

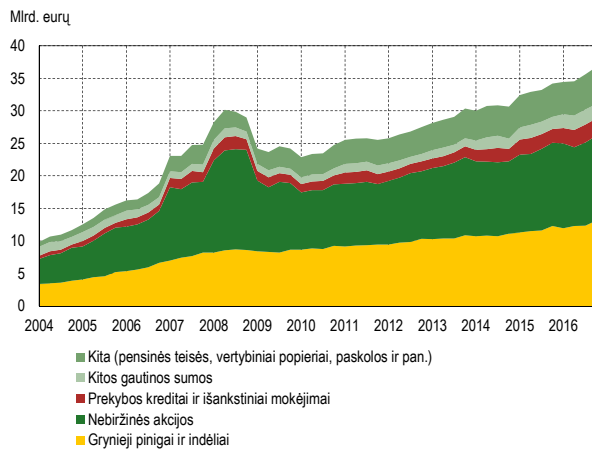
3 PRIEDAS. Namų ūkių finansinio turto apžvalga

Šiame Lietuvos ekonomikos apžvalgos priede aptariamas šalies namų ūkių finansinis turtas, nagrinėjama jo kitimo raida ir struktūra, šis turtas palyginamas su atitinkamais kitų regiono šalių rodikliais ir vertinamos galimos sąsajos su namų ūkių vartojimu. Finansinis turtas¹⁰ Lietuvoje per pastaruosius 12 metų gerokai didėjo. 2016 m. pabaigoje jis sudarė 95,1 proc. BVP, o 2004 m. pradžioje šis santykis siekė tik 58,3 proc. Finansinis turtas tiek dėl dydžio, tiek dėl galimybės jį naudoti gali būti gana reikšmingas ekonomikos rodiklis, tačiau jo ryšiai su ekonominiais procesais Lietuvoje nėra pakankamai išnagrinėti. Turto efektas (angl. *wealth effect*) numato, kad turto padidėjimas gali paskatinti vartojimą. Atlikta analizė rodytų, kad augantis Lietuvos namų ūkių finansinis turtas gali šiek tiek prisidėti prie vartojimo plėtros.

1. Pagrindiniai namų ūkių finansinio turto rodikliai

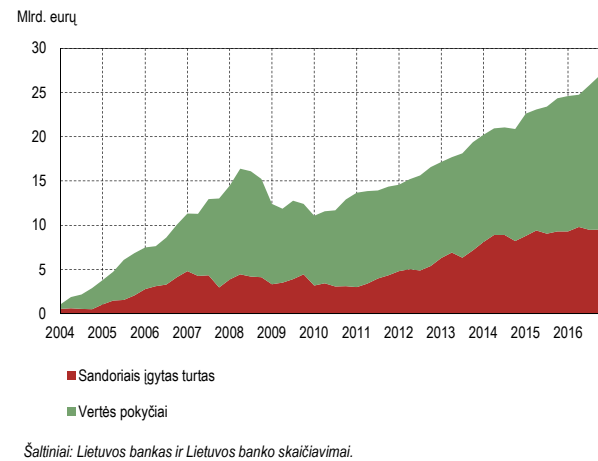
Per pastaruosius 12 metų namų ūkių valdomas finansinis turtas padidėjo beveik keturis kartus. Nuo 2004 m. pirmojo ketvirčio iki 2016 m. ketvirčio namų ūkių finansinis turtas išaugo nuo 9,8 mlrd. iki 36,7 mlrd. eurų (žr. A pav., A lentelę). Vien per praėjusius metus finansinis turtas padidėjo 7,5 proc., arba daugiau nei 2,5 mlrd. eurų. Didžiąją dalį finansinio turto Lietuvoje sudaro grynieji pinigai ir indėliai (35,7 %) bei nebiržinės akcijos (35,6 %), šios turto grupės padidėjo daugiau nei 3,5 karto ir buvo pagrindiniai finansinį turtą didinantys veiksniai. Tokią šių turto grupių raidą visų pirma lėmė kilusi Lietuvos ekonomika, tačiau įtakos turėjo ir kapitalo srautai iš užsienio – gyventojų asmeniniai pervedimai, darbo pajamos, ES paramos lėšos. Iš smulkesnių turto grupių nemažai prie finansinio turto padidėjimo prisidėjo prekybos kreditai ir išankstiniai mokėjimai, pensinės teisės ir kitos gautinos sumos (pvz., uždirbti ar paskirti, bet dar neišmokėti atlyginimai, dividendai, socialinės išmokos).

A pav. Namų ūkių finansinis turtas pagal finansines priemones



Šaltiniai: Lietuvos bankas ir Lietuvos banko skaičiavimai.

B pav. Namų ūkių finansinio turto sukaupasis padidėjimas pagal padidėjimo kilmę



Šaltiniai: Lietuvos bankas ir Lietuvos banko skaičiavimai.

Palankioje ekonominėje aplinkoje augusi įmonių vertė gerokai prisidėjo prie namų ūkių finansinio turto padidėjimo. 2004–2016 m. 64,7 proc. namų ūkių finansinio turto padidėjimo galima priskirti turto vertės kilimui, o kitą dalį finansinio turto namų ūkiai įgijo sudarydami sandorius (žr. B pav.). Tokį turto vertės didėjimą lėmė nebiržinių akcijų vertės augimas, kuris sudarė 61,7 proc. viso finansinio turto priaugio. Viena iš nebiržinių akcijų vertės augimo priežasčių buvo bendrovių uždirbamas pelnas, kuris buvo kaupiamas įmonėse ir didino nuosavo kapitalo vertę (žr. C pav.). Nebiržinių akcijų vertė ypač didėjo ekonomikos pakilimo metu (2007 ir 2008 m.), tačiau 2009 m., pasaulinės finansų krizės metu, nemažai koregavosi (žr. D pav.). Vėliau nebiržinių akcijų vertė reikšmingiau kilti pradėjo tik 2015 m. Beje, finansinio turto pokyčiai dėl sudarytų sandorių rodo, kad nebiržinių akcijų poveikis nagrinėjamu laikotarpiu buvo neigiamas, t. y. jų perleista daugiau, nei įgyta, ir finansinį turtą tai sumažino 23,4 proc. Reikšmingai įvykdytais sandoriais padidėjo turimų indėlių, prekybos kreditų ir išankstinių mokėjimų bei pensinių teisių suma. Kitų rūšių finansinio turto pasikeitimas buvo santykinai nedidelis.

Finansinis turtas Lietuvoje, palyginti su kitomis Baltijos šalimis, per pastaruosius 12 metų augo lėčiau ir jo santykis su BVP yra mažesnis: šis Lietuvos rodiklis sudaro 95,1 proc., Latvijos – 107,3 proc., Estijos – 117,9 proc. (žr. A lentelę). Tačiau turto struktūra trijose šalyse yra panaši – dominuoja grynieji pinigai ir indėliai bei nebiržinės akcijos. Vis dėlto Estija išsiskiria didesne nebiržinių akcijų dalimi (58,0 % BVP) bei draudimo ir pensinėmis teisėmis (15,1 % BVP), o Latvija – gyventojų suteiktomis paskolomis (7,6 % BVP). Tikėtina, kad dalį tokių išskirtinumų lemia teisinės aplinkos skirtumai, pavyzdžiui, Estijoje taikomas nulinis tarifas reinvestuojamajam pelnui skatina nemokėti dividendų ir kaupti turtą įmonėse, o tai gali lemti santykinai didesnę nebiržinių akcijų turto dalį, bet mažesnę grynųjų pinigų ir indėlių dalį.

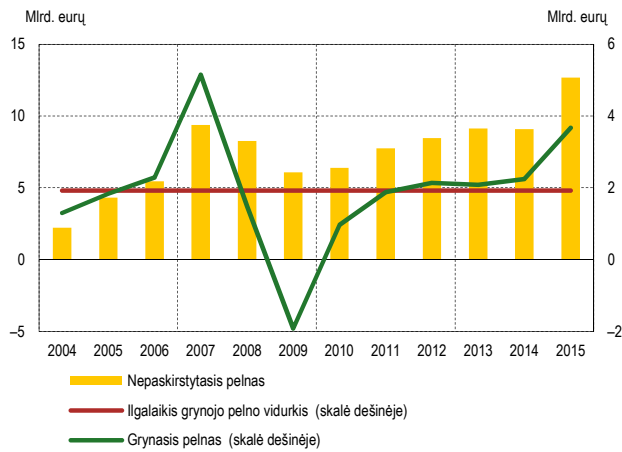
¹⁰ Priede daugiausia aptariamas visas finansinis turtas, t. y. iš finansinio turto neatimami finansiniai įsipareigojimai. Namų ūkių finansinius įsipareigojimus didina už paskolas įsigijamas realusis turtas (pvz., nekilnojamas turtas), tačiau realiojo turto statistikos nėra, todėl vien grynasis finansinis turtas (iš finansinio turto atėmus finansinius įsipareigojimus) gali prasčiau perteikti tikrąją namų ūkių finansinę padėtį.

| | 2016 m. IV ketvirtis | | 2004 m. I ketvirtis | | Pokytis nuo 2004 m. I ketvirčio |
|---|----------------------|-----------------------------------|---------------------|-----------------------------------|------------------------------------|
| | Mrd. eurų | Procentai, palyginti su BVP | Mrd. eurų | Procentai, palyginti su BVP | Procentai |
| LIETUVA | | | | | |
| Finansinis turtas | 36,7 | 95,1 | 9,8 | 58,3 | 273,3 |
| Grynieji pinigai ir indėliai | 13,1 | 33,9 | 3,4 | 20,1 | 286,1 |
| Nebiržinės akcijos | 13,1 | 33,8 | 3,8 | 22,6 | 242,8 |
| Prekybos kreditai ir išankstiniai mokėjimai | 2,6 | 6,9 | 0,5 | 3,0 | 420,0 |
| Kitos gautinos sumos | 2,2 | 5,7 | 1,4 | 8,1 | 59,8 |
| Kita | 5,7 | 14,8 | 0,8 | 4,5 | 659,2 |
| Finansiniai įsipareigojimai | 11,8 | 30,6 | 1,2 | 7,1 | 884,7 |
| Grynoji vertė | 24,9 | 64,5 | 8,6 | 51,2 | 188,3 |
| Namų ūkių vartojimo išlaidos (4 paskutinių ketvirčių) | 25,1 | 64,4 | 10,9 | 64,4 | 126,7 |
| BVP (4 paskutinių ketvirčių) | 38,6 | 100,0 | 16,9 | 100,0 | 128,8 |
| BVP defliatorius | – | – | – | – | 57,5 |
| LATVIJA | | | | | |
| Finansinis turtas | 26,9 | 107,3 | 5,6 | 52,8 | 377,7 |
| Grynieji pinigai ir indėliai | 9,3 | 37,0 | 2,2 | 20,7 | 320,3 |
| Nebiržinės akcijos | 6,5 | 25,9 | 2,3 | 21,5 | 182,8 |
| Prekybos kreditai ir išankstiniai mokėjimai | 0,3 | 1,4 | 0,0 | 0,3 | 981,3 |
| Kitos gautinos sumos | 4,5 | 17,9 | 0,7 | 6,4 | 561,4 |
| Kita | 6,3 | 25,1 | 0,4 | 3,9 | 1406,7 |
| Finansiniai įsipareigojimai | 6,8 | 27,1 | 1,7 | 15,8 | 301,8 |
| Grynoji vertė | 20,1 | 80,3 | 3,9 | 36,9 | 410,3 |
| Namų ūkių vartojimo išlaidos (4 paskutinių ketvirčių) | 15,5 | 61,4 | 6,5 | 61,4 | 135,5 |
| BVP (4 paskutinių ketvirčių) | 25,0 | 100,0 | 10,7 | 100,0 | 134,8 |
| BVP defliatorius | – | – | – | – | 68,5 |
| ESTIJA | | | | | |
| Finansinis turtas | 24,7 | 117,9 | 4,1 | 45,0 | 508,5 |
| Grynieji pinigai ir indėliai | 7,3 | 35,1 | 1,8 | 19,7 | 312,7 |
| Nebiržinės akcijos | 12,1 | 58,0 | 1,6 | 17,5 | 668,2 |
| Prekybos kreditai ir išankstiniai mokėjimai | – | – | – | – | – |
| Kitos gautinos sumos | 0,8 | 3,8 | 0,3 | 3,2 | 172,4 |
| Kita | 4,4 | 21,1 | 0,4 | 4,5 | 982,4 |
| Finansiniai įsipareigojimai | 9,8 | 46,6 | 1,9 | 21,5 | 404,2 |
| Grynoji vertė | 14,9 | 71,3 | 2,1 | 23,5 | 603,7 |
| Namų ūkių vartojimo išlaidos (4 paskutinių ketvirčių) | 11,1 | 52,6 | 5,0 | 55,5 | 123,5 |
| BVP (4 paskutinių ketvirčių) | 20,9 | 100,0 | 9,0 | 100,0 | 132,2 |
| BVP defliatorius | – | – | – | – | 72,3 |

Šaltiniai: Eurostatas, Estijos bankas, Latvijos bankas, Lietuvos bankas ir Lietuvos banko skaičiavimai.

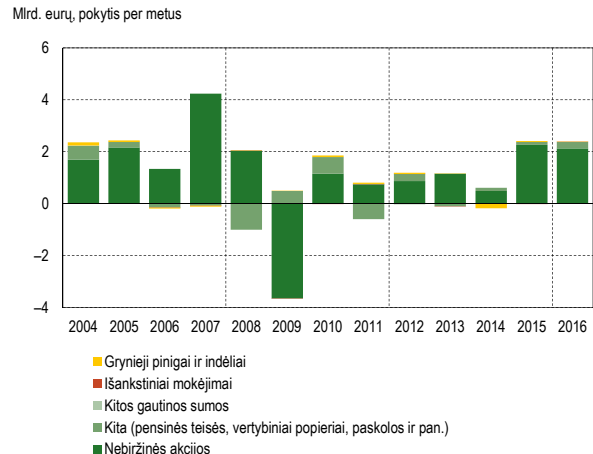
Lietuvos namų ūkių finansiniai įsipareigojimai didėjo greičiau nei Latvijoje ar Estijoje. Lietuvos namų ūkių finansiniai įsipareigojimai nuo 2004 m. pirmojo ketvirčio iki 2016 m. ketvirtojo ketvirčio padidėjo beveik 10 kartų – iki 11,8 mlrd. Eur. Juos didino ilgalaikės paskolos, kurių didžiąją dalį sudaro paskolos būstui įsigyti. Latvijoje namų ūkių finansiniai įsipareigojimai per tą patį laikotarpį padidėjo keturis, o Estijoje – penkis kartus. Vis dėlto Estijos namų ūkių finansinių įsipareigojimų dalis, palyginti su BVP, yra didesnė nei tokia Lietuvos namų ūkių dalis. Taip yra todėl, kad Estijoje namų ūkių skolinimasis iš kredito įstaigų paplito šiek tiek anksčiau. 2004 m. pirmąjį ketvirtį namų ūkių finansiniai įsipareigojimai Estijoje siekė 21,5, Latvijoje – 15,8, Lietuvoje – tik 7,1 proc. BVP. Šiuo metu Lietuvos namų ūkių finansinių įsipareigojimų ir BVP santykis yra 30,6, Latvijos – 27,1, Estijos – 46,6 proc.

C pav. Bendrovių (išskyrus individualiąsias įmones) pelnas



Šaltiniai: Lietuvos bankas ir Lietuvos banko skaičiavimai.

D pav. Namų ūkių finansinio turto vertės pokytis pagal finansines priemones



Šaltiniai: Lietuvos bankas ir Lietuvos banko skaičiavimai.

2. Namų ūkių finansinio turto ir vartojimo ryšys

Ekonomikos teorija numato, kad augantis namų ūkių finansinis turtas gali prisidėti prie vartojimo plėtros. Klasikinės ekonomikos teorijos (nuolatinų pajamų ir gyvenimo ciklo hipotezė) teigia, kad turtas kartu su disponuojamosiomis pajamomis veikia vartojimą (Modigliani, Brumberg 1954; Friedman 1957). Padidėjus turtui, jo savininkai būna linkę daugiau lėšų skirti vartojimui. Toks poveikis vadinamas turto efektu. Empiriniuose tyrimuose namų ūkių turtas dažnai yra suskaidomas į realųjį (dažniausiai atstovaujantį nekilnojamojo turto) ir finansinį turtą. Toks skyrimas nulemtas fakto, kad skiriasi šių turto klasių savybės ir galimybės panaudoti padidėjusią turto vertę vartojimui. Ankstesniais tyrimais neatmesta prielaida, kad finansinio turto padidėjimas yra teigiamai susijęs su vartojimo padidėjimu euro zonos šalyse (Sousa 2009), besivystančiose Azijos ir Pietų Amerikos šalyse (Peltonen ir kt. 2012) ir išsivysčiusiose šalyse, o finansinio turto poveikis vartojimui yra didesnis nei realiojo turto poveikis, nors esama ir tam tikrų išimčių, pavyzdžiui, JAV, Jungtinė Karalystė (Slacalek 2009). Anksčiau atliktas tyrimas parodė, kad Lietuvoje ilgojo laikotarpio vartojimo išlaidos priklauso nuo namų ūkių disponuojamųjų pajamų ir šiek tiek nuo turimo turto (Vetlov 2004), tačiau gyventojų turtui šiame tyrime atstovavo BVP, kuris nebūtinai tinkamai parodo gyventojų turimą turtą.

Vis dėlto dėl finansinio turto poveikio vartojimui ir jo krypties ne visada sutariama. Padidėjusi namų ūkių turto vertė gali paskatinti daugiau vartoti, tačiau skirtingų rūšių turtas gali nevienodai veikti vartojimą arba jo iš viso neveikti, ir tai lemia tokios turto savybės kaip likvidumas, galimybė panaudoti turtą kaip užstatą, turto dalumas ir pan.

Šiame priede namų ūkių finansinio turto ir vartojimo ryšiai nustatyti pasitelktas turto poveikiui vertinti įprastas modelis (Kishor 2007; Iacoviello 2011), pagal kurį skiriamas finansinis ir realusis turtas:

$$C = f(Y, FT, NT, \dots),$$

kur C – namų ūkių galutinio vartojimo išlaidos, Y – namų ūkių disponuojamosios pajamos, FT – namų ūkių finansinis turtas, NT – namų ūkių realusis turtas, kurį parodo nekilnojamojo turto indeksas. Poveikiui apskaičiuoti naudojamas FMOLS (angl. *fully modified least squares*) modelis, kuriuo sprendžiamos endogeniškumo ir serijinės koreliacijos problemos. Papildomai į skaičiavimus įtraukiamas namų ūkių grynasis finansinis turtas, namų ūkių finansiniai įsipareigojimai ir fiktyvusis kintamasis, kuris atstoja finansų krizės laikotarpį nuo 2008 m. ketvirtąjį ketvirčio iki 2010 m. pirmojo ketvirčio¹¹. Finansinio turto, grynojo finansinio turto ir finansinių įsipareigojimų kintamieji vienu periodu paankstinami, nes tokio turto statistika parodo padėtį stebimo laikotarpio pabaigoje. Naudojami ketvirčio duomenys, jie pakoreguojami pagal sezonškumą. Duomenys gauti iš Lietuvos statistikos departamento, UAB „OBER-HAUS“ ir Lietuvos banko. Analizuojamas laikotarpis apima 2003 m. ketvirtąjį–2016 m. ketvirtąjį ketvirčius. Visi duomenys, išskyrus fiktyvųjį kintamąjį, įtraukiami kaip natūralieji logaritmai, todėl rezultatai vertintini kaip procentiniai pokyčiai.

Modeliavimo rezultatai (žr. B lentelę) rodo, kad pagal įprastą turto efekto modelį nei finansinis turtas, nei nekilnojamas turtas Lietuvoje nėra statistiškai reikšmingi paaiškinant vartojimą (1 lygtis). Be to, pajamų koeficientas šioje lygtyje yra itin didelis – daugiau nei 1, o tai reikštų, kad pajamoms išaugus 1 proc., vartojimas padidėja daugiau. Rezultatus tik nedaug tepagerina fiktyvusis krizės laikotarpio kintamasis (2 lygtis). Finansinio turto kintamąjį pakeitus grynuoju finansiniu turtu (iš finansinio turto atėmus finansinius įsipareigojimus), koeficientai labiau atitinka ekonominę teoriją (3 ir 4 lygtys). Pajamų koeficientas yra statistiškai reikšmingas, artimas vienetui, bet už jį mažesnis. Grynasis finansinis turtas ir nekilnojamas turtas yra teigiamo ženklo, tačiau tik pirmasis yra statistiškai reikšmingas.

¹¹ Kai kuriuose tyrimuose į skaičiavimus įtraukiama daugiau kintamųjų, pvz., palūkanų normos, nedarbo lygis, pasitikėjimo rodikliai. Tokie kintamieji gali parodyti vartotojų nuomonę apie ekonominę aplinką, kuri gali veikti vartotojų veiksmus. Šiame tyrime naudojant minėtus rodiklius rezultatų nepavyko reikšmingai pagerinti.

Finansiniais įsipareigojimais daugiausia įsigyjamas realusis turtas, kurio didžioji dalis yra būstas, o ne finansinis turtas. Tačiau patikimų duomenų apie realųjį turtą nėra, todėl nežinoma grynojo realiojo turto vertė. Taigi, ir modeliuojant tiksliau įtraukti ne grynąjį finansinį turtą, o visą finansinį turtą ir įsipareigojimus (5 lygtis). Tokia modelio konstrukcija šiek tiek pagerina determinacijos koeficientą (koreguotasis R²). Pajamų, finansinio turto ir nekilnojamojo turto koeficientai yra teigiami ir statistiškai reikšmingi. Tokie rezultatai iš esmės neprieštarauja ankstesniems tyrimams, atliktiems kitose šalyse. Finansinių įsipareigojimų koeficientas taip pat yra statistiškai reikšmingas, bet neigiamas. Finansiniai įsipareigojimai ir vartojimas gali būti atvirkščiai susiję, nes, didėjant įsipareigojimams, gyventojai būna linkę taupyti, kad įsipareigojimus įvykdytų, o naujais įsipareigojimais dažniausiai finansuojamas įsigytas būstas, kuris nėra skaičiuojamas kaip namų ūkių vartojimas.

B lentelė. Namų ūkių vartojimo išlaidų modeliai

| Paaškinantieji kintamieji | Vartojimo išlaidų modeliai | | | | | |
|-----------------------------|----------------------------|---------------------|--------------------|--------------------|---------------------|---------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 |
| Disponuojamosios pajamos | 1,67 *** (0,24) | 1,34 *** (0,19) | 0,88 *** (0,23) | 0,83 *** (0,16) | 0,86 *** (0,12) | 0,82 *** (0,11) |
| Nekilnojamas turtas | 0,00 (0,07) | 0,02 (0,05) | 0,08 (0,05) | 0,09 ** (0,04) | 0,18 *** (0,03) | 0,17 *** (0,03) |
| Grynasis finansinis turtas | | | 0,26 *** (0,07) | 0,21 *** (0,05) | | |
| Finansinis turtas | -0,01 (0,07) | 0,06 (0,05) | | | 0,35 *** (0,05) | 0,32 *** (0,05) |
| Finansiniai įsipareigojimai | | | | | -0,15 *** (0,02) | -0,12 *** (0,02) |
| Fiktyvusis kintamasis | | -0,04 ** (0,02) | | -0,03 ** (0,01) | | -0,02 ** (0,01) |
| Konstanta | -7,65 *** (1,89) | -5,23 *** (1,43) | -3,04 * (1,69) | -2,19 * (1,19) | -3,10 *** (0,86) | -2,57 *** (0,75) |
| Koreguotasis R ² | 0,89 | 0,93 | 0,94 | 0,96 | 0,96 | 0,96 |

Šaltinis: Lietuvos banko skaičiavimai.

Pastabos: skliaustuose pateikta standartinė paklaida; * $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$.

Apibendrinant pasakytina, kad Lietuvos namų ūkių finansinis turtas gali šiek tiek prisidėti prie vartojimo plėtros. Turto efekto vartojimui skaičiavimai rodo, kad finansinis turtas, kaip ir disponuojamosios pajamos bei nekilnojamas turtas, yra statistiškai reikšmingai susiję su vartojimu, tačiau rezultatai priklauso nuo to, ar į skaičiavimus įtraukiami namų ūkių finansiniai įsipareigojimai. Gauti rezultatai rodo, kad finansinio turto ir vartojimo raida susijusi šiek tiek labiau nei nekilnojamojo turto ir vartojimo raida. Finansinio turto poveikis yra maždaug du kartus didesnis nei nekilnojamojo turto poveikis. Skirtinga reakcija į finansinio ir nekilnojamojo turto poveikį gali atsirasti dėl pasirinktų duomenų namų ūkių nekilnojamojam turtui perteikti, turto likvidumo savybių, turto pasiskirstymo tarp namų ūkių ir kt.

Atlikti skaičiavimai rodo, kad ilguoju laikotarpiu namų ūkių finansiniam turtui pasikeitus 1 proc., vartojimas gali padidėti apie 0,3 proc. Tai gana reikšmingas rezultatas. Panašaus pobūdžio tyrimuose nustatomi mažesni koeficientai, tačiau dažnai finansinis turtas apribojamas biržinėmis akcijomis. Šiame tyrime į finansinį turtą įtraukiami ir indėliai, gryniesi pinigai, gautinos sumos, pensiniai įsipareigojimai, o tai paveikia daug namų ūkių, todėl turi poveikį gaunamiems rezultatams.

Literatūra

Friedman M. 1957: *A Theory of Consumption Function*, Princeton University Press.

Iacoviello M. M. 2011: *Housing Wealth and Consumption*. International Finance Discussion Papers, No 1027.

Kishor K. N. 2007: Does Consumption Respond More to Housing Wealth Than to Financial Market Wealth? If So, Why? – *Journal of Real Estate Finance and Economics* 35(4), 427–448.

Modigliani F., Brumberg R. 1954: Utility Analysis and Consumption Function: An Interpretation of Cross-Section Data. – *Post-Keynesian Economics*, 388–436.

Peltonen T. A., Sousa R. M., Vansteenkiste I. S. 2012: Wealth Effects in Emerging Market Economies. – *International Review of Economics and Finance* 24, 155–166.

Slacalek J. 2009: What Drives Personal Consumption. The Role of Housing and Financial Wealth. – *Journal of Macroeconomics* 9, 1–37.

Sousa R. M. 2009: *Wealth Effects on Consumption-Evidence from the Euro Area*. European Central Bank, Working Paper Series, No. 1050.

Vetlov I. 2004: *The Lithuanian Block of the ECSB Multi-Country Model*. Bank of Finland, BOFIT Discussion Papers, No. 13.