perspektyvas bei sužinoti, ar buvo galima išvengti NT burbulo Lietuvoje.

Šioje dalyje yra keliamos dvi **hipotezės**:

H1 – Lietuvos gyvenamojo būsto kainų burbulą įtakojo fundamentalūs veiksniai;

H2 – Lietuvos nekilnojamojo turto rinkos kainų burbulas susijęs su paskolų politika, ekonomine krize ir finansinio kapitalo pertekliumi.

Pirmajam tyrimui atlikti naudojama koreliacinė – regresinė analizė. Kadangi norime nustatyti ryšį tarp gyvenamojo būsto kainų ir fundamentalaus veiksnio, todėl ir pasirinkta ši analizė, nes koreliacija – tai priklausomybės stiprumas tarp nagrinėjamų kintamųjų. Ryšio stiprumui tarp kintamųjų parodyti dažniausiai naudojamas koreliacijos koeficientas, kuris įgyja reikšmes tarp – 1 ir 1. Kuo jis arčiau 1 ar – 1, tuo stipresnis ryšys sieja nagrinėjamus kintamuosius (Sakalauskas, 2003, p. 144). Taigi, koreliacine – regresine analize bus siekiama įvertinti fundamentalių veiksnių ryšį su gyvenamojo būsto kainomis.

Antruoju tyrimu bus atliktas ekspertinis vertinimas. Ekspertų metodas pasirinktas dėl to, nes jo esmė ta, jog ekspertai logiškai analizuoja kurią nors problemą ir turi pakankamai kurios nors srities žinių (Kardelis, 2007, p. 206). Taigi, respondentai pasirinkti taip, kad pakaktų kompetencijos atsakyti į klausimus, todėl apklausti pasirinkti būtent nekilnojamojo turto ekspertai, o ne brokeriai.

Tiesa, atrenkant respondentus, buvo susidurta su šiočia tokia problema. Nors Lietuvoje agentūrų, kurių veikla susijusi su nekilnojamoju turto tikrai nemažai, tačiau nekilnojamojo turto ekspertų, o ne brokerių, Lietuvoje pasirodo yra ne tiek daug. Be to, kadangi tyrimas apima gyvenamojo būsto rinką, todėl ir apklausoje turėjo dalyvauti ekspertai, kurių veikla susijusi būtent su šia rinka. Tačiau atrenkamųjų respondentų skaičius sumažėjo, kai paaiškėjo, jog kai kurių NT ekspertų veikla yra susijusi ne su gyvenamojo būsto rinka, o, pavyzdžiui, vien tik su komercinių pastatų rinka. Todėl atrenkant ekspertus reikėjo būtinai į tai atsižvelgti, todėl galimybė atrinkti kuo daugiau ekspertų dar labiau susiaurėjo.

Ekspertai buvo apklausti anketavimo būdu. Iš pradžių buvo sudaryta preliminarinė anketa, kuri patikrinta anketuojant 3 nekilnojamojo turto ekspertus. Apibendrinus preliminarų tyrimo rezultatus buvo nustatyta keletas trūkumų ir galutiniam variantui anketa buvo pakoreguota: pora klausimų iš atvirų padaryti į uždarus bei pakeista keletas klausimų formuluotė.

Ekspertų apklausa vyko anketą apklausos dalyviams siunčiant elektroniniu paštu. Ekspertų apklausa buvo atliekama 2010 m. balandžio 14 – gegužės 1 dienomis.

Reikiama informacijai gauti buvo naudoti uždari, pusiau atviri ir visiškai atviri klausimai. Dauguma anketos klausimų buvo uždari, kadangi taip gautus duomenis geriau analizuoti bei lyginti

tarpusavyje. Pusiau atviri klausimai, respondentams leido papildyti galimų atsakymų variantus arba išsakyti savo nuomonę, jei nė vienas iš pateiktų atsakymo variantų neatitiko jo nuomonės. Anketoje taip pat buvo ir visiškai atvirų klausimų, norint gauti individualesnius, visapusiškesnius ir labiau apgalvotus atsakymus.

Anketą sudarė įvadas ir trys dalys. Įvade pateikta informacija apie tyrimo autorę bei tyrimo tikslą. Pirmoji anketos dalis skirta bendrai informacijai apie respondentą. Joje pateikti 3 klausimai siekiant išsiaiškinti eksperto darbo patirtį nekilnojamojo turto srityje, kokioje organizacijoje dirba bei ką apima veiklos sritis.

Antroje anketos dalyje buvo siekiama išsiaiškinti ekspertų nuomonę apie veiksnius, labiausiai lėmusius NT kainų burbulo susiformavimą Lietuvoje, viso to pasekmes šalies ekonomikai bei panašumus ir skirtumus su kitų šalių kainų burbulais. Tam buvo skirta 10 klausimų (4 – 13 anketos klausimai).

Trečioje anketos dalyje pateikti 7 klausimai (14 – 20 anketos klausimai), kuriais buvo siekiama išsiaiškinti Lietuvos gyvenamojo būsto perspektyvas.

Tiesa, anketa buvo anoniminė, nes tai skatina sąžiningumą atsakant į klausimus.

Koreliacinė – regresinė analizė atlikta bei anketiniai duomenys apdoroti ir analizuoti naudojant statistinį paketą SPSS 17.0 ir programinį paketą Microsoft Excel.

### **3.2. Fundamentalių veiksnių įtakos vertinimas Lietuvos gyvenamojo būsto rinkos kainoms**

Šitoje darbo dalyje bus siekiama nustatyti fundamentalių veiksnių įtaka Lietuvos gyvenamojo būsto kainų didėjimui. Tiksliau sakant bus siekiama nustatyti ryšį tarp kiekvieno pasirinkto veiksnio ir Lietuvos gyvenamojo būstų kainų.

Taigi siekiant matematiškai įvertinti, kokią įtaką būsto kainų didėjimui turėjo Lietuvos BVP, infliacija, darbo užmokestis, būsto pasiūla, investicijos į gyvenamąjį būstą bei palūkanų normos, bus atlikta koreliacinė – regresinė analizė, kuri padės įvertinti koreliacinio ryšio stiprumą tarp būsto kainos ir veiksnio.

Tam, kad būtų galima atlikti šią analizę, buvo reikalingi pasirinktų veiksnių bei būsto kainų statistiniai rodikliai. Norint kuo tiksliau atlikti analizę buvo naudojami 2000 – 2009 metų duomenys. Tiesa, būsto pasiūlą geriausiai atspindi pastatytų butų skaičius, todėl atliekant koreliacinę – regresinę analizę naudotasi pastatytų butų statistika. Visi duomenys paimti iš Statistikos Departamento, V.Į.Registrų centro bei Lietuvos banko. Šie duomenys pateikiami 1 priede.

Gauti atliktos koreliacinės – regresinės analizės rezultatai pateikiami 3 lentelėje.

**Fundamentalių veiksnių įtaka Lietuvos gyvenamojo būsto kainoms**

	BVP	Infliacija	Darbo užmokestis	Būsto pasiūla	Investicijos į gyvenamąjį būstą	Palūkanų norma
Vidutinė būtų kaina už 1m <sup>2</sup> (Lt)	,885*	,738*	,763*	,778*	,814*	,566*

\*Koreliacija statistiškai patikima 0,01 lygmeniu.

Šaltinis: sudaryta autorės

Atlikus koreliacinę – regresinę analizę, paaiškėjo, jog vidutinė gyvenamojo būsto kaina už 1m<sup>2</sup> koreliuoja su visais fundamentaliais veiksniais. Kaip matome iš lentelės duomenų, nustatyta, jog gyvenamojo būsto kainos stipriausiai koreliuoja su BVP ir investicijomis į gyvenamąjį būstą, kadangi koreliacijos koeficientas yra daugiau nei 0,8. Taip pat matome, jog būsto kainų didėjimas priklauso ir nuo infliacijos, darbo užmokesčio bei būsto pasiūlos, kadangi ryšys tarp šių rodiklių yra gana stiprus, nes koreliacijos koeficientas yra didesnis nei 0,7. Šiuos rezultatus galima paaiškinti tuo, jog didėjant darbo užmokesčiui, didėjo ir gyventojų galimybės - jie lengviau galėjo įsigyti būstą, lengviau gauti didesnes paskolas jo įsigijimui ir pan., todėl tuo pačiu didėjo ir būsto paklausa, kas turėjo įtakos kainų didėjimui. Be to, būsto kainų augimą įtakojo ir būsto pasiūla, kuri buvo nepakankama patenkinti sparčiai kylančios būsto paklausos, o kuomet būsto paklausa viršijo pasiūlą, tuomet kainos didėjo dar labiau. Infliacija taip pat turėjo nemažai įtakos būsto kainų kilimui, kadangi ryšys tarp infliacijos ir vidutinės būsto kainos taip pat yra ganėtinai stiprus (0,7). Tiesa gyvenamojo būsto kainos šiuo atveju silpniausiai koreliuoja su palūkanų norma, nes tarp šių rodiklių gautas mažiausias koreliacijos koeficientas (0,56) lyginant su kitais veiksniais. Tačiau nepaisant to, ryšys tarp gyvenamojo būsto kainų augimo ir palūkanų normos tikrai yra, kadangi gauta vidutinio stiprumo priklausomybė. Taigi, nors nagrinėjamu atveju, tai yra silpniausia priklausomybė, tačiau įtaka gyvenamojo būsto kainų didėjimui akivaizdi.

Apibendrinant koreliacinės – regresinės analizės rezultatus, galima teigti, jog visi tirti fundamentalūs veiksniai turėjo įtakos gyvenamojo būsto kainų kilimui, tačiau labiausiai tai įtakojo BVP ir investicijos į gyvenamąjį būstą, kadangi gauti koreliacijos koeficientai tarp šių rodiklių ir vidutinės būsto kainos yra stipriausi ir arčiausiai 1, o, kaip minėjau, kuo koreliacijos koeficiento reikšmės artimos 1, tuo egzistuoja stipresnė priklausomybė tarp kintamųjų. Be to, atlikus šią analizę galima patvirtinti ir pirmąją hipotezę, kad Lietuvos gyvenamojo būsto kainas įtakojo fundamentalūs veiksniai.

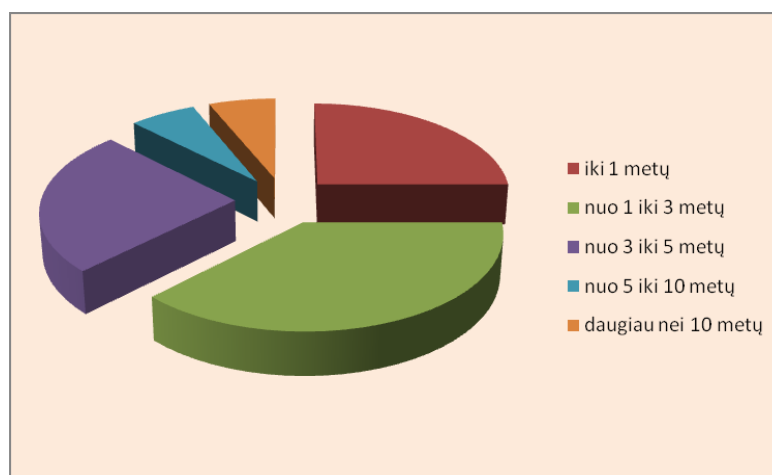
### 3.3. Veiksnių įtakojusių kainų burbulo susiformavimą Lietuvoje vertinimas

Šioje darbo dalyje, kaip ir ankstesnėje, bus bandoma nustatyti veiksniai, kurie labiausiai įtakoja kainų burbulo susiformavimą Lietuvos gyvenamojo būsto rinkoje. Tačiau šiuo atveju bus atliekama ne koreliacinė – regresinė analizė, o taikomas ekspertinio vertinimo metodas. Taip pat šioje dalyje bus bandoma išsiaiškinti priežastis, kurios dažniausiai įtakoja kainų burbulo susiformavimą bei kokios, ekspertų nuomone, yra Lietuvos gyvenamojo būsto perspektyvos.

Tyrimas buvo atliekamas anketinės apklausos metodu, anketas atrinktiems ekspertams siunčiant elektroniniu paštu. Statistine prasme kuo ekspertų daugiau dalyvauja apklausoje, tuo geriau. Todėl atsižvelgiant į tai, apklausoje dalyvavo 16 gyvenamojo būsto ekspertų. Kadangi tyrimas apima tik gyvenamojo būsto rinką, todėl respondentai parinkti taip, kad pakaktų kompetencijos atsakyti į klausimus. Kitaip sakant, apklausoje dalyvavo tik tie ekspertai, kurių veikla yra susijusi konkrečiai su gyvenamuoju būstu, o ne su kitu nekilnojamoju turtu.

Pirmieji anketos klausimai buvo skirti sužinoti bendrai informacijai apie respondentus: kokia darbo patirtis, kokioje organizacijoje dirba ir ką apima veiklos sritis. Ši informacija reikalinga norint išsiaiškinti, koks apklausoje dalyvaujančių asmenų praktinis patyrimas ir kvalifikacija, nes nuo to nemažai priklauso ir jų atsakymai į tolesnius anketos klausimus.

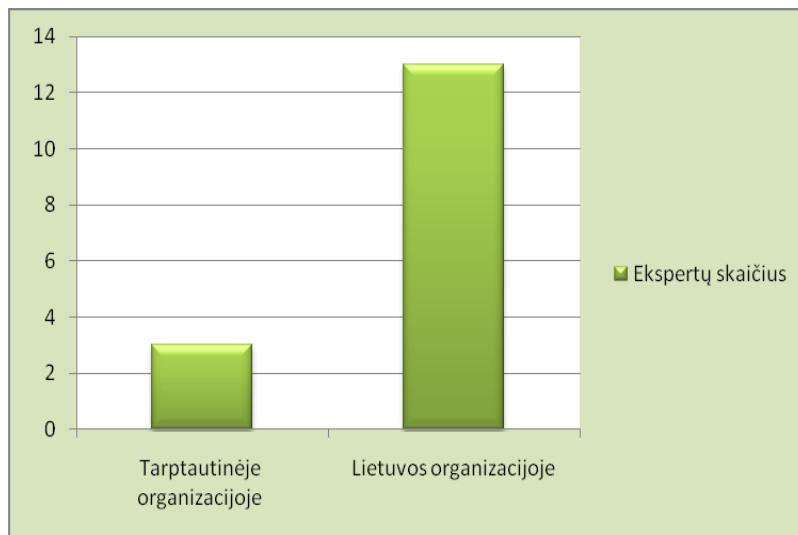
Taigi, apžvelgus anketos rezultatus, paaiškėjo, jog tyrime dalyvavo daugiausiai respondentų, kurių darbo patirtis nuo 1 iki 3 metų, šiek tiek mažiau – iki 1 metų ir nuo 3 iki 5 metų, o mažiausiai – nuo 5 metų ir daugiau (14 pav.).



Šaltinis: sudaryta autorės

14 pav. Ekspertų pasiskirstymas pagal turimą darbo patirtį

Siekiant sužinoti, kokioje organizacijoje dirba apklaustieji asmenys, paaiškėjo, jog dauguma ekspertų dirba Lietuvos organizacijose, tik labai maža dalis atsakė, jog dirba tarptautinėje organizacijoje (15 pav.).



Šaltinis: sudaryta autorės

### 15 pav. Ekspertų pasiskirstymas pagal organizacijas, kuriose jie dirba

Trečiuoju anketos klausimus, buvo bandoma išsiaiškinti, kokią rinką apima ekspertų veiklos sritis, nes jeigu eksperto veikla susijusi su platesne rinka, ne tik Lietuvos, tuomet ir jo patirtis jau yra kitokia, tuomet jis labiau bus susipažinęs su kitomis rinkomis.

4 lentelė

### Ekspertų pasiskirstymas pagal rinkas, kurias apima jų veiklos sritis

	Lietuvos rinka	Baltijos šalių rinka	Europos sąjungos rinka	Kitų šalių rinka
Ekspertų skaičius	16	0	0	0

Šaltinis: sudaryta autorės

Iš lentelės duomenų matome, jog šiuo atveju, visų ekspertų veiklos sritis apima Lietuvos rinką. Tačiau šiuo atveju tai nėra neigiamas dalykas, kadangi atliekamas tyrimas taip pat daugiausiai yra susijęs su Lietuvos rinka.

Išsiaiškinus bendrąją informaciją apie ekspertus, labai svarbu yra nustatyti apklausoje dalyvavusių ekspertų nuomonių sutapimą, kuris vertinamas apskaičiuojant Kendall'o konkordancijos koeficientą  $W$ , kartu taip pat tikrinant ir hipotezę, jog ekspertų vertinimai prieštaringi, t.y. konkordancijos koeficientas lygus nuliui. Tiesa, konkordancijos koeficientas  $W$  kinta nuo 0 iki 1 ( $0 < W < 1$ ), kur 0 reiškia visišką nesuderinamumą, o 1- pilną suderinamumą. Beje, hipotezės tikrinimui šiuo atveju pasirinktas reikšmingumo lygmuo  $\alpha = 0.05$ .

Visų pirma skaičiuojant konkordancijos koeficientą ekspertų vertinimai yra ranguojami, kiekviename stulpelyje esančias reikšmes keičiant rangais. Taip tikrinant, ar ekspertų vertinimai dera tarpusavyje. Kadangi tikrinsime ekspertų nuomonių sutapimą vertinant veiksniais, labiausiai įtakojusius kainų burbulų susiformavimą Lietuvoje, todėl mažiausiai įtakos turinčiam veiksniumi suteiktas 1 balas, o didžiausią – 5 balai. Tiesa šiuo atveju 16 ekspertų ( $m=16$ ) vertino 9 ( $k=9$ )



alternatyvas. Taigi Kendall'o konkordancijos koeficiento apskaičiavimui reikalingi duomenys pateikiami 5 lentelėje.

5 lentelė

**Duomenys reikalingi Kendall'o konkordancijos koeficiento apskaičiavimui**

Eksperto nr.	Veiksny								
	BVP	Palanki būsto kreditavimo politika	Mažėjanti palūkanų norma	Inflia - cija	Didėjantis darbo užmokestis	Būsto pasiūla ir paklausa	Spekulia - cinė veikla	Lūkes - čiai	Finansinio kapitalo perteklius
1	3	5	3	3	4	3	4	4	2
2	4	4	4	3	3	5	5	5	5
3	3	5	4	3	4	3	3	2	2
4	4	4	1	2	5	3	4	4	1
5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
6	4	4	5	3	4	4	4	4	4
7	4	5	4	4	4	2	5	5	2
8	3	4	4	3	3	4	5	3	3
9	4	5	4	2	5	4	2	2	3
10	2	2	3	2	3	1	2	1	3
11	3	5	4	2	3	3	3	5	3
12	5	5	4	4	3	3	4	4	3
13	4	5	5	3	4	5	5	4	3
14	3	5	5	3	4	4	2	3	3
15	3	5	4	2	4	3	5	3	5
16	3	5	3	2	4	3	3	3	3
Rangų suma	57	73	62	46	62	55	61	57	50
Rangų sumų vidurkis	58,1	58,1	58,1	58,1	58,1	58,1	58,1	58,1	58,1
Nuokryp - pio kv.	1,21	222,01	15,21	146,41	15,21	9,61	8,41	1,21	65,61
Nuokrypio kvadratų suma 484,89									

Šaltinis: sudaryta autorės

Taigi lentelėje pateiktais duomenimis bus remiamasi skaičiuojant Kendall'o konkordancijos koeficientą  $W$ . Kaip matome, skaičiuojant šį koeficientą, reikalinga nuokrypio kvadratų suma, kurią gavome sudėjęs visus nuokrypio kvadratus. Pastarieji apskaičiuoti: (rangų suma – rangų sumų vidurkis)<sup>2</sup> = nuokrypio kvadratas.

Kadangi vertinimuose yra sutampančių rangų, todėl konkordancijos koeficientas  $W$  bus skaičiuojamas pagal formulę:

$$W = \frac{12S^2}{m^2(k^3 - k) - m \sum_{i=1}^m T_i} \quad (1)$$

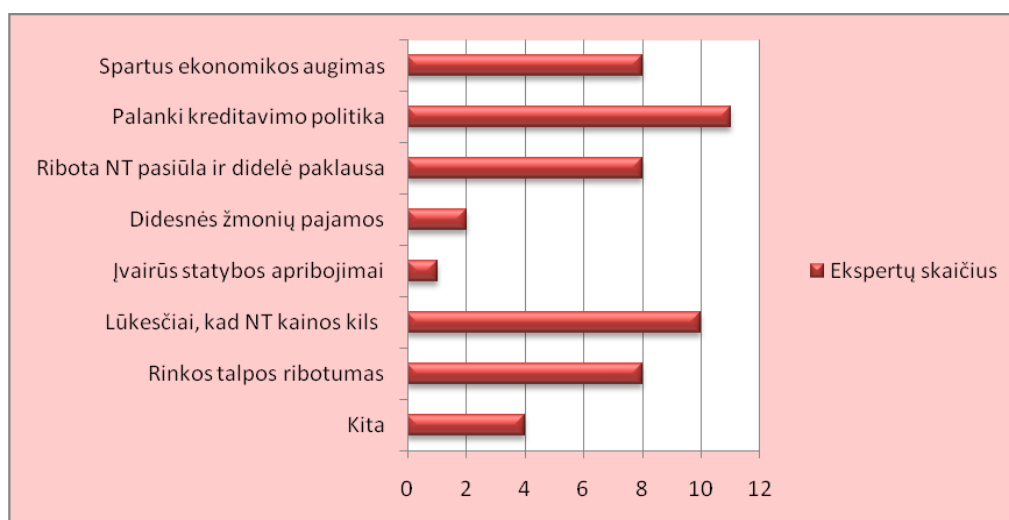
čia  $m$ - ekspertų skaičius;  $k$ - ekspertizės objektų skaičius;  $S$  – nuokrypio kvadratų suma;  $T_i$  - sutampančių rangų  $i$ -tojoje rangų eilutėje skaičius, kuris apskaičiuojamas pagal sekančią formulę:



Tiesa, sprendimo priėmimui, kai alternatyvų skaičius pakankamai didelis ( $k > 7$ ), tai Kendall'o konkordancijos koeficiento  $W$  reikšmingumui tikrinti galima taikyti  $\chi^2$ . Kadangi šiuo atveju  $k=9$ , todėl taikysime  $\chi^2$  kriterijų. Tačiau jeigu apskaičiuota statistikos  $W \times m \times (k-1)$  reikšmė prie pasirinkto reikšmingumo lygmens  $\alpha$  ir laisvės laipsnių skaičiaus  $f$  viršija kritinę reikšmę, t.y.  $W \times m \times (k-1) > \chi^2$ , tada hipotezė, kad ekspertų vertinimai prieštaringi, atmetama.

Šiuo atveju  $m=16$ ,  $f=8$ ,  $\alpha=0,05$ , todėl  $W \times m \times (k-1) = 0.139 \times 16 \times 8 = 17,79$ ,  $\chi_{krit}^2(0,05;8) = 15,507$ . Kaip matome  $W \times m \times (k-1) > \chi_{krit}^2$ , todėl hipotezė, kad ekspertų vertinimai prieštaringi, atmetama.

Taigi išsiaiškinus, jog ekspertų nuomonės, nors ir silpnai, tačiau gana patikimai sutampa, nesunkiai galima tuo įsitikinti analizuojant anketinės apklausos rezultatus. Štai, į klausimą apie pagrindines priežastis, lemiančias nekilnojamojo turto kainų burbulą susiformavimą, ekspertai dažniausiai pasirinkdavo tuos pačius atsakymo variantus (16 pav.).



Šaltinis: sudaryta autorės

### 16 pav. Priežastys, lemiančios NT kainų didėjimą

Kaip matome, ekspertai dažniausiai pagrindinėmis priežastimis, lemiančiomis nekilnojamojo turto kainų didėjimą įvardijo palankią kreditavimo politiką, lūkesčius, jog NT kainos kils ateityje. Taip pat jų nuomone, NT kainų didėjimą įtakoja spartus ekonomikos augimas bei ribota NT pasiūla ir paklausa. Nemaža dalis respondentų taip pat įvardijo, jog viena iš priežasčių, lemiančių NT kainų didėjimą, yra rinkos talpos ribotumas. Šios Lietuvos ekspertų išskirtos pagrindinės priežastys, lemiančios kainų didėjimą sutampa ir su teorinėje dalyje išskirtomis bei aprašytomis įvairių autorių įvardintomis priežastimis. Tiesa, ekspertai nemano, jog gyvenamojo būsto kainų didėjimą gali lemti didesnės žmonių pajamos ar įvairūs statybos apribojimai. Beje, keletas ekspertų įvardijo ir kitas priežastis, kurios jų nuomone gali būti prie pagrindinių, dažniausiai

lemiančių kainų didėjimą – tai bankų politika, paskolų dalijimas bet kam ir tai, jog žmonės neįvertina rizikos imdami paskolas. Taigi, daugumos apklausoje dalyvavusių respondentų mano, jog gyvenamojo būsto kainų burbulo susiformavimą Lietuvoje pirmiausiai lėmė fundamentalios, o vėliau sekė psichologinės priežastys, kadangi atsakydami į sekantį anketos klausimą, net 53% respondentų pasirinko būtent tokį atsakymo variantą. Šiek tiek mažiau (35%) teigia, kad psichologinės priežastys, o mažiausiai (11%) mano, kad fundamentalios.

Ekspertų nuomonių sutapimą vertinant veiksniais, įtakojusius kainų didėjimą Lietuvoje išsiaiškinome, apskaičiavę Kendall'o konkordancijos koeficientą. Tačiau dabar reiktų nustatyti, kurie iš tų veiksnių labiausiai įtakojo kainų didėjimą, o kurie visiškai neturėjo jokios įtakos. Tam naudosime svorio koeficientą, kuris apskaičiuojamas pagal formulę:

$$\text{svorio koeficientas} = \frac{\bar{s}_i}{\sum_{i=1}^m \bar{s}} \quad (3)$$

Čia:  $\bar{s}_i$  - statistinis vidurkis;  $\sum_{i=1}^m \bar{s}$  - statistinių vidurkių suma.

Šis svorio koeficientas kinta nuo 0 iki 1. Kuo jis didesnis, tuo konkurencingumo veiksnys svarbesnis.

6 lentelė

#### Veiksnių, įtakojusių NT kainų didėjimą Lietuvoje svorio koeficientai

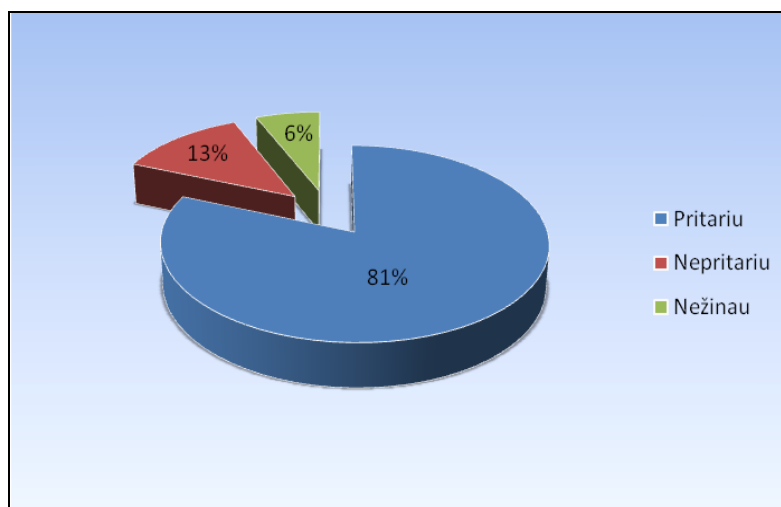
Kainų didėjimą lemiantis veiksnys	Svorio koeficientas
BVP	0,237
Palanki būsto kreditavimo politika	0,350
Mažėjanti palūkanų norma	0,119
Infliacija	0,088
Didėjantis darbo užmokestis	0,120
Būsto pasiūla ir paklausa	0,106
Spekuliacinė veikla	0,119
Lūkesčiai	0,109
Finansinio kapitalo perteklius	0,196

Šaltinis: sudaryta autorės

Svorio koeficientai buvo apskaičiuojami remiantis 3 formule bei 5 lentelės duomenimis. Šiuo atveju statistinis vidurkis = rangų suma/16. Tuomet visus gautus statistinius vidurkius sudedam ir turim visus duomenis, reikalingus apskaičiuoti svorio koeficientui.

Remiantis ekspertiniu vertinimu Lietuvos nekilnojamojo turto kainų didėjimui įtakos turėjo beveik visi veiksniai. Ekspertų nuomonės dėl veiksnių, nors ir silpnai, tačiau statistiškai patikimai sutapo. Svarbiausi veiksniai, įtakoję Lietuvos NT kainų didėjimą yra palanki būsto kreditavimo politika (0,350) bei BVP (0,237) bei finansinio kapitalo perteklius (0,196). Mažėjančias palūkanų normas ir spekuliacinę veiklą ekspertai įvertino vienodai, t.y. po 0,119 balo. Panašiai įvertino ir didėjančių darbo užmokestį – 0,120 balo. Tiesa, būsto pasiūlai ir paklausai bei lūkesčiams ekspertai vertino gana vienodai, atitinkamai 0,106 balo ir 0,109 balo. Kaip matome, šiuo atveju kainų didėjimą mažiausiai įtakojo infliacija, kadangi svorio koeficientas tik 0,088. Taigi apibendrinant galima teigti, jog labiausiai gyvenamojo būsto kainų didėjimą Lietuvoje įtakojo BVP, palanki būsto kreditavimo politika ir finansinis perteklius, infliacija šiuo atveju „ne vaidino“ svarbaus vaidmens, o visi likusieji veiksniai, kažkiek įtakojo kainas, nors ir silpnai.

Septintuoju anketos klausimu buvo bandoma išsiaiškinti ekspertų nuomones apie tai, ar gyvenamojo būsto kainų didėjimą galėjo lemti padidėjęs investuotojų skaičius bei investicijos į gyvenamąjį būstą, nes, pagal 1 priede pateikiamus statistinius duomenis, pastebime, jog investicijos į šį rinkos segmentą nuo 2000 metų ištikrųjų sparčiai didėjo.



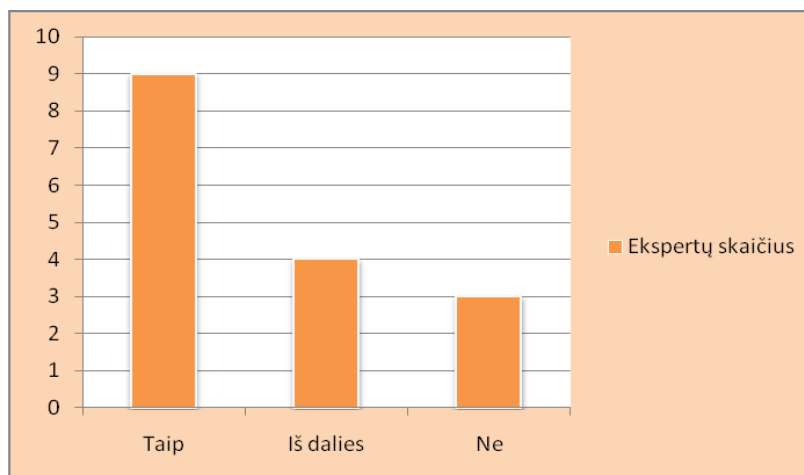
Šaltinis: sudaryta autorės

### 17 pav. Ekspertų pasiskirstymas pagal tai ar pritaria, kad gyvenamojo būsto kainos kilo dėl investicijų padidėjimo

Iš paveikslo duomenų matyti, jog didžioji dalis ekspertų sutinka, jog Lietuvoje nekilnojamojo turto kainų kilimas susijęs su investuotojų skaičiaus bei investicijų į gyvenamąjį būstą padidėjimu. Galima teigti, jog šie rezultatai tarsi patvirtina ankstesnius tyrimo rezultatus, kur skaičiuoti svorio koeficientai, jog kainų didėjimas susijęs su finansinio kapitalo pertekliumi. Kadangi investicijos į gyvenamąjį būstą tikrai sparčiai didėjo, nes paprasčiausiai tuo momentu buvo pelninga investuoti į šią rinką, todėl susidarė finansinio kapitalo perteklius, kuris įtakojo kainų

augimą. Taigi, galima teigti, jog abu šie veiksniai yra susiję tiek tarpusavyje, tiek su gyvenamojo būsto kainų augimu.

Tiesa, tyrimu taip pat buvo siekiama išsiaiškinti, ar Lietuvos nekilnojamojo turto kainų burbulas susijęs su ekonomine krize, kilusia pasaulyje ir, jei siejasi, tai tuomet kaip (18 pav.)



Šaltinis: sudaryta autorės

### 18 pav. Ekspertų nuomonių pasiskirstymas dėl ekonominės krizės įtakos kainų burbului susiformavimui

Tik nedidelė dalis (18 proc.) ekspertų mano, kad kainų burbulas ir ekonominė krizė nesusiję šiek tiek daugiau (25 proc.) – jog iš dalies susiję. Daugumos (56 proc.) nuomone, Lietuvos gyvenamojo būsto kainų burbulas susijęs su ekonominiu krize. Jų teigimu, kadangi kurį laiką visose šalyse, tuo tarpu ir Lietuvoje, ekonomika kilo, o tai turėjo įtakos ir nekilnojamojo turto kainų didėjimui. Tačiau, kai ekonomika pradėjo smukti, tiksliau sakant prasidėjo ekonominė krizė, tuomet ir kainų burbulas sprogo. Be to, vienas respondentų teigia, jog ekonomikos krizė – tai pasaulinė stambiausių finansinių struktūrų praktika, taip vadinamas ekonomikos valdymas. Pasiiekus tam tikrą lygį, reikia stabdyti ekonomikas, kad jos neperkaistų. Tuo pačiu svarbu perimti mažesnius bankus su jau sukurtu kapitalu ir jų klientų sukurtu nekilnojamojo turto produktu kartu. O silpniausios šalys, kurios orientavosi į nekilnojamojo turto plėtrą, labiausiai ir nukentėjo. Taigi sprogo burbului, kas turėjo problemų, tas susidūrė su dar didesnėmis. Beje, ekspertų nuomone, tiek NT kainos spekuliacinės, tiek krizė spekuliacinė visame pasaulyje. Iš viso to, galima daryti išvadą, kad ekonominė krizė ir kainų burbulas tarpusavyje susiję.

Dabar trumpai pabandykime išsiaiškinti, į kokį pasaulį kilusį kainų burbulą labiausiai panašus Lietuvoje kilęs NT burbulas ir kokie skirtumai.

Didžioji dalis (75 proc.) apklaustųjų mano, kad Lietuvos kainų burbulas labiausiai yra panašus į JAV NT kainų burbulą, kilusį 2001 – 2006 m., kita dalis – 19 proc. – jog į Švedijos (1985

– 1989), ir tik nedidelė dalis (6 proc.) teigia, jog į Floridos NT kainų burbulą, kuris buvo vienas pirmųjų burbulų, kilusių pasaulyje. Tiesa, nė vienas respondentas nemano, jog Lietuvos kainų burbulas panašus į Japonijos NT burbulą, kilusį 1985 – 1989 m.

Išanalizavus apklausos rezultatus, kuo šie burbulai, kilę pasaulyje, ir Lietuvos NT kainų burbulas panašūs ir kuo skiriasi, apibendrinus ekspertų teiginius, sudaryta skirtumų ir panašumų lentelė (7 lentelė).

7 lentelė

### Pasaulio ir Lietuvos NT kainų burbulų panašumai ir trūkumai

Panašumai	Skirtumai
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Švedijoje, kaip ir Lietuvoje, kainų burbulo susiformavimui didelę įtaką turėjo bankai teikdami paskolas bet kam. Beje, tiek vienur, tiek kitur buvo sukeltas per dideli žmonių lūkesčiai, kad NT ateityje dar labiau brangs. Be to, panašios pasekmės šalių ekonomikoms.</li> <li>• JAV ir Lietuvos NT kainų burbulai panašūs dėl piramidės principu kilusių ir kritusių kainų santykio. Taip pat abiejuose panašus bankų kreditavimo politikos modelis, prieinamas kreditavimas daugeliui gyventojų.</li> <li>• Tiek JAV, tiek Lietuvoje, didžiausi kaltininkai – bankai, kurie šauniai sužaidė. Pririšo prie milžiniškų palūkanų ir paskolų, o dabar džiaugiasi „krizės“ laiku tokiu pačiu pelnu kaip ir prieš tai.</li> <li>• Kadangi paskolų teikėjai dažniausiai paskolas teikia ekonomikos svyravimams jautrioms asmenų grupėms, klientų mokumo problemos tiek JAV, tiek Floridoje, tiek Lietuvoje iškilo iškart po burbulo sprogo.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Lietuvoje bankai kol kas dar nežlugo, kaip nutiko kai kuriems bankams Švedijoje, nes jie yra daugiausiai skandinavų, dėl to turi „motinines“ kompanijas, kurios neleidžia tam nutikti. Tiesa, kainų burbulo sprogo pasekmės Lietuvoje sunkesnės, nei Švedijoje.</li> <li>• Lietuva yra silpnesnė negu JAV, todėl Lietuvoje sprogoimas buvo labiau skaudus ir pasekmes jausim ilgiau.</li> <li>• Skirtingas požiūris į nekilnojamojo turto rinkos segmentus.</li> </ul>

Šaltinis: sudaryta autorės

Kaip matome, panašumų tarp pasaulyje ir Lietuvoje kilusių NT kainų burbulų yra daugiau negu skirtumų, todėl, galima daryti prielaidą, jog norint išvengti tokio burbulo ateityje, nereikia laukti, kol jis susidarys ir tuomet analizuoti dėl ko jis kilo. Užtektų paanalizuoti istorinius burbulus ir pažvelgti, dėl ko jie kilo, kas įtakojo jų kilimą, galbūt tuomet būtų atrasti panašumai tarp savo ir kitos šalies tam tikrų situacijų ir taip būtų galima išvengti kainų burbulo arba bent jau sušvelninti jo pasekmes. Todėl, kaip minėjau darbo pradžioje, analizuoti kainų burbulus yra tikrai aktualu, nes jų analizė galbūt padės išvengti burbulų susiformavimo ateityje.

Kaip minėjau šio skyrelio pradžioje, šioje dalyje taip pat bus bandoma išsiaiškinti svarbiausias bliūkštančio burbulo pasekmes Lietuvos ekonomikai. Ekspertų buvo paprašyta įvertinti išvardintas pasekmes pagal svarbumą: svarbiausia – 5 balai, mažiau svarbi – 4 balai, iš dalies svarbi

– 3 balai, nesvarbi – 2 balai, visiškai nesvarbi – 1 balas. Todėl svarbiausias pasekmes bus bandoma nustatyti skaičiuojant svorio koeficientus (remiantis 3 formule).

8 lentelė

### Bliūkštančio burbulo pasekmių Lietuvos ekonomikai svorio koeficientai

Eksperto nr.	Pasekmė						
	Augantis nemokių gyventojų skaičius	Paklausos ir kainų kritimas visuose nekilnojamojo turto rinkos segmentuose	Spekulantų pasitraukimas iš nekilnojamojo turto rinkos	Statybos apimtys mažėjimas	Statybos įmonių veiklos rodiklių prastėjimas	Daugybė neparduotų naujos statybos butų	Būsto rinkos krizė sustabdė kylančią ekonomiką
1	4	2	1	4	3	3	2
2	4	5	4	5	5	5	1
3	5	4	1	1	5	5	3
4	1	3	1	2	4	4	4
5	5	5	5	5	5	4	5
6	4	4	5	5	4	4	3
7	4	3	5	4	5	3	2
8	4	5	3	5	3	3	3
9	4	4	3	4	5	3	2
10	3	4	2	3	4	5	3
11	4	5	5	4	4	5	3
12	5	4	5	5	5	3	4
13	2	2	1	1	1	2	4
14	2	3	3	1	5	4	5
15	5	3	5	3	3	1	4
16	3	3	3	3	2	3	3
Statistinis vidurkis	3,6875	3,6875	3,25	3,4375	4,1375	3,5625	3,1875
Svorio koeficientas	0,149	0,149	0,131	0,139	0,198	0,144	0,130

Šaltinis: sudaryta autorės

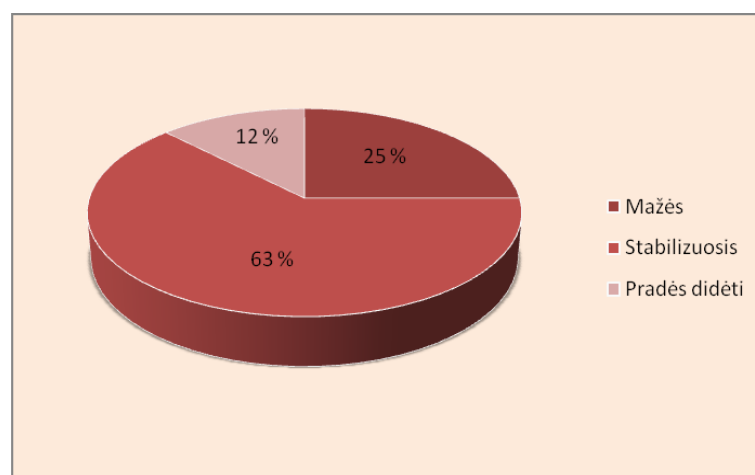
Remiantis ekspertiniu vertinimu svarbiausia bliūkštančio burbulo pasekmė Lietuvos ekonomikai yra statybos įmonių veiklos rodiklių prastėjimas (0,198 balo). Kitos pasekmės šalies ekonomikai yra svarbios, tačiau šiek tiek mažiau. Augantį nemokių gyventojų skaičių bei paklausos ir kainų kritimą visuose NT rinkos segmentuose ekspertai vertino vienodai, suteikdami vienodą balų skaičių (0,149 balo). Gana vienodai apklausos dalyviai vertino spekuliantų pasitraukimą iš nekilnojamojo turto rinkos ir tai, kad būsto rinkos krizė sustabdė kylančią ekonomiką, atitinkamai suteikdami 0,131 ir 0,130 balo. Statybos įmonių apimtys mažėjimą (0,139 balo) ir daugybę neparduotų naujos statybos būstų (0,144), kaip matome, ekspertai vertino panašiai. Taigi apibendrinant galima teigti, jog svarbiausia bliūkštančio burbulo pasekmė yra statybos veiklos rodiklių prastėjimas, o tai neigiamai atsiliepia ir šalies ekonomikai. Štai pavyzdžiui, mažėjant kai kurių įmonių, kurios vertėsi statybų verslu, darbo apimtims arba galiausiai išvis bankrutuojant, yra



atleidžiami darbuotojai, nesukuriama pridėtinė vertė ir pan. Tačiau ir kitos pasekmės, nors ir mažiau, tačiau taip pat neigiamai atsiliepia šalies ekonomikai.

Teorinėje dalyje minėjau, kad kainų burbulas gali atsirasti dėl rinkos perpildymo. Todėl vienu iš anketos klausimų, buvo siekiama išsiaiškinti ekspertų nuomonę būtent dėl šio dalyko. Ne maža dalis (44 proc.) respondentų sutinka, kad Lietuvoje kainų burbulas galėjo atsirasti dėl to, kad rinka buvo perpildyta, t.y. buvo pastatyta daugiau gyvenamojo būsto negu reikėjo. Susidarius palankiai būsto kreditavimo politikai, daugelis žmonių panoro įsigyti būstą, tačiau ne vien savo poreikiams, bet ir dėl spekuliacinių lūkesčių. Taip atsirado perteklinė paklausa. Taigi siekiant, kad paklausa atitiktų pasiūlą, pradėta statyti nauji gyvenamieji būstai. Tačiau, kai kurių ekspertų teigimu, realiai neįvertinus paklausos „apimties“, būsto buvo pastatyta daugiau negu reikėjo paklausai patenkinti. Taip gyvenamojo būsto rinka buvo perpildyta ir dėl to susidarė galimybės susiformuoti burbului. Tačiau šiek tiek daugiau (56 proc.) ekspertų nesutinka su šiuo teiginiu. Jų nuomone, buvo pastatyta per daug komercinių pastatų, o gyvenamojo būsto pasiūla buvo nepakankama. Nors būsto kainų burbulas, kaip jau minėta anksčiau, susidarė dėl itin palankių banko kreditavimo sąlygų, kada paskolą galėjo gauti praktiškai kiekvienas žmogus. Taip pat burbulas kilo dėl žmonių lūkesčių, o rinka Lietuvoje tikrai nebuvo perpildyta. Tiesa, apie tai, kiek gyvenamojo būsto turėtų būti pastatyta Lietuvoje ateityje, ekspertų nuomonės buvo gana vienodos, nes jie teigia, kad turi būti atsižvelgiant į paklausą, kadangi rinka pati diktuoja sąlygas, todėl pasiūla turi atitikti paklausą.

Dar vienas anketinės apklausos tikslas buvo išsiaiškinti gyvenamojo būsto perspektyvas ir kaip išvengti kainų burbulų ateityje.



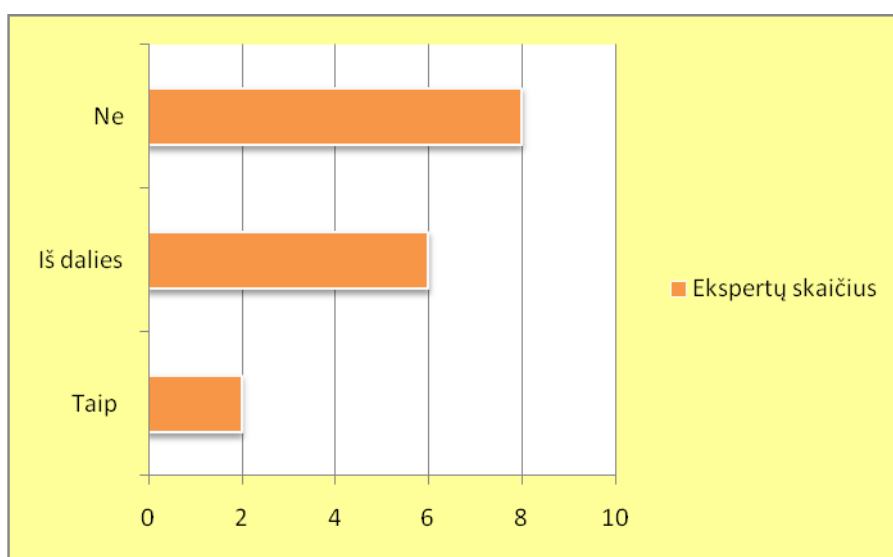
Šaltinis: sudaryta autorės

### 19 pav. Gyvenamojo būsto kainų perspektyvos

Kaip matome 19 pav., gyvenamojo būsto kainos šiais metais turėtų stabilizuotis, nes taip teigia daugiau nei puse (63 proc.) ekspertų arba ir toliau mažėti. Ekspertai prognozuoja, kad metinis

NT kainų nuosmukis gali būti apie 10 – 15 proc., arba pasiekti net 20 proc. ribą. Manoma, kad kainų stabilizavimą lems stabili mokesčių politika ir jų mažinimas, lengvatų teikimas investuotojams, ekonomikos atsigavimas arba stabilizavimasis bei tai, kad bankai vėl pradės teikti paskolas. Tiesa, jog NT kainos šiais metais pradės didėti, mano labai maža dalis respondentų (12 proc.).

Paskutiniaisiais anketos klausimais, buvo siekiama sužinoti, ar buvo galima išvengti nekilnojamojo turto kainų burbulo Lietuvoje ir ką apie tai mano Lietuvos gyvenamojo būsto ekspertai.



Šaltinis: sudaryta autorės

**20 pav. Ekspertų nuomonės apie tai, ar buvo galima išvengti NT kainų burbulo Lietuvoje**

Anketinės apklausos rezultatai parodė, jog nekilnojamojo turto kainų burbulo Lietuvoje išvengti nebuvo įmanoma arba bent jau iš dalies įmanoma. Tik maža dalis (13 proc.) apklaustųjų mano, kad šio burbulo buvo galima išvengti. Tiesiog reikėjo labiau kontroliuoti bankų veiklą, tai galėjo padaryti Lietuvos Bankas kontroliuodamas komercinius bankus. Patys bankai turėjo griežčiau žiūrėti dalindami paskolas. Be to, statybininkų pelnai buvo milžiniški, todėl užkeltos kainos visiškai neatitiko realybės, tačiau bankai neįvertinę rizikos davė tokioms statyboms kreditus. Kitaip sakant, jeigu bankai būtų vertinę kiekvieno kliento riziką taip, kaip vertina dabar, burbulas apskritai nebūtų susidaręs. Nereikėjo dalinti kreditų visiems norintiems. Beje, pastatus kurie yra "dar popieriuje" ar nepriduoti naudojimui apskritai parduoti turi būti draudžiama. O kas liečia sklypus, tai sklypams išduodamo kredito dydis neturėtų būti didesnis kaip 50-60 proc. nuo įvertinimo kainos. Todėl norint išvengti nekilnojamojo turto kainų burbulo ateityje, labiau reikėtų kontroliuoti bankus, paskolų išdavimą, naujų butų statybą. Taip pat griežčiau kontroliuoti ne tik

bankų, bet ir kitų nekilnojamojo turto rinkoje veikiančių įmonių veiklą. Nors, iš kitos pusės, kaip teigia vienas apklausoje dalyvavęs ekspertas, kainų burbulas yra neišvengimas, nes tai yra ekonomikos dalis. Po pakilimo visada būna nuosmukis ir atvirkščiai. O be to, kaip rodo istorija, burbulai karst nuo karto pasikartoja. Tačiau, kaip jau minėjau anksčiau, jei neįmanoma išvengti kainų burbulo susiformavimo, tai gal bent jau galima sumažinti, kad jo padariniai būtų kuo mažesni.

Apibendrinant trečiąją dalį, galima teigti, jog atlikta koreliacinė – regresinė analizė padėjo nustatyti veiksnius labiausiai įtakojusius kainų burbulo susiformavimą Lietuvos nekilnojamojo turto rinkoje. Nustatyta, jog labiausiai tai įtakoją BVP ir investicijos į gyvenamąjį būstą, nors įtakos tam turėjo visi tirti fundamentalūs veiksniai.

Koreliacinės – regresinės analizės rezultatus patvirtino ir atliktas ekspertinis vertinimas, kurio metu, apskaičiavus svorio koeficientus, paaiškėjo, kad svarbiausi veiksniai, įtakojantis Lietuvos NT kainų didėjimą yra palanki būsto kreditavimo politika, BVP bei finansinio kapitalo perteklius. Taip pat nustatyta, jog kainų burbulas yra susijęs su ekonomine krize, kilusia pasaulyje. Taip pat paaiškėjo, kad pagrindinės priežastys, lemiančios nekilnojamojo turto kainų didėjimą dažniausiai yra palanki kreditavimo politika, lūkesčiai, jog NT kainos kils ateityje, taip pat spartus ekonomikos augimas bei ribota NT pasiūla ir paklausa.

Taigi ekspertinis vertinimas leidžia patvirtinti antrąją hipotezę - Lietuvos nekilnojamojo turto rinkos kainų burbulas susijęs su paskolų politika, ekonomine krize ir finansinio kapitalo pertekliumi. Todėl apibendrinant, galima teigti, jog atlikti tyrimai patvirtino abi darbe keliamas hipotezes ir Lietuvos gyvenamojo būsto kainas įtakoją gana įvairūs veiksniai.

## IŠVADOS IR PASIŪLYMAI

### IŠVADOS

Apžvelgus ekonominio kainų burbulo teorinius aspektus bei išanalizavus nekilnojamojo turto kainų burbulus, kilusius pasaulyje ir atlikus kainų burbulų Lietuvos nekilnojamojo turto rinkos tyrimą, galima daryti šias išvadas:

1. Dauguma mokslininkų ekonominį burbulą apibrėžia gana įvairiai, savitai, tačiau visuose apibrėžimuose atsispindi panašūs elementai, tokie kaip staigus kainų augimas, po kurio seka kainų kritimas, spekuliacija ir lūkesčiai bei psichologinės priežastys. Todėl ekonominį kainų burbulą galima apibrėžti – kaip staigus tam tikro turto kainos pakilimas, pradžioje sąlygojamas fundamentalių, o vėliau psichologinių priežasčių.

2. Profesorius S.Girdzijauskas sukurtą logistinę kapitalo valdymo teoriją yra viena reikšmingiausių teorijų, aiškinančių burbulo susiformavimą. Pagrindinis elementas, pagal šią teoriją, dėl kurio susiformuoja burbulas yra rinkos talpos ribotumas. Kuomet rinka yra užpildoma arba perpildoma, t.y. rinkoje atsiranda daugiau produkcijos, tuomet rinkoje atsiranda ir burbulas, kuris dažniausiai būna nestabilus, todėl vėliau „sprogsta“.

3. Galima išskirti tris pagrindinius burbulo vertinimo metodus, tokius kaip paklausą ir pasiūlą veikiančių fundamentalių veiksnių metodas, kainos ir pajamų iš turto metodas ir kainos ir gyventojų pajamų metodas, kuriuos taikydami mokslininkai visame pasaulyje bando nustatyti būsto kainų burbulo dydį.

4. Nekilnojamojo turto kainų burbulų analizė įvairiose pasaulio šalyse padėjo išsiaiškinti veiksniai, kurie dažniausiai lemia NT kainų didėjimą – tai bendras šalies ūkio augimas, palanki būsto kreditavimo politika, mažėjanti palūkanų norma ir didėjantis darbo užmokestis, infliacija, spekuliacinė veikla bei lūkesčiai. Tiesa, nė viename apžvelgtame tyrime nebuvo užsiminta apie tai, kad kainų burbulo susiformavimą galėjo lemti rinkos talpos ribotumas.

5. Garsiausiu nekilnojamojo turto kainų burbulu yra įvardijamas XX a. Floridoje kilęs NT burbulas, kurio užuomazgų galima rasti ir Lietuvoje: tiek Floridoje, tiek Lietuvoje šalies ekonomika buvo sparčiai plėtojama, gyvenimo sąlygų gerėjimas sukūrė paklausą nepasiruošusiai pasiūlai, spekuliacinės rinkos plėtotė bei palankios kreditavimo sąlygos.

6. Trečiojoje darbo dalyje atlikta koreliacinė – regresinė analizė padėjo įvertinti fundamentalių veiksnių įtaką Lietuvos gyvenamojo būsto kainų didėjimui. Paaiškėjo, kad labiausiai kainų augimą įtakojo BVP ir investicijos į gyvenamąjį būstą, nes priklausomybė tarp vidutinės kainos už 1m<sup>2</sup> ir šių rodiklių yra pakankamai stipri. Infliacija, darbo užmokestis, būsto pasiūla bei palūkanų norma, taip pat įtakojo kainų kilimą, tik šiek tiek mažiau, nes gauta silpnėse koreliacija.

Ši analizė leidžia patvirtinti vieną iš šiai daliai iškeltų hipotezių, kad Lietuvos gyvenamojo būsto kainų burbulą įtakojo fundamentalūs veiksniai.

7. Ekspertinis tyrimas, atliktas trečiojoje darbo dalyje, atskleidė, jog palanki kreditavimo politika, spartus ekonomikos augimas, ribota nekilnojamojo turto pasiūla ir didelė paklausa, lūkesčiai, jog NT kainos kils ateityje bei rinkos talpos ribotumas yra vienos pagrindinių priežasčių, lemiančių NT kainų kilimą.

8. Ekspertinis tyrimas taip pat padėjo nustatyti veiksnius, įtakojusios NT kainų didėjimą Lietuvoje. Apskaičiuoti svorio koeficientai atskleidė, jog labiausiai kainų didėjimą Lietuvoje įtakojo BVP, palanki būsto kreditavimo politika ir finansinis perteklius, o infliacija kainų didėjimui didelės įtakos neturėjo.

9. Trečiojoje darbo dalyje atliktas ekspertinis tyrimas patvirtino antrąją hipotezę – jog Lietuvos nekilnojamojo turto rinkos kainų burbulas susijęs su paskolų politika, ekonomine krize ir finansinio kapitalo pertekliumi.

## PASIŪLYMAI

Norint ateityje išvengti nekilnojamojo turto kainų burbulo rekomenduojama analizuoti fundamentalius veiksnius, tokius, kaip BVP, infliacija, darbo užmokestis, būsto pasiūla, investicijos į gyvenamąjį būstą bei palūkanų norma, nes dažniausiai būtent šių veiksnių pokyčiai įtakoja kainų didėjimą. Natūralu, jeigu augant šalies ekonomikai, didėjant darbo užmokesčiui ir pan., kartu didėja ir būsto kainos, tačiau, jeigu jos didėja sparčiau už ekonomiką, vadinasi kainos yra pervertintos ir gali rinkoje susiformuoti burbulas, todėl šių veiksnių analizė padės labiau atskleisti esamą padėtį šalyje.

Taip pat norint išvengti, kad rinkoje vėl nesusidarytų kainų burbulas, nustatyta, jog svarbu ir reikalinga naudotis profesorius S.Girdzijausko sukurta logistinio kapitalo valdymo teorija, kuria naudojantis, galima aptikti rinkoje susiformavusius burbulus, išvengti arba atitolinti burbulo efekto pasireiškimą o taip pat sušvelninti burbulo pasekmes.

Norint, kad ateityje nesusiformuotų toks pat burbulas siūloma labiau kontroliuoti bankus, paskolų išdavimą, naujų butų statybą, taip pat ir kitų nekilnojamojo turto rinkoje veikiančių įmonių veiklą, kas neleistų rinkoje susiformuoti pertekliniai pasiūlai, neatitinkančiais paklausos.

## SUMMARY

Real estate market problems of the world have paid special attention, since history knows many examples of sad that left a deep trace in some economies. Over the last several years, and Lithuanian real estate market has attracted considerable attention. On the possible overheating of the market started to talk back as 2004, but last year's Lithuanian real estate market pace surpassed many experts and analysts' expectations. Real estate prices in Lithuania were similar during and throughout the world, but most housing growth that is largely financed through mortgage loans, the price. In the event of favourable conditions for housing, the market was formed in the excess demand, which resulted in both people wish to buy their own homes, both for speculative purposes, i.e. desire to profit from rising housing prices. In addition, some experts have linked the rising housing prices all over the country with a growing economy, which in 2003 grew the fastest in Europe, namely at the time, and real estate prices began to rise. Therefore, scientists and representatives of central banks, prices started to rise rapidly, began to talk about the possible emergence of bubbles, but also about the possible negative effects of the real estate price bubble in the effects of the economy - growth retardation, household insolvencies increased frequency, even a possible banking crisis, etc. The current economic crisis, real estate price drop is a natural phenomenon. If they fall in conjunction with other economic indicators such as GDP, employment or price level, it does not fall in the market-specific phenomenon, but rather a consequence of the accession economies.

**Work subject** - the price bubbles in the real estate market.

**Work objective** - to examine the theoretical aspects of the economic bubble concept and identify the factors most influencing real estate prices increase in Lithuania.

The work consists of three parts. The first part of this work „Theoretical aspects of economic bubbles" analyzed the economic and real estate price bubbles interpretation of the concept, an overview of the economic bubble types and species, examines the theory of bubbles and models. Also in this work identifies the real estate price bubble causes.

The second part of this work “The real-estate bubbles analysis” analyzed the real estate price bubbles, originating in the world, also gives rise to their causes and consequences of the various economies. In addition, this section also identifies the factors common to all countries that are most influenced by the real estate price bubbles rising in those countries.

The third part “Research of bubbles in Lithuania real – estate market” discussed the study methodology, under which the test is conducted. This section first defines the link between fundamental factors and housing prices, according as, find the factors most influenced the housing price increases. Also in this section accomplished an expert assessment, which helped to identify the factors that led to the formation of real – estate prices bubble in Lithuania.

This work consists of 65 pages, 56 literature sources were used, 20 pictures and 8 tables.

## LITERATŪRA

### Mokslinės literatūros sąrašas

1. ALLEN, Franklin; GALE, Douglas. (1999) Bubbles, crises, and policy. Iš *Oxford Review of economic policy*, vol. 15, no. 3, p. 9 - 18. ISSN 0266-903X.
2. AZBAINIS, Vytautas. (2009) Būsto kainų burbulo vertinimo modeliai. Būsto kainų burbulas Lietuvoje. *Socialinių mokslų studijos*, Vilnius: Mykolo Romerio universiteto Leidybos centras, Nr. 1(1), p. 269 – 287. ISSN 2029–2236.
3. BELINSKAJA, Larisa; RUTKAUSKAS, Virgilijus. (2007) Būsto kainų burbulo sprogimas – problemos vertinimas. Iš *Ekonomika* [interaktyvus], Nr. 79 [žiūrėta 2009 m. gegužės 29 d.], p. 7 – 27. Prieiga per internetą: <<http://www.leidykla.eu/mokslo-darbai/ekonomika/ekonomika-2007-79-tomas/>> ISSN 1392 - 1258.
4. BLANCHARD, Olivier J. (2007) *Makroekonomika*. Vilnius: Tyto alba, 669 p. ISBN 978 – 9986 – 16 – 545 – 3.
5. CASE, Karl E.; SHILLER, Robert J. (2003). Is There a Bubble in the Housing Market? Iš *Brookings Papers on Economic Activity* [interaktyvus], [žiūrėta 2009 m. gegužės 15 d.]. Prieiga per internetą: <<http://www.wellesley.edu/Economics/case/PDFs/bubble.pdf>>.
6. CALVERLEY, John. (2004) *Bubbles and how to survive them*. [interaktyvus]. London: Nicholas Brealey Publishing, [žiūrėta 2009 m. gegužės 29 d.], 220 p. Prieiga per internetą: <<http://books.google.lt/books?id=aTi0PdyCtjEC>>. ISBN 9781857883480.
7. DONALDSON, R. Glen; KAMSTRA, Mark. (1996) A New Dividend Forecasting Procedure That Rejects Bubbles in Asset Prices: The Case of 1929's Stock Crash. Iš *The Review of Financial studies*, vol. 9, no. 2, p. 333–383. ISSN 0893-9454.
8. EATWELL, John. (2004) Useful bubbles. Iš *Contributions to Political Economy*, vol. 23, p. 35–47. ISSN 0277-5921.
9. ENSTRÖM, Rickard. (2005) The Swedish property crisis in retrospect: a new look at appraisal bias. Iš *Journal of Property Investment & Finance* [interaktyvus]. vol. 23, no. 2 [žiūrėta 2010 m. sausio 8 d.], p. 148 - 164. Prieiga per internetą: <<http://www.emeraldinsight.com/Insight/viewPDF.jsp?contentType=Article&Filename=html/Output/Published/EmeraldFullTextArticle/Pdf/1120230203.pdf>>. ISSN 1463-578X.
10. FAULKNER-MACDONAGH, Chris; MÜHLEISEN, Martin. (2004) *Are U.S. Households Living Beyond Their Means?* Iš International monetary fund [interaktyvus], [žiūrėta 2010 m. sausio 8 d.]. Prieiga per internetą: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2004/03/pdf/faulkner.pdf>>.



11. GALINIENĖ, Birutė.; MARČINSKAS, Albinas; MALEVSKIENĖ, Skaistė. (2006) Baltijos šalių nekilnojamojo turto rinkos ciklai. Iš *Ūkio technologinis ir ekonominis vystymas* [interaktyvus]. vol. 12, no. 2 [žiūrėta 2009 m. gruodžio 28 d.], p. 161 – 167. Prieiga per internetą: <[http://www.tede.vgtu.lt/upload/ukis\\_zurn/galiniene&co.pdf](http://www.tede.vgtu.lt/upload/ukis_zurn/galiniene&co.pdf)>.
12. GIRDZIJAUSKAS, Stasys. (2006) *Logistinė kapitalo valdymo teorija*. Vilnius: Vilniaus universiteto leidykla, 232 p. ISBN 9986 – 19 – 825 – 9.
13. GIRDZIJAUSKAS, Stasys; ŠTREIMIKIENĖ, Dalia; ČEPINSKIS, Jonas; MOSKALIOVA, Vera; JURKONYTĖ, Edita; MACKEVIČIUS, Ramūnas. (2009) Formation of economic bubbles: Causes and possible preventions. Iš *Technological and economic development of economy Baltic journal on sustainability* [interaktyvus]. Nr. 2 [žiūrėta 2009 m. gegužės 20 d], p. 267 – 280. Prieiga per internetą: <[http://www.tede.vgtu.lt/upload/ukis\\_zurn/2009\\_15\\_2\\_girdzijauskas\\_%20et%20al.pdf](http://www.tede.vgtu.lt/upload/ukis_zurn/2009_15_2_girdzijauskas_%20et%20al.pdf)>
14. GIRDZIJAUSKAS, Stasys; MACKEVIČIUS, Ramūnas. (2009) Kapitalo augimo modeliai ir logistinė kapitalo valdymo teorija. Naujas požiūris į ekonomines krizes. Iš *Ekonomika ir vadyba* [interaktyvus]. Nr. 14 [žiūrėta 2010 m. gegužės 3 d], p. 757 – 762. Prieiga per internetą: <<http://www.ktu.lt/lt/mokslas/zurnalai/ekovad/14/1822-6515-2009-757.pdf>>
15. IMPOCO, Jim. (1991) Japanese real – estate bubble burst. Iš *USA News & World report* [interaktyvus]. vol. 109, no. 26 [žiūrėta 2010 m. sausio 8 d.], p. 2. Prieiga per internetą: <<http://web.ebscohost.com>>.
16. KARDELIS, Kęstutis. (2007) *Mokslinių tyrimų metodologija ir metodai*. Šiauliai: Lucilijus, 398 p. ISBN 9955 – 655 – 35 – 6.
17. LEIKA, Mindaugas; VALENTINAITĖ, Milda. (2007) Būsto kainų kitimo veiksniai ir bankų elgsena Vidurio ir Rytų Europos šalyse. Iš *Pinigų studijos* [interaktyvus]. Nr. 2 [žiūrėta 2009 m. gruodžio 28 d.], p. 5 – 23. Prieiga per internetą: <[http://www.lb.lt/lt/leidiniai/pinigu\\_studijos2007\\_2/Leika\\_Valentaite.pdf](http://www.lb.lt/lt/leidiniai/pinigu_studijos2007_2/Leika_Valentaite.pdf)>.
18. McCARTHY, Jonathan; PEACH, Richard W. (2004) Are home prices the next „bubble“? Iš *FRBNY Economic Policy Review* [interaktyvus], [žiūrėta 2010 m. sausio 8 d.]. Prieiga per internetą: <<http://www.fednewyork.org/research/epr/04v10n3/0412mcca.pdf>>.
19. MOSKALIOVA, Vera; GIRDZIJAUSKAS, Stasys. (2005) Finansinių piramidžių stabilumo modeliavimas. Iš *Informacijos mokslai* [interaktyvus], Nr. 35 [žiūrėta 2009 m. gegužės 29 d.], p. 158 – 169. Prieiga per internetą: <[http://www.google.lt/search?hl=lt&q=http%3A%2F%2Fwww.leidykla.eu%2Ffileadmin%2FInformacijos\\_mokslai%2F35%2F158-169\\_Moskaliova\\_Vera\\_-\\_Finansiniu\\_piramidziu\\_...\\_pdf&btnG=Google+Paie%C5%A1ka&meta=&aq=f&oq=I](http://www.google.lt/search?hl=lt&q=http%3A%2F%2Fwww.leidykla.eu%2Ffileadmin%2FInformacijos_mokslai%2F35%2F158-169_Moskaliova_Vera_-_Finansiniu_piramidziu_..._pdf&btnG=Google+Paie%C5%A1ka&meta=&aq=f&oq=I)>. ISSN 1392 – 0561.

20. MOSKALIOVA, Vera. (2009) *Netvarių ekonominių situacijų logistinė analizė: daktaro disertacija*. Vilnius: Vilniaus universitetas, 156 p.
21. NYSTROM, Steven L. (2009) Real Estate and Its Relation to the Financial Crisis. Iš *International federation of serverors* [interaktyvus], [žiūrėta 2010 m. sausio 10 d.]. Prieiga per internetą: <[http://www.fig.net/pub/fig2009/papers/ts05e/ts05e\\_nystrom\\_3450.pdf](http://www.fig.net/pub/fig2009/papers/ts05e/ts05e_nystrom_3450.pdf)>.
22. QUIGLEY, J.M. (1999) Real Estate Prices and Economic Cycles. Iš *International real estate review* [interaktyvus]. Vol.2, no.1 [žiūrėta 2009 m. gegužės 29 d.], p. 1 – 20. Prieiga per internetą: <[http://www.umac.mo/fba/irer/papers/past/vol2\\_pdf/001-020RealEstatePrices.pdf](http://www.umac.mo/fba/irer/papers/past/vol2_pdf/001-020RealEstatePrices.pdf)>.
23. SAKALAUSKAS, Virgilijus. (2003) *Duomenų analizė su Statistica*. Vilnius: Margi raštai, 236 p. ISBN 9986 – 09 – 256 – 6.
24. SIEBERT, Horst. (1999) Some Lessons from the Japanese bubble. Iš *Kiel Institute of World Economics* [interaktyvus], [žiūrėta 2009 m. gruodžio 8 d.]. Prieiga per internetą: <[http://www.ifw-kiel.de/ifw\\_members/publications/some-lessons-from-the-japanese-bubble/kap919.pdf](http://www.ifw-kiel.de/ifw_members/publications/some-lessons-from-the-japanese-bubble/kap919.pdf)>.
25. SMITH, Margaret Hwang; SMITH, Gary. (2006) Bubble, Bubble, Where's the Housing Bubble? Iš *Brookings Panel on Economic Activity* [interaktyvus]. [žiūrėta 2009 m. gegužės 29 d.], p. 1 – 60. Prieiga per internetą: <[http://www.brookings.edu/es/commentary/journals/bpea\\_macro/forum/bpea200603\\_smith.pdf](http://www.brookings.edu/es/commentary/journals/bpea_macro/forum/bpea200603_smith.pdf)>.
26. TUPĖNAITĖ, Laura; KANAPECKIENĖ, Loreta. (2009) Nekilnojamojo turto kainų burbulas ir jo pasekmės Baltijos šalims. Iš *Mokslas – Lietuvos ateitis* [interaktyvus]. vol. 1, no. 5 [žiūrėta 2009 m. gruodžio 28 d.], p. 103 – 108. Prieiga per internetą: <[http://www.mla.vgtu.lt/upload/jmk\\_zurn/mla\\_vol1\\_no5\\_103-108\\_tupenaite.pdf](http://www.mla.vgtu.lt/upload/jmk_zurn/mla_vol1_no5_103-108_tupenaite.pdf)>. ISSN 2029 – 2252.
27. VAINIENĖ, Rūta. (2005) *Ekonomikos terminų žodynas: apie 1400 terminų*. Vilnius: Tyto alba, 326 p. ISBN 9986-16-418-4.
28. WHEELLOCK, David C. (2008) The Federal Response to Home Mortgage Distress: Lessons from the Great Depression. Iš *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* [interaktyvus]. [žiūrėta 2010 m. sausio 10 d.], p. 133 – 148. Prieiga per internetą: <<https://research.stlouisfed.org/publications/review/08/05/Wheelock.pdf>>.
29. WHITE, Eugene N. (2009) Lessons from the great American real estate boom and bust of the 1920s. Iš *National Bureau of economic research* [interaktyvus], [žiūrėta 2010 m. sausio 8 d.]. Prieiga per internetą: <<http://papers.nber.org/papers/w15573.pdf>>.

## Informacijos šaltinių sąrašas

30. GLOBAL PROPERTY GUIDE. (2009) *House prices worldwide* [interaktyvus], [žiūrėta 2010 m. sausio 8 d.]. Prieiga per internetą: <<http://www.globalpropertyguide.com/real-estate-house-prices/S>>.
31. INTERNATIONAL MONETARY FUND (2003) *World economic outlook* [interaktyvus]. USA: Washington, [žiūrėta 2009 m. gruodžio 28 d.]. Prieiga per internetą: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2003/01/>>. ISSN 0256-6877.
32. KUODIS, Raimondas. (2004) *Ar pučiasi nekilnojamojo turto burbulas Lietuvoje: mintys diskusijai* [interaktyvus]. Vilnius: Finansų analitikų asociacija, [žiūrėta 2009 m. gegužės 29 d.]. Prieiga per internetą: <<http://www.ekonomika.org/>>.
33. KUODIS, Raimondas. (2006) *Ar buvo nekilnojamojo turto burbulas Lietuvoje?* [interaktyvus]. Vilnius: Lietuvos bankas, [žiūrėta 2009 m. gegužės 29 d.]. Prieiga per internetą: <<http://www.ekonomika.org/>>.
34. KUODIS, Raimondas. (2008a) Burbulai: kodėl jie pučiasi ir ką su jais daryti. *Valstybė*, Vilnius: VšĮ „Demokratijos plėtros fondas“, Nr. 11 (20), p. 24 – 29. ISSN 1822-6574.
35. KUODIS, Raimondas. (2008b) Antrarūšių būsto paskolų krizė: kodėl JAV bankai nukentės labiau nei Lietuvos? *Valstybė*, Vilnius: VšĮ „Demokratijos plėtros fondas“, Nr. 5 (14), p. 46 – 55. ISSN 1822-6574.
36. LEBEDEVA, Valerija; NORVILAITĖ, Giedrė. (2009) Kada baigsis visuotinis „krizenimas“? Iš *Vakarų ekspresas* [interaktyvus]. Nr. 10 (5070) [žiūrėta 2010 m. sausio 8 d.], p. 9. Prieiga per internetą: <<http://www.ve.lt/gallery/pdf/2009-01-14.pdf>>.
37. LIETUVOS BANKAS (2010) *Statistika* [interaktyvus], [žiūrėta 2010 m. gegužės 5 d.]. Prieiga per internet: <<http://www.lb.lt/lt/statistika/index.htm>>.
38. LIND, Hans. (2008) *Price Bubbles on the Housing Market: Concept, theory and indicators* [interaktyvus], [žiūrėta 2009 m. gegužės 15 d.]. Prieiga per internetą: <<http://www.infra.kth.se/BYFA/publikationer/engelskaUppsatserOchRapporter/58.pdf>>.
39. MALLOY, Ann A. (2008) *A recent history of the real estate roller coaster*. [interaktyvus], [žiūrėta 2009 m. gruodžio 28 d.]. Prieiga per internetą: <[http://media.wiley.com/product\\_data/excerpt/0X/04703728/047037280X.pdf](http://media.wiley.com/product_data/excerpt/0X/04703728/047037280X.pdf)>.
40. Nekilnojamojo turto rinkos analitikos tinklapis. (2006) *Kas yra nekilnojamo turto kainų burbulas?* [interaktyvus]. [žiūrėta 2009 m. gegužės 15 d.]. Prieiga per internetą: <[http://www.burbulas.lt/kas\\_yra\\_nekilnojamo\\_turto\\_kainu\\_burbulas](http://www.burbulas.lt/kas_yra_nekilnojamo_turto_kainu_burbulas)>.

41. Nekilnojamojo turto rinkos analitikos tinklapis. (2007a) *Floridos nekilnojamo turto kainų burbulas* [interaktyvus]. [žiūrėta 2009 m. gruodžio 28 d.]. Prieiga per internetą: <[http://www.burbulas.lt/floridos\\_nekilnojamo\\_turto\\_kainu\\_burbulas](http://www.burbulas.lt/floridos_nekilnojamo_turto_kainu_burbulas)>
42. Nekilnojamojo turto rinkos analitikos tinklapis. (2007b) *Japonijos nekilnojamo turto rinkos krizė* [interaktyvus]. [žiūrėta 2009 m. gruodžio 28 d.]. Prieiga per internetą: <[http://www.burbulas.lt/japonijos\\_nekilnojamo\\_turto\\_rinkos\\_krize](http://www.burbulas.lt/japonijos_nekilnojamo_turto_rinkos_krize)>.
43. Nekilnojamojo turto rinkos analitikos tinklapis. (2007c) *Švedų patirtis* [interaktyvus]. [žiūrėta 2009 m. gruodžio 29 d.]. Prieiga per internetą: <[http://www.burbulas.lt/svedu\\_patirtis](http://www.burbulas.lt/svedu_patirtis)>.
44. Nekilnojamojo turto paslaugų bendrovės „Ober-haus“ tinklapis (2008) *Gyvenamojo nekilnojamojo turto rinkos apžvalga* [interaktyvus]. [žiūrėta 2010 m. sausio 8 d.]. Prieiga per internetą: <<http://www.lntpa.lt/get.php?f.413>>.
45. Nekilnojamojo turto paslaugų bendrovės „Ober-haus“ tinklapis (2009a) „*Ober – Haus*“ *Lietuvos butų kainų indeksas - OHBI* [interaktyvus]. [žiūrėta 2010 m. sausio 10 d.]. Prieiga per internetą: <[http://www.ober-haus.lt/files/OHBI\\_apzvalga\\_2009\\_gruodis.pdf](http://www.ober-haus.lt/files/OHBI_apzvalga_2009_gruodis.pdf)>.
46. Nekilnojamojo turto paslaugų bendrovės „Ober-haus“ tinklapis (2009b) *Gyvenamojo nekilnojamojo turto rinkos komentaras* [interaktyvus]. [žiūrėta 2010 m. sausio 8 d.]. Prieiga per internetą: <[http://www.ober-haus.lt/files/OH\\_Gyvenamasis\\_2009\\_III\\_ketv.pdf](http://www.ober-haus.lt/files/OH_Gyvenamasis_2009_III_ketv.pdf)>.
47. PAUL, Ron. (2009) Be Prepared for the Worst. Iš *Forbes.com* [interaktyvus], [žiūrėta 2009 m. gruodžio d.]. Prieiga per internetą: <<http://www.forbes.com/forbes/2009/1116/opinions-great-depression-economy-on-my-mind.html>>.
48. SJUGGERUD, Steve. (2002) Florida Housing Bubble: Comparing A Bubble From the Past To What’s Happening Today. Iš *Investment U* [interaktyvus], [žiūrėta 2010 m. sausio 8 d.]. Prieiga per internetą: <<http://www.investментu.com/IUEL/2002/20021118.html>>.
49. STANDARD&POOR‘S. (2009) *S&P/Case-Shiller Home Price Indices* [interaktyvus], [žiūrėta 2009 m. gruodžio 28 d.]. Prieiga per internetą: <<http://www.standardandpoors.com>>.
50. STATISTIKOS DEPARTAMENTAS (2010) *Ūkio ir finansų statistika* [interaktyvus], [žiūrėta 2010 m. gegužės 5 d.]. Prieiga per internetą: <<http://www.stat.gov.lt/lt/pages/view/?id=1109>>.
51. ŠIMAŠIUS, Remigijus. (2005) *Burbulas* ar ne, bet galėtų būti ir mažesnis [interaktyvus]. Iš *lrinka.lt* [žiūrėta 2008 m. gruodžio 29 d.]. Prieiga per internetą: <[http://www.lrinka.lt/index.php/meniu/spaudai/straipsniai\\_ir\\_komentarai/burbulas\\_ar\\_ne\\_bet\\_galet\\_u\\_buti\\_mazesnis/1606](http://www.lrinka.lt/index.php/meniu/spaudai/straipsniai_ir_komentarai/burbulas_ar_ne_bet_galet_u_buti_mazesnis/1606)>.
52. TITARENKO, Vadimas; RUDZKIS, Rimantas; TITOVA, Natalija. (2005) *Nekilnojamojo turto rinkos apžvalga: kainų burbulas?* [interaktyvus]. [žiūrėta 2009 m. balandžio 3

d.]. Prieiga per internetą:  
<<http://www.dnb nord.lt/files/Ataskaitos/Aktualios%20temos/nt%20apzvalga.pdf>>

53. VIKIPEDIJA laisvoji enciklopedija (2009) *Nekilnojamojo turto burbulas*. [interaktyvus]. [žiūrėta 2009 m. gegužės 15 d.]. Prieiga per internetą:  
<[http://lt.wikipedia.org/wiki/Nekilnojamojo\\_turto\\_burbulas](http://lt.wikipedia.org/wiki/Nekilnojamojo_turto_burbulas)>.

54. V.Į. REGISTRŲ CENTRAS (2009) *Būsto kainų pokyčiai ?* [interaktyvus]. [žiūrėta 2010 m. gegužės 5 d.]. Prieiga per internetą:  
<[http://www.registrucentras.lt/ntr/stat/busto\\_kainos.php](http://www.registrucentras.lt/ntr/stat/busto_kainos.php)>.

55. WHITE, Eugene N. (2008) *The great American real estate bubble of the 1920s: causes and consequences*. USA: Rutgers University [interaktyvus], [žiūrėta 2010 m. sausio 8 d.]. Prieiga per internetą: <<http://www.oekonomi.uio.no/forskning/seminars/torsdag-v09/white.pdf>>.

56. ZAKALSKYTĖ, Indrė. (2006) Konsultantų ir turto vertintojų biuras “BUTAS Tau”. *Nekilnojamojo turto kainų burbulas Lietuvoje. Ar tikrai?* [interaktyvus]. [žiūrėta 2009 m. gegužės 15 d.]. Prieiga per internetą: <[http://www.straipniai.lt/nekilnojamasis\\_turtas/puslapis/9735](http://www.straipniai.lt/nekilnojamasis_turtas/puslapis/9735)>.

## DUOMENYS KORELIACINĖS – REGRESINĖS ANALIZĖS APSKAIČIAVIMUI

	Vidutinė būtų kaina už 1m <sup>2</sup> (Lt)	BVP (mln. Lt)	Infliacija (%)	Darbo užmokestis (Lt)	Pastatyta butų	Investicijos į gyvenamąjį būstą (tūkst.Lt)	Palūkanų norma (%)
2000	980,00	45736,77	1,00	975,23	4463,00	154091,00	12,14
2001	1350,00	48636,93	1,40	989,40	3785,00	153550,75	9,63
2002	1500,00	52070,03	0,30	1024,50	4562,00	172419,00	6,84
2003	1675,00	56959,42	-1,10	1086,03	4628,00	180932,00	5,84
2004	2100,00	62697,85	1,20	1163,40	6804,00	318094,25	5,74
2005	3275,00	72060,36	2,70	1294,60	5933,00	348446,00	3,91
2006	4530,00	82792,80	3,70	1515,80	7292,00	460760,25	4,26
2007	4834,40	98669,12	5,70	1816,73	9286,00	623791,75	6,02
2008	4062,50	111189,82	10,90	2181,63	11829,00	833234,75	7,00
2009	2920,80	92016,12	4,50	2082,50	9400,00	655330,00	8,33

Šaltinis: sudaryta autorės pagal Statistikos Departamento, V.I. Registrų centro ir Lietuvos banko duomenis.

**ANKETA****Kainų burbulų Lietuvos nekilnojamojo turto rinkoje tyrimas**

Gerb. Respondente,

esu Vilniaus Universiteto Kauno Humanitarinio fakulteto 2 kurso vadybos ir verslo administravimo magistro studentė ir šiuo metu atlieku tyrimą, kuriuo siekiu nustatyti veiksnius, labiausiai įtakojusius kainų burbulo susiformavimą Lietuvoje ir svarbiausias nekilnojamojo turto kainų burbulo sprogo paskmes Lietuvos ekonomikai bei išsiaiškinti nekilnojamojo turto perspektyvas.

Anketa yra anoniminė, o jos metu surinkti duomenys bus panaudoti tik rašant baigiamąjį darbą.

Dėkoju už atsakymus.

Indrė Vaitiekutė

1. Jūsų, kaip eksperto, darbo patirtis nekilnojamojo turto srityje:
  - a. iki 1 metų;
  - b. nuo 1 iki 3 metų;
  - c. nuo 3 iki 5 metų;
  - d. nuo 5 iki 10 metų;
  - e. daugiau nei 10 metų.
2. Jūs dirbate:
  - a. Tarptautinėje organizacijoje;
  - b. Lietuvos organizacijoje.
3. Jūsų veiklos sritis apima:
  - a. Lietuvos rinką;
  - b. Baltijos šalių rinką;
  - c. Europos Sąjungos rinką;
  - d. Kitų valstybių rinkas (įrašykite).....
4. Jūsų nuomone, pagrindinės priežastys, dažniausiai lemiančios nekilnojamojo turto kainų burbulo atsiradimą, yra:
  - a. Spartus ekonomikos augimas;
  - b. Palanki kreditavimo politika;

- c. Ribota NT pasiūla ir didelė paklausa;
  - d. Didesnės žmonių pajamos;
  - e. Įvairūs statybos apribojimai;
  - f. Lūkesčiai, kad NT kainos kils ateityje;
  - g. Rinkos talpos ribotumas;
  - h. Kita (įrašykite).....
5. Gyvenamojo būsto kainų burbulo susiformavimą Lietuvoje pirmiausiai lėmė:
- a. Psichologinės priežastys;
  - b. Fundamentaliosios priežastys;
  - c. Pirmiau įtakojo fundamentaliosios, o vėliau sekė psichologinės priežastys.
6. Kaip manote, kiek nekilnojamojo turto kainų didėjimą Lietuvoje įtakojo šie veiksniai:

<b>Veiksniai</b>	<b>Visiškai neįtakojo</b>	<b>Nelabai įtakojo</b>	<b>Iš dalies įtakojo</b>	<b>Labai įtakojo</b>	<b>Visiškai įtakojo</b>
a. BVP					
b. Palanki būsto kreditavimo politika					
c. Mažėjanti palūkanų norma					
d. Infliacija					
e. Didėjantis darbo užmokestis					
f. Būsto pasiūla ir paklausa					
g. Spekuliacinė veikla					
h. Lūkesčiai					
i. Finansinio kapitalo perteklius					

7. Ar pritariate, jog Lietuvoje, viena iš gyvenamojo būsto kainų burbulo susiformavimo prielaidų buvo padidėjęs investuotojų skaičius bei investicijų į gyvenamąjį būstą kiekis?
- a. Pritariu;
  - b. Nepritariu;
  - c. Nežinau.
8. Ar Lietuvos nekilnojamojo turto rinkos kainų burbulas susijęs su ekonomine krize, kilusia pasaulyje?
- a. Taip
  - b. Iš dalies
  - c. Ne

Kodėl? (trumpai paaiškinkite savo pasirinkimą).....

.....



9. Lietuvoje kilęs nekilnojamojo turto kainų burbulas labiausiai panašus į:
- Floridos nekilnojamojo turto kainų burbulą (1925 – 1926 m.);
  - Japonijos nekilnojamojo turto kainų burbulą (1985 – 1989 m.);
  - Švedijos nekilnojamojo turto kainų burbulą (1985 – 1989 m.);
  - JAV nekilnojamojo turto kainų burbulą (2001 – 2006 m.).
10. Kuo, Jūsų nuomone, susiję Lietuvos ir Jūsų pasirinktos šalies (7 klausimas) NT kainų burbulai (panašumai)?

.....

.....

.....

11. Kokie būtų pagrindiniai skirtumai tarp Lietuvos ir pasirinktos šalies NT kainų burbulų?

.....

.....

.....

12. Įvertinkite svarbiausios bliūkštančio burbulo pasekmes Lietuvos ekonomikai pagal svarbumą (svarbiausia – 5 balai, mažiau svarbi – 4 balai, iš dalies svarbi – 3 balai, nesvarbi – 2 balai, visiškai nesvarbi – 1 balas):

<b>Pasekmė</b>	<b>Įvertinimas</b>
Augantis nemokių gyventojų skaičius	1 2 3 4 5
Paklausos ir kainų kritimas visuose nekilnojamojo turto rinkos segmentuose;	1 2 3 4 5
Spekulantų pasitraukimas iš nekilnojamojo turto rinkos	1 2 3 4 5
Statybos apimties mažėjimas	1 2 3 4 5
Statybos įmonių veiklos rodiklių prastėjimas	1 2 3 4 5
Daugybė neparduotų naujos statybos butų	1 2 3 4 5
Būsto rinkos krizė sustabdė kylančią ekonomiką	1 2 3 4 5

13. Ar sutinkate su teiginiu, jog Lietuvoje būsto kainų burbulas atsirado dėl rinkos perpildymo, t.y. buvo pastatyta daugiau gyvenamojo būsto negu reikėjo?

a. Sutinku;

b. Nesutinku (kodėl?) .....

.....

14. Kaip manote, kiek ateityje turėtų būti pastatyta gyvenamojo būsto, kad šio sektoriaus rinka nebūtų perpildyta ir vėl nesusidarytų kainų burbulas?

.....

.....

15. Kaip nekilnojamojo turto kainos keisis šiais metais (iki metų galo)?

a. Mažės

b. Stabilizuosis

c. Pradės didėti

Jei pasirinkote „b“ ar „c“ atsakymo variantą, tuomet pereikite prie 17 klausimo.

16. Kaip manote, koks bus NT kainų metinis nuosmukis (procentais)?.....

.....  
(toliau pereikite prie 18 klausimo)

17. Kas, Jūsų nuomone, lems nekilnojamojo turto kainų stabilizavimąsi arba augimą?

.....  
.....  
.....

18. Ar buvo galima išvengti nekilnojamojo turto kainų burbulo Lietuvoje?

a. Taip

b. Iš dalies

c. Ne

Jei į šį klausimą atsakėte neigiamai, tuomet pereikite prie 18 klausimo.

19. Kaip manote, kaip buvo galima išvengti, kokiais būdais NT burbulo Lietuvoje?

.....  
.....

20. Ką reikėtų daryti, norint išvengti nekilnojamojo turto kainų burbulo ateityje?

.....  
.....

Dėkoju už atsakymus