

Проблемы со стандартными методами борьбы с риском (10/2002)

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

Сталкиваясь с риском, всегда следует помнить, что как от него не спастись — какая-то его часть все равно останется. При этом важно представлять, насколько рационально оценен этот риск и насколько предусматривает намеченный план действий альтернативы на случай возникновения проблем.

«Рациональность» же оценки риска зависит от конкретного человека: насколько точно он знает свои сильные и слабые стороны, отдает ли отчет в своей будущей реакции на потенциальные неудачи, выделяет ли сознательные и подсознательные мотивы своих оценок и действий. Стараясь снизить риск, принимающие решения извне используют ряд средств. Наиболее популярными из них являются приглашение консультантов, более углубленный анализ информации по данному вопросу и диверсификация.

БЕСПОЛЕЗНЫЕ «ПОЛЕЗНЫЕ» СОВЕТЫ

Полагаясь на мнение консультантов/экспертов, инвестор должен уметь оценивать проблемы качества их рекомендаций, например, видеть различие между реальной информацией и личным восприятием ее советником. Примером являются консультации автора с клиентским отделом одного из сингапурских банков. На протяжении нескольких лет их прогнозы цен были неправильными. И это при том, что банк обслуживал крупнейших клиентов. Их заказы давали его сотрудники возможность судить о расстановке сил на рынке. Впрочем, такое постоянство было очень полезным: услышав их рекомендацию, можно было с уверенностью делать обратное! Т.е. даже наличие у консультанта доступа к привилегированной информации не предохраняет его от дачи неправильных рекомендаций.

При том, что вопрос оценки качества анализа стоит очень остро, не менее важен фактор принятия одинаковой с консультантом шкалы оценки риска. Очень часто советники не имеют самостоятельного успешного опыта торговли. Их идеи технически грамотны, но в значительной мере не учитывают психологическое состояние клиента и рыночные условия.

Ниденхоффер в книге «Образование спекулянта» упоминает его анализ рекомендаций одного популярного аналитика и обращает внимание на нереалистичный метод торговли: аналитик постоянно подменял стоп-ауты (уровни выхода из позиции). В результате, на какой то

стадии у него накапливались бы потери не разрешенные трейдерам в реальной жизни. «Но в целом», он хорошо угадывал долгосрочные тенденции.

Этот пример демонстрирует одну исключительно важную концепцию: инвестициями, сделанными на основании чужих советов, без предварительного подстраивания их под себя, очень сложно управлять - трудно втискиваться в чужую логику. Больше того, советы часто вносят неразбериху в собственную стратегию. Пример из жизни: собирая по инструкции шкаф, много раз выверяешь свои действия по схеме, отработанной другими. Как же можно следовать чужому совету без длительного его осмысления?!

Полезным в советах часто являются не сами советы, а те факты, которые выделяются аналитиком. Они-то и позволяют принимающему решение удостовериться в полноте своего анализа. Поэтому, рассматривая предложения технических аналитиков, нужно знать не меньше их, чтобы следовать их советам! Таким образом, пользуясь чужой оценкой риска, инвестор должен убедиться в одинаковом с консультантом видении мира и еще раз профильтровать ее через собственные критерии.

ИНФОРМАЦИОННЫЕ ПОТРЕБНОСТИ: КОРОЛЕВСТВО КРИВЫХ ЗЕРКАЛ

Требования к информации являются другой областью требующей самоконтроля. Объем информации для принятия решений во многом зависит от этнической среды принимающего решение. Представляется, что для принятия решения англосаксам требуется меньше информации в одинаковой ситуации, чем их континентальным коллегам. Одной из причин этого, возможно, является то, что образование континентальной Европы базируется на французской модели, придающей особое значение точным наукам.

С ранних лет в европейцах воспитывается вера в то, что в основе мира лежит нечто, поддающееся исчислению. Поэтому при принятии ими решений интуитивно подразумевается некий порядок, который можно выявить с помощью длительного изучения. Англосаксонское образование, напротив, базируется на гуманитарной основе. Люди с таким образованием гораздо менее склонны ожидать полной информации для принятия решения, отсюда и большая

предрасположенность к интуитивному их принятию.

В большинстве же восточных культур решениям просто дают вылежаться: здесь меньше ориентируются на анализ новой информации, но чаще переосмысливаются ситуацию. Таким образом, потребность в информации, а также время на ее «переваривание» для оценки риска, неодинаковы для людей разных культур.

Индивидуальная потребность в информации складывается из сознательных и подсознательных потребностей. Очень часто инвестор чувствует необходимость «дознаться до истины». Даже осознавая несбыточность этого пожелания он откладывает принятие решения. **Можно уверенно сказать, что потребность людей в информации для оценки риска явно завышена и состоит из собственно реальной потребности в ней и подсознательной потребности в самоуспокоении** (т.е. как лекарства против страха).

Проблема излишних потребностей в информации очень свойственна россиянам. Обратной стороной этой черты является замедленная реакция на происходящее. Другим негативным моментом является возникновение ложного чувства защищенности: «я уже все проанализировал». Сохранение баланса продуманности и интуитивности — один из ключевых составляющих успеха инвестора, который невозможен без самоконтроля подсознательных потребностей.

ПРОТИВОЯДИЕ КАК ЯД

Весьма популярный способ борьбы с рисками — диверсификация. Изначально метод был разработан на основе анализа истории огромного количества акций. Но реальный инвестор не может владеть портфелем такого размера. Кроме того, метод разработан с помощью компьютера и не учитывает возможных проявлений эмоциональности у человека, принимающего решения (исторические данные не имеют эмоций).

Известный менеджер паевого фонда *Fidelity* Питер Линч называл диверсификацию похожим по звучанию термином *diworsification* (от английского слова «ухудшение»). Суть его заключается в том, что качественно управлять можно лишь небольшим количеством разных рисков. Поэтому диверсификация должна быть подогнана к пределу индивидуальной способности человека, принимающего решение, отслеживать информацию по разным темам. Например, если он купил пять акций и цена трех из них начала падать, сможет ли он рационально думать об оставшихся двух? Если нет, то это значит, что его психологический потенциал для оценки риска не рассчитан на пять ценных бумаг.

Кстати, в менеджменте существует концепция максимального количества прямых подчиненных для поддержания эффективности административных

структур. Согласно этой концепции менеджер не может эффективно управлять более чем 5—6 подчиненными.

Одним из признаний неэффективности диверсификации является реструктуризация многоиндустриальных конгломератов, произошедшая в 80-е годы в США. Концепцией, лежавшей в ее основе, было утверждение, что одна команда менеджеров не может профессионально разбираться сразу во многих отраслях индустрии и если раздробить конгломераты, то специализированные команды смогут достичь лучших результатов. Результат этой реструктуризации проявился в устойчивом росте американского рынка акций в 90-е годы, полностью подтвердившем правильность антидиверсификационной концепции.

АЛЬТЕРНАТИВНЫЙ ПОДХОД

Диверсификация больше полезна как комбинация горизонтальных и вертикальных вариантов (по вертикали и горизонтали). Автор не встречал описания этой концепции в литературе, поэтому остановимся на ней подробнее.

Горизонтальная диверсификация — это классическая диверсификация, которая достигается увеличением количества управляемых активов (например, покупка сразу нескольких акций или принятие на службу десяти сотрудников в надежде, что хоть один из них будет отвечать требованиям).

Вертикальная диверсификация — это разделение рисков в пределах одного актива. Например, вместо того, чтобы купить все количество акций по одной цене, вы можете купить разное их количество и по разной цене. Вертикальная диверсификация предполагает различные уровни входа и выхода, различное их количество на различных уровнях, комбинирование используемых инструментов и методологий, но всегда для одного и того же актива.

Например, если кто-то хочет уменьшить риск данной инвестиции, он может совершить приобретение бумаг не за один раз, а на трех разных уровнях цен. Чтобы исправить ситуацию, он может использовать опционы на первом и втором уровне входа — это комбинация разных уровней и методологий. Аналогично структурируется и выход.

Вход и выход (стоп-аут) могут быть линейными (основанными на ценовом уровне) и не линейными (на базе диапазона волатильности). *В первом случае* вы будете продавать акции автоматически при падении цен на 1%. *Во втором случае* вы установите уровень выхода на каждое одно стандартное отклонение. Второй метод более гибок, так как автоматически изменяет абсолютное значение одного стандартного отклонения при изменении волатильности рынка. Вход и выход могут быть осуществлены посредством разных инструментов, например, путем приобретения опционов

для защиты позиции или для ее оптимизации.

Следует признать, что стратегия выхода — это отдельная наука, критическая для всех без исключения деловых ситуаций. Ей часто пренебрегают или упускают из вида при планировании. Автор наблюдал ситуацию, когда трейдер вышел из позиции за секунду до того, как рынок сделал то, чего он ожидал. Типичная ситуация: трейдер купил фьючерсы на *S&P* и вынужден был «порезать» позицию, когда рынок начал падать, а рынок стабилизировался чуть ниже точки стоп-аута и начал расти!

Стоп-аут не убил бы всю позицию сразу, если бы трейдер разделил его на три уровня со средней ценой равной уровню на котором трейдер «порезался». В случае если позиция была бы порезана на первых двух уровнях (один выше первоначального, а другой на первоначальном уровне) и рынок не достиг третьего уровня (ниже первоначального), то он бы заработал деньги на трети позиции.

В этот вариант стратегии не вовлечен дополнительный риск (так как средняя трех уровней выхода равна первоначальному уровню выхода) — просто вертикальная диверсификация!

В заключение стоит привести ответ одного чешского тренера по теннису на вопрос, как такая маленькая страна произвела столько чемпионов. Он сказал, что в большинстве стран при отборе в группы высшего уровня смотрят на технические способности спортсмена, а в Чехии на *способность выиграть*. Здесь технический потенциал второстепенен по отношению к психологическому.

Поскольку наши интеллектуальные способности в целом средние, то успех зависит от максимизации собственного психологического потенциала. Контроль этих факторов может быть полезен при оценке именно психологических аспектов риска и принятия решений.