



**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
Конец ознакомительного фрагмента.	27

# 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 достичь 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 нравятся, 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 славится 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 пронизывающую 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 обходить 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 несовершенных 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 74,75.

(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»).

## **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.