



**ТОМАС ОБЕРЛЕХНЕР**



**ПСИХОЛОГИЯ РЫНКА**

**FOREX**

Томас Оберлехнер

**Психология рынка Forex**

«И-трейд»

## **Оберлехнер Т.**

Психология рынка Forex / Т. Оберлехнер — «И-трейд»,

Данная книга представляет собой захватывающее осмысление решений, определяющих валютные курсы. Она проливает свет на психологию, стоящую за впечатляющими рыночными событиями, а также на процессы, происходящие в подсознании при принятии ежедневных торговых решений. В своем увлекательном анализе исследований различных ведущих мировых участников рынков, Томас Оберлехнер использует полученную из первых рук экспертную оценку профессионалов, чьи решения формируют рынок. Расширяя область бихевиоризма в финансовой сфере, книга включает в себя новые взгляды на рынок с различных психологических ракурсов – начиная от социальной динамики рынка, роли аффекта и интуиции в принятии торговых решений, когнитивных предубеждений трейдеров, феномена психологического принятия риска, субъективных отношений в рыночных ожиданиях, отношений взаимозависимости между торговыми учреждениями и средствами распространения финансовой информации, динамики рыночных слухов и личностных характеристик успешных трейдеров, до роли метафор в решениях участников и природы рынка. Предназначена для широкого круга читателей, интересующихся вопросами инвестиций, трейдинга и функционированием современных финансовых рынков.

© Оберлехнер Т.

© И-трейд

# Содержание

Вступительное слово	5
Предисловие	7
Введение	8
Биография	9
Глава за главой	10
1	12
Традиционные и бихевиористские финансы: сдвиг парадигмы в подходе к финансовым рынкам	14
Экономическая защита понимания рынка как эффективного	18
Взгляды трейдеров на рациональность на валютном рынке	21
К рыночной психологии	25
Краткие ссылки	27
2	30
Торговые решения: точка зрения трейдеров	30
Экскурс: понимание процесса принятия решения на финансовых рынках	35
От объективных цен к психологическим теориям принятия решений	35
Нормативно-экономический и дескриптивно-психологический подходы	37
Динамика общественной стадности	41
Стадность и психологическое подчинение	41
Динамика стадности на валютном рынке	42
Аффекты	47
Тенденция «статус-кво»	50
Чрезмерная уверенность	53
Торговая интуиция: строим мост между аффектами и познавательными способностями	57
Конец ознакомительного фрагмента.	58

# Томас Оберлехнер

## Психология рынка Forex

### Вступительное слово

В последнее время было издано множество книг, посвященных работе на финансовых рынках, в том числе, и на валютном. Среди них достаточно учебников и пособий, излагающих различные виды анализа графиков и элементарные правила торговли. Вместе с тем, практически не было современной литературы, содержащей описание психологических процессов, неизменно, на протяжении десятилетий, влияющих на рынок.

Математическое описание и практическое использование некоторых характеристик фрактальных процессов, отражающих психологическую основу рынка, изложил в своей книге “Фрактальный анализ финансовых рынков” Эдгар Петерс<sup>1</sup>. Но книга Э. Петерса больше подходит на роль математического исследования последствий психологических составляющих, присутствующих на рынке, чем на аналитический разбор самой природы тех или иных крайних проявлений эмоций биржевой толпы.

Данная книга прекрасно дополняет труд Э.Петерса и служит прекрасным описанием психологической основы рынка. Особенная ценность книги в том, что большинство примеров в ней выбраны из богатой истории рынка FOREX, столь популярного среди отечественных трейдеров в последнее время.

Дилинговый центр “Альпари”, который представляет вниманию читателя эту полезную книгу, существует с 1998 г. За это время через нас прошло несколько поколений трейдеров. Среди них есть те, кто сегодня входит в элиту финансового бизнеса в России, есть просто – успешные трейдеры, есть новички, подающие надежды и уже прибыльно работающие на собственном счете.

По нашим наблюдениям именно приверженность к освоению новых технологий и приемам управления своими средствами, основанными на общемировых законах работы финансовых рынков, в том числе и на законах психологии, помогло этим людям дойти до тех вершин, которые они теперь занимают.

Желая максимально расширить круг таких специалистов среди отечественных трейдеров, ДЦ “Альпари” приступил к выпуску книг, посвященных серьезным, основанным на строгой научной базе и выверенных многолетним опытом, исследованиям в области математики, экономики и психологии. Очевидно, что на пересечении путей развития этих научных дисциплин находятся ответы на многие вопросы, возникающие, рано или поздно, у всех трейдеров мира.

Мы надеемся, что серия книг, спонсорами которых мы являемся, в том числе и эта книга, поможет отечественным специалистам лучше оценивать в условиях быстроменяющегося рынка и при высоком накале страстей и собственное поведение, и реакцию торгующей публики.

Как показало время стратегия, выбранная в свое время ДЦ “Альпари”, на подготовку серьезных трейдеров, вполне оправдала себя. Мы создали целую сеть филиалов и представительств в России и по всему миру, но во всех регионах, где мы представлены, мы старались сохранить единый подход к клиенту: “Трейдеру нужно максимально помогать, создавая самые благоприятные условия для его успешной работы! Только успешные трейдеры могут обеспечить процветание дилингового центра!”

---

<sup>1</sup> Фрактальный анализ финансовых рынков, Интернет-Трейдинг, М:2004 г.

И этот подход оправдал себя. Наши филиалы в городах Санкт-Петербург, Казань, Новосибирск, Ростов-на-Дону и в Киеве развиваются так успешно именно из-за того, что придерживаются единой политики по созданию лучших условий для своих клиентов.

Хотелось бы верить, что эта книга, составит основу профессиональной библиотеки каждого трейдера и позволит Вам использовать в своей работе новейшие достижения в области валютного дилинга. Желаем успехов в освоении нового материала и в создании собственных, прибыльных стратегий торговли!

Борис Шилов,  
Исполнительный директор ДЦ "Альпари"

## Предисловие

Если вы интересуетесь тем, как психология влияет на валютный рынок, то эта книга предназначена вам. Она проливает свет на впечатляющие события на рынке, а также на психологические процессы, происходящие в подсознании при принятии ежедневных торговых решений. Из психологической теории, обзорных исследований ведущих участников валютных рынков, и, в конце концов, интервью, взятых с глазу на глаз у экспертов в области заключения сделок, были выбраны новые идеи.

Первое знакомство с многообразием обсуждаемых вопросов дают следующие утверждения ведущих экспертов в области валютных рынков:

1. Личностные характеристики, необходимые для успешной биржевой торговли. Торговый менеджер одного из ведущих банков утверждает: «Полагаю, что можно стать хорошим трейдером, обладая определенным опытом в биржевой торговле, но не отличным. У лучших трейдеров есть что-то врожденное, чего нет в других людях».

2. Асимметрия в принятии рисков после выигрышей и после проигрышей может привести к тому, что трейдеры принимают на себя избыточный риск, чтобы компенсировать себе предшествовавшие проигрыши. Как объясняет один трейдер случай с Ником Лисоном (Nick Leeson), чьи потери в биржевой торговле свалили целый банк: «Он испытывал эмоциональную привязанность к своей позиции; он просто не мог поверить, что окажется не прав».

3. Мета-ожидания (например, ожидания участников рынка относительно ожиданий других участников рынка). «Вот что я называю рыночной психологией: понимание того, о чем думают люди, почему они так думают, и на какой стадии игры они находятся».

4. Торговая интуиция. Объясняя недавно принятое торговое решение, один опытный трейдер говорит: «Меня спрашивали: «Почему ты так поступил?», я ответил: «Не знаю». И это правда, я не знаю. Например, я вошел на биржу в прошлый понедельник, и я просто ходил вокруг да около. А затем меня просто осенило и я сказал: «фунт стерлингов сегодня сильно опустится!» Тут нет экономики, нет графиков, нет ничего, кроме: «Ну, я так думаю». И я продал довольно много фунтов, и фунт рухнул, а я заработал целую кучу денег. И я не мог объяснить, почему я это сделал».

5. Рыночные слухи. «Слухи на рынке присутствуют постоянно и движут рынками!»

6. Рыночные метафоры переводят абстракции рынка в психологическую реальность. Говоря словами одного трейдера: «Полагаю, это поле брани – это похоже на ежедневный бокс. Я участвую в соревновании и сражаюсь с рынками. Они сильны всегда, и они меня проверяют. Мне нужно постоянно находиться в состоянии боеготовности». Как объясняет другой трейдер, у этих метафор есть важные последствия для принятия торговых решений: «Если тебе не нравится, например, определенная противоположная сторона, то в конечном итоге окажется, что ты пытаешься с ней бороться, иногда приобретая глупые позиции, которые ты в нормальных условиях не приобрел бы. А это обычно приводит к большим убыткам!»

Много веков назад мореплаватели, предпринимавшие исторические путешествия, в результате которых были открыты новые земли, боролись с образами демонов на границах своих карт, указывающими на опасность неизвестного. Точно так же и сегодня, новая область рыночной психологии – это еще один обширный океан, чьи богатства только лишь начали открываться перед нами. Книга обещает взять читателя с собой в это веселое путешествие, объясняющее психологическую динамику, формирующую сегодняшний валютный рынок.

Томас Оберлехнер,  
Кембридж, Массачусетс и Вена.

## Введение

*Я полагаю, что психология – это самый большой двигатель валютных курсов, в большей степени, чем что-либо еще на рынке.*  
**Треjder валютного рынка**

«Рынок состоит из людей. И это неизбежно играет свою роль», – подводит итог годам торговли на валютном рынке один трейдер. Основываясь на собственном опыте, а также на опыте сотен других трейдеров, данная книга исследует роль психологии на рынке, где торгуют валютой и оценивают ее. Она показывает, как «дух» валютного рынка является движущей силой на всех уровнях: от отдельного трейдера до коллективных рыночных процессов, до непосредственно обменных курсов.

Валютный рынок является самым крупным финансовым рынком в мире, в десять раз превышающим по размеру других рыночных гигантов, таких как NYSE. Влияние этого рынка всеохватно: где бы вы ни жили, обменные курсы влияют на цены покупаемых вами товаров, таких как рис из Тайланда, программное обеспечение из США, машины из Японии или пиво из Германии. Каждый день курсы, по которым покупается и продается валюта, определяют успех национальной экономической политики и, в конечном итоге, такие фундаментальные аспекты благосостояния, как уровень безработицы.

Подобно центру паутины, валютный рынок связан со всеми другими финансовыми рынками в мире. Говоря словами одного трейдера: «На валютном рынке есть аспекты всех остальных рынков, которые оказывают влияние на поведение». У рынка почти столько же интерпретаций, сколько толкователей. Функционально, валютный рынок – это рынок, где капитал перетекает из страны в страну, и где экспортеры получают свои деньги. Нормативно, рынок часто славился как эффективный, спокойно функционирующий источник необходимой ликвидности и, так же часто, критиковали как площадку для развлечения безответственных спекулянтов. Для многих валютный рынок – это загадка, а курсы обмена валют, которые с него поступают, вечно бывают непостижимыми. Изменения валютных курсов кажутся случайными или, в лучшем случае, управляемыми сложными математическими принципами, которые могут понять только немногие избранные.

Данная книга проясняет эти процессы на валютном рынке, фокусируясь на реальных, принимающих решения людях, которые его составляют. Используя экспертную оценку, полученную из первых рук, из рук тех самых профессионалов, чьи решения формируют рынок, книга показывает, что каждая валютная сделка, на которой, в конечном счете, основываются валютные курсы, проводится думающим, чувствующим человеком, а не беспристрастным компьютером, и не вслепую брошенными костями. Люди, которые принимают решения и взаимодействуют на рынке, делают все это так, как это делают люди, преследующие человеческие цели и пытающиеся удовлетворить человеческие потребности. Таким образом, поскольку рынок состоит из сети людей, мы можем понять рынок только изучая психологию, задействованную в принятии решений о покупке и продаже. Говоря словами одного трейдера: «Если ты понимаешь, что делают все остальные, и почему они это делают, то это значительно облегчает задачу понимания того, что произойдет. А для меня это психология!»



## Биография

Большая часть представленных здесь изысканий основана на двух полных исследованиях, проведенных с участниками рынка в Европе и северной Америке. Подробности об этих исследованиях и их участниках приведены в приложении.

Сотни активно действующих трейдеров заполняли опросные листы, десятки участвовали в личных интервью. Помимо опрашиваемых трейдеров в ведущих валютных организациях мира, я также опрашивал финансовых журналистов, работающих в международно-признанных средствах массовой информации. Взгляды этих участников рынка, как трейдеров, так и журналистов, часто довольно сильно отличались от научных теорий валютного рынка. Хотя, возможно, это удивит некоторых ученых-экономистов, это не удивит тех, кто активно участвует в работе рынка. Как между делом заметил один трейдер: «Я обнаружил, что очень многое из того, чему учат на лекциях экономики, не очень полезно».

В опросе 1996 года европейских участников рынка (называемом в этой книге «Европейским опросом»)<sup>2</sup>, мне посчастливилось поработать с Сэмюэлом Хокином (Samuel Hocking), теперь работающим в «Bank of America». Биография Сэма в журналистике и средствах массовой информации привела меня к желанию исследовать роль финансовых новостей на валютном рынке, включая динамику информации между участниками торгового процесса и средствами массовой информации. Более 300 трейдеров валютного рынка и 70 финансовых журналистов приняли участие в исследовании. В опросе 2002 года в Северной Америке (называемым в этой книге «Североамериканским опросом»)<sup>3</sup>, я опросил более 400 профессионалов валютного рынка.

Эти два опроса дополнили 70 специалистов по валютному рынку из торговых организаций и финансовых средств массовой информации, поделившись своим видением рынка в обстоятельных исследовательских интервью. Все интервью были записаны и аккуратно расшифрованы впоследствии. Записи интервью составили почти 1000 страниц текста.

Таким образом, широкий набор эмпирических данных, как количественных, так и качественных, формирует основу для осмысления, представленного в этой книге. Это осмысление отражает полученные из первых рук знания и реальный жизненный опыт участников рынка. Каждая глава этой книги – это признание их рыночного опыта.

---

<sup>2</sup> Оберлехнер Т. (Oberlechner, T.) и Хокинг, С. (Hocking, S.) (1997)

<sup>3</sup> Oberlechner, T. (Оберлехнер, Т.) (2003)

## Глава за главой

Главы этой книги исследуют психологию валютного рынка с целого ряда ракурсов. Некоторые ракурсы являются теоретическими, другие практическими. Некоторые ракурсы фокусируются на отдельных людях, принимающих решения, другие – на том, как эти люди взаимодействуют, формируя общерыночные процессы, третьи фокусируются на взаимоотношениях игроков, которые традиционно определялись как «участники рынка», с их более широким окружением, таким как финансовые средства массовой информации. Многообразие обсуждаемых тем, историй и результатов исследований рисует портрет валютного рынка как глубоко психологического явления.

Глава 1 «От рациональных людей, принимающих решения, к психологии валютного рынка» сравнивает психологический и традиционный экономический подход к пониманию финансовых рынков. Традиционный экономический подход постулирует, что все решения агентов являются рациональными, что рыночные цены эффективно отражают всю значимую информацию, и что рыночные цены всегда совпадают с «экономическими основаниями». Психологический подход подчеркивает обычные отклонения от абсолютной рациональности, которые могут допускать информационную неэффективность и уводить рыночные цены от фундаментальной стоимости. Глава также подчеркивает то, как молодая дисциплина бихевиористских финансов осуществила большие шаги по интеграции открытий когнитивной психологии. Однако широкое понимание валютного рынка должно включать в себя осмысление различных психологических аспектов, включая социальную психологию и психологию личности.

Принятие решений есть центр психологического понимания валютного рынка. Глава 2 «Психология торговых решений» обсуждает социальную динамику стадности, искусно понижающую рынок, которая становится особенно заметной во время финансовых крахов. Поскольку для трейдеров чувства являются самым важным аспектом принятия решений, глава также объясняет явления аффекта, такие как чрезмерная уверенность трейдера и интуиция, граничащая с так называемой когнитивной эвристикой (например, психологические методы приблизительного подсчета, которыми пользуются трейдеры, чтобы ускорить принятие торговых решений).

Глава 3 «Принятие рисков в торговых решениях» объясняет психологическую динамику, приводящую к асимметричному восприятию рынков, и показывает, что так называемые эффекты обрамления могут значительно влиять на принятие рисков участниками рынка. В этой главе также обсуждаются стратегии участников с целью сократить предвзятое принятие рисков в их торговых решениях.

Глава 4 «Ожидания на валютном рынке» отождествляет ожидания с ключевым психологическим звеном между участниками рынка и валютными курсами. Глава показывает, как прогнозы, основанные на техническом анализе, по контрасту с чисто фундаментальным анализом, основанным на экономических теориях, включают в себя зачатки рыночной психологии. Глава, однако, показывает, что для полного понимания ожиданий нужно также принимать во внимание субъективные отношения, социальную динамику, мета-ожидания.

Глава 5 «Новости и слухи» показывает, что участники валютного рынка живут не в каком-то отдельном изолированном мире. Эта глава исследует различные источники поступающей к участникам рынка информации и то, насколько эти источники важны для участников. Здесь обсуждается роль финансовых новостей, а также текущие тенденции в их передаче. Динамика рыночных слухов частично объясняется через взаимозависимость трейдеров и каналов новостей.

Глава 6 «Личностная психология трейдеров» исследует важность отдельных личностных характеристик для торговой деятельности, показывая, что определенные черты характера спо-

способствует получению прибыли. А также в этой главе показаны другие показатели, которыми измеряется успех в заключении сделок.

Глава 7 «Бороздим просторы рынка на метафорах» разрабатывает новейшее понимание валютного рынка, основанное на опыте его участников. Это понимание ставит под вопрос статическую концепцию рынка как механизма, скрытого в экономических теориях. Вместо этого глава показывает, что участники обычно понимают рынок на основе динамических и взаимозависимых метафор, таких как «рыночная война» или «рынок как живое существо». Эти метафоры обладают важным подтекстом для поведения участников и динамики рынка.

Глава 8 «Валютный рынок – психологическая структура» обобщает предшествовавшие главы, чтобы пролить новый свет на природу валютного рынка. Уйдя от наблюдения, что человеческие убеждения отчасти функционируют для того, чтобы сохранить неопределенность, глава показывает, что теории валютного рынка – это скорее иллюзии, нежели объективные факты. Эти теории обращены не к постоянной структуре, а, скорее, к социальной и человеческой структуре, которая постоянно меняется. Участникам рынка нужно приспосабливаться к меняющимся условиям рынка. Используя знание рыночной психологии, описанное здесь, участники рынка могут даже сформировать развитие рынка в свою пользу.

Для читателей, мало знакомых с финансовыми рынками и техническими аспектами биржевой торговли, Глава 9 «Основы» представляет основных игроков на валютном рынке и объясняет, как они заключают валютные сделки.

Приложение дает подробную информацию об участниках двух обширных исследований, проведенных мной на европейском и североамериканском валютном рынках, на которых основаны многие находки, представленные в этой книге.

Отправляясь в путешествие по этой книге, читатели найдут некоторые теоретические и практические краеугольные камни, на которых строится психология валютного рынка. Попутно книга ставит перед собой цель быть удобоваримой и захватывающей в равной степени для специалистов и неспециалистов. Для профессионалов валютного рынка и частных инвесторов, эта книга рассказывает об опыте реальных участников рынка, полученном из первых рук. Для людей, изучающих экономику и психологию, которые интересуются психологическими аспектами финансовых рынков, книга содержит в себе значительные новые уточненные данные.

Важно сделать два предостережения. Во-первых, в этой книге не содержится советов по инвестированию. Хотя представленные здесь изыскания, безусловно, будут полезны трейдерам, так как я занимался разбором связей между рыночным пониманием и стратегиями заключения сделок. Во-вторых, эта книга – не энциклопедия. Принимая во внимание огромное влияние психологии на поведение индивидов, список возможных тем для этой книги очень широк. Неизбежно, что некоторые психологические, экономические и финансовые концепции не нашли отражения здесь или затрагиваются лишь кратко. Для получения дальнейшей информации хорошим путеводителем могут послужить ссылки к значимым исходным исследованиям, как в психологии, так и в экономике.

# 1

## От рациональных людей, принимающих решения, к психологии валютного рынка

*Что такое валютный рынок? Является ли он частью человеческой рациональности? Не знаю. Спросите Рене Декарта или еще кого-нибудь, но не меня!*

*Треjder валютного рынка*

Снаружи финансовые рынки кажутся «сухими, техническими и экономическими по природе – все состоит из относительных снижений, объемов, требований о внесении дополнительного обеспечения и бумажных убытков. Однако их внутренний механизм психологичен. Все рынки, финансовые или какие-либо еще, это механизм, где товар, деньги, реальные финансовые средства переходят из рук в руки. Необходимо помнить, что это именно человеческие руки, которые связаны с думающими, «чувствующими руками и телами», согласно мнению экономиста Шломо Маитала (Shlomo Maital)<sup>1</sup>. Или, как сформулировал Джеймс Грант (James Grant) из «*Grant's Interest Rate Observer*», рынки «обычно так же объективны, как люди, наблюдающие за девятой подачей седьмой игры чемпионата США по бейсболу, когда команды идут ноздря в ноздю»<sup>4</sup>.

Контраст между основанной на результатах внешней и внутренней динамике принятия решений на таких финансовых рынках, как валютный, отражается в значительных различиях между традиционными экономическими и психологическими взглядами. «Очень мало человеческих существ населяет мир экономических моделей», – заметил экономист Ричард Талер (Richard Thaler)<sup>2</sup>. Фокусируясь на совокупных динамиках ценообразования, традиционные экономические модели рынка предполагали, что индивиды «полностью рациональны» и принимают оптимальные решения. Психология, напротив, наблюдала за тем, как им *не удается* быть рациональными с экономической точки зрения, когда они принимают решения на рынке.<sup>3-6</sup>

В этой книге я показываю, что представления о том, что участники рынка рациональны, а валютный рынок эффективен, должны быть дополнены более сложным пониманием *психологических и социальных* рыночных процессов. Традиционные экономические модели финансовых рынков подарили нам бесконечно ценные представления относительно оптимального размещения портфеля и того, как функционируют рынки в идеальном мире. Хотя эти модели всегда будут служить важными контрольными точками, относительно которых можно оценивать конкурирующие концепции, они в корне и опасно неполны, поскольку существует много важных аспектов поведения финансового рынка в реальной жизни, которые они не могут объяснить. Отклонения от эффективности рынка, такие как, например, когда вся корпорация «3 Com» оценивалась на фондовом рынке дешевле, чем одно из ее подразделений в 2000 году<sup>7</sup>, это не просто экзотические исключения. Напротив, эти «исключения» отражают отклонения от совершенной рациональности, которые настолько распространены, что, по сути, неотъемлемо свойственны финансовым рынкам. Действительно, возможно, что психология и, говоря финансовыми терминами, «несовершенная рациональность», влияют на динамику валютного рынка больше, чем совершенная рациональность и эффективность.

---

<sup>4</sup> В личном общении.

Акцент на психологии в понимании финансовых рынков отражает реальный опыт и наблюдения тех, кто участвует в финансовых операциях. Говоря словами одного трейдера: «Психология действительно играет громадную роль в принятии людьми решений и влияет на поведение [рынка]». Как иллюстрируют главы этой книги, сами участники рынка с готовностью признают свою неспособность достичь полной рациональности в экономическом смысле слова. Соответственно, они часто отмечают, что их способности обрабатывать информацию ограничены и что в посекундной динамике рынка им не хватает времени для полного анализа значимой информации. Такое понимание вызвало появление экономических моделей «ограниченной» рациональности, разработанных несколько десятков лет назад лауреатом Нобелевской премии в области экономики Гербертом Саймоном (Herbert Simon)<sup>8</sup>. В последние годы экономисты основывались на этом фундаменте, включая в свои модели психологические открытия и, таким образом, возводя мост между финансами и психологией, который обещает дать нам более точное и более дифференцированное понимание актеров-людей на финансовых рынках. Сооружая этот мост и стимулируя новое понимание рынков, эта книга показывает, что вместо рациональной и эффективной, природа валютного рынка является *психологической*.

## Традиционные и бихевиористские финансы: сдвиг парадигмы в подходе к финансовым рынкам

К современным финансовым рынкам, таким как валютный рынок, можно подходить с разных полезных точек. Для примера, такие науки как история, социология, политология, психология и экономика обеспечивают нас интересными взглядами для изучения сложных процессов и внутреннего устройства финансовых рынков. В то время как эти дисциплины часто дополняют друг друга, они, конечно, не всегда согласуются между собой. Действительно более пристальное изучение того, что экономисты думали о финансовых рынках и участниках рынка, открывает то, что даже внутри одной и той же дисциплины подходы могут быть противоречивыми и даже полностью конфликтующими друг с другом. Таким образом, одним их ключевых вопросов, поставленных сегодня экономистами, является степень, в которой психология может помочь в понимании и объяснении работы финансовых рынков, и в построении более точных рыночных моделей.

Традиционные экономические модели предполагают, что все участники рынка *абсолютно рациональны*. Это означает, что участники обрабатывают информацию, используя самые известные статистические методы, что они полностью понимают структуру рынка, и что их решения оптимально пригодны для достижения их личных целей. В контексте формирования портфеля, например, предположение совершенной рациональности помогло определить, как следует распределять портфель, когда инвесторы в первую очередь заботятся об ожидаемом доходе и волатильности.<sup>9</sup> Некоторые читатели будут знакомы с сильными концепциями «оптимизации среднего отклонения» и «эффективных границ», обе из которых пришли из этой литературы.<sup>5</sup> Рациональность особенно важна в контексте того, как участники рынка формируют ожидания, где подразумевается, что их прогнозы не должны постоянно быть предвзятыми в каком-либо направлении, что прогнозисты должны учиться на своих ошибках, и что прогнозы не должны подвергаться усовершенствованиям, с учетом имеющейся в наличии информации.

Предполагая, что все инвесторы рациональны, финансовые теоретики смогли охарактеризовать то, как рынки должны оценивать отдельные активы. Они обнаружили, что должен оцениваться только тот ценовой риск, который соотносится с рынком в целом, в то время как соотнесенный с активом ценовой риск оцениваться не должен: рациональные инвесторы могут аннулировать связанный с активом ценовой риск путем диверсификации, но у них остается ценовой риск, связанный с рынком в целом, независимо от того, чем они занимаются. Эту концепцию иллюстрирует аналогия с океанским лайнером. Риск, что корабль дойдет до места назначения, зависит не только от океанских условий, (то есть рыночного риска), но также, среди всех прочих факторов, от трезвости команды (то есть связанного с активом риска). В то время как грузоотправители могут контролировать риск, связанный с командами, риск, связанный с океаном, остается. Понимание этого, в свою очередь, породило целую отрасль, посвященную рыночному риску и таким связанным с ним концепциям, как «альфа», излишек ожидаемого дохода по сравнению с его теоретически предусмотренной величиной.

Другой результат универсальной рациональности заключается в том, что рыночные цены должны быть «информационно эффективными». Это означает, что цены всегда должны находиться на своих фундаментально верных значениях, что, в свою очередь, подразумевает, что общественные новости в большинстве случаев приводят к быстрым разовым изменениям цен:

---

<sup>5</sup> Оптимизация среднего отклонения определяет, как инвесторы должны комбинировать различные финансовые активы для получения наиболее высокого дохода при заданном уровне риска (измеряемом волатильностью). Группа всех оптимальных портфелей называется эффективной границей.

рациональные агенты немедленно приведут цены в соответствие с величинами, согласующимися с доступной информацией. Экономисты часто резюмируют эффективный рынок как рынок, на котором рыночные цены постоянно должным образом отражают всю имеющуюся в наличии информацию.<sup>10</sup> Поскольку вся значимая информация уже включена в текущие цены, совершенно эффективный рынок не дает возможности получения избыточной (связанной с риском) прибыли.

В течение десятков лет общие представления о рациональности и рыночной эффективности внесли в экономический анализ финансовых рынков последовательность, которой никогда не могли похвастаться психологические подходы. По контрасту с концепцией универсальной рациональности, психологические теории обращены к человеческой мотивации, познанию и поведению. Например, представление Зигмунда Фрейда (Sigmund Freud) о личности, конечно, совершенно отличается от чрезвычайно рационального лица, принимающего решения, изображаемого в учебниках по экономике. Фрейд (Freud) описывает основную часть личности как «котел, наполненный кипящим возбуждением»<sup>12</sup>. И действительно, для психоанализа центральными являются понятия бессознательного и первичного принципа удовольствия, который является иррациональным по отношению к принципу реальности, основанной на рассудочности. Абсолютно противореча этому, бихевиоризм Скиннера (B.F. Skinner) представляет себе человеческий мозг как непроницаемый черный ящик. Вместо этого, бихевиоризм фокусируется, в первую очередь, на поведении, которое он понимает как управляемое прошлым и последствиями внешнего мира или как полученное путем наблюдения за другими<sup>13</sup>. Когнитивно-бихевиористский подход, недавний потомок бихевиоризма, фокусируется на мышлении и обработке информации в той части, где люди чувствуют и том, что они делают<sup>14-16</sup>. Третье неравноправное ответвление психологии, гуманистическая теория Карла Роджерса (Carl Rogers) и Абрахама Маслоу (Abraham Maslow), концентрируется на субъективном опыте людей, свободной воле и человеческом самоопределении<sup>17-19</sup>.

Некоторые экономисты возражают, что все эти теории, возможно, ценны в личностной терапии, но не имеют достаточной значимости для финансовых рынков. Как подчеркивают экономисты, участники финансовых рынков мотивируются высоким заработком, что заставляет их рационально обрабатывать информацию. Поскольку уход от рациональности затрудняет для них максимизацию прибылей (или, если обобщить, максимизацию благосостояния), индивиды либо становятся рациональными, либо разоряются и уходят с рынка<sup>20</sup>.

Однако традиционное экономическое представление терпит крах. Сейчас спор разгорается по поводу того, могут ли несовершенная рациональность и документирующие ее психологические исследования быть критичными для финансовых рынков. Две центральные проблемы спора касаются самой природы финансовых рынков: (1) Являются ли участники рынка рациональными? (2) Являются ли финансовые рынки эффективными?

*Являются ли участники рынка рациональными?* В последние годы экономисты начали заглядывать за пределы оптимального человеческого поведения, чтобы сфокусироваться на реальном человеческом поведении на финансовых рынках. Теперь они часто обращаются к психологии и иногда даже проводят свои собственные оригинальные исследования. Последовательным выводом этого нового взгляда на вещи является то, что полная рациональность не является точным описанием процесса принятия людьми решений. Даже в такой профессиональной среде, как финансовые рынки, где цели участников считаются четко определенными, а результаты принятия ими решений легко измеримыми, существуют систематические отклонения от того, что экономисты называют рациональным. Например, люди, принимающие финансовые решения, обычно подвержены влиянию внутренних команд, несогласующихся с полной рациональностью. Помимо этого, на них оказывает влияние такая «незначительная» информация, как способ преподнесения данных, по сравнению с информационным содержанием пре-

зентации<sup>6</sup>. Прогнозы участников рынка нарушают три критичных параметра экономической рациональности: они предвзяты, они не включают в себя уроков, вынесенных из ошибок прошлого и их можно усовершенствовать с помощью имеющейся в наличии информации<sup>21-24</sup>.

*Являются ли финансовые рынки эффективными?* Свидетельства, говорящие против гипотезы об эффективности рынков тоже стремительно накапливались в последнее время. Простые правила заключения сделок, состоявшие в том, когда покупать и продавать валюту, в течение долгих лет были довольно прибыльными на валютных рынках, и, возможно, продолжают оставаться таковыми<sup>25-26</sup>, но эффективный рынок не позволил бы таким правилам существовать. Поскольку если бы рынок был *по-настоящему* эффективным, тогда отдельные участники рынка не могли бы систематически обводить рынок вокруг пальца и возможностей для существования правил и стратегий заключения сделок, которые систематически срабатывают лучше других стратегий, не было бы, поскольку по определению не было бы никакой информации, которая не была бы уже включена в биржевые курсы<sup>27,28</sup>. Не менее красноречивым является тот факт, что «рыночный риск», кажется, не имеет значения для фондовых цен, в то время как другие факторы, очевидно не связанные с риском – такие как отношение рыночной стоимости акций компании к его бухгалтерской (или «балансовой») стоимости – кажется, такое значение имеют<sup>29-33</sup>.

Также, так называемые импульсные или обратные влияния, которые наблюдались в рыночных курсах, противоречат предположению об эффективных рынках. Если бы рынки были эффективными, они вели бы себя согласно теории случайных блужданий, (то есть между настоящими, прошлыми и будущими рыночными курсами не было бы никакой связи)<sup>34</sup>. Однако эмпирические исследования доходностей по различным финансовым активам показали, что рыночные курсы автоматически положительно коррелируются в краткосрочном периоде (импульс) и негативно – в долгосрочном (инверсия). Например, фонды, которые в последнее время функционировали успешно, имеют тенденцию функционировать лучше в течение следующего месяца<sup>35</sup>, в то время как фонды, которые функционировали либо чрезвычайно хорошо, либо чрезвычайно плохо в течение длительных периодов продолжительностью в несколько лет, меняют эту модель на противоположную<sup>36</sup>. В конце концов, рыночные котировки продемонстрировали, что на них влияют незначительные новости; это также противоречит теории эффективности рынков. Например, доходности и объемы активов со сходными кодовыми сокращениями названия ценной бумаги значительно соотносятся между собой в связи с путаницей среди инвесторов<sup>37</sup>, а газетные репортажи со старой информацией, которая уже была доступна общественности, влияют на цены фондов<sup>38</sup>. В одном поразительном случае, рассмотрение информации о возможном прорыве в исследовании рака, опубликованной в воскресном выпуске «*New York Times*», привело к тому, что компания, владеющая лицензионными правами, стремительно и широкомасштабно выросла. Утром следующего понедельника акции «*EntreMed*» открылись на уровне в семь раз превысившем уровень закрытия в пятницу и сохранили значительную часть этих завоеваний в течение последовавших недель. Однако газетный репортаж не давал никакой сколько-нибудь значимой новой информации. «Новости» уже появлялись ранее в научном журнале и различных газетах (включая саму «*New York Times*») несколько месяцев назад<sup>39</sup>.

Такие «аномалии» рынка (с точки зрения традиционной экономики) можно обнаружить на финансовых рынках в реальной жизни, а также в экспериментальных рыночных условиях.

<sup>6</sup> Примеры подобных внутренних команд (также называемые «эвристикой») и «эффекты обрамления» (в которых способ представления или восприятия ситуации, а не ее объективное содержание, оказывают влияние на решения) обсуждаются в Главе 2, «Психология торговых решений».



Более того, свидетельства, говорящие против полной рациональности и гипотезы об эффективных рынках, побудили некоторых финансовых экономистов пересмотреть традиционный взгляд на финансы. Молодая дисциплина «бихевиористские финансы» проложила дорогу к новой парадигме финансовых рынков<sup>40</sup>. Почему, спрашивают исследователи бихевиористских финансов, люди, принимающие решения по заключению сделок в условиях двусмысленной сложности ежедневных рынков, должны всегда находить совершенно рациональные решения проблем, которые с трудом поддаются анализу даже профессионального экономиста?<sup>2</sup> «Даже в Олимпийских играх», – по уместному возражению профессора финансов Дэвида Хиршляйфера (David Hirshleifer), – «Никто не бежит со скоростью света; некоторые познавательные задачи просто слишком сложны для любого из нас»<sup>41</sup>. Таким образом, сторонники бихевиористских финансов утверждают, что с помощью психологии можно получить более реалистичное и полное видение решений инвесторов и динамики рынка.

В отличие от традиционной экономики, видение финансовых рынков, предлагаемое бихевиористскими финансами, основывается на несовершенстве рациональных трейдеров и инвесторах и объясняет поведение инвесторов и рыночные феномены *характерными свойствами принятия человеком решений*<sup>2,42-45</sup>. Таким образом, представители бихевиористских финансов начали строить рыночные модели, которые объясняют, как психологические аспекты процесса принятия решений трансформируются в отклонения от эффективности рынка, например, как эти процессы могут привести к наблюдаемому краткосрочному импульсу и долгосрочным инверсиям в доходности фондов и способности соотношения рыночной стоимости к бухгалтерской предсказывать доходность<sup>46-48</sup>.

Бихевиористские модели рынка основаны на таких аспектах, как предубеждение в репрезентативности (люди часто формируют вероятностные суждения, просто рассматривая события как типичные для какого-то класса, или игнорируя свои знания о вероятностях тарифных оплат); консерватизм (люди очень медленно корректируют свои ожидания и модели, когда появляются новые данные); предвзятые самоатрибуции (люди обычно воспринимают причины своих успехов как внутренние – то есть связанные с их собственными способностями – а причины своих провалов – как внешние – то есть связанные со средой); и чрезмерная уверенность (люди склонны переоценивать свои собственные знания и навыки), особенно чрезмерная уверенность относительно точности их личной информации.

## Экономическая защита понимания рынка как эффективного

«Эффективность рынка подвергается сомнению», – страстно провозглашает экономист Юджин Фама (Eugene Fama)<sup>49</sup> и, действительно, экономисты основного направления защищают парадигму эффективного рынка от бихевиористских финансов самыми разными способами. Зачастую они пытаются дать объяснение очевидным аномалиям, согласующееся с теорией. Например, они утверждают, что отношение рыночной стоимости компании к ее бухгалтерской стоимости имеет значение для ее цены на фондовом рынке, что это отношение должно быть как-то связано с риском, даже если не очевидно, как именно<sup>50</sup>. Согласуясь с самой гипотезой об эффективных рынках, эти объяснения иногда основываются на лежащем в основе предположении о полной рациональности.

Чтобы поддержать представление об эффективных рынках, экономисты также обращаются к прославленной защите экономиста Милтона Фридмана (Milton Friedman) «Как будто» (а именно к той части, где утверждается, что теории следует судить по ценности их *предсказаний*, а не по их предположениям)<sup>20</sup>. Эти экономисты утверждают, что финансовая теория, основанная на полной рациональности, в конечном итоге, была очень успешной в предсказании рыночных результатов, и что при первом приближении, рынки эффективны. Успешный игрок в бейсбол может послужить примером этому образу мысли. Не зная подлинных физических сил, определяющих движение бейсбольного мяча, и не подозревая об уравнениях, выражающих эти силы, прославленные хиттеры, начиная от Бейби Рута (Babe Ruth) и заканчивая Бэрри Бондсом (Barry Bonds), часто соприкасались с мячом.

Однако успех бейсболиста в этой метафоре – и в равной степени успех экономической теории – может быть оспорен. Можно, например, предложить, что Рут (Ruth) мог бы бить по мячу чаще, если бы он был знаком с физическими силами или важным уравнением. Сходным образом, бихевиористский экономист Ричард Талер (Richard Thaler) указывает на то, что финансовая теория не очень полезна для предсказания развития событий на рынке<sup>2</sup>. Более того, сама природа защиты «как будто» становится проблематичной, когда она сталкивается с требованиями к точности, предъявляемыми к науке философом Майклом Полани (Michael Polanyi). Точность покоится на реальной связи между теорией и реальностью<sup>51</sup>. «Научное знание», – утверждает Полани, – «состоит в распознавании структур [«данных»], которые являются аспектами *реальности*»<sup>52</sup>. Другими словами, нам крайне необходимо точное описание финансовых рынков (то есть близкое к реальности описание), если мы хотим полностью их понять<sup>53</sup>.

Точное описание финансовых рынков должно включать в себя тот факт, что некоторые агенты *не* являются абсолютно рациональными, как уже упоминалось ранее. Тем не менее, традиционные финансы доказывают, что рынки по-прежнему могут быть эффективными, при условии, что ошибки несовершенного рациональных агентов являются взаимно независимыми. Отдельные иррациональности тогда эффективно отменяют друг друга на уровне рынка в целом. Предположим, например, что курс обмена доллара к йене находится на своем фундаментально правильном уровне 110 йен/1 доллар США, но один трейдер ошибочно полагает, что правильный курс составляет 100 йен/1 доллар (возможно, потому, что этот трейдер – японец, и он крайне оптимистично смотрит на японскую экономику), а другой трейдер ошибочно думает, что правильный курс – 120 йен/1 доллар (возможно, потому что этот трейдер из США, и потому что это та цена, по которой трейдер купил йену некоторое время назад). Первый трейдер будет продавать доллары при курсе 110 йен/1 доллар, в то время как второй трейдер будет их поку-

пать. Таким образом, решения этих двух трейдеров будут отменять друг друга, оставляя курс йены стабильным – 110 йен/1 доллар. Следовательно, несмотря на присутствие отдельных несовершенных рациональных инвесторов, рынок в целом может эффективно отражать фундаментально правильную цену.

К несчастью для этого спора, существуют обширные эмпирические свидетельства того, что на решения людей *систематически*, а не случайно, оказывает влияние психология. Другими словами, психологические процессы в рамках вышеупомянутого сценария могут привести к неправильной оценке обменного курса доллара к йене; хотя фундаментальная стоимость составляет 110 йен/1 доллар, эти процессы заставляют их обоих хотеть торговать (например, при курсе 100 йен/1 доллар или 120 йен/1 доллар). Например, как мы увидим в Главе 2, «Психология торговых решений», так называемые эффекты обрамления, обнаруженные психологами Дэниэлом Канеманом (Daniel Kahneman) и Амосом Тверски (Amos Tversky), описывают методические отклонения от того, что предполагает экономическая рациональность<sup>43,54,55</sup>. Обрамление оказывает влияние на принятие решений тем, как описывается и субъективно воспринимается ситуация, которая требует принятия решения, в отличие от объективного информационного содержания ситуации. Было обнаружено, что эффекты обрамления обладают критическим влиянием на принятие рисков инвесторами. Поскольку этот и другие психологические факторы при принятии решений составляют систематический отход от традиционной экономической модели рациональности лиц, принимающих решения, накопление не заставляет их исчезнуть, но может даже их усилить<sup>56</sup>.

На уровне рынка, появляющаяся в результате этого неэффективность может даже усиливаться под влиянием самоусиливающихся моделей среди инвесторов, которые подражают друг другу. Например, люди склонны находить пророческие модели там, где их нет. Эта тенденция внесла свой вклад в целую отрасль, известную как «технический анализ», согласно которой люди верят, что ценовые модели предсказывают будущие колебания цен. Поскольку технический анализ сейчас широко распространяется на организованных курсах (например, курсах «Нью-Йоркского института финансов») и через учебники, любые ошибки, стимулированные этой дисциплиной, разделят между собой многие участники рынка. Финансовые исследователи Дженнифер Чу (Jennifer Chu) и Кэрол Ослер (Carol Osler), например, считают, что несмотря на то, что знаменитая модель «голова и плечи» не обладает способностью предсказывать, она, тем не менее, способствует дополнительному заключению сделок, эквивалентному 60% обычного объема торговли<sup>60</sup>. Более того, технический анализ влияет на уровни цен на рынке, поскольку многие технические стратегии предполагают заключение сделок с положительной отдачей, где рост цен порождает покупки, а снижение цен порождает продажи. В результате технический анализ может внести вклад в продолжительные изменения цен, выходящие за рамки фундаментально правильных величин<sup>61</sup>. Такая возможность, очевидно, была предметом пристального внимания председателя Федерального Резерва, Алана Гринспэна (Alan Greenspan), в 1996 году, когда он задал свой знаменитый вопрос о том, может ли «избыток иррациональности» привести к тому, что цены фондового рынка США значительно вырастут.<sup>7</sup>

И, наконец, последняя линия обороны, которой пользуются традиционные финансы для защиты своей идеи об эффективных рынках. Эта защита допускает, что простые участники рынка действительно могут демонстрировать общие психологические предубеждения, и, таким образом, деформировать эффективное рыночное равновесие. Однако эти деформации не могут длиться долго, потому что их нейтрализуют другие рыночные силы. Общерыночная эффективность в этой системе аргументации гарантируется участниками национального

<sup>7</sup> Речь в Американском институте предпринимательства 5 декабря 1996 года.

рынка, называемыми «арбитражерами», которые спешат воспользоваться возможностью получения прибыли, возникшей в результате действий несовершенного рациональных трейдеров<sup>56</sup>. Поскольку арбитражеры знают рациональные и правильные цены, они могут выгодно заключать сделки с любым, кто ведет себя иррационально. Когда, например, цены на рынке слишком высоки в связи с «избытком иррациональности», «умные деньги» агрессивно продают, таким образом, снижая цены до более разумных уровней. Хотя два трейдера в нашем примере и большинство других трейдеров хотят торговать по курсу 120 йен/1 доллар, некоторые рациональные арбитражеры удовлетворятся, если переоцениваемый доллар опустится вниз к его фундаментально правильной стоимости в 110 йен/1 доллар.

Действия арбитражеров принесли два важных последствия. Во-первых, они гарантируют, что рынок достигнет своего «эффективного» ценового уровня. Во-вторых, они получают значительные прибыли за счет отдельных иррационально избыточных инвесторов. Таким образом, иррациональные участники рынка либо учатся рационально заключать сделки, либо у них заканчиваются средства и они уходят с рынка. Соответственно, приводятся доводы, что несмотря на знания и эффект от обучения на рынке, в будущем станут доминировать только рациональные игроки.

И снова, реалии рынка не могут поддержать эту систему доказательств. «Очень многое говорит против сильных версий гипотез «эксперты-приведут-все-в-порядок» и «в-реальном-мире-люди-учатся», – резюмирует экономист Мэтью Рэбин (Mathew Rabin) свой рассказ о психологических изысканиях, имеющих отношение к экономике<sup>62</sup>. Люди зачастую довольно стойко не хотят учиться на своих прошлых ошибках<sup>63</sup>, а обширные интеллектуальные представления таких сложных тем как финансовые рынки, проводимые экспертами, могут даже представлять из себя парадоксальную опасность *большого* шума и разбросов в их предсказаниях по сравнению с новичками<sup>64</sup>. Более того, профессор финансов в Гарварде, Андрей Шляйфер (Andrej Shleifer) доказывает, что в реальной жизни возможности арбитража ограничены и они приносят с собой риски<sup>42</sup>. Например, самые «рациональные» оценки фондового рынка США в 1997 году указывали, что его в значительной степени переоценивают. Это привело к тому, что некоторые арбитражеры стали продавать без покрытия, в ожидании того, что они вскоре смогут выкупить эти фонды назад по более дешевой цене, в точном соответствии с теорией. Однако, эта стратегия привела к потерям в течение двух лет подряд. Действительно, поскольку вместо того, чтобы исчезнуть, «неправильное ценообразование» на рынке на некоторое время стало еще хуже, эти арбитражеры дорого за это заплатили. Считающийся хорошим, взаимный фонд «Brandywine», например, сильно обвалился в конце 1997 года, а затем потерпел значительные убытки, когда рынок выстрелил вверх в следующем квартале. Это произошло несмотря на то, что данные в отчетах о прибылях и убытках были разочаровывающими, как и прогнозировал фонд.

«Нет ничего более самоубийственного, чем рациональная инвестиционная политика в иррациональном мире», – такие слова приписываются видному экономисту Джону Мейнاردу Кейнсу (John Maynard Keynes). Считается, что он произнес их в отношении своей книги 1936 года *«Общая теория занятости, процента и денег»*. Говоря словами трейдера: «Если вы обнаружили, что кто-то еще дает такую же плохую цену, как у вас, а может даже хуже, значит, вы зарабатываете деньги, и вы заработаете еще больше денег, когда люди будут заключать сделки по рациональной цене». Короче говоря, арбитраж с целью привести цены в соответствие с фундаментально правильными величинами, может быть чрезвычайно ограниченным. Как детально обсуждается в следующей главе, эти ограничения также играют центральную роль в собственных наблюдениях трейдеров относительно рациональности рынка.

## Взгляды трейдеров на рациональность на валютном рынке

Можно задаться вопросом, а что сами трейдеры валютного рынка думают о рациональности и эффективности рынка, по поводу всех этих ученых чернил, изведенных на освещение этого вопроса. Ответ будет таков: в то время, как некоторые трейдеры отмечают, что валютный рынок полностью рационален, такое видение не соотносится с традиционным экономическим представлением о том, что рынок все время правильно отражает всю экономически значимую рыночную информацию; вместо этого, наблюдение выражает мысль, что колебания валютных курсов всегда *отражают решения участников рынка* и что даже когда эти движения кажутся на первый взгляд непостижимыми, они *в конечном итоге могут быть объяснены*. Так один трейдер честно отмечает: «Не думаю, что на валютном рынке что-то иррационально, потому что здесь правят спрос и предложение – именно они определяют валютный рынок. Ты можешь считать, что дела должны обстоять так, но твое мнение – это не валютный рынок; оно не имеет абсолютно никакого значения. Если рынок идет вверх, а у тебя короткие позиции, значит *ты* не прав. Потому что все дело в спросе и предложении, и любое мнение, выходящее за пределы этого – вещь второго порядка!». Такое же понимание рациональности рынка можно найти в ответе, данном другим трейдером: «Если у тебя есть информация, то рынок очень логичен. Например, выходят какие-либо экономические данные, и следует покупать доллары, это будет логично. Но один большой фонд принимает решение: «Мы заработали достаточно денег, мы исключим эту валюту из работы». И вместо того, чтобы расти, рынок падает. Для тех, кто не знает, что фонд занимается распродажей, это очень нелогично, очень иррационально. Но можно ли утверждать, что рынок повел себя иррационально?»

По мнению трейдеров, рациональность рынка, таким образом, часто возникает как *субъективная объяснительная концепция*, которая зависит от субъективной точки зрения. «Возможно, то, что рационально для меня, иррационально для кого-то другого, и наоборот. Там, где я говорю, что рынок иррационален, для кого-то другого он рационален», – объясняет один трейдер. Это делает очевидным тот факт, что для этих практиков рынка «рациональность» связана с тем, кто ее оценивает и оценка определенного развития событий на рынке как рационального или иррационального – это лишь вопрос ракурса. Соответственно, зачастую трейдеры прибегают к, так называемой, иррациональности, реагируя на события, которые противоречат предшествовавшим ожиданиям, или используя ее как личную точку зрения. Иррациональность тогда определяется ответом на вопрос о том, может ли человек, принявший решение, ретроспективно объяснить рыночный процесс. «Люди называют иррациональным то, чего они не понимают», – недвусмысленно утверждает один трейдер. Другой трейдер сходится с ним во мнениях, сухо замечая, что «тот, кто не может чего-то объяснить, всегда говорит об иррациональном». Подобным же образом некоторые трейдеры комментируют это в контексте непосредственного заключения сделок. Термин «иррациональное» часто используется для того, чтобы описать причины потерь при заключении сделок. «Если ты кругом ошибался, ты называешь это иррациональным, а если ты все сделал правильно, это рационально», – замечает один трейдер. «Я ни разу не видел, чтобы трейдер, который заработал бы штуку, торгуя золотом, сказал: «Это был иррациональный ход, но я разбогател», – глубокомысленно замечает еще один трейдер.

При кажущемся согласии с традиционной экономической теорией, некоторые трейдеры замечают, что на рынке могут возникать отдельные иррациональности, которые нейтрализуются противоположными рыночными силами на уровне коллективного рынка. «На одном уровне поведения существует некоторая иррациональность. Но она, конечно, размывается, когда ты начинаешь детально ее изучать, потому что кто-то покупает, а кто-то продает, и в конечном итоге получается ноль. Так что рынок не иррационален, но отдельные трейдеры в

своем изначальном принятии решения могут быть иррациональны», – утверждает один трейдер. Еще один трейдер соглашается с этим, делая следующий комментарий: «В определенной точке на рынке присутствуют рациональные игроки, которые смотрят на вещи с более фундаментальной точки зрения или на основе стоимости, а бывают отливы, которые обеспечивают необходимую корректировку». Дополнительно поддерживая традиционную экономическую теорию, трейдеры также отмечают, что качество имеющейся в наличии информации у крупных игроков на рынке позволяет им получать прибыли за счет тех, у кого информации недостаточно. Говоря словами одного трейдера: «Если у тебя есть информационное преимущество, то ты можешь воспользоваться таким «иррациональным поведением»».

Однако трейдеры подчеркивают, что возможности арбитража в рыночной действительности ограничены и что заключение сделки на ценовом уровне, который может казаться рациональным экономистам, может дорого обойтись. Один трейдер иронично отметил: «Если у тебя ученая степень по экономике, полагаю, ты потеряешь много денег, потому что рынок – это полная тому противоположность!» К ограничениям и опасностям арбитража на реально существующем рынке обращается другой трейдер, который живо описывает дилеммы, встающие перед рациональным рыночным игроком на фазе затянувшейся рыночной «иррациональности». «Ты говоришь, ну что ж, сейчас должно выпасть красное; я могу поставить все свои фишки на красное. И тут снова выпадает черное. Что тут будешь делать, чтобы не потерять свои деньги? Ты удваиваешь ставку на красное, и пока ты можешь удваивать ставку, ты получаешь назад то, что потерял, *пока ты можешь удваивать ставку*. Но бывают определенные ситуации, когда тебя останавливают: возможно, у тебя кончились деньги, или казино установило ограничения на стол. Тогда тебя вышибает из игры и ты проигрываешь. И это та же самая ситуация, с которой ты сталкиваешься на валютном рынке. Ты достигаешь предела, твои возможности по принятию риска исчерпаны, так что иногда на тебя больше не влияет то, что происходит на рынке из-за информации и макроэкономических данных!»

Картина рациональности и иррациональности на уровне рынка далеко не однородна, трейдеры рисуют ее дифференцированной и непостоянной. Трейдеры, например, отмечают, что на рынке бывают периоды большей и меньшей рациональности; говоря словами трейдера, иногда «рынок абсолютно иррационален; ни за одним движением нет разумной причины. А затем, в течение определенного периода времени рынок реагирует довольно, как мы бы сказали, рационально». Более того, различные аспекты валютного рынка, такие как разные диапазоны времени, необходимого для принятия решения, место заключения сделки, инструменты заключения сделки и роли участников рынка, ассоциируются с различными уровнями рациональности. Относительно различных временных диапазонов, трейдеры отмечают, что «рациональность, конечно, в определенной степени существует, но не на ежедневном рынке», и «краткосрочная логика и рациональность не применимы к этому рынку». Другой трейдер дополняет эту мысль: «В переводе на минуты я бы сказал, что 80% рынка эмоционально. Но по мере прохождения времени, за которое информация может быть обработана и проанализирована, это скорее рациональная реакция, и в гораздо меньшей степени эмоциональная... Инвесторы, занимающиеся долгосрочными инвестициями склонны быть более подверженными анализу, нежели чувствам». «С течением времени рынки почти совершенно рациональны, если говорить об основных трендах», – соглашается еще один трейдер. «Но», – добавляет он многозначительно, – «большинство участников рынка не имеют или не могут иметь временного диапазона, который с этим согласуется, из-за своих собственных потребностей в прибыли, или из-за особенностей обработки бухгалтерских счетов при торговле позициями или из-за своего собственного вкуса к риску!»

В то время, как большинство трейдеров валютного рынка таким образом соглашаются, что роль, выполняемая рациональностью на рынке в целом ограничена; они разнятся в своих взглядах на то, как рынок изменился с течением времени. С одной стороны, некоторые трей-

деры отмечают, что роль иррациональности выросла. «Когда я начинал свою карьеру в этом бизнесе ... рынок вел себя более логично, чем сегодня», – отмечает один трейдер, к этому другой трейдер добавляет свое описание рынка как «совершенно иррационального, и все больше и больше!» Одной из важных причин подобного развития видится растущая важность международных инвестиционных потоков относительно торговых потоков: «С либерализацией потоков капитала, все большее количество людей имеет доступ к деньгам, они управляют деньгами, они богаты. И, следовательно, они пересекают границу, переходят с одной валюты на другую и им достается часть этой чистой спекуляции. Мотивация, стоящая за их торговлей – чисто спекулятивна», – объясняет один трейдер. С другой стороны, другие трейдеры обращаются к аспектам рынка, которые видятся как признаки усовершенствованной рациональности. Например, один трейдер отмечает, что сегодня «большая часть шума устранена, и рынок сейчас имеет тенденцию очень быстро переключаться с одного пункта курса на другой. Таким образом, все трейдеры в течение разумного периода времени будут придерживаться определенного пункта, а затем появятся какие-то новости или на рынок придет приток и рынок перейдет на следующий пункт курса и остановится. В то время как раньше, из-за того, что получение котировок было менее эффективным, появление новостей или притока на рынке было похоже на эластичный бинт: рынок шел вниз и возвращался назад, пока, наконец, не успокаивался».

Список примеров иррационального поведения рынка, приведенный трейдерами валютного рынка очень длинный. Один из важных источников наблюдаемых отклонений от экономического понимания рациональности возникает из-за различных потребностей и мотивации участников. По откровенному признанию одного трейдера: «На валютном рынке много участников, которые действуют, исходя из радикально различных задач». Обращаясь к не менее важной причине иррациональностей, другой трейдер объясняет: «В том смысле, что сейчас рынок гораздо быстрее, чем раньше, то это означает, что эмоции играют большую роль, поскольку у людей не хватает времени, чтобы провести рациональный анализ информации. Однако, они вынуждены действовать. Таким образом, на таком рынке, как валютный, вы очень часто видите иррациональные ходы, реакции, действия цен!» Это утверждение дополняет другой трейдер, говорящий о динамике валютных курсов, что «на них на 75% оказывают влияние слухи, а 25% действительно рациональны». Другие значимые области рыночной иррациональности видятся трейдерами в «поведении толпы и сумасшествии спекулятивных ходов», преувеличенных колебаниях валютных курсов, когда «новости достигают рынка в самый стратегически важный момент... и рынок бывает застигнут врасплох», или институциональных торговых правилах, которые заставляют отдельных трейдеров принимать менее оптимальные торговые решения: «Так как у трейдера есть свои ограничения, он вынужден урезать позицию и вернуться к своему лимиту. И хотя он может считать, что рынок пойдет в этом направлении, если он до сих пор не пошел туда, и если у трейдера имеются определенные потери, он вынужден закрыть свою позицию. А это, в том, что касается рынка, иррационально. Это всегда можно наблюдать вечерами: рынок идет в одном направлении, а трейдеры вынуждены сокращать свои позиции, и ньюйоркцы ждут европейцев, и знают, какие у них позиции и зарабатывают большие деньги!»

Таким образом, интервью с трейдерами дают нам поразительный ответ на вопрос рациональности на валютном рынке. Наблюдения трейдеров предполагают, что для практиков рынка граница между рациональным и иррациональным поведением рынка является довольно непостоянной, размытой и имеет лишь ограниченное применение на практике. «Я затрудняюсь сказать, что рационально, а что иррационально», – признает один трейдер, в то время как другой утверждает, что «граница между рациональностью и иррациональностью является блуждающей». В отличие от традиционной экономической теории, трейдеры подчеркивают *субъективные* аспекты того, что делает решения о заключении сделок рациональными или иррациональными. «Я думаю, что не существует объективного рационализма или иррационализма», –

таковы слова еще одного трейдера. «Иррациональный – это не совсем то слово, я бы скорее сказал – субъективный. Если вы скорее хотите надеть черное, а не синее платье, не думаю, что это иррационально!» Эти наблюдения предполагают необходимость выйти за пределы абстрактных и теоретических понятий рациональности и рыночной эффективности и исследовать субъективные ракурсы, предпочтения и решения участников рынка. Это неизбежно приводит нас к психологии; говоря лаконичными словами одного трейдера: «Психология – это не рациональность!»



## К рыночной психологии

Чтобы выйти за пределы рациональности и рыночной эффективности, недостаточно просто взглянуть на результаты работы рынка, такие как цены акций на фондовом рынке или валютные курсы на валютном рынке на коллективном уровне. Вместо этого следует исследовать движущие силы, стоящие за торговыми решениями и установить связи между опытом и поведением индивидов и коллективными результатами на рынке. Это не только вносит свой вклад в новую парадигму бихевиористских финансов, но также отмечает появление новой области внутри психологии: психологии рынка.

Зачем нам нужна рыночная психология, если существуют бихевиористские финансы?

(1) *Психология предлагает понимание процессов финансового рынка, выходящее за рамки одних только познавательных аспектов.* Из всех областей психологии, именно когнитивная психология была наиболее влиятельной в бихевиористских финансах, поскольку она напрямую обращена к таким значимым для рынка темам как обработка информации, принятие решения, решение задач<sup>65,66</sup>. Это доминирующее влияние когнитивной психологии на бихевиористские финансы может также быть объяснено тем, что бихевиористские финансы в основном развивались экономистами. Сходно с традиционной экономикой, когнитивная психология в бихевиористских финансах основывается на подразумеваемой компьютерной метафоре человеческого разума. Однако в то время как когнитивная психология совершенно справедливо подчеркивает, что у людей имеется лишь ограниченная возможность обрабатывать информацию<sup>8</sup>, другие области психологии, такие как социальная, личностная, эволюционная и экспериментальная психология, предлагают существенные дополнительные представления о финансовых рынках<sup>68-72</sup>.

Например, экономические подходы часто упускают из виду тот факт, что финансовые рынки – это социальные системы: психологически информированный подход рассматривает групповую психологическую динамику, которая оказывает влияние на связь между рыночной информацией и поведением участников рынка<sup>73</sup>. Социальные психологи считают, что такая динамика, как когнитивные предубеждения индивидов, является систематической, а не случайной. Как покажут глава 2 «Психология торговых решений» и Глава 5 «Новости и слухи», единообразие и стадность среди инвесторов могут увеличить, а не сократить «иррациональности» на уровне коллективного рынка, а петли обратной связи среди лиц, принимающих решения, приводят к сильным самоукрепляющимся моделям восприятия и поведения.

Социальная психология также может помочь ответить на вопрос о том, нейтрализуют ли иррациональности отдельных участников рынка друг друга на коллективном уровне рынка. Социальные психологи описывают мощные феномены в динамике группового решения задач, которые влияют на эффективность их работы – и получаемые результаты. В так называемых компенсационных оценочных заданиях, решение группы составляется из отдельных суждений, в результате чего получается результат, который отражает некоторую теоретически правильную величину (например, определение количества монет в банке). Предположим, что качество группового решения растет вместе с количеством членов группы, поскольку ошибки отдельных членов группы отменяют друг друга. Например, если мы попросим группу инвесторов вспомнить, на каком уровне находился индекс Доу-Джонса 1 января 2000 года, то подобный опрос, скорее всего, даст лучший результат, чем если бы мы спросили одного инвестора; чем большему числу инвесторов задается вопрос, тем лучше должен быть результат. Однако на

---

<sup>8</sup> Для того, чтобы изучить более подробное сравнение неоклассического экономического и психологического подходов к принятию решений, см. Андерсона (Anderson) и Голдсмита (Goldsmith)<sup>67</sup>.

практике группы, выполняющие подобные задания, переносят значительные *технологические потери*, (то есть качество группового суждения не так хорошо, как могло бы быть в теории, и после того, как группа достигает определенного размера, прибавление новых членов группы вместо того, чтобы увеличить, может даже *снизить* коэффициент полезного действия группы). Как такое может произойти? В социальной динамике групп всегда существует большое количество факторов, не связанных со способностями и знаниями отдельных членов группы (таких как социальный статус, их ранг в организации, их вербальное преобладание), которые оказывают влияние на принятие группой решения и приводят к деформации групповых результатов<sup>74,75</sup>.

(2) *Психология дает возможность проникнуть в суть связи между субъективным опытом участников рынка и объективными рыночными процессами.* Психология может привести к пониманию рыночного процесса, которое отражает субъективный опыт и внутренние процессы участников. Например, анализ рыночных метафор дает ключ к пониманию опыта финансовых рынков, поскольку эти метафоры делают абстракцию рынка реальной для лиц, принимающих решения на эмпирически значимом уровне. Более того, будучи далеко нетривиальными и не влекущими никаких последствий, эти метафоры влияют на то, как участники действуют, принимают решения и формируют предсказания в отношении рынка (см. Главу 7 «Бороздим просторы рынка на метафорах»). Психология также исследует роль субъективных отношений в ожиданиях участников рынка, таким образом выходя за пределы гипотетических групп рациональных «арбитражеров» и иррациональных «шумовых» трейдеров, или чисто «фундаментальных» и чисто «технических» прогнозирующих групп (см. Главу 4 «Ожидания на валютном рынке»).

(3) *Психология предлагает возможность проникнуть в суть различий между участниками рынка.* До настоящего времени модели бихевиористских финансов уделяли лишь ограниченное внимание индивидуальным различиям среди участников рынка. Психология рынка может помочь восполнить этот пробел; одно из важных приложений, возможно, лежит в чертах и личном стиле участников. Например, изучение роли *личности* в принятии торговых решений помогает определить, является ли интенсивность заключения сделок просто примером удачного стечения обстоятельств и живучести, или же существуют психологические качества, которые систематически позволяют некоторым участникам достигать превосходства над другими (см. Главу 6 «Личностная психология трейдеров»).

С точки зрения рыночной психологии, экономическая сосредоточенность на понятии рациональности должна быть поставлена под вопрос по очень серьезной причине: приращение чрезмерно большого значения рациональности может ограничить видение того, что на самом деле происходит на финансовых рынках и воспрепятствовать тому, чтобы наблюдатели адекватно воспринимали и понимали так называемые иррациональности. Это ограничивающее последствие парадигмы рациональности прекрасно зафиксировано в эпизоде, описанном в скандинавской мифологии.

Уодин, бог мудрости, однажды захотел узнать у короля троллей, как победить хаос, который угрожал вторжением в средний мир. В обмен на свой ответ король троллей потребовал левый глаз Уодина, который бог мудрости без колебаний отдал: «Секрет в том, что нужно смотреть обоими глазами».<sup>76</sup> процитировано в<sup>77</sup>

Как парадигма рациональности ослепляет рыночных наблюдателей на один глаз, когда, говоря метафорически, им нужны оба? Восприятие рациональности как отправного пункта ограничивает наше понимание самой динамики финансовых рынков. Концентрация внимания на рациональности обычно подразумевает автоматическое предположение, что рациональное поведение рынка является естественным и что оно, следовательно, не требует объяснений. Это предположение существенно ограничивает то, как мы видим решения и действия людей — участников рынка: психология считается важной только тогда, когда решения участников или

поведение рынка отклоняется от его предполагаемого естественного состояния<sup>78</sup>. Более того, концентрация на рациональности уравнивает все рыночные процессы, которые ей не соответствуют (то есть нерациональности), с аномалиями, иррациональностью и чем-то отрицательным<sup>76</sup>. Когда рациональность является парадигмой, психологию активируют просто для того, чтобы обеспечить вторичную корректировку экономической теории и объяснить явления, толкуемые как эксцентрические выверты в принятии решения, замечают эволюционные психологи Ледя Космайдс (Leda Cosmides) и Джон Тооби (John Tooby)<sup>80</sup>.

Таким образом, для того, чтобы видеть обоими глазами и в полной мере оценить роль психологии на рынке, необходим другой ракурс. Чрезвычайно важно признать, что поведение участников рынка, которое не вписывается в экономические критерии рациональности, не обязательно является «беспричинным». Рассматриваемый в Главе 7 «Бороздим просторы рынка на метафорах», случай показывает, что не одна, а действительно различные «рациональности» характеризуют то, как участники толкуют свои решения на рынке. Эти рациональности зависят от обрамления; другими словами, они зависят от субъективного понимания участниками того, что такое рынок. Также, когда участники рынка пользуются психологической эвристикой для принятия решений, они не похожи на чрезвычайно расчетливых статистиков, подразумеваемых в рациональных моделях. Тем не менее, такая эвристика представляет собой систематический когнитивный процесс и его использование обычно приводит к довольно хорошим предсказаниям. Таким образом, экономическая рациональность не требуется для объяснения и предсказания; многие психологические теории *не* зависят от предположений о рациональности и точно объясняют поведение людей. Сходным образом поведение участников валютного рынка, которые действуют нерационально (согласно традиционному экономическому определению), тоже может быть объяснено<sup>25</sup>; базирование нашего подхода к анализу финансовых рынков на психологической динамике не делает их необъяснимыми или подверженными случайным предсказаниям<sup>81</sup>. Напротив, психология обещает предложить нам более адекватные, более дифференцированные и менее поверхностные точки наблюдения для понимания финансовых рынков, так как их испытывают на себе люди-участники и как это происходит на самом деле.

Такое понимание рынков не только лучше объясняет то, как действительно формируются решения на рынке, но психология может также окупиться финансово<sup>82</sup>. Таким образом, следующее замечание, сделанное одним из трейдеров во время интервью, является ключевым как для исследователей, так и для практиков валютного рынка. «Вопрос в том», – риторически спросил он, – «можешь ли ты приспособиться, скорректировать свое мышление так, как рынок?»

## Краткие ссылки

Чтобы получить полную информацию, см. главу со ссылками в конце книги.

1. Maital, S. (1982)
2. Thaler, R. H. (1992)
3. Frey, B. S. (1990)
4. Katona, G. (1975)
5. Shapira, Z. (1986)
6. Van Raaij, W. F. (1986)
7. Lamont, O. A. and Thaler, R. H. (2003)
8. Simon, H. A. (1959)
9. Markowitz, H. (1952)
10. Fama, E. F. (1970)

11. Hogarth, R. and Reder, M. W. E. (1987)
12. Freud, S. (1933/1965)
13. Skinner, B. F. (1974)
14. Ellis, A. and Harper, R. A. (1961)
15. Beck, A. T. (1967)
16. Lazarus, A. A. (1971)
17. Rogers, C. (1951)
18. Rogers, C (1961)
19. Maslow, A. H. (1962)
20. Friedman, M. (1953)
21. Froot, K. A. and Frankel, J. A. (1989)
22. Frankel, J. A. and Froot, K. A. (1987)
23. Ito, T. (1990)
24. Lovell, M. C. (1986)
25. Harvey, J. T. (1996)
26. Chang, P. H. K. and Osler, C. L. (1999)
27. Lucas, R. E. (1978)
28. Muth, J. F, (1961)
29. Banz, R. W. (1981)
30. Basu, S. (1983)
31. Chan, L. K. C. et al. (1991)
32. Hawawini, G. and Keim, D. B. (2000)
33. Rosenberg, B. et al. (1985)
34. Malkiel, B. (1990)
35. Jegadeesh, N. and Titman, S. (1993)
36. De Bondt, W. F. M. and Thaler, R. (1985)
37. Rashes, M. S. (2001)
38. Ho, T. S. Y. and Michaely, R. (1988)
39. Huberman, G. and Regev, T. (2001)
40. Dreman, D. (1995)
41. Hirshleifer, D. (2001)
42. Shleifer, A. (2000)
43. Kahneman, D. and Tversky, A. (1979)
44. Shefrin, H. (2000)
45. Thaler, R. H. (1991)
46. Barberis, N. et al. (1998)
47. Daniel, K. D. et al. (2001)
48. Daniel, K. et al. (1998)
49. Fama, E. F. (1998)
50. Fama, E. F. and French, K. R. (1992)
51. Polanyi, M. (1962)
52. Polanyi, M. (1964)
53. Lopes, L. L. (1995)
54. Kahneman, D. and Tversky, A. (1984)
55. Tversky, A. and Kahneman, D. (1981)
56. De Bondt, W. F. M. and Thaler, R. H. (1994)
57. Shiller, R. J. (1984)
58. Chapman, L. J. and Chapman, J. P. (1967)
59. Wagenaar, W. A. (1971)

60. Chu, J. and Osler, C. L. (2004)
61. Frankel, J. A. and Froot, K. A. (1990a)
62. Rabin, M. (1998)
63. Stael von Holstein, C. A. (1972)
64. Yates, F. J. et al. (1991)
65. Anderson, J. R. (1990)
66. Sternberg, R. J. (2002)
67. Anderson, M. A. and Goldsmith, A. H. (1994)
68. Aronson, E. (2004)
69. Myers, D. G. (2002b)
70. Hall, C. S. et al. (1998)
71. Barkow, J. H. et al. (1992)
72. Miller, P. H. (2001)
73. Scharfstein, D. S. and Stem, J. C. (1990)
74. Steiner, L. D. (1972)
75. Hackman, R. J. (2002)
76. Gardner, J. (1978)
77. Land, D. (1996)
78. Abelson, R. P. (1976)
79. Etzioni, A. (1988)
80. Cosmides, L. and Tooby, J. (1994)
81. Katona, G. (1972)
82. Ferguson, R. (1989)

## 2

### Психология торговых решений

*Шестнадцать тысяч факторов в день влияют на твоё решение. И ты действительно принимаешь очень много решений каждый раз, когда заключаешь сделку.*

*Треjder валютного рынка*

### Торговые решения: точка зрения трейдеров

На современном валютном рынке валютные курсы определяются решениями, принимаемыми тысячами трейдеров и инвесторов. Именно динамика людских решений формирует сердце рынка и если есть какая-либо тема, которая наиболее тесно связана со *всеми* аспектами рынка, то это принятие решения. Все поведение рынка – каждая валютная сделка, каждое колебание валютного курса – в конечном итоге базируется на лежащих в его основе решениях.

Сознательно или подсознательно, участники рынка постоянно принимают решения в различных видах. Их решения могут приходиться в форме *выбора* из альтернативных вариантов (например, корпорации хеджируют свой риск на валютном рынке или не предпринимают никаких действий), *оценок* одной единственной альтернативы (например, валютные стратеги оценивают перспективную стоимость валюты) и *построения* ограниченных ресурсов в альтернативу, наиболее полно удовлетворяющую запросам (например, частные трейдеры, пытающиеся превратить ограниченную информацию, деньги и время в оптимальные инвестиционные решения)<sup>9</sup>.

Обычно наблюдатели финансовых рынков обращают внимание только на то, что происходит, когда решения уже приняты. Концентрируясь на средних *результатах решений*, которые сказываются на коллективном уровне, они анализируют торговый объем, процентные ставки колебаний валютных курсов и уровни поддержки и сопротивления. Однако так же, как объект желания Нарцисса, чье собственное зеркальное отражение в воде пруда исчезало каждый раз, когда он пытался до него дотянуться, точно так же реальную динамику валютного рынка нельзя охватить в обычных *отражениях* рынка. Следовательно, чтобы понять рынок, необходимо не только видеть, каковы результаты рыночных решений, но также понимать, как на самом деле формируются эти решения.

«Треjдинг психологичен», – говорит о природе процесса, стоящего за видимыми колебаниями рынка, один трейдер. Принятие решений, описываемое участниками рынка, высокодинамично и происходит посреди вечно расплывчатой рыночной среды. Активная вовлеченность в рынок и ощущение реального риска торговли позициями, стоящими на кону – это опыт, абсолютно отличный от размышлений о валютных курсах извне, отмечают трейдеры. Это особенно справедливо в отношении маркет-мейкеров<sup>10</sup>, которые постоянно торгуют сами и дают цену другим. Говоря словами одного трейдера: «Это большая разница, когда ты спрашиваешь: «Хорошо, и сколько завтра будет стоить доллар?» Ты, возможно, будешь прав. Но если у тебя реальная позиция, тогда ты на рынке, и люди спрашивают у тебя цену, бид и офер. Ты теряешь доллары, получаешь доллары, и твоя позиция меняется. Не так просто работать в условиях

---

<sup>9</sup> «О технических процедурах на фондовом рынке сообщалось многое, об объемах фондов, по которым ежедневно совершаются сделки, и о важности биржи в национальной экономике. Однако мы знаем очень мало об игроках, их мотивации, их взаимозависимости и о том, что на них влияет», – согласно Петеру Маасу (Peter Maas) и Юргену Вайблеру (Jürgen Weibler)<sup>2</sup>.

<sup>10</sup> Чтобы увидеть определение маркет-мейкера, см. Главу 9 «Основы».

рынка. Очень легко иметь какую-то точку зрения по поводу доллара... Но если у тебя есть позиция, тебе приходится бороться со своей собственной психологией, своими собственными идеями, слабостью и силой. Ты слишком смел, слишком отважен или ты слишком стеснителен, и это осложняет заключение сделок». Таким образом, множество сложных факторов, включая субъективные ожидания, текущие биржевые позиции, торговые лимиты и действия других участников оказывают влияние на торговые решения в реальной жизни. Поскольку эти факторы часто конфликтуют друг с другом, биржевая торговля подразумевает под собой постоянную амбивалентность, где в одно и то же время неизменно есть причины и покупать, и продавать. Говоря словами одного трейдера: «Две противоречивые новости – это на самом деле хорошо, они дают тебе аргументы в пользу одной из сторон, любой, в которую ты веришь!»

Трейдеры также подчеркивают, что просто сохранить статус-кво и удержаться на текущей торговой позиции – это тоже торговое решение; однако зачастую менее явное и намеренное. Как отмечает один трейдер, «уход от принятия решения тоже может быть решением», и, действительно, всегда таковым является. Последствия тяжело переживаются, например, теми корпорациями, чьи финансовые менеджеры ничего не делают для того, чтобы оградить их бизнес от валютного риска. В то время как с точки зрения внутренней отчетности, эти менеджеры могут рассматривать валютное хеджирование как приобретение позиции без последующих действий с ней, может быть верно и абсолютно противоположное: ничегонеделание подвергает их бизнес постоянному риску, который просто находится вне сферы их компетенции. «Как правило, у тебя есть три варианта решения: ты покупаешь, ты продаешь или ты ничего не делаешь», – резюмирует один трейдер. Другой трейдер приводит яркий пример того, как даже третья из этих альтернатив (то есть решение не предпринимать никаких действий) передается другим участникам рынка и влияет на их решения. «Если ты даешь кому-то цену, а он не заключает сделку, это может повлиять на твою позицию, потому что ты, возможно, чрезмерно ее завысил. И ты думаешь: «О, это значит, надо покупать», – а затем – «Я, возможно, тоже склонюсь к покупке, так что, думаю, я тоже немного куплю». Это решение!» Следовательно, поскольку для участников рынка невозможно не принимать решения, для них также невозможно *не* передавать информацию тем, что они делают и чего они не делают<sup>3</sup>.

Таким образом, социальное влияние других является решающим аспектом торговых решений, который часто выдвигается на первый план в интервью. «Ты говоришь с другими ребятами, и если они придерживаются такого же мнения, ты заключаешь сделку. А если у них, возможно, другое мнение, тогда ты немного выжидаешь и смотришь, что будут делать рынки», – заявляет один трейдер. Влияние групп на решения, принимаемые на валютном рынке, значительно и не всегда качество решений улучшается группой, как показывает опыт другого трейдера: «Люди определенно делают в группе такие вещи, которые они не сделали бы сами по себе и, обычно – в ущерб владельцам акций. Много раз мы пытались покупать «позиции на организацию», то есть такие, которые не связаны с отдельным трейдером, позиции с коллективной ответственностью. Соотношение выигрышных сделок с проигрышными было не очень хорошим, а дисциплина обычно была хуже!»

Итак, каким образом трейдеры валютного рынка пытаются достичь выигрышного соотношения в своих торговых решениях? Чтобы ответить на этот вопрос, давайте рассмотрим «Европейский опрос», в рамках которого были опрошены сотни трейдеров, чтобы систематически оценить различные характеристики их решений согласно их важности. Чтобы сделать ответы более репрезентативными, трейдеры оценивали все аспекты по отдельности: (1) по самым лучшим и (2) самым худшим торговым решениям. Рисунок 2.1 сравнивает получившиеся в итоге два «профиля» решений. Характеристики размещены по часовой стрелке в порядке нисходящей важности, при этом наиболее важные характеристики расположены сверху. Расстояние до центра фигуры указывает на среднюю важность характеристики решения.

Примечательно, что трейдеры оценили три одинаковых аспекта как самые важные и для своих лучших, и для худших решений. Трейдеры воспринимают *чувства* как самый важный аспект своих решений. Важность чувств при принятии торговых решений расценивалась как даже более важная, чем результаты решений (то есть потеря денег в случае неудачных решений и получение денег в случае удачных). Третьим по важности аспектом, как в худших, так и в лучших торговых решениях является предвидение психологии рынка: трейдеры воспринимают свои лучшие решения как базирующиеся на правильном предвидении психологии рынка, в то время как они считают, что их худшие решения являются результатом неправильного предвидения психологии рынка. Таким образом, чувства и психология рынка явно воспринимались как *более важные*, чем такие рациональные аспекты решений, как аналитическое мышление, фундаментальные экономические данные или компьютерные программы принятия решений.



**Рисунок 2.1. Психологические профили лучших (-4-) и худших (0-) торговых решений: 1=категорически не согласен, 4=совершенно согласен.**

Расстояние между двумя профилями на рисунке 2.1 обозначает характеристики, которые воспринимаются как различно важные для лучших и худших торговых решений. Значительное общее сходство двух профилей подразумевает, что существует лишь немного внутренне присущих характеристик, которые отличают плохие торговые решения от хороших. Другими словами, при принятии решений у трейдеров нет или почти нет стабильных критериев, на основании которых они могли бы судить об их качестве. Вместо этого, качество решения определяется ретроспективно, по результату (то есть по тому, были ли вследствие этих решений приобретены или потеряны деньги). Многие трейдеры открыто комментировали тот факт, что качество торговых решений определяется только на основе полученных или потерянных денег. Тогда хорошие решения измеряются лишь прибылью – независимо от того, как была получена эта прибыль. По словам одного трейдера: «Я заработал много денег. Это единственное, что на самом деле отличает хорошее решение от плохого».

Систематический анализ различий показывает, что «командная работа» оценивалась как значительно более важная в лучших торговых решениях. Эти данные усиливают важность социального и группового факторов в успешной биржевой торговле. Более того, анализ также показал, что в худших торговых решениях, «Я принял решение по совету других» и «Ситуация была для меня новой» такие факторы занимали значительно более важное место. Эти данные могут быть объяснены как тенденция к самообслуживанию со стороны трейдеров. Атрибуции –



это психологические суждения о причинах поведения или событий. В то время как кто-то, кто формирует *внутреннюю* атрибуцию, считает ответственным действующее лицо, те, кто формирует *внешнюю* атрибуцию, думают, что ответственность за определенное поведение или событие несут ситуационные причины. Поскольку как посторонний совет, так и новизна рыночной ситуации приписывают плохие торговые решения внешним причинам, рейтинги трейдеров, возможно, выражают самоусиливающееся предубеждение, которое искажает их объяснения успеха и провала<sup>4</sup>.

Однако эти данные могут также отражать *реальность* плохих торговых решений. Как мы увидим в разделе «Торговая интуиция: строим мост между аффектами и познавательными способностями» настоящей главы, недостаток опыта и знакомства с рыночными ситуациями не дает хода торговой интуиции. Более того, групповая динамика среди трейдеров действительно может привести к такому результату, что посторонний совет приведет к принятию плохого решения. Группы оказывают потенциально опасное влияние на принятие индивидами решений, как это было показано Джеймсом Стоунером (James Stoner)<sup>5</sup>. В его исследованиях были представлены лица с «дилеммами выбора», которые подразумевали осторожную альтернативу с небольшой, но определенной выгодой, и рискованный образ действий с большой потенциальной прибылью. В инвестиционной сфере такой выбор мог бы состоять в выборе между государственной облигацией и неустойчивым фондовым опционом. На валютном рынке трейдеры, возможно, задавали себе вопрос, следует ли им принять на себя риск и купить валюту, по которой, согласно их восприятию, существует маленькая вероятность так называемого технического снижения цены<sup>11</sup>, несмотря на то, что коррекции, скорее всего, будет дан решительный отпор, а, следовательно, вероятен проигрыш по сделке. В редких случаях технический уровень действительно снижается, и тогда потенциальные прибыли могут быть огромными. Исследования Стоунером (Stoner) того, как люди реагируют на такие выборы, привело к формированию так называемого феномена «рискованного сдвига»: после участия в групповом обсуждении, желание рисковать *вырастает*.<sup>12</sup>

«В случае, если вы признаете обвиняемого виновным, суд не примет рекомендаций проявить милосердие. Смертный приговор в данном случае обязателен», – гласит фраза из фильма Сидни Люмета (Sidney Lumet) «12 разгневанных мужчин», в котором в зале суда присутствует группа из 12 мужчин, которые обдумывают свой приговор молодому обвиняемому в деле об очевидном убийстве. При проведении первого голосования среди мужчин 11 убеждены в виновности обвиняемого, в то время как присяжный, которого играет Генри Фонда (Henry Fonda) голосует «не виновен». То, что потом происходит в фильме, сложно объяснить законами статистической вероятности, однако здесь помогает знание общественных процессов в группах<sup>7</sup>. Подтекст рискованного сдвига и групповой поляризации чреват серьезными последствиями не только для приговоров, которые выносятся присяжными заседателями в судах<sup>8,9</sup>, но также для всех торговых и инвестиционных решений на финансовых рынках. Такие решения также зачастую являются результатом групповых процессов, и они систематически отражают иные уровни риска, чем у отдельных трейдеров, которые они, действуя в одиночку, приняли бы на себя<sup>10</sup>.

<sup>11</sup> Для того, чтобы ознакомиться с обсуждением технического анализа как метода предсказания валютных курсов, смотри Главу 4 «Ожидания на валютном рынке».

<sup>12</sup> Совершенствуя эти данные, более поздние исследования определили, что этот сдвиг в сторону выросшего риска является проявлением «групповой поляризации», то есть тенденции в принятии решений в группах, где *любое* предпочтение, которого придерживаются члены группы в начале, становится более сильным во время группового взаимодействия<sup>6</sup>. Таким образом, в зависимости от участников, решения группы могут также вести к систематически менее рискованным решениям, чем предпочли бы индивиды.

Таким образом, вместо того, чтобы отражать рациональные и беспристрастные решения, отчеты трейдеров рисуют динамический процесс, который определяется психологическими и социальными факторами. Развиваясь на основе тем, которые уже материализовались при первом взгляде на собственное мнение участников об их рыночных решениях, последующие части книги исследуют наиболее значимые области более глубоко. (1) Изначальные замечания трейдеров подчеркнули важность социальной динамики в их решениях (раздел «Динамика общественной стадности» исследует эту динамику и коллективные итоги взаимовлияния трейдеров друг на друга). (2) Изначальное проникновение трейдеров в суть их решений недооценило важность чувств (раздел «Аффекты» изучает роль этих чувств и торговой интуиции) (3) Трейдеры отмечали противоречивую сложность факторов, влияющих на их решения на динамичном и неопределенном пространстве рынка (раздел «Познавательные способности» исследует некоторые внутренние команды, которые позволяют им справиться с этой сложностью). (4) Наконец, трейдеры отмечали, что обстановка реального рынка, когда реально испытываешь на себе рыночный риск, оказывает влияние на решения (Глава 3 «Принятие рисков в торговых решениях», исследует психологические аспекты таких рискованных решений). Прежде, чем мы продолжим изучать эти жизненно важные области принятия трейдерами решений, приведенный ниже экскурс опишет некоторые наиболее важные шаги в истории теории принятия решений и сравнит взгляд на решения нормативной экономики с дескриптивно-психологическим видением. Читатели, которые знакомы с этой концептуальной предысторией, кому в основном интересны отчеты о решениях на валютном рынке, полученные из первых рук, могут перейти прямо к разделу «Динамика общественной стадности».

## Экскурс: понимание процесса принятия решения на финансовых рынках

### От объективных цен к психологическим теориям принятия решений

В течение прошлых веков и особенно – нескольких последних десятилетий были сделаны значительные теоретические исследования, которые придали форму тому, что мы думаем о принятии решений на финансовых рынках. Более двух с половиной веков назад швейцарским физиком и математиком Даниилом Бернулли (Daniel Bernoulli) был сделан первый решающий шаг к пониманию того, как люди формулируют решения в сфере благосостояния и денег. А в 1738 году, накануне стремительного прихода к власти прусского короля Фредерика Великого и войны за право престолонаследия в Австрии (1740-1748 год), Бернулли (Bernoulli) стал первым, кто представил концепцию «полезности» в принятии решений, и, таким образом, заложил основу для более поздних теорий выбора. Этот шаг позволил Бернулли отличить цену объекта, которая является свойством объекта, и которая, следовательно, одинакова для всех, и полезность объекта, которая зависит от личностных факторов каждого индивида. Так Бернулли отметил, что ценность вещей определяется не их ценой, а их *полезностью*. Получение 10 000 долларов, к примеру, более важно, когда у человека ни копейки за душой, чем когда он богат<sup>11</sup>. Это свойство, которое экономисты называют «убывающей предельной полезностью», подразумевает, что если бы нам нужно было бы построить график соотношения полезности с благосостоянием, то мы бы увидели восходящую кривую, которая становится более пологой по мере роста благосостояния. Чем богаче инвесторы, тем меньшую полезность они получают от каждой прибавленной единицы прибыли. Это определение полезности имеет далеко идущие последствия для решений инвесторов. Оно предполагает, что люди питают фундаментальное отвращение к риску (то есть они предпочитают определенные перспективы неопределенным при равной ожидаемой стоимости)<sup>12</sup>. Например, люди обычно предпочитают получить гарантированные 10 долларов пари, где они выиграют 20 долларов, если монета упадет «орлом» вверх, и не получают ничего, если монета упадет «решкой»<sup>13</sup>.

Сегодня видение Бернулли является основой теорий принятия решений, которые базируются на представлении о том, что когда люди принимают решения, они *максимизируют* стоимость или полезность. Но как человек может максимизировать полезность с помощью *рискованного* выбора, такого как в инвестициях, где неопределенность является частью решения? В то время как размещение денег на банковский счет обеспечивает инвесторам заранее определенный процент, и, следовательно, является выбором без риска, решение принять участие в лотерее или купить определенный фонд или валюту – это рискованный выбор, поскольку он приводит к итогу, который нельзя знать заранее. Здесь предполагается, что люди максимизируют *ожидаемую* полезность. Другими словами, теория ожидаемой полезности принимает без доказательства, что люди, принимающие решения, основывают свой выбор на сравнении ожидаемых полезностей альтернатив решения; они сначала взвешивают полезность каждой альтернативы с вероятностью того, что она произойдет, а затем выбирают альтернативу, которая принесет самую высокую ожидаемую полезность<sup>14</sup>.

Теория ожидаемой полезности – это ведущая экономическая теория выбора в таких рискованных средах как финансовые рынки; большинство экономистов, изучающих принятие решений, приравнивают максимизацию ожидаемой полезности к рациональному поведению.

Эта теория предполагает, что люди, принимающие решения, обладают информацией о вероятностях и последствиях каждого из альтернативных решений, и они ведут себя рационально, принимая решения в пользу того, что *максимизирует* ожидаемую полезность. Джон фон Нейманн (John von Neumann) и Оскар Моргенштерн (Oskar Morgenstern) теоретически доказали, что если человек, принимающий решение, выполняет определенные базовые аксиомы рационального поведения, такие как «транзитивность» и «инвариантность», тогда его или ее решения действительно максимизируют ожидаемую полезность<sup>15</sup>. Например, согласно принципу «транзитивности», покупатель дома, который предпочитает дом А дому В, а дом В дому С, должен также предпочесть дом А дому С, и, согласно принципу «инвариантности», на покупку не должно оказывать влияние то, как рекламируются дома (то есть как представлены альтернативы), но только то, как различается объективная информация, о них предоставленная.

Внутри психологии систематическое изучение того, как люди принимают решения, началось, когда сто лет назад Уорд Эдвардс (Ward Edwards) пересмотрел теорию принятия решений и познакомил психологов с экономической литературой на эту тему<sup>16</sup>. За этим последовало невероятное расширение исследований принятия решений психологами, которые часто обнаруживали, что то, как люди на самом деле формируют решения, *противоречит* теории ожидаемой полезности, как в рамках контролируемого и систематического изучения решений в научно-исследовательских лабораториях, так и в рамках наблюдений за решениями в реальной жизни.

Новый исторический этап в теории принятия решений наступил, когда лауреат Нобелевской премии Герберт Саймон (Herbert Simon) не согласился с самой концепцией максимизации, на которой основана теория ожидаемой полезности<sup>17,18</sup>. Согласно Саймону, люди, принимающие решения, не максимизируют полезность, но «удовлетворяют» ее (то есть они пытаются достичь удовлетворительной, а не максимальной степени успеха их выборов). Например, делая выбор между альтернативными инвестициями, участники рынка ищут альтернативы, которые кажутся удовлетворяющими наиболее важные потребности, вместо того, чтобы проводить исчерпывающий анализ всех имеющихся в наличии инвестиций. Саймон также ввел понятие «ограниченной рациональности», таким образом подчеркнув познавательные ограничения людей в восприятии и выборе информации и в обучении.

Около 20 лет спустя «теория перспектив» психологов Дэниэла Канемана (Daniel Kahneman) и Амоса Тверски (Amos Tversky) предоставила убедительные эмпирические свидетельства, говорящие против представления о том, что решениями инвесторов управляет максимизация полезности<sup>19,13</sup>. В то время как нарушения максимизации ожидаемой полезности в решениях уже описывались ранее (например, парадоксы решений, обнаруженные лауреатом Нобелевской премии Морисом Аллаисом (Maurice Allais) в 1953 году и Дэниэлом Элсбергом (Daniel Ellsberg) в 1961 году<sup>20,21</sup>), до этого периода подобные нарушения обычно не учитывались, как обычные исключения из теории. Концепция ограниченной рациональности и существование упрощающей эвристики в принятии решений<sup>22</sup> по-прежнему могли быть объяснены экономистами как оптимизирующее эффективное, а, следовательно, рациональное, использование времени. Однако теория перспектив выявила психологические эффекты обрамления в принятии решений, которые систематически нарушали аксиому инвариантности теории ожидаемой полезности<sup>14</sup>. Эти находки больше не могли согласовываться с экономическим

<sup>13</sup> Переводя основные психологические концепции в математическую модель, центральная статья Канемана и Тверски по теории перспектив стала одним из самых часто цитируемых источников в экономической литературе. Однако только немногие психологические взгляды на принятие решений в равной степени формально концептуализированы.

<sup>14</sup> Чтобы ознакомиться с примером эффекта обрамления, см. раздел «Нормативно-экономический и дескриптивно-психологический подходы» в этой главе. Более детальное описание обрамления приведено в Главе 3 «Принятие рисков в торговых решениях».

представлением о рациональном поведении<sup>23</sup>. Представления теории перспектив привели к тому, что Нобелевская премия в области экономики была присуждена в 2002 году Канеману (Kahneman); сегодня эффекты, объясненные в теории перспектив, получили широкое документальное подтверждение не только в области финансов и психологии, но также в таких сферах, как медицина и юриспруденция.

Таким образом, растущее количество литературы по бихевиористскому принятию решений показывает, что психологические факторы определяют то, как люди берут на себя риск и принимают решения на финансовых рынках. По сравнению с теорией максимизации полезности появились более сложные описания того, как люди принимают решения<sup>24</sup>. И что более важно, многие из новейших подходов к принятию решений идут от классической концентрации на том, что *должны* делать лица, принимающие решения, к наблюдению за тем, что они *действительно* делают в реальной жизни. Новые «натуралистические» теории решений описывают, как решения принимаются в естественных условиях, в противоположность основанному на теории и аксиомах видению решений<sup>25</sup>. Например, хронологические подходы к принятию решений отмечают, что люди пытаются выстраивать последовательные *истории* для того, чтобы организовать свое знание событий и сформировать такие решения как у присяжных на судебных процессах<sup>26</sup>, и что люди представляют себе *сценарии* для того, чтобы предсказать будущее развитие событий<sup>27</sup>. Одним из наиболее ценных подходов к видам решений, принимаемых на финансовых рынках, является модель принятия решений, основанная на «первичном узнавании»<sup>28,29</sup>. Эта модель принятия решений опытными профессионалами, которые действуют в таких условиях, как нехватка времени, двусмысленная или отсутствующая информация, динамически изменяющаяся ситуация, необходимость воспринимать и выделять значимые модели среди всего прочего. Она изучала решения, где ставки высоки, такие как у пожарных, летчиков и военных офицеров, которые – подобно трейдерам – принимают быстрые и эффективные решения, основывающиеся на их опыте. Модель описывает то, как эти профессионалы распознают ситуации, чтобы определить соответствующее вмешательство, и оценивают возможные результаты, представляя итоги своих действий.

Подобно модели «первичного узнавания», последующее исследование решений, принимаемых на валютном рынке, также основывается на интервью с реальными людьми, принимающими решения. Однако прежде, чем мы обратимся к взглядам трейдеров, полученным из первых рук, необходимо внести ясность в концептуальные различия между нормативным и дескриптивным взглядами на решения. Эти различия стоят в самом центре текущего спора о финансовых рынках между экономистами и психологами.

## **Нормативно-экономический и дескриптивно-психологический подходы**

Когда экономисты и психологи обсуждают финансовые рынки, то тут же на поверхность выходят различия в базовом понимании решений участников рынка, а несоответствия между нормативным и дескриптивным подходами гарантированно стимулируют разногласия<sup>15,16</sup>. Зачастую границы между этими двумя ракурсами размываются в этих разногласиях, создавая беспорядок и приводя к несостоятельным утверждениям.

<sup>15</sup> См. Хогарта (Hogarth) и Редера (Reder)<sup>30</sup>.

<sup>16</sup> Помимо *нормативного* и *дескриптивного*, существует также *предписывающий* подход к принятию решений, который устанавливает руководящие принципы и дает советы по поводу того, как принимать успешные решения. Их предписания обычно относятся к специфическим контекстам принятия решений (например, как подготовить план выхода на пенсию или как разместить фонды в различные виды инвестиций). Хорошими примерами предписывающего подхода к принятию решений являются рыночные обзоры, советующие своим читателям, куда им инвестировать свои деньги.

Традиционная экономика использует нормативную модель, основывая свой подход к финансовым рынкам на предположении, что участники обрабатывают информацию полностью рационально. Напротив, дескриптивные подходы к принятию решений, используемые психологией, пытаются объяснить, как участники рынка *на самом деле* формируют свои решения в экспериментальных ситуациях и в реальной жизни. Эти теории подчеркивают, что все торговые решения представляют собой форму *человеческого поведения*, и что рыночные результаты – это итоги познавательных, эмоциональных и социальных процессов. Таким образом, необходимы точные описания того, как на самом деле принимаются решения и ограничений участников в области рациональной обработки информации – а не только элегантное и абстрактное моделирование рынка<sup>24,31,32</sup>. Как можно получить подобные описания? Предлагая участникам исследования выбрать между предварительно сформулированными сценариями инвестиций, наблюдая за решениями трейдеров на рынке, анализируя интроспективно факторы, которые привели к определенному торговому решению. Все это произвело на свет дескриптивные представления о принятии решений.

Нет недостатка в эмпирических исследованиях и наблюдениях за рынком, которые показывают, как основательно различаются дескриптивные результаты и итоги, предлагаемые нормативными моделями<sup>33</sup>. К примеру, в эксперименте, опубликованном в престижном «*New England Journal of Medicine*», участникам задавали вопрос, будут ли они лечить рак легких радиационной терапией или хирургическим путем и им была предоставлена информация о результатах каждого вида лечения<sup>34</sup>. Для того, чтобы принять решение, участники получили информацию о результатах обоих видов лечения на примере 100 пациентов в трех временных периодах (то есть во время лечения, через год и через пять лет). Однако, для некоторых участников эта информация была сформулирована на основе того, сколько из 100 пациентов по-прежнему живы, а другие участники получили ту же самую информацию, сформулированную на основе того, сколько пациентов умерло. Хотя объективно информация у обеих групп участников была *идентичной*, на степень, в которой предпочтение было отдано хирургическому вмешательству по сравнению с радиационной терапией, значительное влияние оказало то простое обстоятельство, как была сформулирована информация (то есть на основе числа выживших пациентов или числа умерших). Привлекательность хирургического вмешательства значительно выросла, когда результаты были представлены на основе вероятности выживания, а не на вероятности смерти. Исследователи обнаружили, что этот эффект присутствует даже среди статистически грамотных аспирантов и опытных рентгенологов.

Такие эффекты обрамления (то есть решения, подверженные психологическому влиянию того, как *формулируются* и субъективно *воспринимаются* задачи) противоречат нормативной модели, которая основана на рациональных людях, принимающих решения, которые обрабатывают информацию в целом и непредвзято. Поскольку решения в области финансов и инвестиций также полны эффектов обрамления<sup>17</sup>, психологически грамотные рыночные наблюдатели исправно обращают внимание на то, что традиционные экономические модели противоречат эмпирическому знанию и демонстрируют полное неуважение к психологическим факторам, вовлеченным в то, как люди *на самом деле* формируют решения. Соответственно, поскольку традиционные финансы просто предполагают, что участники рынка оптимизируют свои решения или же видят их как черные ящики<sup>18</sup>, бихевиористские экономисты

<sup>17</sup> Больше количество эффектов обрамления приведено в Главе 3 «Принятие рисков в торговых решениях».

<sup>18</sup> Согласно «*Оксфордскому словарю английского языка*» термин «черный ящик» впервые был использован в Королевских Военно-Воздушных силах для обозначения навигационных инструментов в самолетах, а затем был расширен и стал обозначать любой автоматический аппарат, выполняющий сложные функции. В психологии метафора «черный ящик» часто используется, чтобы охарактеризовать подход бихевиориста Скиннера (B.F.Skinner) к человеческому поведению. Этот подход рассматривает знание внутренних психологических процессов как необходимое для понимания поведения, которое определяется прошлым опытом и последствиями.

Вернер Де Бондт (Werner De Bondt) и Ричард Талер (Richard Thaler) сетуют, что в традиционных финансах, кажется, отсутствуют люди, которые, безусловно, являются самыми важными составляющими рынков<sup>35</sup>.

Традиционные экономисты отвечают, что психологические критики не обращают должного внимания на *нормативную* в основе своей природу экономических моделей рынка. Например, когда они строят модели того, как работает валютный рынок, их в меньшей степени беспокоит, является ли верным лежащее в их основе предположение о рациональном принятии решений на уровне отдельных трейдеров, их в большей степени интересует то, позволяет ли модель составлять правильные объяснения и предсказания на уровне рынка (то есть на уровне валютных курсов). Таким образом, замечание, что отдельные участники рынка формируют свои решения абсолютно иначе, чем это постулирует экономическая теория, может в конечном итоге стать помехой для экономистов, но оно не оказывает влияния на нормативное качество их теорий.

Другими словами, различия между нормативным и дескриптивным пониманием валютного рынка представляет из себя еще и противоречие между (1) статичным и ориентированным на результат и (2) адаптивным и ориентированным на процесс подходом. Чтобы наглядно представить себе это противоречие, представьте метафору сосуда неправильной формы, в который наливают тягучую жидкость, как предлагается Гербертом Саймоном (Herbert Simon)<sup>36</sup>. Если сосуд абсолютно неподвижен и нас интересует только уравнивающий результат переноса жидкости, тогда нам не нужно ничего знать о жидкости, и результат можно легко определить. Однако если сосуд сам быстро движется или если нам важен ответ на вопрос, *как* именно достигается равновесие, тогда нам необходимы дополнительные сведения о свойствах жидкости. Если мы будем следовать этой метафоре, то решения участников рынка явно вливаются в «сосуд» валютного рынка, который постоянно находится в движении.

«Как получают хорошие трейдеры – кого мне нанимать?», «Как я могу обойти своих конкурентов на рынке?», «Почему трейдеры склонны урезать свои прибыли и пускать на самотек свои убытки?», «Как я могу научить своих трейдеров не быть слишком уверенными в своих торговых решениях?». Эти вопросы жизненно важны для участников рынка, а к ним нельзя подобраться с помощью нормативного метода. Чтобы предсказать действия адаптивных действующих лиц (скажем, ход мыслей и чувств участников рынка) в сложной среде (скажем, сегодняшнего валютного рынка), знания целей недостаточно. Участники рынка меньше заботятся о воображаемом конечном состоянии рынка, нежели чем о процессе того, *как* движется рынок. Чтобы это проиллюстрировать, скажу, что в моих интервью трейдеры часто подчеркивали, что все торговые решения зависят от временного диапазона заключения сделки (то есть от того, нацелен ли человек, принимающий решение, на краткосрочную или долгосрочную перспективу), и подчеркивали, что каждое решение было правильным или неправильным лишь в рамках определенного диапазона. По словам одного трейдера, «твое решение хорошо или плохо, правильно или неправильно в рамках заданного времени. А время делает все важным или неважным».

Экономисты часто упускают из виду тот факт, что нормативный анализ – это не дескриптивный, и путают свои экономические идеалы с рыночной действительностью и реальными решениями участников рынка. «Зачастую, хотя мы обычно это отрицаем, так происходит из-за неразберихи с нашей стороны, которая образуется из-за того, что мы покупаемся на бихевиористские штуки», – страстно сказал экономист в частной беседе. Зачастую проблема базируется на непроверенных предположениях. Например, экономисты могут считать, что участники рынка на самом деле мотивируются только максимизацией прибыли. Или же они могут предполагать, что жесткая конкуренция на финансовых рынках действительно гарантирует выживание только оптимальных (то есть рациональных) участников. В конце концов, они могут думать, что такие аспекты рационального выбора как инвариантность и транзитивность не

только интуитивно привлекательны на уровне теории, но что они описывают *реальное* поведение человека в ситуации выбора. Однако было доказано, что каждое из этих предположений ложно, и традиционный экономический взгляд на решения не может и не должен претендовать на то, что он одновременно является нормативным и дескриптивным<sup>33,35-37</sup>. Люди часто влюбляются в теорию, которой их обучали, и остаток своей жизни проводят, защищая ее, однажды заметил психолог Арнольд Лазарус (Arnold Lazarus) по поводу спора о разных школах психотерапии<sup>19</sup>. То же самое может быть справедливо и в отношении взглядов, принимаемых теоретиками финансового рынка<sup>20</sup>.

Отмечая, что многие рыночные теории направлены лишь на соблюдение долгосрочного теоретического равновесия, Джон Мейнард Кейнс (John Maynard Keynes) однажды сухо заметил: «В долгосрочной перспективе мы все покойники». Напротив, с дескриптивной точки зрения, рынок никогда не стоит на месте и никогда не приходит в пункт назначения. Процессы, с помощью которых заключаются сделки с валютами, то, как движется рынок, не являются статическими и техническими, но, напротив, динамическими и управляемыми людьми. Таким образом, для лучшего понимания этих процессов, необходимо понимание реального принятия решений участниками. Теории, отражающие такое понимание, проистекают не из гипотетических предположений, но вместо этого они вынуждены учитывать психологическую и социальную динамику рынка. Жизненно важным ключом к этой динамике является психология масс, вовлеченная в общественные процессы стадности.

---

<sup>19</sup> Презентация на конференции «Эволюция психотерапии», Гамбург, 27-31 июля 1994 года.

<sup>20</sup> К примеру, Ариэль Рубинштейн (Ariel Rubinstein) изучает склонность экономистов-теоретиков объяснять эмпирические данные таким образом, чтобы это помогало им находить подтверждение своим убеждениям<sup>38</sup>. Рубинштейн делает вывод, что нужно «намного больше, чем просто цитирование результатов экспериментов и минимальная трансформация наших моделей. Нужно вскрыть черный ящик принятия решений и придумать совершенно новые и свежие средства моделирования».



## Динамика общественной стадности

*Психология масс является настоящим ключом к определению действий цен в конце дня.*

*Треjder валютного рынка*

Как и на всех принимающих решения в реальной жизни людей, на участников валютного рынка оказывают влияние социальные факторы. Они не принимают решений в объективном состоянии психологической изоляции. Трейдеры думают, чувствуют и ведут себя не просто как индивиды, но как члены общественного коллектива<sup>39</sup>. Следовательно, любое подлинное понимание торговых решений требует знаний о том, как *взаимодействуют* решения трейдеров.

Теперь мы обратимся к обсуждению стадных процессов и тщательно исследуем некоторые психологические мотивы стадности. Выходя далеко за пределы таких захватывающих случаев как рыночные крахи, социальная динамика стадности *распространяется* на принятие решений на валютном рынке.

## Стадность и психологическое подчинение

На валютном рынке стадность приводит к поведению участников рынка, которое подпитывается осмыслением и предположениями относительно поведения *других* участников рынка. Это запускает усредняющий и саморегулирующийся процесс принятия решений на коллективном уровне рынка. В этом социально-психологическом процессе восприятие решений других становится основой для своих *собственных* решений. Как отмечает один трейдер на валютном рынке, с помощью стадности участники пытаются предугадать и скопировать поведение других участников. Следовательно, стадность приводит к тому, что участники рынка ориентируют свое собственное поведение, исходя из воспринимаемых (или просто предполагаемых) норм группы<sup>32</sup>. Тогда решения просто имитируют решения других ценой или даже путем исключения другой информации<sup>40</sup>.

Объяснения стадности на финансовых рынках часто отсылают нас к *подчинению*, психологическому явлению, которое можно продемонстрировать даже в малой группе. Решения людей, которые взаимодействуют друг с другом в группах, имеют тенденцию к сближению, часто до тех пор, пока они не станут практически идентичными. Ранее свидетельство власти групп над убеждениями их членов было предоставлено социальными психологами Музафером Шерифом (Muzafer Sherif) и Соломоном Ашем (Solomon Asch)<sup>41,42</sup>.

В классическом эксперименте Аша (Asch) участники формировали решения относительно простого задания – сопоставляли длину первой линии с одной из трех линий для сравнения, сильно отличающихся по длине. Эти предположительно простые решения открыто высказывались каждым из девяти людей в порядке их расположения. Чего участники *не* знали – так это того, что восемь других людей в группе на самом деле были сообщниками экспериментатора, которые были проинструктированы, иногда единогласно давать неверный ответ. Сообщники тогда указывали, что по их восприятию явно более длинная или более короткая линия для сравнения, а не та линия для сравнения, которая имеет ту же длину, подходит по длине к исходной линии.

Ответы других членов группы, как оказалось, имели решающее действие, несмотря на то, что сравнительные оценки в контрольной группе были действительно безошибочными, подверженность неверным суждениям других и публичному оглашению своих собственных решений существенно увеличила число искаженных оценок. После эксперимента даже те субъекты,

которые были достаточно сильны, чтобы озвучить отличное от группы суждение, сообщили, что они начали сомневаться в своем собственном зрении, когда другие члены группы с ними не согласились. Хотя Аш обнаружил индивидуальные отличия в том, насколько склонны люди были к тому, чтобы уступить давлению со стороны группы (некоторые участники *никогда* не соглашались с неправильным суждением группы, другие шли вслед за большинством практически *постоянно*), общие полученные сведения явно демонстрируют, насколько неохотно люди расходятся во взглядах с воспринимаемым групповым консенсусом, даже если их индивидуальное суждение совершенно противоположно групповому.

В то время как субъекты в эксперименте Аша имели четко выраженное задание сравнить длину линий, участники валютного рынка постоянно сталкиваются с более неопределенным требованием: им необходимо превратить высокосложную рыночную информацию в торговые решения. Есть очень серьезные причины для того, чтобы предположить, что подобные расплывчатые установочные параметры решений, где в наличии есть очень много свидетельств и данных для того, чтобы поддержать *многие* мнения относительно рынка, стадность является относительно обычным делом.

Одной из важных причин стадности среди участников валютного рынка является их *неуверенность* в часто меняющихся и расплывчатых условиях принятия решений. В подобном климате стадность выражает собой поиск *любого* вида правила. Поскольку этот поиск, говорит один трейдер, часто основывается на идее, что «они больше, лучше, чем я», крупные игроки на рынке имеют особую возможность воспользоваться этой неуверенностью других. Другой трейдер сухо замечает: «Если у вас есть то преимущество, что вы рыскаете по большому grossбуху и заставляете людей на рынке чувствовать, что вы знаете, куда он идет... они запрыгивают в тот же поезд... чтобы подтолкнуть его еще дальше!»

Соответственно, другое объяснение стадности на валютном рынке вращается вокруг *страха* и *ожидаемых потерь*<sup>21</sup> участников, в случае, если они примут неправильное решение. Оба этих неприятных чувства усиливаются, когда их приходится переживать в одиночку (то есть когда их нельзя разделить с другими). Сходным образом, неправильное решение приводит к большим укорам в свой адрес, когда человек расходится во мнениях с группой, нежели чем когда ты ошибся так же, как и другие<sup>32</sup>. Неправильное решение, которое разделено с другими, по крайней мере, дает комфортное чувство, что ошиблись все.<sup>22</sup> Более того, неправильное решение, принятое в одиночку, возможно, будет сложнее объяснить, чем неправильное решение, разделенное с остальными. «Светская мудрость учит, что для репутации лучше условно провалиться, чем нетрадиционно преуспеть», – замечает Джон Мейнард Кейнс (John Maynard Keynes)<sup>44</sup>. Один трейдер описывает свои проблемы при получении поддержки для нетрадиционного торгового решения: «Мне было сложно представить это своему руководству. Они сказали, что все об этом говорили, а ты этого не сделал, *почему?* Так, в систематически непредсказуемых условиях стадность может быть логичной для участников валютного рынка, которые заботятся о своей репутации, поскольку это позволяет им разделить ответственность<sup>40</sup>.

## Динамика стадности на валютном рынке

*Тренд – твой друг, и если все собираются идти вперед, лучше присоединись к толпе, а не иди против нее.*

*Трейдер валютного рынка*

<sup>21</sup> Обсуждение теории потерь см. в разделе «Аффекты» этой главы.

<sup>22</sup> «Стадо минимизирует риски и предотвращает одиночество», – по словам Нортон (Norton)<sup>43</sup>.

В описанном ранее эксперименте по социальному подчинению именно старательно и мудро спланированная психологом ситуация запустила механизм стадных реакций в малой группе, принимающей решение. Сходным образом в сложных условиях валютного рынка определенное число агентов может спровоцировать стадность; эти агенты могут сделать это как сознательно, так и непреднамеренно.

Один трейдер, к примеру, говорит, что уважаемые люди могут запустить механизм стадности: «На рынке есть определенные люди, которые являются экономистами или которые пишут для определенных телеграфных агентств новостей, которые играют на рынке определенную роль, то что они говорят, очень важно. Сейчас есть несколько крупных фондов, которые будут ждать до тех пор, пока этот парень не напишет свою статью, прежде чем они выложат свои позиции». Другие трейдеры отмечают, что ведущие банки могут запустить механизм стадности с помощью своих сделок: «Крупные банки в большей или меньшей степени являются лидерами общественного мнения. Если они покупают большое количество, тогда все говорят: «Хорошо, давай покупать, потому что, кажется, рынок идет вверх»». Ведущие банки также могут инициировать стадность с помощью заявлений высших должностных лиц, которые широко распространяются с помощью средств массовой информации. «Goldman Sachs несколько недель назад провел семинар и их главный экономист выступил и сказал, что австралийский доллар слишком дешев, это следует принять во внимание. К концу дня он вырос на 2%. Теперь другой информации об австралийском долларе нет, нет других причин, почему курс австралийского доллара вырос, кроме того, что ведущий экономист выступил с этим заявлением. Об этом сообщалось в новостях, и ты знаешь, что определенные люди будут следить за новостями, и это становится стадной ментальностью. Мне нет смысла сидеть и не заключать по нему сделок, не участвовать в этом, если все остальные его покупают», – говорит один трейдер.

Центральные банки и политики могут инициировать стадность. «Если центральный банк приходит в коммерческий банк с валютной интервенцией, и они продадут 50 миллионов долларов, то 50 миллионов долларов для рынка ничто. Но коммерческий банк, который покупает эти 50 миллионов, знает, что это валютная интервенция, и, конечно, они продадут еще 50 миллионов, и так далее. Это эффект снежного кома в большей или в меньшей степени, и это движет рынком», – по словам одного трейдера. Другой трейдер замечает, что заявления центральных банков и политиков являются примером информации, за которой нужно следить, даже если ты сам ей не веришь, потому что за этим неизбежно последует *ожидаемая* реакция рынка: «Чтобы поднять доллар, достаточно буквально таких фраз, как: «Мы думаем, что доллар слишком дешев»... Люди на это среагируют, если это говорит чиновник центрального банка. Даже если к концу дня вы думаете: «Возможно, он в это не верит», вокруг достаточно людей, которые среагируют как стадо!»

А когда механизм запущен, стадные процессы могут раскачиваться между разными стадиями, которые усиливаются с помощью самореализующейся социальной динамики.<sup>23</sup> В период *накопления и интеграции* следовать толпе выгодно и это может принести прибыли в заключенных сделках, объясняют трейдеры<sup>24</sup>. Один трейдер описывает это как рыночную среду, в которой «получаешь тумаки, если идешь против течения». На этом этапе быстрое осознание того, «что делают влиятельные люди», очень важно, даже если это противоречит их собственным убеждениям. Во время этой фазы «никто на самом деле не сидит и не говорит: нет, я против этого, я сохраняю эту позицию и пойду против всего остального мира», – объясняет один трейдер. «Даже если я убежден, что рынок должен пойти в противоположном

<sup>23</sup> См. всестороннее обсуждение самореализующихся пророчеств в Главе 4 «Ожидания на валютном рынке».

<sup>24</sup> Наблюдение за динамикой стадности привело к ряду изощренных попыток исправить экономическую теорию обработки информации. Например, экономисты изучили роль информационных каскадов в финансовых причудах, где оптимально следовать поведению других и продемонстрировали, что правила оптимизации решений могут характеризоваться стадным поведением участников рынка без использования их собственной информации<sup>45,46</sup>.

направлении, я не пойду против рынка», – соглашается другой трейдер. Присоединение к воспринимаемому консенсусу и действиям других может потребоваться, например, когда стадность определяет реакцию рынка на правдоподобный слух: как утверждает третий трейдер: «Не важно, правильно это или нет. Я вынужден действовать, исходя из этого, потому что так делает рынок». А еще один трейдер описывает это свойство, просто отмечая, что в течение короткого периода времени все присоединятся к иррациональному ходу, потому что никто не хочет идти против рынка.

«Крах стадности начинается со стремительно растущего ощущения, что накопление и интеграция достигли своего пика. По определению, если все говорят, что он идет вверх, все они уже купили его или собираются купить позднее. Как только все что-то купили, они не могут это продать! Если все что-то покупают, то ситуация может развиваться только в одном направлении, по крайней мере, согласно моей логике. Оставшиеся 99,9% населения валютного рынка, которые это купили, будут не понимать, почему он идет вниз – я пойму, почему», – рассуждает один трейдер.

Версия легенды бейсбола Йоги Берра (Yogi Berra): «Никто туда больше не идет. Там слишком много народа», – тоже является уместным описанием этой стадии стадности. Это отражено во многих заявлениях трейдеров, таких как: «Если очевидное слишком очевидно, тогда это, очевидно, неверно», «как только все ждут одного и того же, оно становится недействительным» и «если все считают одинаково, они ошибаются». Для своей биржевой торговли многие трейдеры активно пытаются предугадать этот поворот в процессе стадности. Поскольку определить четкую границу между накоплением и крахом сложно, один трейдер утверждает, что если девять из десяти людей, которым он звонит, утверждают одно и то же, он становится очень осторожным и склоняется к противоположному мнению. Еще один трейдер замечает, что зачастую общие средства массовой информации начинают интересоваться определенным развитием событий на финансовых рынках только в этой поворотной точке. Однако попытки воспользоваться таким развитием событий могут уже опоздать. «На валютном рынке, когда все дают тебе рекомендации, как заключать сделки, когда все говорят «нужно делать так», когда ты получаешь все эти предсказания от всех стратегов, «знаешь, евро поднимется до уровня 1,30 за доллар», именно в этот момент нужно сказать себе: «Хорошо, если так думают все, все так поступают, тогда это уже не очень хорошая идея. И именно тогда умные деньги выходят из игры, трейдеры, которые удерживали свои торговые позиции, могут оказаться на неправильной стороне рынка, оставленными толпой». Другой трейдер сухо замечает: «Мы называем это... «сиротским» временем».

Во время краха рынка важность стадности становится особенно очевидной. Например, стадные процессы, скорее всего, ускорили крах на фондовом рынке в октябре 1987 года, когда цены фондов упали на треть, хотя в средствах массовой информации не появлялось никаких важных отрицательных новостей<sup>32,40</sup>. Поскольку рыночные крахи запускаются по большей части внезапным и драматическим изменением в коллективном восприятии, нежели чем внезапной и драматической переменой в лежащих в его базе экономических основаниях и конкретными новостями в средствах массовой информации<sup>47</sup>, «сами по себе экономические модели не могут описать опыт реального краха»<sup>48</sup>. Это изменение в коллективном восприятии существенно увеличивает роль аффектов в решениях участников рынка<sup>25</sup> и приводит к

<sup>25</sup> Роль эмоций в торговых решениях подробно рассматривается в разделе «Аффекты» этой главы. Растущая роль аффектов во время рыночных крахов уже рассматривалась во вразумительном описании поведения толпы Тернера (Turner) и Киллайна (Killain): «Ситуация неопределенна или бесструктурна; участники не владеют существовавшими до них традиционными ожиданиями относительно того, как им следует себя вести; итог неопределен... [и есть] ощущение срочности, чувство, что нужно что-то сделать прямо сейчас»<sup>49</sup>. Таким образом, во время проявления поведения толпы настроение передается, и возникает нехарактерное ощущение того, какие действия следует предпринять.

тому, что участники становятся еще более зависимыми друг от друга в своих решениях. После краха 1987 года взлеты и падения различных национальных фондовых рынков стали более связанными друг с другом<sup>50</sup>. Недавний разделенный опыт удивления и страха среди участников рынка играет важную роль в этой интенсификации совместных колебаний на национальных рынках. *Эмоциональное последствие* приводит к тому, что люди не только синхронизируют свое поведение с другими, но также объединяются на эмоциональном уровне, и усиливают синхронизацию своих действий перед лицом опасности<sup>51-53</sup>.

Стадные процессы могут также подпитываться психологической склонностью людей, принимающих решения, придавать слишком большое значение имеющейся в наличии информации. Новизна и видное положение в разговорах охваченных паникой людей могут сильно усилить психологическую популярность. Тогда систематическое приращение слишком большого значения текущей отягощенной аффектом информации поддерживает стадность<sup>26</sup>.

Помимо этого стадность характеризуется *самоусиливающимися* механизмами принятия решений, основанными на «информационных каскадах». Динамика подобных каскадов может быть уподоблена распространению инфекционного заболевания. Однако, в то время как болезни, изучаемые эпидемиологами, основаны на легко передаваемых вирусах, во время информационного каскада на рынке именно *информация о поведении* участников приводит к тому, что другие начинают активно копировать их действия, что, в свою очередь, побуждает еще большее количество участников последовать их примеру. Подобные каскады информации и вытекающее отсюда поведение подразумевают, что стадность работает, не только прямолинейно, но может также возвращаться в саму себя, что может привести к эскалации изначально малых причин. Так малая пробоина может потопить огромный корабль.

Стадность также может помочь в объяснении непостоянства валютных курсов. Когда участники просто *копируют* поведение других участников вместо того, чтобы обрабатывать рыночную информацию независимо, они работают на существующие рыночные тренды. «Люди склонны... больше играть на повышение, когда мы растем, следовательно, рынок идет вверх, следовательно, люди становятся более уверенными, и так далее... Отсюда, мы получаем перекупленность и перепроданность курса», – утверждает один из трейдеров на валютном рынке.

Стадность на валютном рынке зачастую подпитывается новыми торговыми и информационными технологиями. Эти технологии обеспечивают участников рыночной информацией в режиме реального времени, и в сущности сегодня для всех участников рынка в наличии имеется одна и та же информация<sup>27</sup>. Этот аспект глобальных финансовых новостей позволяет проводить *мгновенные* индивидуальные корректировки в коллективном поведении рынка. Более того, использование компьютерных систем принятия торговых решений может привести к тому, что огромные части рынка будут реагировать одновременно и сходным образом, увеличивая, таким образом, стадное поведение. «Система следует тренду», – объясняет один трейдер. – «Если один фонд начинает покупать, другие последуют за ним!»<sup>28</sup>

Трейдеры также воспринимают динамику стадности по финансовым новостным каналам. Они сообщают, что компании, обеспечивающие финансовые новости, часто следуют в направлениях, установленных другими новостными агентствами: «Как только одна фирма предостав-

<sup>26</sup> Более подробное обсуждение так называемой «наличной эвристики» см. в разделе «Познавательные способности» этой главы.

<sup>27</sup> «Получатель массовой информации... часто оказывается в ситуации, когда он определяет свой опыт как опыт, который в значительной степени разделен с другими, и он, в некотором роде, взаимодействует с образом большого числа слушающих и видящих эти новости вместе с ним». Таково одно из объяснений того, как средства массовой информации могут стимулировать условия, лежащие в основе коллективного поведения<sup>49</sup>.

<sup>28</sup> Сходным образом широко распространенное использование так называемого «страхования пакета активов» (то есть систематические ограничивающие потери стратегии продажи фондов, когда они начинают падать), возможно, сыграли свою роль в крахе фондового рынка в 1987 году.<sup>54</sup>

ляет какой-то конкретный продукт или новинку, все остальные немедленно подтягиваются вслед за ней», – говорит один трейдер. Сходным образом, в выборе трейдерами какого-то определенного новостного агентства присутствует стадность: «Рынок решает за вас, какого поставщика информации вы выберете», – отмечает один трейдер, в то время как другой трейдер между делом замечает, что «вам нужен «Рейтерс», потому что у всех остальных стоит именно он».

Динамика стадности среди участников рынка может также быть обнаружена в выборе значимых новостных статей. Один трейдер в целом утверждает, что в отношении выбора новостей «в основном мы смотрим на то, на чем, по нашему мнению, сконцентрируется рынок». Другой трейдер дает рационалистическое объяснение тому, как он корректирует свой выбор новостей и фильтрует имеющуюся в наличии рыночную информацию с учетом выбора других: «Я должен знать, о чем думают другие части рынка». Для валютных трейдеров *предчувствие* стадности является причиной, почему к слухам, появляющимся на валютном рынке, следует относиться серьезно и почему следует принимать их в расчет в своих действиях, даже если сам трейдер лично в них сомневается. Поскольку «люди просто предполагают, что новости верны», затем становится необходимо *лично* действовать так, как в том случае, если бы новости действительно были верны, а не выбрасывать их из головы, как слухи. Как показывает Глава 5 «Новости и слухи», это может быть одной из причин, почему трейдеры не считают точность важной характеристикой новостей.

Глава 4 «Ожидания на валютном рынке» продолжит обращаться к явлению стадности, иллюстрируя то, что *рыночные прогнозы* также находятся под влиянием самоупрочивающейся динамики. Трейдеры отмечают, что как широкое применение «технического анализа», так и вера в силу «таблиц и графиков», основаны, по крайней мере, частично, на стадности<sup>29</sup>. Другими словами, трейдеры пользуются графиками потому, что они видят, что ими пользуются другие трейдеры. Они воспринимают графики как удобный инструмент для предсказания валютных колебаний, поскольку они видят, что большая часть рынка так поступает. Следовательно, как красноречиво замечает один трейдер, одной из главных причин использования графиков является «Потому что *ты* не можешь не обращать на это внимания, если другие этим пользуются!» Таким образом, стадность связана не просто с единичными драматическими событиями на рынке, но является *постоянным психологическим аспектом* в социальной динамике принятия решений на валютном рынке.

---

<sup>29</sup> Определение технического анализа и приверженности к графикам см. в Главе 4 «Ожидания на валютном рынке»

## Аффекты

*Ты чувствуешь эмоциональный подъем, когда зарабатываешь деньги. Ты чувствуешь, что не можешь ошибиться.  
Треjder валютного рынка*

«Желания не имеют значения. Я машина», – провозглашает андроид, который героически возвращается из будущего, чтобы спасти человеческую расу в блокбастере *«Терминатор 3: Восстание машин»*. Сходным образом большая часть экономических подходов к финансовым рынкам зиждется исключительно на познавательной концепции принятия решений. Чувства воспринимаются как иррациональные и в то время, как считается, что они вредят интересам некоторых участников рынка, также считается, что они никак не влияют на уровень рынка, по крайней мере, в течение продолжительного времени<sup>55</sup>.

Психологическое понимание, напротив, признает важную роль *аффектов*<sup>30</sup> для участников рынка и может даже рассматривать аффекты как душу рыночных решений. Во время интервью трейдеры говорят о чувствах. Мнение одного трейдера о том, что торговые решения – это «связанный с чувствами процесс» подтверждается систематическими обзорными рейтингами других трейдеров. Трейдеры оценивали фразу «мое решение было основано на моих чувствах» как самую важную характеристику, и своих лучших, так и худших решений, что показывает, что аффекты играют не только одну из многих, но центральную роль в торговых решениях<sup>31</sup>. Как говорит другой трейдер, «зарабатывание денег на валютном рынке сводится к одной основной вещи. Мы склонны делать это тайно, но ты вынужден покупать, если *чувствуешь*, что он вырастет».

Так трейдеры быстро признают роль аффектов в своих решениях и в коллективных рыночных процессах. Действительно, они рассматривают личную жадность как решающий фактор в принятии риска, воспринимают страх и надежду в ожиданиях участников, как самую крупную движущую силу, стоящую за колебаниями валютных курсов, и считают, что эти эмоции отвечают за реакции рынка, при которых валютный курс не соответствует положению в экономике. «Если по какой-то валюте наблюдается коллапс или внезапное колебание, у всех неправильные позиции, то, следовательно, там есть *страх*, что они много потеряют. А есть другие периоды, когда у тебя правильная позиция и вдруг рынок начинает двигаться в твоём направлении. И тогда люди приумножают свои позиции, потому что, знаете, «все идет хорошо, давай воспользуемся этим по полной программе!» И они максимизируются, и по существу выжимают из этой ситуации все, что только можно, но по-прежнему хотят удержать позицию – потому что теперь у них есть *надежда*, что они заработают еще больше денег. И именно в этих точках ... рынок поворачивает», – объясняет один трейдер. В отношении своих собственных торговых решений трейдеры рассматривают эмоции как обоюдоострый меч, который одновременно и полезен, и опасен. Как говорит один трейдер: «Эмоции важны и они являются важной составляющей, но они также очень, очень опасны». Таким образом, в то время как некоторые трейдеры отмечают, что для биржевой торговли эмоции следует держать под контролем и, по словам одного трейдера, «возможно, лучшая сделка – это та, где люди не обладают эмоциями, где они безэмоциональны», другие трейдеры считают, что хороший трейдер вынужден быть эмоциональным. Эмоции могут понадобиться, например, для того, чтобы «чувствовать» рынок и получать интуитивное понимание текущей ситуации на рынке. Эмоции также могут

---

<sup>30</sup> Аффект – это общий термин для широкого спектра психологических явлений, который включает в себя чувства, эмоции, настроения и мотивацию<sup>56</sup>.

<sup>31</sup> Об этом открытии сообщается в разделе «Торговые решения: точка зрения трейдеров» этой главы.

быть необходимым источником обратной связи в принятии риска, как отмечает один трейдер: «Боль от потерь очень важна и, да, у тебя должен быть страх, потому что отсутствие страха заставляет тебя слишком сильно рисковать». Другой трейдер лаконично иллюстрирует свое убеждение, утверждая, что: «Хороший трейдер – это эмоциональный трейдер».

На самом деле аффекты оказывают влияние на принятие решений самыми разными способами. Возьмем, к примеру, настроения<sup>32</sup>. Психологические исследования обнаружили, что информация и стимулы, совместимые с настроением человека, изучаются лучше, чем стимулы, с ним несовместимые<sup>57-60</sup>. Сходным образом настроения влияют на то, какой материал может быть восстановлен в памяти: стимулы, согласующиеся с настроением человека – отрицательные стимулы, если человек печален, положительные стимулы, если человек счастлив – вспоминаются легче, чем несогласующиеся стимулы<sup>61</sup>. Настроения также оказывают влияние на то, как люди формируют ожидания: когда людей просят оценить вероятность событий в будущем, счастливые люди дают более высокие оценки в пользу положительных событий, по сравнению с подавленными!<sup>58</sup>

Для торговых решений эти находки имеют чрезвычайно важное значение, потому что валютный рынок населяют не машины, а люди, эмоциональные, а не отстраненные и объективные, обработка рыночной информации влияет на то, как трейдеры воспринимают рынок, формируют ли они положительные или отрицательные ожидания и насколько они хотят рисковать<sup>62</sup>. Кроме влияния на отдельных участников рынка, настроение также *связывает* их друг с другом. Настроение участников влияет на динамику коммуникации между ними и определяет их реакцию на информацию из финансовых средств массовой информации<sup>33</sup>. Например, один трейдер рассказывал: «Вчера поздно вечером я увидел по телевизору, как китайцы производили запуск ракет в сторону Тайваня и двух авианосцев США, передвигавшихся там, но комментарий был очень спокойным... Если бы они комментировали нервно, а другие последовали бы за ними, тогда вполне могло бы случиться, что вслед за этим последовало бы колебание на валютном рынке».

Таким образом, аффекты стоят в самом центре рыночных решений, а не просто играют частную или второстепенную роль. Аффекты определяют, какие альтернативы принимаются в расчет, какая информация собирается, и как она обрабатывается. Они определяют *интерпретацию* информации и приписывают ей психологическое значение и вес<sup>64</sup>. Как показывает Глава 7 «Бороздим просторы рынка на метафорах», метафорические представления о торговых решениях и о рынке на концептуальном уровне изобилуют эмоциональными словами. Например, трейдеры часто представляют рынок как «сумасшедший» или «усталый», как в следующем случае. «Ты весь день заключал сделки, это был кошмарный день. И ты думаешь, я устал, рынок устал, доллар устал. Сколько раз я проходил этот путь, «О, доллар выглядит уставшим!» Однако, доллар не ... устал. Доллар либо предлагают, либо покупают. Доллар не сидит и не говорит: «Уф. Я сегодня по-настоящему устал». В то время как этот трейдер говорит о подобных рыночных конструкциях с некоторой иронией, они отражают психологическое понимание рынка трейдерами в их эмоциональном принятии решений. Так аффекты не только «искажают» механистическое принятие решений, типичное для андроидов «Терминатора» (что доказывают феномены тенденций «статус-кво» и чрезмерной уверенности, обсуждаемые далее); вместо этого, как показывает последняя часть этого раздела, аффекты также

<sup>32</sup> Настроения, подобно эмоциям, опираются на непознавательный чувственный процесс. Однако, в то время, как эмоции более интенсивны и имеют специфическую причину, настроения длятся дольше, являются менее интенсивными и не имеют специфической цели.

<sup>33</sup> Эта связь между общим настроением на рынке и влиянием средств массовой информации описана психологом Джорджем Катона (George Katona)<sup>63</sup>.



являются *конструктивными*, позволяя трейдерам переводить свой опыт и знание рынка в торговую интуицию.

## Тенденция «статус-кво»

«Я работал со многими людьми, которые просто не могли закрыть убыточную позицию, основанную на решении, которое они однажды приняли: «Я люблю эту позицию, доллар никогда не опустится еще ниже». А доллар продолжает падать», – заметил один трейдер во время интервью. Так называемое «предубеждение статус-кво» описывает, как участники рынка, после того, как они решили действовать определенным образом, сопротивляются тому, чтобы изменить свою точку зрения, несмотря на то, что новые данные показывают, что избранный курс действий не является оптимальным. Например, трейдеры могут придерживаться своего выбора, даже если было доказано, что этот выбор не очень удачен, просто потому, что его изменение будет означать отказ от статус-кво<sup>32,37,65</sup>.

В решениях, принимаемых на валютном рынке, тенденция к соблюдению статус-кво может привести к тому, что трейдеры действуют, руководствуясь убыточной стратегией, даже если эта стратегия уже приводила к убыткам в течение продолжительного периода времени. Трейдеры эмоционально привязываются к определенной рыночной позиции и взгляду на рынок, что они метафорически описывают как «брак» с позицией. От подобной торговой позиции, возможно, очень сложно отказаться, даже если накопились большие убытки, потому что, как объясняет один трейдер: «Ты покупаешь позицию по какой-то серьезной причине». Другой трейдер отзывается эхом на это утверждение, говоря: «Поскольку ты хочешь быть прав, ты не хочешь принимать убытки». Помимо влияния тенденции «статус-кво» на единичные торговые решения, гораздо более обширную тенденцию «статус-кво» можно обнаружить в общем стиле заключения сделок и в предпочтениях. Трейдеры валютного рынка отмечают, что, несмотря на то, что стили заключения сделок чрезвычайно разнообразны, трейдеры обычно основывают свой подход на опыте заключения сделок, который они получили в начале своей карьеры и впоследствии они не склонны его менять. Влияние личного стиля заключения сделок и предпочтений может впоследствии сработать независимо от текущих условий рынка и имеющейся информации, или вступить в противоречие с ними. Как здраво отмечает один трейдер: «Есть трейдеры – быки, а есть трейдеры – медведи... Ты просто говоришь им цену закрытия по пятнице и говоришь: «не глядя на экран, не читая газет, просто сделайте что-нибудь». И тогда кто-то будет покупать, а кто-то – продавать. Те, кто покупает, это не те, кто продавал два дня назад, потому что они всегда покупают».

Особенно сильной формой тенденции «статус-кво» является *эскалация решений* в торговых решениях. Здесь аффекты заставляют трейдеров не только удерживать, но и *расширять* убыточную позицию. Другими словами, трейдеры не только отказываются пересмотреть свою стратегию и прервать негативный процесс, запущенный плохим торговым решением, но активно ускоряют неверный ход действий. Яркий пример дается трейдером, который описывает свою реакцию, когда он увидел, что его позиция по доллару США падает: «Доллар идет вниз, нужно снова и снова покупать, просто чтобы показать людям: «Я уверен! Я прав!»»

С точки зрения максимизации экономической полезности, тенденция «статус-кво» иррациональна и приводит к решениям, которые явно предвзяты. Решения, являющиеся чисто максимизирующими прибыль, основываются только на *будущих* перспективах и объективных нормах прибыли, а не на придерживании изначально избранной стратегии по субъективным причинам. Однако эмоциональная и психологическая динамика могут объяснить это явление<sup>34</sup>.

<sup>34</sup> Тенденция «статус-кво» также может быть объяснена общим отвращением к риску. Люди воспринимают любое заданное различие между альтернативами как более последовательное, если оно воспринимается как различие между неблагоприятными альтернативами, нежели чем между благоприятными альтернативами. Таким образом, возможные недостатки пере-

Например, приверженность своим решениям, когда они приняты, часто основывается на эмоциональных обязательствах<sup>64,66</sup>. Когда люди эмоционально вкладываются в своих убеждениях, им становится очень сложно и даже невозможно изменить их с помощью только информации или других познавательных мероприятий<sup>67</sup>. Две другие важные эмоциональные динамики, которые лежат в основе тенденции «статус-кво» – это *предчувствуемое сожаление* и потребность сократить *диссонанс сознания*.

Теория сожалений постулирует, что люди основывают свои решения на том, сколько неприятных сожалений они могут вследствие них испытать<sup>68,69</sup>. Понятно, что людям не нравится чувствовать сожаление. Таким образом, они пытаются предугадать величину возможного сожаления, связанного с каждым из альтернативных решений. А затем принять решение в пользу той альтернативы, которая поможет им до минимума сократить сожаления<sup>35</sup>. Эта теория легко переводится на опыт трейдеров, которые уступают тенденции «статус-кво», тенденции удерживания убыточной торговой позиции. Решение закрыть свою торговую позицию и осознание получающегося в результате убытка ведут к высокой степени предчувствуемого сожаления, особенно, если рассмотреть вероятность, что рынок может пойти в обратную сторону. Напротив, если трейдер не закрывает убыточную позицию немедленно и рискует получить еще большие убытки когда-нибудь в будущем, то это приводит лишь к небольшому количеству дополнительных сожалений, а, следовательно, это кажется предпочтительным.

Более того, ошибки бездействия зачастую переживаются как вызывающие меньше сожалений, чем ошибки совершения каких-либо действий<sup>32</sup>. Возьмем, к примеру, трейдера на валютном рынке, который просто удерживает торговую позицию, которая уже принесла некоторый убыток. Следовательно, если убытки вырастут, трейдер допустил только ошибку бездействия и, скорее всего, испытает меньше сожалений, чем трейдер, который допустил ошибку неправильного действия, активно закрывая торговую позицию, которая затем начинает генерировать прибыли.

Другое психологическое объяснение тенденции «статус-кво» – это мотивация людей, принимающих решения, сокращать то, что психолог Леон Фестингер (Leon Festinger) называет «диссонансом сознания»<sup>71</sup>. Диссонанс сознания появляется всегда, когда лица, принимающие решения, придерживаются противоречивых восприятий или противоречиво относятся к какому-либо объекту. Например, люди, которым нравится курить сигареты, могут также знать, что курение вызывает рак и, следовательно, испытывать диссонанс. В этом примере объектом выступает курение, а положительное отношение к курению («мне нравится курить») противоречит негативной оценке («курение вредно для моего здоровья»). Поскольку диссонанс сознания причиняет неудобство, люди пытаются его сократить или даже полностью от него избавиться. Курильщики, например, могут пытаться изменить свое поведение и бросить курить. Другой стратегией, которая помогает курильщикам сократить свой диссонанс сознания, является изменение их противоречащих друг другу восприятий и отношений. Курильщики могут убедить себя, что на самом деле им не нравится курить или что курение, возможно, не так уж опасно. Таким образом, неприятный диссонанс сознания может быть сокращен с помощью изменения поведения или изменения отношения<sup>14</sup>.

На валютном рынке диссонанс сознания часто проявляется в форме диссонанса после решения, после того, как приняты торговые решения. Один трейдер замечает: «Занятно и предельно ясно, что у людей очень разные взгляды на рынок, когда у них *нет* позиции и когда

---

мен кажутся больше, чем их вероятные достоинства. Следовательно, тенденция «статус-кво» может также быть объяснена как результат в целом асимметричной природы принятия рисков<sup>37</sup> (см. Главу 3 «Принятие рисков в торговых решениях»).

<sup>35</sup> Например, исследование Зиленберга (Zeelenberg) и других показывает, что люди, принимающие решения, «испытывают отвращение к сожалениям» и выбирают альтернативы, подразумевающие минимизацию сожалений<sup>70</sup>.

*есть*. Убеждение, что доллар вырастет, может быть очень сильным до того, как кто-то купил доллары, по сравнению с тем, каким оно является после того, как он их купил... он может очень быстро усомниться в своем суждении». Подобно курильщикам в предыдущем примере, трейдеры, которые испытывают диссонанс после вступления в торговую позицию, пытаются его сократить. Одним из самых простых способов это сделать является формирование оценки рынка в целом, которая фокусируется на информации, совместимой с новой позицией. Это, в свою очередь, делает трейдеров уязвимыми для тенденции «статус-кво». «Ты забываешь свои собственные правила настолько, что закрываешь свою позицию с определенными потерями, потому что знаешь, он приближается, он приближается», – так один трейдер переводит эту находку на валютный рынок. Сходные управляемые аффектами динамики сокращения диссонанса, возникающие *после* принятия решений, после того, как решения сформированы, были обнаружены среди людей, заключающих пари на спортивных мероприятиях. Люди, которые только что заключили пари на ипподроме, считают, что их шанс выиграть больше, чем люди, которые только собираются сделать ставку<sup>72</sup>.

В торговых решениях даже раздутая версия тенденции «статус-кво», которая становится очевидной в поразительных эскалациях решений, может быть объяснена эмоциональными динамиками. Обычно подобные эскалации решений могут наблюдаться, когда участники рынка уже осуществили значительные вложения денег и усилий в определенную торговую стратегию. Хотя отстраненная и объективная оценка может явно выявить бесполезность стратегии, трейдеры чувствуют себя психологически *связанными* с усилиями и деньгами, которые они уже инвестировали. Трейдеры и торговые институты могут подвергнуться воздействию подобных динамик, и впустую потратить много денег (или много усилий)<sup>73,74,36</sup>. Подобные динамики можно было наблюдать во время разработки знаменитого сверхзвукового самолета «Конкорд», чей последний полет был осуществлен в 2004 году. На ранних этапах сооружения, когда была потрачена только часть бюджета, выделенного на разработку, стало ясно, что эксплуатация «Конкорда» никогда не станет прибыльной. Однако к тому времени правительства Великобритании и Франции чувствовали себя слишком преданными проекту и не хотели «тратить впустую» деньги, которые уже были в него вложены. «Было бы гораздо экономнее завершить весь этот проект перед тем, как был завернут последний болт», – пишет венгерский математик Ласло Меро (Laszlo Mero).

Подводя итог, скажем, что тенденция «статус-кво» объясняет психологическую склонность участников рынка отстаивать и даже укреплять изначальную стратегию заключения сделок вместо того, чтобы изменять ее в свете новой и более точной информации, которая ей противоречит. При заключении сделок на валютном рынке то, что человек просто подчиняется этой тенденции, может дорого ему обойтись. «Упрямые люди теряют деньги, когда принимают определенную точку зрения, которая оказывается неправильной», – замечает один трейдер. Следовательно, как замечает другой трейдер, «только когда ты *действительно* смотришь на то, что сделал, тогда ты можешь принять свое собственное плохое решение». Как показывает следующий раздел, одним из психологических ключей к сложностям, с которыми сталкиваются трейдеры при рассмотрении значимой информации и опыта, является чрезмерная уверенность.

<sup>36</sup> Феномен, когда люди принимают в расчет прошлые расходы, принимая свои решения, и то, что они предпочитают те альтернативы, в которые они уже вложили деньги, усилия или время, также называется «эффектом вложенных денег».

## Чрезмерная уверенность

*Если ты становишься слишком уверенным и слишком дерзким, рынок поставит тебя на место.*

Треjder валютного рынка.

Исследование, проведенное среди шведских водителей, показало, что 90% считают себя водителями на уровне выше среднего. Уже одни лишь статистические причины делают невозможным, чтобы этот результат отражал *реальный* уровень их навыков вождения. Однако большое количество исследований показывает, что лица, принимающие решения, в основном склонны быть *чрезмерно уверенными* в своих способностях и в точности своих суждений. «Когда люди говорят, что они на 90% уверены, что произойдет какое-то событие, или что какое-то утверждение верно, они, возможно, правы в 70% случаев,» – согласно исследователям бихевиористских финансов Вернеру Де Бондту (Werner De Bondt) и Ричарду Талеру (Richard Thaler)<sup>35</sup>. «Вы можете быть *абсолютно* уверены, что доллар пойдет вверх, и, тем не менее, он пойдет вниз», – переводит этот вывод в сферу валютного рынка трейдер.

Интервью с трейдерами подтверждают, что чрезмерная уверенность играет важную роль в торговых решениях. Трейдеры отмечают, что это особенно относится к ситуациям, когда участники рынка накапливали прибыли в течение продолжительного периода времени. Наблюдение одного трейдера о том, что «трейдер, который является *самым* опасным, это, вероятно, тот трейдер, у которого была хорошая полоса», подкрепляется другим трейдером, который добавляет, что: «Если трейдер получает хорошие прибыли, он становится более склонным к риску, потому что он говорит: «У меня не может быть провала! Я как папа Римский, прав во всем, что бы я ни делал». Другие трейдеры отмечают, что эта тенденция становится чрезмерно уверенными в себе после успеха особенно часто наблюдается среди неопытных участников рынка.

Чрезмерная уверенность легко превращается в опасное свойство, поскольку люди, которые *слишком* уверены в своих убеждениях, не смогут правильно взвесить важную информацию<sup>79,80</sup>. Как отмечает один трейдер на валютном рынке относительно торговых решений: «Если ты зарабатываешь деньги, ты не оцениваешь информацию *по-настоящему* осторожно каждый раз. Поскольку ты чувствуешь, что у тебя хорошая полоса, ты зарабатываешь деньги, ты доверяешь своим чувствам и доверяешь тому, как ты принимаешь свои решения... В другой раз я, возможно, посмотрел бы на график, может быть, поговорил бы еще с одним-двумя людьми. Но если у меня хорошая полоса, то зачем это делать?» Таким образом, чрезмерная уверенность среди участников рынка может привести к тому, что они *не обратят внимания* на ценную для их торговых решений внешнюю информацию, слепо настаивая на правильности своих суждений, и выйдут на слишком высокие уровни риска.

Однако, как показывает классическое исследование Стюарта Оскампа (Stuart Oskamp), количество имеющейся в наличии информации не обязательно сокращает или удаляет чрезмерную уверенность в решениях<sup>81</sup>. Клиническим психологам и студентам выдали информацию о пациенте, им нужно было вынести клиническое суждение о пациенте. Чем больше информации получали участники, тем более уверенными в своих суждениях они становились, в то время как точность суждений в основе своей *не улучшилась*. То, что большее количество информации может привести к росту чрезмерной уверенности, но не к росту точности суждений, также было обнаружено в неопубликованном исследовании, проведенном Полом Слови-ком (Paul Slovic) и Бернардом Корриганом (Bernhard Corrigan) о том, как заключают пари люди,

играющие на бегах<sup>37</sup>. Увеличение количества информации, на которой игроки могут основывать свои решения, также способствовало росту их уверенности в своих суждениях, но не способствовало росту их предсказательной точности. Таким образом, единственным эффектом дополнительной информации было то, что игрок был перегружен информацией, что приводило к ошибкам, а не к росту точности<sup>79</sup>. Чрезмерная уверенность может также помочь объяснить широко известное предпочтение людей, держащих пари на спортивные события, в отношении пари с низкой доходностью на результат конных забегов или футбольных матчей<sup>82</sup>.

Сходным образом, на рынке большее количество информации может привести к росту уверенности, как показывает исследование прогнозов на фондовом рынке. Например, в одном исследовании студентов, учащихся на степень магистра делового администрирования, просили составить биржевые прогнозы компаний, акции которых открыто котируются в системе NASDAQ. Студенты основывали свои прогнозы на информации, которую они получили о компаниях. Не удивительно, что чем больше информации они получали, тем более уверенными они становились. Однако этот рост уровня их уверенности имел место даже тогда, когда добавляемая информация уже была полностью предоставлена. Более того, по мере того, как дополнительная информация (как избыточная, так и новая) способствовала росту уверенности участников, она, на самом деле *снижала* точность их прогнозов, что заставило авторов вышеупомянутого исследования склониться к тому, чтобы установить «вредное действие кажущейся полезной информации»<sup>83</sup>.

Чрезмерная уверенность среди участников рынка также помогает объяснить избыток заключения сделок (то есть явление, когда участники рынка заключают слишком много сделок)<sup>84,85</sup>, когда на рынке слишком много волатильности<sup>56,86</sup>. Более того, чрезмерная уверенность может также подтолкнуть трейдеров к тому, чтобы они приняли на себя избыточный уровень риска<sup>87,88</sup>. Ряд свойств делает валютный рынок особенно благодатной почвой для чрезмерной уверенности среди его участников. На участников валютного рынка льется непрерывный поток информации, а циркулярная природа обработки информации приводит к дополнительным повторениям и избыточности<sup>38</sup>. Более того, было обнаружено, что чрезмерная уверенность особенно сильно проявляется в тех ситуациях, где сложно сформировать точное суждение<sup>89</sup>. Эта сложность *определяет* принятие решений на финансовых рынках, где предсказания, в лучшем случае, могут быть сделаны с точностью, близкой к шансу. По словам трейдера на валютном рынке, «трейдер должен быть прав в 51% случаев. Если это так, то в 49% случаев он может ошибаться. И, наконец, было обнаружено, что чрезмерная уверенность соотносится с уровнем квалификации, которой, по мнению людей, они обладают<sup>90</sup>.

Однако одного лишь восприятия опасности и возможных негативных последствий может быть недостаточно. Используя данные «Североамериканского опроса» (Brandeis), мы с профессором финансов в «Брэндейс» Кэрол Ослер (Carol Osler) сравнили самооценки трейдеров относительно качества их биржевой торговли с оценками, данными их руководством, и изучили уверенность трейдеров в их личных прогнозах валютных курсов. Мы не только обнаружили, что чрезмерная уверенность не оказала негативного влияния на прибыли, принесенные этими трейдерами, но и то, что чрезмерная уверенность на самом деле *положительно* повлияла на такие аспекты профессионального успеха трейдеров, как их место в иерархии своего банка и продолжительность их опыта заключения сделок на рынке<sup>91</sup>. Эти открытия подкрепляются интервью, в которых многие трейдеры отмечали важность высокой уверенности в себе и своих способностях. «Это уверенность... определенный уровень эго», – объяснил один трей-

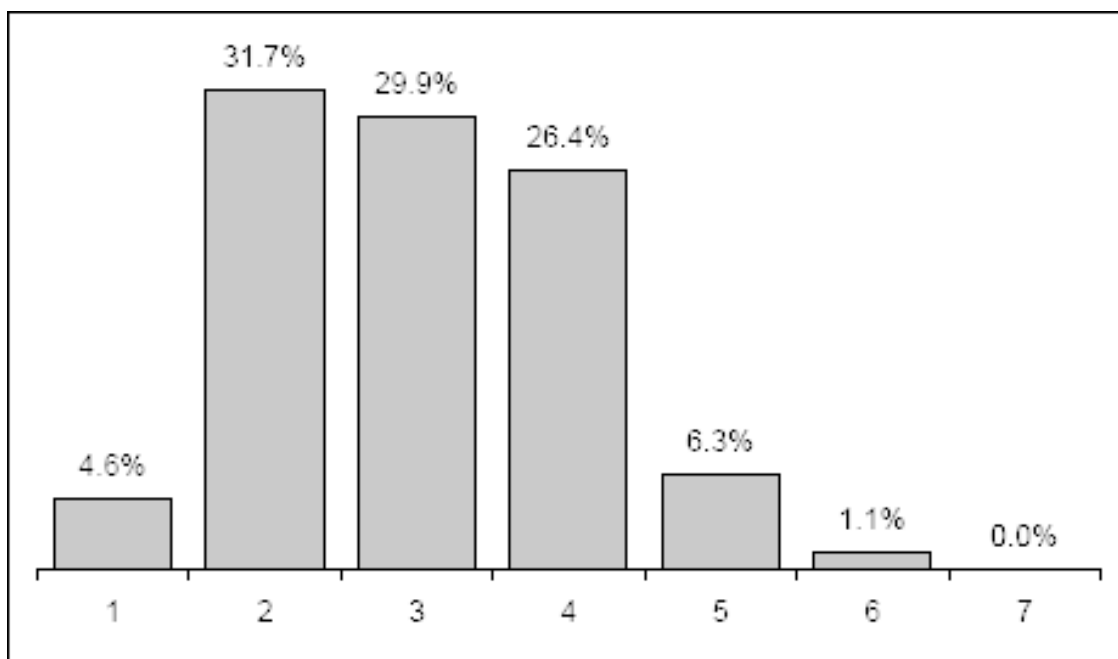
<sup>37</sup> Описание исследования см. у Ратто (Russo) и Шумейкера (Shoemaker)<sup>79</sup>.

<sup>38</sup> См. Главу 5 «Новости и слухи»

дер. По словам торгового менеджера одной из самых крупных ведущих мировых бирж: «Если ты не настолько в себе уверен, ты не станешь хорошим трейдером». Другой трейдер согласился с этим, утверждая, что: «Одним из показателей, присутствующих у всех хороших трейдеров, является то, что они очень уверены в своих способностях и в том, что они принимают правильные решения». Таким образом, чрезмерная уверенность может быть ценной, позволяя трейдерам «действовать с убеждением». [Способность становиться уверенным, быть решительным в отношении чего-то, в чем большинство других людей нерешительны [...] и желание принять риск, когда он не является общепринятой истиной», – являются критичными для успеха, согласно одному трейдеру. Таким образом, как подчеркивает другой трейдер, трейдерам необходима «серьезная уверенность в себе, несмотря на то, что рынок идет против них, [и] своя собственная сильная убежденность в своих собственных сценариях». Более того, сильная самоуверенность помогает трейдерам справиться с негативными психологическими воздействиями или убытками. Только оптимистично настроенные и уверенные в себе трейдеры могут выжить в среде принятия решений, с которой они сталкиваются, с ее ежедневными угнетающими и стрессовыми ситуациями. Как заметил другой трейдер, «Когда ты на самом дне, ты должен очень быстро оттуда выбраться, потому что если ты там завязнешь, это повлияет на тебя».

Таким образом, наши находки в области чрезмерной уверенности среди трейдеров валютного рынка соотносятся с находками в области чрезмерной уверенности среди шведских водителей автомобилей. В ходе «Европейского» и «Североамериканского опроса» участникам задавали вопрос о том, насколько успешными трейдерами на валютном рынке они себя считают.

Рисунок 2.2 подводит итог по 290 европейским трейдерам. Как показывает схема, две трети трейдеров (66%) считают себя более успешными, чем другие трейдеры. Только каждый четырнадцатый трейдер (7%) считает себя *менее* успешным по сравнению с другими трейдерами. Если трейдеры США сейчас чувствуют себя триумфаторами, считают, что они знают все лучше всех, то их реакции могут быть признаком чрезмерной уверенности. Действительно, результаты были даже *более* ярко выраженными для 401 североамериканского трейдера валютного рынка, где почти три четверти трейдеров (74%) оценивали свой уровень как «выше среднего»! Тем не менее, чрезмерная уверенность не является единственным психологическим свойством, разделяемым трейдерами на мировом рынке. Еще одним общим свойством их решений, обсуждаемым в следующем разделе, является интуиция.



**Рисунок 2.2 Чрезмерная уверенность среди трейдеров валютного рынка: 1 = гораздо успешнее других трейдеров, 7 = гораздо менее успешен, чем другие трейдеры.**



## **Торговая интуиция: строим мост между аффектами и познавательными способностями**

*Я чувствую, когда становится опасно. Я вижу определенные колебания цен, которые четко говорят мне, что существует опасность, и именно тогда я даю задний ход. Это опыт, это модель узнавания: «Я это уже видел раньше». И внезапно откуда-то из глубины памяти всплывает: «Боже мой, я это видел раньше, и сразу после этого разразилась буря, и мир раскололся на части». Запомни, если ты молод, ты никогда этого не испытывал.*

Треjder валютного рынка.

Почему вы решили покупать йены? Что заставило вас продать свою позицию по доллару? Попросите трейдеров валютного рынка объяснить свои решения, и, как правило, они опишут стремительный процесс, в котором оформилось предчувствие (например, что произойдет падение курса доллара к йене) при отсутствии одновременного знания (например, почему именно курс упадет). «У меня было сильное ощущение в течение этих выходных, что мы столкнемся с девальвацией. *Почему* у меня было такое чувство, я не знаю», – говорит один трейдер о своем успешном торговом решении. «Сердце подсказало мне, что он сдвинется с места», – объяснил другой трейдер, описывая *чувство*, которое стало результатом автоматического процесса принятия решения, о котором он даже не подозревал.

Этот скрытый процесс, о котором говорят эти трейдеры, строится на комбинации информации, знаний и опыта (то есть восприятия других участников рынка, анализа экономических основ и воспоминаний о прошлых колебаниях рынка). Когда трейдеры говорят о тесной связи между такими скрытыми познавательными способностями и чувствами опытного человека в своих решениях, они обычно ссылаются на *торговую интуицию*.

Например, один трейдер описывает решения как «интуитивные, основанные на ... том, что, как ты видишь, происходит на рынке. Твоей интерпретации новой информации, твоей интерпретации того, как обстоят дела, твоей интерпретации того, что произойдет, и тогда ты *чувствуешь*, что шансы складываются в твою пользу, чтобы ты вступил в определенную позицию». На самом деле, интуиция играет доминирующую роль в отчетах о реальных торговых решениях. По словам другого трейдера: «В решениях, принимаемых на валютном рынке, интуиция играет роль большую, чем что-либо еще!». А еще один трейдер вторит ему такой фразой, добавляя: «Я полагаю, все торговые решения в основе своей по-прежнему интуитивны».

## **Конец ознакомительного фрагмента.**

Текст предоставлен ООО «ЛитРес».

Прочитайте эту книгу целиком, [купив полную легальную версию](#) на ЛитРес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.