

Самоконтроль психологических факторов при инвестировании (10/2002)

Саймон Вайн, управляющий директор, начальник управления ценных бумаг с фиксированной доходностью, начальник управления валютно-финансовых операций, Альфа-банк

Время всегда отделяет момент принятия решения и от его осуществления. Говорят, что истина не существует в отрыве от времени: в новые периоды появляются новые факторы и понятия, ведущие к переоценке незыблемых истин прошлого.

То же самое относится и к рискам. В момент принятия решения инвесторы руководствуются определенными предположениями о будущем положении дел. В тот момент эти предположения кажутся незыблемыми, однако они редко сохраняются в предполагаемые сроки и в ожидаемых формах.

ВЛИЯНИЯ ВРЕМЕНИ НА ОЦЕНКУ РИСКА ¹

В качестве аналогии, демонстрирующей преобразование со временем наших взглядов, приведем простой пример: положите прямую палку в воду. В новой среде ее форма превратится из прямой в кривую.

Наше понимание мира — линейное, а реальность — искривленно-дискретная. Как правило, анализ риска *на стадии прогнозирования* базируется на предположении стабильности тенденции данных процессов (а также стабильности диапазонов ограничивающих данные процессы). Но в реальности профиль риска *на стадии внедрения* напоминает по форме дискретную кривую, а не прямую, так как все процессы на каком-то этапе или ускоряются, или замедляются, или меняются. Игнорирование «искривленности» будущего ведет к недооценке риска.

В связи с этим вспоминается пример коллеги-менеджера по инвестициям, который, вложив значительные средства в новый для себя актив, при первом же снижении цен продал его с убытком. Разумеется, он делал предварительный анализ влияния снижения цен на стоимость своего портфеля, но когда ситуация оказалась неблагоприятной (хотя и в заранее предусмотренных рамках), он не выдержал психологического напряжения. При этом его подвел не сам размер потенциальных потерь, а тот факт, что он

¹ Предлагаемые обобщения поведенческих аспектов оценки рисков не являются научными и в большей степени отражают наблюдения автора.

чувствовал себя некомфортно на новом рынке.

Такая непоследовательность действий доминирует в мире инвестиций. В «библии» трейдеров — книге *Jack Schwager «Market Wizards»* самые известные американские трейдеры **фактор дисциплины, т.е. последовательного доведения до конца принятых решений, называют наиболее важным для преуспевания на рынке** (заметьте, именно дисциплины, а не знаний, которые в целом у всех среднерыночные)!

НЕПРАВИЛЬНАЯ БАЗА АНАЛИЗА ДЛЯ СОСТАВЛЕНИЯ ПРОГНОЗОВ

При подготовке решений типичны проблемы проистекающие из психологических просчетов, обусловленных информацией. Особенно заметно стандартное несоответствие срочности прогнозов и срочности информации, на основе которой они готовятся. Например, стандартным поведением инвесторов после *двух-трех* месяцев сохранения тенденции на рынке акций является построение *стабильных 6-месячных прогнозов*. При планировании они предполагают, что краткосрочная стабильность рынка продлится долго, в то время как теоретически при составлении прогноза следует учитывать информацию за период, *в три раза больший, чем срок прогноза*.

Известным примером в истории является Программа строительства коммунизма, при обосновании которой Хрущев исходил из того, что послевоенные темпы роста экономики СССР сохранятся еще 20 лет. Результаты такой прямой интерполяции известны.

В силу перечисленных факторов расчеты риска на стадии принятия решения не точны, и принимающий решение должен завышать их, чтобы компенсировать изначальное отсутствие полной картины и непредсказуемость собственного поведения. Чтобы уменьшить влияние этих факторов, можно воспользоваться одним из проверенных временем советов инвесторам (особенно из категории не «любящих» риск) является правило: **при принятии решений о размере инвестиций представьте себе минимальный размер позиции, риск которой вы**

считаете «безопасным», и займите позицию в половину этой.

СОВЕТ МУДРОГО КАА: «БУДЬ ОСТОРОЖЕН, ВЫЛЕЗАЯ ИЗ СВОЕЙ КОЖИ, ОБРАТНО ВЛЕЗТЬ СЛОЖНО»

Другим психологическим моментом, требующим самоконтроля, является предположение о немедленной приспособляемости к новым ситуациям. Как показала практика, трейдеры с опытом работы в крупных лондонских банках с трудом осваиваются в небольших российских, так как для них принципиально меняется ситуация (они переходят в банки с иным доступом к информации или уровнем участия менеджмента в процессе принятия решений).

Подобной ситуацией является переход сотрудника в очень похожую, но пока не освоенную им область, например, из межбанковского трейдинга в управление фондами. Как показывает опыт, многие изменившие карьеру впоследствии страдают от недооценки сложности и недостатка времени для адаптации к новой рабочей среде и руководству с новым видением риска.

Другим примером недооценки трудности приспособления к изменениям среды является принятая на Западе практика назначения ответственными за инвестиции в развивающиеся рынки тех, кто в прошлом добился успеха, инвестируя в страны с развитой экономикой. Эта работа кажется похожей, но на практике это примерно то же, что терапевта назначить педиатром. Дело в том, что возникающие и развитые рынки отличаются всем — и факторами риска, и ликвидностью, и методами учета, и т.п. Результатом недоучета проблем приспособления к новой среде, как правило, являются значительные первоначальные убытки.

Поэтому, осваивая новую тенденцию рынка или место работы, не следует растягивать свои «зоны комфорта». Один из критериев комфорта — может ли инвестор спать спокойно при занятой им позиции? Если нет — следует ее снижать. Другой критерий — отсутствие страха перед потенциальной потерей вложенных средств.

В связи с этим еще раз следует напомнить о факторе нелинейности реального мира. Инвестор должен помнить, что первоначальное восприятие собственной способности выдержать риск по данной позиции будет им пересматриваться! Потеряв половину ожидаемого допуска потерь, очень многие будут поступать, как менеджер по инвестициям, о котором говорилось выше, — будут резать позиции раньше времени.

ЧЕМ ПРОЦЕ, ТЕМ НАДЕЖНЕЕ; ЧЕМ ИНТЕРЕСНЕЕ, ТЕМ ОПАСНЕЕ

Широко распространены и психологические ловушки, которые можно назвать вертикальным/многослойным риском. Их суть — ситуации, зависящие от многих взаимозависимых факторов.

Один из нацистских фельдмаршалов — Мангейм осуждал Гитлера за неправильную оценку времени, требующегося войскам для освоения новых технологий (танков, артиллерии и т.д.)² Этот недостаток понимания, по его мнению, привел в тому, что Гитлер преждевременно полагался на технологический фактор, что повлекло за собой серьезные человеческие потери.

Другими словами, Гитлер был из тех, кто пользовался упрощенной оценкой риска, недооценивая его «многослойность»: и фактор времени необходимого для внедрения и сложность обучения в боевой ситуации и т.д.

Мангейм также отмечал, что хроническое недосыпание плохо влияло на решения Гитлера. Это, пример изменения оценки риска при изменении физического состояния принимающего решение.

Типичным проявлением вертикальных рисков можно назвать комбинацию неправильной оценки *времени* и *направления* тенденции. Люди, как правило, фокусируются на направлении (тенденции), но угадать, когда оно начнется и как долго продолжится, — еще более сложная проблема. Американцы говорят: «пионеры — это люди со стрелами в спинах». Если угадать направление, но начать двигаться раньше времени, — это обернется потерями.

Сегодняшний рынок Интернета является интересным примером этой поговорки. То, что это технология будущего, — неоспоримо. Но после первого всплеска 1998—2000 гг. можно утверждать, что пройдут годы, пока компании предоставляющие интернетные технологии станут прибыльными. К тому времени большинство из них перестанет существовать.

Именно поэтому трейдеры говорят, что *своевременный* вход в позицию — 50% успеха!

Возможно многие решения становятся приемлемыми именно благодаря фактору сложности, так как «анализируй, не анализируй — все равно не поймешь, а если принять решение, то можно и выиграть». Учитывая, что вероятность угадывания направления движения меньше единицы, и вероятность точного временного периода меньшей единицы, вероятность одновременного угадывания и времени и направления: значительно меньше единицы. И это только два фактора! А что, если ставить цель (как это делают

² Полностью игнорируя при этом зверства немецких войск и гитлеровского режима.

многие) угадать направление тенденции, время ее начала и примерные уровни цен, с которых начнется движение! Какая вероятность правильной догадки?

Мораль: держитесь подальше от соблазнительных «интересных» решений, предполагающих благоприятное разрешение больше чем двух типов рисков.

Интересно, что у ряда мировых культур различные склонности к «многослойному» риску: жители Дальнего Востока имеют более выраженную склонность к риску, чем европейцы или американцы. Они в принципе любят рисковать, любят казино, а потому любят и возможность заработать много, не особо утруждаясь *оценкой соотношения вероятность/размер выигрыша*.

В заключение следует упомянуть, что предложенные выводы не универсальны, и часто ситуация требует абсолютно отличных принципов. Например, быть дисциплинированным и доводить свой план до конца так же важно, как приспосабливаться к изменившимся условиям.

При *осознанном* и трезвом расчете своих сил применительно к возникающим ситуациям появляется гибкость в реагировании на неожиданности. В противном случае, при *психологически неосознанной* оценке собственных возможностей любые предварительные расчеты окажутся неактуальными.