

## *Eessõna kolmandale väljaandele*

---

Võiks arvata, et aastaid pärast 2007.–2009. aasta finantskriisi kaasa toonud spekulatiivsete mullide lõhkemist elame sootuks teistsuguses, mullijärgses maailmas. Võiks arvata, et inimesed on „õppust võtnud” ega torma uuesti uisapäisa laienevatele turgudele, nagu paljud enne kriisi tegid ja tekkivaid mulle seeläbi suuremaks paisutasid. Kuid märgid mullidest on pärast kriisi sagenenud. Aktsiad ja võlakirjad on Ameerika Ühendriikides ja veel mõnel pool kerkinud kõrgele hinnatasemele ning eluasemeturul toimub paljudes riikides kiire hinnatõus. Kõik see toimub vaatamata maailma nigelale taastumisele finantskriisist, järjest pingestuvale rahvusvahelisele olukorrale – laastavad sõjad toimuvad Gazas, Iraagis, Iisraelis, Süürias ja Ukrainas – ning ühiskonda potentsiaalselt lõhestavatele natsionalismimeeleoludele ja poliitilisele polariseerumisele Ameerika Ühendriikides, Euroopas ja Aasias.

Nende ridade kirjutamise ajal on Rahvusvaheline Valuutafond andnud just eluasemeturu ülekuumenemise hoiatuse Aasiale, Euroopale, Ladina-Ameerikale ning Austraaliale, Kanadale ja Iisraelile.<sup>1</sup> Sarnase hoiatuse on väljastanud Rahvusvaheline Arvelduspank.<sup>2</sup>

Mullistunud ja pealtnäha ebastabiilne olukord tekitab muret, ehkki üldiselt mitte veel nii sügavat kui selle raamatu esmaväljaandes, mis hoiatas ülehinnatud ja haavatava aktsiaturu eest (vt alljärgnevat eessõna 2000. aastast), või teises trükis, milles avaldati samuti hoiatus ülehinnatud ja haavatava eluasemeturu kohta (vt alljärgnevat eessõna 2005. aastast).

Selleks ajaks, kui see raamat lugejateni jõuab, võivad turud olla juba hoopis teistsuguses olukorras. Turud võivad muutuda ülikiiresti ja optimistlikke hindu, mida näeme nende ridade kirjutamise ajal (oktoobris 2014), on raske prognoosida. Praegune hinnatase ei pruugi püsida kaua, võrreldes kirjastamise aegluse ja selle ajaga, mis kulub ühe trükise jõudmiseks lugejate lektüüri. Kuid ma kirjutan tulevastele lugejatele, kes aastate pärast loevad turgudest 21. sajandi teise kümnendi keskpaigas kui lihtsalt üht näidet paljudest, mis on selles raamatus esitatud – näidet laiematest tendentsidest ja ebakindlusest.

Nõnda jääb selle raamatu esmaväljaande temaatika mõningaste värskendustega endiselt aktuaalseks nii praegu kui tõenäoliselt ka tulevikus. Kui selle raamatu esmatrükk 2000. aastal ilmus, püüdsin lugejat kõigiti veenda, et tolleaegne börsimull, mis oli küll erakordselt suur, polnud iseenesest midagi põhjapanevalt uut. Raamatu 8. peatükis „Uued ajastud ja mullid üle maailma” on üksikasjalikult juttu sellest, kui palju kordi on meil olnud sarnaseid, kuigi võib-olla väiksemaid ja vaid ühe paikkonnaga piirduvaid aktsiabuume ja -krahhe. *Midagi* suhteliselt uut tookord ikkagi oli: aktsiabuum, mis jõudis haripunkti 2000. aasta alguses, nagu me nüüd teame, oli oma ulatuselt ülemaailmne. Esimeses väljaandes nimetasin selle millenniumibuumiks, sest see tekkis just enne uue aastatuhande saabumist. Rahumeeli võime nimetada seda millenniumibuumiks ka nüüd, kus see on möödas. Kuid see buum või mull ei olnud suurem kui 1929. aastal. Sellised ülisuured mullid on haruldased, aga ajaloos ainulaadne nähtus millenniumimull ei olnud.

Teises väljaandes (2005) peatusin pikemalt asjaolul, et Ameerika Ühendriikides tervikuna oli 1990. aastate lõpus alguse saanud eluasemehindade buum kõigi aegade suurim või vähemalt suurim alates 1890. aastast, millega mu andmed algavad. Kuid sellele väljaandele lisatud uus peatükk kõneles varasematest eluasememullidest ja kui sajandite kaugusele tagasi vaadata, siis ka maatükkide hinnamullidest. Sajandite eest oli kinnisvaraga spekulatsioon kõige tõenäolisemalt investering maaomandisse – eluaseme rajamiseks sobilikesse põllumajandus- või linnamaa kruntidesse. Teine suur muutus 20. sajandi teises pooles oli eluasemelaenu kriteeriumide laiaulatuslik lõdvenemine. See lõdvenemine ja ülemaailmne ulatus tegid eluasemebuumi (mida võime nüüd, kus hinnad on paljudes piirkondades pärast 2006. aastat kukkunud, täie kindlusega mulliks nimetada) ainulaadseks. Me võime nimetada seda omandiühiskonna buumiks, seostades seda loosungiga, mida kasutas George W. Bush 2004. aastal USA presidendivalimiste kampaanias, kui ta esitles plaani edendada eluaseme-, aktsia- ja muude investeringute levikut rahva seas. (Praegust börsibuumi, mis on kestnud 2009. aastast kuni nende ridade kirjutamiseni 2014. aastal, nimetan ma uue normaalsuse buumiks, lähtudes mõistest, mida populariseeris Bill Gross (toona PIMCO-st) 2009. aastal.)

Kuid nendes mullides ei ole tõepoolest midagi uut – mitte midagi fundamentaalselt uut. Ikka kordub ligikaudu sama nähtus: suust suhu levivad jutud uuest ajastust ja tuntav massiline entusiasm ühte tüüpi investeringute osas.

Arenev infotehnoloogia võib nende dünaamikat kiirendada. Samuti mängivad rolli muutuvad investeerimismustrid. Viimastel aastatel on tähelepanu pälvinud rahvusvaheliste investorite ja institutsionaalsete investorite kasvav mõju ühepere-elamutes. Kuid põhiolemuselt on mullid ikka ühesugused. Tulevikus näeme kindlasti veel suuremaid sääraseid mulle, mis kõik keskenduvad omaenda uuele ja teistsugusele loole uuest ajastust, ning meie peame neile välja mõtlema uusi nimesid.

Ma ei lootnud kuulda eluasememullidest, kui 2013. aasta keskpaigas Colombiat külastasin. Kuid ikka ja jälle kuulsin seal nende imelisest kinnisvarabuumist. Mind Cartagena kuurortlinna kaldapealsel sõidutades osutas limusiinijuht mitmele tavalise väljanägemisega majale, mis olid hiljuti müüdud miljonite USA dollarite eest.

Colombia keskpaiga Banco de la República kodulehel on kolme suurlinna Bogotá, Medellín ja Cali eluasemete hinnaindeks. See näitab, et eluaseme reaalhinnad (inflatsiooniga korrigeeritult) on 2004. aastast saadik tõusnud 69%. Selline hinnatõus tuletab meelde USA kogemust, kui S&P / Case-Shilleri kümne linna eluasemehinna indeks kerkis 1997. aasta põhjast 2006. aasta tipuni reaalväärtuses 131%.

Meie mõjutatavus mullidest nii Colombias kui ka mujal maailmas näitab, et me ei mõista neid nähtusi endiselt. Mis siis ikkagi on spekulatiivne mull? „Oxford English Dictionary” seletab sõna *bubble* („mull”) kui „midagi habrast, ainetut, tühja või väärtusetut; petlik demonstratsioon. Alates 17. sajandist on seda sageli kasutatud petlike kaubandus- või finants skeemide tähenduses.” Probleem on selles, et sõnad „demonstratsioon” ja „skeem” viitavad tahtlikule loomisele, mitte ulatuslikule ühiskondlikule nähtusele, mida ei juhi ükski keskne impressario.

Võib-olla kasutatakse sõna „mull” liiga kergekäeliselt. Eugene Fama igatahes arvab nii. Efektiivse turu hüpoteesi kõige tähtsam eestkõneleja Fama eitab spekulatiivsete mullide olemasolu. Nobeli auhinna puhul peetud loengus 2014. aastal väitis Fama, et sõna „mull” viitab „arutult tugevale hinnatõusule, mis toob kaasa prognoositavalt tugeva languse”.<sup>3</sup> Kui „mull” seda tähendab ja „prognoositavuse” all mõistame võimet määratleda täpselt kuupäeva, millal mull lõhkeb, siis nõustun temaga, et mullide olemasolu kohta on vähe vettpidavaid tõendeid. Mina aga mulli niiviisi ei defineeri, sest spekulatiivsed turud pole päris nii ettearvatavad.

Selle raamatu teises väljaandes püüdsin anda mullile parema definitsiooni, mis oleks kooskõlas selle mõiste kasutusviisiga õpetatud seltskonnas. 1. peatükis esitatud definitsioon kirjeldab olukorda, kus hinnatõusu uudised kannustavad investorite entusiasmi, tekitades teatava psühholoogilise epideemia. See näib olevat mulli tähenduse tuum selle sõna kõige järjepidevamas pruugis.

Sellest definitsioonist järeldub implitsiitselt, miks „targal rahal” on nii raske mullide vastu panustades kasumit teenida: psühholoogiline nakkus soodustab hoiakut, mis hinnatõusu õigustab, nii et mullis osalemist võiks lausa ratsionaalseks nimetada. Kuid see pole ratsionaalne.

Iga riigi lugu on erinev, peegeldades kohalikke uudiseid, mis ei pruugi alati teiste riikide uudistega klappida. Näiteks paistab praegune Colombia lugu olevat selline, et riigi valitsus on kõrgelt austatud presidendi Juan Manuel Santos Calderóni eestvedamisel toonud inflatsiooni ja intressimäärad arenenud riikide tasemele ja peaaegu kõrvaldanud FARC mässuliste ohu, süstides sellega uut elujõudu Colombia majandusse. See on piisavalt hea lugu, et üles puhuda eluasememull.

Uue ajastu lood kütavad üles kõrgeid ootusi investeringute tootlusele, kuid ei suurenda tingimata kindlustunnet. Mulli kerkimise aegsed kõrged ootused võivad olla pigem soovmõtlemine kui kindlustunde väljendus. Mulli ajal näib avalduvat kalduvus muganduda, mis on sotsiaalpsühholoogiline aspekt, isegi kui inimesed pole jõudnud iseseisvalt järeldusele riski puudumisest.

Tõepoolest: kui inimeste tähelepanu riskidele juhtida, ei olegi nad mulli kerkimise ajal nii väga enesekindlad. Joonis 5.4, mis näitab investorite kindlustunnet hinnataseme suhtes, oli USA börside kõigi aegade tipus 2000. aasta alguses tegelikult erakordselt madal. Inimesed olid kindlasti teadlikud mingil tasemel riskidest. Veelgi enam – eluasemeostjate uuringus, mida koos Karl Case’iga oleme aastaid läbi viinud, esitame otse värskelele ostjatele küsimuse: „Maja ostmine on selles piirkonnas praegu: 1. väga riskantne; 2. mõnevõrra riskantne; 3. väheriskantne või riskivaba.” Vastused on kummastavad. 2004. aastal, mil eluasemeturg näitas kõige kiiremat hinnatõusu, vastas ainult 19% „väheriskantne või riskivaba”. Pole sugugi nii, et mulli ajal kõigi meelest „kinnisvarahinnad ei saa kunagi kukkuda”, kuigi inimestele heidetakse sellist mõtteviisi sageli ette. 2009. aastal, kui olime sügavaimas majanduskriisis pärast 1930-ndate Suurt depressiooni, andis sama vastuse tegelikult veel väiksem hulk, 17,2% küsitletutest.<sup>4</sup>

Tundub, et psühholoogiline õhustik on mullide ajal pigem selline, kus avalikkuses ei pöörata võimaliku hinnalanguse mõttele tähelepanu, mitte selline, kus kindlalt usutakse, et hinnad kunagi ei kuku. Uute ajastute lood ei ole tugevad veendumused – need on kõigest ideed, mis köidavad enim inimeste meeli ning õigustavad teiste ja iseenda tegevust.

Kuna mullid on oma olemuselt peened sotsiaalpsühholoogilised nähtused, siis just seepärast on neid ka keeruline kontrollida. Pärast finantskriisi kehtestatud regulatsioonid võivad tulevasi mulle vaos hoida, aga seda pole me veel näinud, kas nendest meetmetest tegelikult piisab.

Eluasemetel pole sellist likviidset turgu, mis võimaldaks skeptikutel mulli suhtes lühikesi positsioone võtta. Kui see oleks võimalik, lisanduksid turuhin-

nale skeptikute kahtlused. Nagu 11. peatükis räägime, on siis, kui turul on keeruline lühikeseks müüa, üks efektiivse turu põhieeldus täitmata. Nõndanimetatud „tark raha” võib eluasemetesse investeerimisest küll täielikult loobuda, kuid ei saa seejärel rakendada meetmeid, mis takistaksid teistel turgu üha ülespoole ostmast. Ükskõik milline suur rühm investoreid ükskõik millisest maailma otsast võib tekitada näiteks mõnel kohalikul eluasemeturul nõudluse, mis viib hinnad pöörasele tasemele, kui neil vaid selline mõte tekib. Ükskõik millised institutsionaalsed investorid võivad mingit mängu mängides teha sedasama. Pole ühtegi usaldusväärset teooriat, mis ütleks, et nad seda teha ei saa, kui puudub võimalus lühikeseks müüa. Paljud on püüdnud ühepereelamutele sellist lühikeseks müümise võimalust pakkuda, kuid seni suurema eduta.

Viimastel aastatel on mõned kõrgtehnoloogilised institutsionaalsed turuosalisel, näiteks Blackstone Group, hakanud investeerima ühepereelamutesse ning selliste turuosaliste olemasolu võib muuta eluasemete hinnamullide dünaamikat, kahandades nende turgude igakuiseid impulsse. Kuid eluasemehindade tugev lühiajaline impulss ja pikaajaliselt arenevad kinnisvaramullid on kindlasti endiselt meiega.

Sõna „mull” tekitab vaimusilmas pildi paisuvast seebimullist, mis on määratud äkiliselt ja pöördumatult lõhkema. Kuid spekulatiivsed mullid nii lihtsasti ei lõpe. Need võivad tegelikult ka mõnevõrra kahaneda, kui lugu muutub, ja seejärel uuesti paisuda.

Vahest oleks täpsem nimetada neid nähtusi spekulatiivseks epideemiaks. Me teame, et uus epideemia võib ootamatult lahvatada just siis, kui eelmine on hääbumas, näiteks kui ilmub uus viirusetüvi või mõni keskkonnategur suurendab nakkumiste määra. Samamoodi võib ükskõik kust ilmuda uus spekulatiivne mull, kui ilmub uus lugu majandusest ja kui sellel lool on piisavalt suur narratiivne jõud, et sütitada investorites uut nakkavat mõtteviisi.

Nii juhtus Ameerika Ühendriikides 1920-ndate pulliturul, mis jõudis hari-punkti aastal 1929. Me oleme selle ajalugu moonutanud, pidades mulli mingiks dramaatilise hinnatõusu perioodiks, millele järgneb äkiline pööre ja kõikehaarav krahh. Tegelikult järgnes „mustale teispäevale” reaalhindades suur börsibuum, mis tõi aktsiad 1930. aastaks poolele maale 1929. aasta tasemeteni tagasi. Seejärel saabus teine krahh, uus buum aastatel 1932–1937 ja kolmas krahh.

Selle raamatu teisest väljaandest saadik on palju arutletud hinna ja kasumi suhtarvu üle, mille töötasime välja koos John Campbelliga Harvardi ülikoolist ning mida on kasutatud juba raamatu esmatrükis: reaalhind jagatud kümne aasta keskmise realkasumiga. Ajakirjandus paistab olevat omaks võtnud nimetuse, mille ma sellele mõnikord olen andnud: CAPE (*cyclically adjusted price-earnings ratio*, tsükliliselt kohandatud hinna ja kasumi suhtarv),

nii et nüüd kasutan ka ise kogu aeg sedasama nimetust. See suhtarv on avaldatud kõigis selle raamatu väljaannetes esimese peatüki kolmandal joonisel, kuigi nimetust „CAPE” pole varasemates trükkides kasutatud. Seda suhtarvu võib käsitada kui tavapärase, ühe aasta tulemustel põhineva hinna ja kasumi suhtarvu kohandamist majandustsüklitega, mis korrigeerib selle suhtarvu järsud jöngsud pärast võimalikke madalaid kasuminäitajaid majanduslanguse tingimustes, võttes aluseks pikaajalise keskmise kasumi.

Nende ridade kirjutamise ajal on Ameerika Ühendriikide CAPE 26 ehk kõrgem kui kunagi varem, välja arvatud 1929., 2000. ja 2007. aasta paiku, mil turg tegi märkimisväärseid tippe. Kuid esmajoonel ei käsitle see raamat praegust olukorda varaturgudel, vaid seda, kuidas aru saada nende turgude tegelikust olemusest ja dünaamikast.

Raamatu käesolev väljaanne on osaliselt ajendatud tööst, mida tegin koos George Akerlofiga meie 2009. aasta raamatu „Animal Spirits” tarvis. Selle pealkiri viitab tööpooldest mõningale temaatilisele sarnasusele „Arutu öhinaga”. Iidvana mõiste „loomvaim” (ladina keeles *spiritus animalis*) viitab kõikumistele peamistes inimeste tegevust käivitavates jõududes. Selle mõiste taaselustas majandusteadlane John Maynard Keynes, kes vaatleb majandust lähtuvalt inimese loomuldastest psühholoogilisest ebastabiilsusest. Nii arutud liialdused kui ka loomvaimu kõikumised määravad ikka veel suurt osa meie elust. Me peame endiselt kohale tooma kogu oma sotsiaalteaduste arsenalit, et püüda neid mõista.

## ***Selle raamatu läbilõige***

Siin on taasesitatud ka 2005. ja 2000. aasta väljaande eessõna, mis annavad aimu, kuidas on see raamat arenenud läbi majanduse tõusude ja languste. 2005. aasta eessõna ilmus vahetult enne omandiühiskonna mulli haripunkti. 2000. aasta eessõna ilmus raamatu esmatrükis, kui turg oli just jõudmas millenniumimulli tippu.

Raamatu põhiosa algab kolme sissejuhatava peatükiga, mis paigutavad ajaloolise konteksti kolme tähtsama investeerimisturu – aktsiaturu, võlakirjaturu ja kinnisvaraturu – tõusud ja mõõnad. 2. peatükk on kolmandas väljaandes täiesti uus ja lisatud vastuseks laialdasele murele võlakirjaturu võimaliku mulli pärast. Need kolm peatükki võimaldavad meil mõista, kui tähelepanuväärsed on olnud selle turu kõikumised, ja hoomata turutrendide üldisi perspektiive.

Raamatu esimeses osas on käsitletud struktuurseid tegureid, mis viivad turumullide tekkeni. See osa algab 4. peatükis aruteluga turukõikumise esile kutsuvatest teguritest: turuvälistest sündmustest näiteks poliitika, tehnoloogia ja demograafia

vallas. Selles peatükis on loetletud tegureid, mis lõppkokkuvõttes on suuresti tänu oma mõjule investorite psühholoogiale põhjustanud kolm viimast börsibuumi: millenniumibuumi 1982–2000, omandiühiskonna buumi 2003–2007 ja uue normaalsuse buumi 2009. aastast praeguseni. Ka tänapäeval on tähtis varasemate boomide käivitavad tegurid läbi võtta, et oskaksime hinnata erinevaid asjaolusid, mis võivad tulevikus buume tekitada.

Teine osa vaatlleb kultuurilisi tegureid, mis veelgi kindlustavad spekulatiivse mulli struktuuri. 6. peatükis käsitletud uudistemeedial on määrav osatähtsus, sest see võimendab lugusid, mis leiavad investorkonnas kõlapinda, pahatihti olenevate nende paikapidavusest. 7. peatükk analüüsib „uue ajastu” teooriaid, millel on kalduvus aeg-ajalt iseeneslikult tekkida. Selles väljaandes on vaadeldud nende teooriate levikut nii aktsiabörsil kui ka kinnisvaraturul. Nende teooriate populaarsus nähtub tulenevat otse turgudel toimuvast tegevusest, mitte nende lugude tõelise väärtuse erapooletust analüüsist. 8. peatükk heidab pilgu maailma suurematele börsibuumidele viimase poolsajandi jooksul ja kirjeldab, mis laadi uue ajastu teooriad nendega seoses sageli tärkasid.

Kolmas osa käsitleb turukäitumist tingivaid psühholoogilisi tegureid. 9. peatükk väidab, et kuna turgude tõelist väärtust on majandus- ja finantsteoorias nõnda kehvalt määratletud ja seda on nii raske arvutada, toetub avalikkus mõnele peaaesjalikult psühholoogilisele turuväärtuse hindamise ankrule. 10. peatükk kirjeldab mõningaid tähtsaid sotsiaalpsühholoogilisi ja sotsioloogilisi uuringuid, mis aitavad meil mõista, miks nii paljud erinevad inimesed ühekorraga oma arvamust muudavad.

Neljas osa uurib akadeemikute ja populaarteadlaste katseid turumulle ratsionaliseerida. 11. peatükk vaatlleb efektiivse turu teooriat. 12. peatükk käsitleb mullide ajal sageli edendatavat teooriat, et avalikkus on just teada saanud mõne tähtsa fakti – olgugi et see „fakt” on kas küsitav või juba mõnda aega laialdaselt teada olnud.

Viienda osa 13. peatükk kaalub spekulatiivsete mullide järelmeid üksikinvestoritele, institutsioonidele ja riikidele. Praegusel juhul, kus niihästi aktsiabörs kui ka kinnisvaraturg on haavatavad, pakutakse mitut retsepti pakulisteks muudatusteks poliitikas, samuti soovitus üsikinvestoritele, kuidas vähendada oma riski seista silmitsi „lõhkenud” mulli tagajärgedega.

Selle raamatu lisas on avaldatud ka redigeeritud versioon minu Nobeli auhinna loengust, mille pidasin Stockholmis 2013. aasta detsembris. See loeng seab mitu raamatus esitatud väidet laiemasse konteksti, viidates ka akadeemilistele aruteludele mõne siin esitatud põhijärelduse kohta.

Olen loonud veebilehe [irrationalexuberance.com](http://irrationalexuberance.com), mis pakub uut teavet selle raamatu teemadel ning värskendab regulaarselt mõningaid selles raamatus esitatud andmeid ja graafikuid.