



**ТОМАС ОБЕРЛЕХНЕР**



**ПСИХОЛОГИЯ РЫНКА**

**FOREX**

Томас Оберлехнер

# Психология рынка FOREX



"Омега-Л"

Москва

2005

Томас Оберлехнер

Психология рынка Forex. М:Омега-Л, – 330 с.

ISBN 5-98119-595-9

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.

ISBN 5-98119-595-9

© Originally published by John Wiley & Sons, Ltd, Copyright, All rights reserved. Права получены по соглашению с John Wiley & Sons, Ltd при содействии Агентства А. Коржаневского

© И. Закарян

# The Psychology of the Foreign Exchange Market

Thomas Oberlechner



John Wiley & Sons, Ltd

## Содержание

Содержание	5
Вступительное слово	9
Предисловие	11
Введение	13
Биография	14
Глава за главой	15
<b>1 От рациональных людей, принимающих решения, к психологии валютного рынка</b>	<b>19</b>
Традиционные и бихевиористские финансы: сдвиг парадигмы в подходе к финансовым рынкам	21
Экономическая защита понимания рынка как эффективного	27
Взгляды трейдеров на рациональность на валютном рынке	32
К рыночной психологии	38
Краткие ссылки	43
<b>2 Психология торговых решений</b>	<b>47</b>
Торговые решения: точка зрения трейдеров	47
Экскурс: понимание процесса принятия решения на финансовых рынках	55
От объективных цен к психологическим теориям принятия решений	55
Нормативно-экономический и дескриптивно-психологический подходы	59
Динамика общественной стадности	65
Стадность и психологическое подчинение	65
Динамика стадности на валютном рынке	68
Аффекты	75
Тенденция «статус-кво»	78
Чрезмерная уверенность	84
Торговая интуиция: строим мост между аффектами и познавательными способностями	89
Познавательные способности	94

<b>Эвристика</b>	<b>96</b>
Репрезентативность	98
Наличие	104
Якорь и корректировка	106
Ошибка хиндсайта (ретроспекции)	108
Краткие ссылки	110
<b>3 Принятие рисков в торговых решениях</b>	<b>115</b>
Асимметричное принятие риска	116
Обрамление и внутренняя бухгалтерия	124
Задача 1	125
Задача 2	125
Управление торговым риском: стратегии организаций и личные стратегии	131
Краткие ссылки	137
<b>4 Ожидания на валютном рынке</b>	<b>139</b>
Ожидания: рыночная машина времени	143
Фундаментальный и технический/графический анализ	146
Психологические отношения и рыночные ожидания	164
Социальная динамика, мета-ожидания и средства распространения финансовой информации	176
Краткие ссылки	184
<b>5 Новости и слухи</b>	<b>187</b>
Свойства важной информации	190
От источников новостей до информационных петель	195
Источники информации трейдеров валютного рынка	196
Источники информации финансовых журналистов	201
Подтексты обработки информации коллективным рынком	203
Тренды репортажей и взаимозависимость	205
Рыночные слухи	211
Краткие ссылки	217
<b>6 Личностная психология трейдеров</b>	<b>219</b>
Роль личности в биржевой торговле	220
Что делает трейдеров успешными	224
Дисциплинированное сотрудничество	227
Способность быстро принимать решения	228
Понимание рынка	230
Эмоциональная стабильность	230
Обработка информации	232
Заинтересованная целостность	233

Автономность	233
Обработка информации	233
<b>Применение на рынке</b>	<b>237</b>
Краткие ссылки	239
<b>7 Бороздим просторы рынка на метафорах</b>	<b>241</b>
Основные рыночные метафоры	242
Валютный рынок как базар	246
Валютный рынок как машина	248
Валютный рынок как живое существо	249
Валютный рынок как азартная игра	251
Валютный рынок как спорт	252
Валютный рынок как война	253
Валютный рынок как океан	255
Метафоры формируют проекции рынка	257
Рыночные метафоры о психологических «других»	258
Рыночные метафоры – о предсказуемости рынка	261
Явные и скрытые метафоры валютного рынка	264
Рыночные метафоры в действии	267
Чему мы можем научиться на рыночных метафорах	272
Краткие ссылки	274
<b>8 Валютный рынок – психологическая структура</b>	<b>275</b>
Рынок как структура и иллюзия	279
Структуры рынка меняются	281
Краткие ссылки	287
<b>9 Основы</b>	<b>289</b>
Функция и зона охвата рынка	289
Инструменты	293
Трейдинг	296
Дилерская структура	297
Рыночные игроки	300
Коммерческие и инвестиционные банки	300
Центральные банки	301
Брокеры	303
Инвестиционные компании, пенсионные фонды и хедж-фонды	305
Корпорации и мультинациональные компании	306
Индивиды	308
Всемирные агентства финансовых новостей	308
Краткие ссылки	309
<b>Приложение</b>	<b>311</b>

Европейский и Североамериканский опрос	311
Краткие ссылки	313
Подробная библиография	314

## 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

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

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 выверенным 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!"

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.*

Трейдер 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.

## 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

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

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

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 способствуют 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!*

Трейдер 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 ноздрю»<sup>1</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.

<sup>1</sup> В личном общении

«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.

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 микросекундной 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 откровения 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>10</sup> Рациональность особенно важна в контексте того, как участники рынка формируют ожидания, где подразумевается, что их прогнозы не должны постоянно быть превзетыми 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

<sup>9</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.

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: 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 презентации<sup>iii</sup>. Прогнозы участников рынка нарушают три критичных параметра экономической

<sup>iii</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».

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. 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 трейдерах 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>. Соглашаясь 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 несовершенно 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/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 покупать. Таким образом, решения этих двух трейдеров будут отменять друг друга, оставляя курс йены стабильным – 110 йен/1 доллар. Следовательно, несмотря на присутствие отдельных несовершенно 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, разделяют между собой многие участники рынка. Финансовые исследователи Дженифер 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>62</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 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

<sup>56</sup> Речь в Американском институте предпринимательства 5 декабря 1996 года.

финансов в Гарварде, Андрей Шляйфер (Andrej Shleifer) доказывает, что в реальной жизни возможности арбитража ограничены и они приносят с собой риски<sup>12</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 обналичился 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 Мейнardu 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 отливки, 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 трейдеры 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>67</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.

<sup>v</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>.

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 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: придание 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, процитировано в 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 Stern, 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)



## 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>1</sup>.

<sup>1</sup> «О технических процедурах на фондовом рынке сообщалось многое. об объемах фондов, по которым ежедневно совершаются сделки, и о важности

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.

«Трейдинг 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>1</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 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

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>1</sup> Чтобы увидеть определение маркет-мейкера, см. Главу 9 «Основы».

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!»

Трейдера 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.

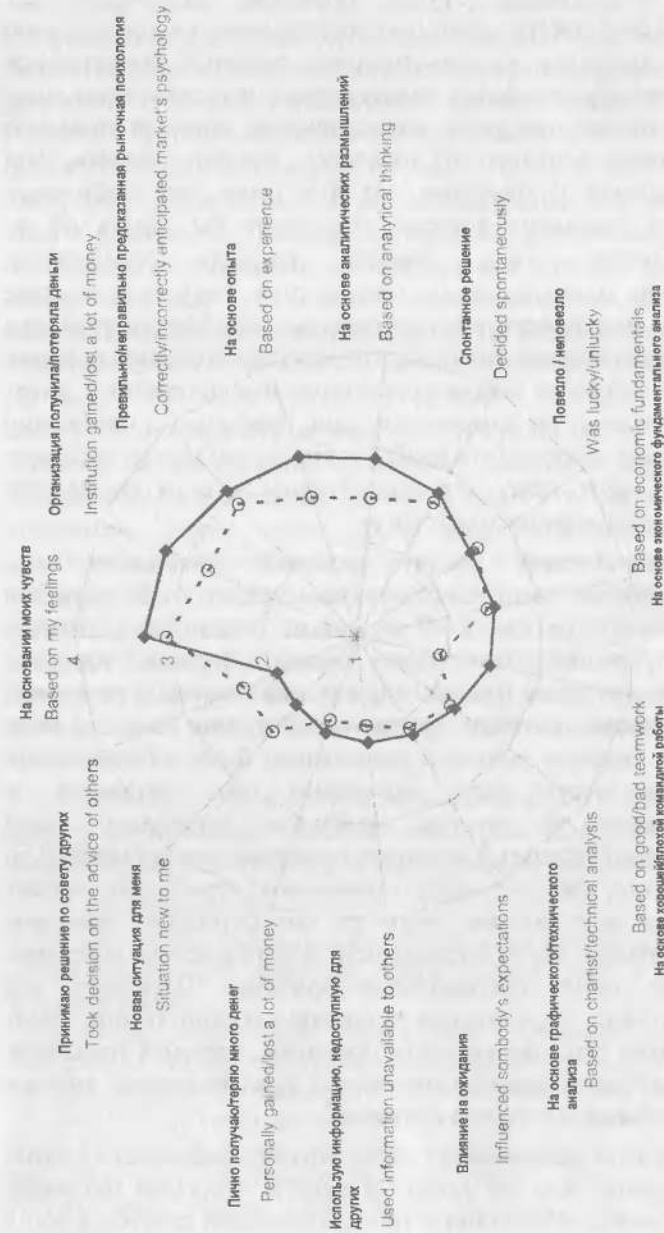


Рисунок 2.1. Психологические профили лучших (♦) и худших (○) торговых решений: 1=категорически не согласен, 4=совершенно согласен.

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>iii</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>iv</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

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

<sup>iv</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.

(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>.

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 предьсторией, 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 получат 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 Н്യуманн (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,v</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>vi</sup>. Эти находки больше не могли согласовываться с экономическим 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

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

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>vii</sup>. Зачастую границы между этими двумя ракурсами размываются в этих разногласиях, создавая беспорядок и приводя к несостоятельным утверждениям.

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 эlegantное 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

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

<sup>viii</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, советуемые своим читателям, куда им инвестировать свои деньги.

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>ix</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.

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



Соответственно, поскольку традиционные финансы просто предполагают, что участники рынка оптимизируют свои решения или же видят их как черные ящики<sup>35</sup>, бихевиористские экономисты 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

<sup>35</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.

(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 получаются 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>xi</sup>. То же самое может быть справедливо и в отношении взглядов, принимаемых теоретиками финансового рынка<sup>xii</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,

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

<sup>xii</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».

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.

## 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, лобное 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 (Muzaffer 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 grosсбуху 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>xiii</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>xiv</sup> Более того, неправильное решение, принятое в

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

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

одинокую, 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

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>xv</sup> В период *накопления и интеграции* следовать толпе выгодно и это может принести прибыли в заключенных сделках, объясняют трейдеры<sup>xvi</sup>.

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

<sup>xvi</sup> Наблюдение за динамикой стадности привело к ряду изощренных попыток исправить экономическую теорию обработки информации.

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 сохраню эту позицию и пойду против всего остального мира», – объясняет один трейдер. «Даже если я убежден, что рынок должен пойти в противоположном 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 присоединяется 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 очевидно слишком очевидно, тогда это, очевидно, неверно», «как только все ждут одного и того же, оно становится недействительным» и «если все считают

---

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>.

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>xviii</sup> и приводит к тому, что участники

---

<sup>xviii</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

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 придание слишком большого значения текущей отягощенной аффектом информации поддерживает стадность<sup>xviii</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

(Turner) и Киллайна (Killain): «Ситуация неопределенна или бесструктурна; участники не владеют существовавшими до них традиционными ожиданиями относительно того, как им следует себя вести; итог неопределенен... [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.

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

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>xix</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>xx</sup>

Трейдеры также воспринимают динамику стадности по финансовым новостным каналам. Они сообщают, что компании,

<sup>xix</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>xx</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>

Трейдера 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>xxiii</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

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

интуитивное понимание текущей ситуации на рынке. Эмоции также могут 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>xxiv</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>xxv</sup>. Например, один трейдер

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

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 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>xxvi</sup>.

Например, приверженность своим решениям, когда они приняты, часто основывается на эмоциональных обязательствах<sup>64,66</sup>. Когда люди эмоционально выкладываются 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

<sup>xxvi</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 перемен 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»).

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>xxvii</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, испытывает 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

<sup>xxvii</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>.

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 *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,xxviii</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

<sup>xxviii</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».

трейдеры при рассмотрении значимой информации и опыта, является чрезмерная уверенность.

### Чрезмерная уверенность

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

Трейдер 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 Словиком (Paul Slovic) и Бернардом Корриганом (Bernhard Corrigan) о том, как заключают пари люди, играющие на бегах<sup>xxx</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>.

<sup>xxx</sup> Описание исследования см. у Руссо (Russo) и Шумейкера (Shoemaker)<sup>79</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>86,86</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>xxx</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>.

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

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 подтверждаются интервью, в которых многие трейдеры отмечали важность высокой уверенности в себе и своих способностях. «Это уверенность... определенный уровень эго», – объяснил один трейдер. 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 критическими 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.

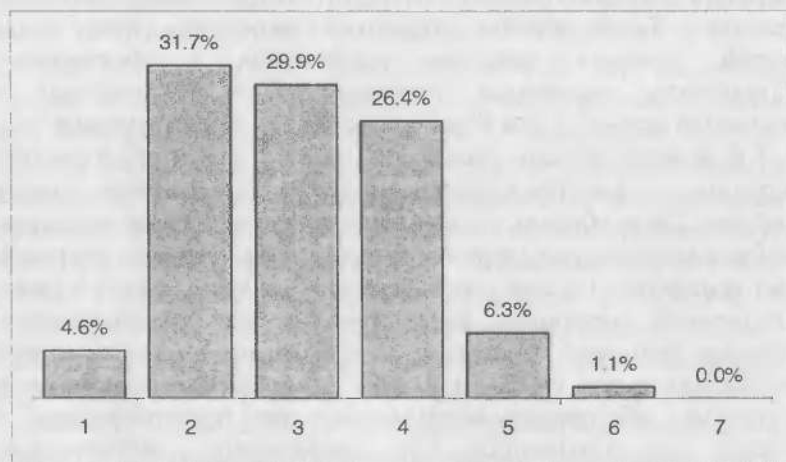


Рисунок 2.2 Чрезмерная уверенность среди трейдеров валютного рынка: 1 = гораздо успешнее других трейдеров, 7 = гораздо менее успешен, чем другие трейдеры.

## 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.*

Трейдер 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».

Однако по сравнению с решениями, которые основываются (или, по крайней мере, *pretendуют* на это) на логическом анализе и определенных вероятностях, торговая интуиция, возможно, по-прежнему пользуется дурной славой<sup>28</sup>. Понижая свой голос до шепота, один трейдер признается: «Интуиция – это очень большая часть, если не самая большая, в принятии мной решений. Да, я должен это признать, [только] не говорите об этом моему начальнику. Это именно то, чего ты не можешь объяснить рационально!»

От пожарных до судей и спортивных тренеров, интуитивное принятие решений используется профессионалами на всех дорогах жизни. Как тогда лучше понять интуицию в торговых решениях? Неврологическое исследование показывает, что когда люди принимают решения в ситуациях, в которых у них есть некоторый опыт, их явные рассуждения предваряются подсознательным процессом. Части мозга, активизируемые этим процессом, относятся к предшествовавшему *эмоциональному* опыту в сходных ситуациях, и они отличаются от тех нервных узлов, которые задействованы в явных и декларативных знаниях. Так люди могут принимать решения преимущественно даже до того, как они осознают, какая стратегия сработает лучше других<sup>92</sup>. Психология также сбросила пелену волшебной тайны с интуиции, которая часто ассоциируется с волшебством, доказав, что интуиция в основе своей не противоречит аналитическому образу мысли, что ей даже можно научиться<sup>93,94</sup>. Вместо этого рыночная интуиция включает в себя процесс, с помощью которого трейдеры узнают *модель* в текущей рыночной среде, основанный на их способности вспоминать тысячи прошлых рыночных моделей, которые они уже пережили. Так автоматизм торговой интуиции может быть уподоблен автоматизму шахматных гроссмейстеров, которые за доли секунды, без тщательного анализа всех возможных ходов, находят оригинальные ходы в сеансах

одновременной игры. В то время как шахматные эксперты имеют доступ к огромному числу возможных комбинаций на доске, которые мгновенно помогают им вспомнить подходящие ходы на различных стадиях и в различных игровых ситуациях, опытные трейдеры обладают широким репертуаром накопленных рыночных ситуаций, находящихся в их распоряжении, и вместо того, чтобы все просчитывать, они основывают свои решения на ассоциациях настоящего с прошлым. Как у трейдеров, так и у шахматных гроссмейстеров, интуиция требует *опыта* и знания многочисленных предшествовавших моделей размещения фигур и позиций, соответственно<sup>95</sup>.

Хотя *развитие* рыночной интуиции требует опыта, оно не требует обязательного старательного изучения. Как отмечает один трейдер, «У тебя есть определенное количество опыта и компетентности, и ты видел, что происходило в течение определенного времени. Ты видел, как определенные экономические, социальные или политические факторы вызывали колебания рынка. Ты видел, как на рынках шли продажи сверх имеющихся запасов или крупные спекулятивные покупки. И затем все, чему ты научился, и что ты видел в течение долгих лет, помогает тебе принять решение!»

*Использование* своей интуиции для принятия решений не обязательно подразумевает под собой обдумывание и сознательные усилия. «Мне не нужно об этом думать, это во мне», – описывает один опытный трейдер то, как он обрабатывает рыночную информацию. Исследование гарвардского психолога Эллен Лэнгер (Ellen Langer) и ее коллег показывает, что знание, полученное латентно и ненамеренно может быть активизировано позднее без приложения каких-либо усилий для того, чтобы сознательно оценить новую ситуацию<sup>96</sup>. Тогда принятие торговых решений, по словам другого трейдера, может быть уподоблено «тому, как хирург сидит, перебирая набор инструментов, решая, как он *сегодня* будет проводить операцию. Истина состоит в том, что деятельность на валютном рынке – покупка или продажа – никогда не бывает однообразной, и обстоятельства никогда не бывают идентичными. И это вопрос подсознательного выбора, какие именно инструменты я возьму из своего набора сегодня, чтобы провести операцию. А это подсознательный процесс».

Таким образом, в то время как трейдеры часто не могут дать точного объяснения причинам своих решений, интуитивное принятие решений не следует путать со случайным или иррациональным<sup>xxx1</sup>. Скорее рыночная интуиция строится на опыте и узнавании рыночных моделей. Это позволяет экспертам в области заключения сделок быстро распознавать динамику текущей ситуации и ринуться вперед там, где новички вынуждены идти небольшими шагами<sup>28,95</sup>. Многочисленные цитаты из интервью показывают, что торговая интуиция действительно уходит корнями в рыночный опыт и способность оценивать большое количество различных рыночных ситуаций. «Если ты здесь работаешь 10-11 лет, это похоже на инстинктивное чувство, но на самом деле это твой опыт», – говорит один трейдер. «Если ты водишь машину 20 лет... и машина шумит, ты чаще всего можешь сказать, что издает этот шум. То же самое и в биржевой торговле», – соглашается другой.

Интуиция трейдеров также проливает свет на то, как торговый опыт переводится в способность интуитивно принимать торговые решения: опыт помогает им определять, какие аспекты текущей ситуации на рынке значимы, и сравнивать эти аспекты с теми аспектами, о которых они помнят в соответствующих рыночных ситуациях в прошлом. «Чем старше ты становишься, тем больше мужеешь, тем более опытным становишься... весь процесс принятия решения становится все больше таким: «видел я это раньше, или не видел, помню я что-то или нет,» – говорит один трейдер. «Это все равно, как если я уже надевал эту футболку несколько раз раньше», – так один трейдер рассказывает о том виде интуитивного понимания, к которому может привести опыт, описываемый другим трейдером «как внезапное «дежа вю»».

<sup>xxx1</sup> Различие между рациональными (то есть логическими), нерациональными (то есть интуитивными, эмоциональными, психологическими) и иррациональными (то есть нелогичными и неразумными) решениями важны в этом контексте. В рациональном принятии решений проясняются специфические цели и итоги каждой альтернативы, а затем принимается решение. Интуитивное принятие решений, напротив, происходит слишком быстро, чтобы сделать возможным объективный анализ. Интуитивные решения также характеризуются неспособностью объяснить, как было принято решение<sup>95</sup>.

Опыт и воспоминания о прошлых рыночных моделях также предполагают стратегии решения и действий. Если говорить об игроках в шахматы, то «память гроссмейстера удерживает гораздо больше, чем просто набор моделей. В его или ее памяти удерживается связанная с каждой моделью информация о значимости этой модели – какие опасности она таит, и какие наступательные и оборонительные ходы предполагает. Узнавание модели немедленно напоминает гроссмейстеру ходы, которые могут быть уместны в ситуации», – приводит убедительные доводы Герберт Саймон (Herbert Simon)<sup>95</sup>. Такое же чувство «Ага!» о том, какое именно действие предпринять, возникает в рассказе трейдера о принятии им решений – восприятии различных источников информации, быстром подсчете всех «за» и «против», чтобы не «раздумывать над этим до потери пульса, а затем внезапно просто сказать: «Верно!»».

Результаты «Европейского опроса» подчеркивают важность интуиции для успешной торговли на валютном рынке. Анализируя воспринимаемые свойства торговых решений, я сравнил (1) трейдеров, которые считали себя более успешными, чем другие трейдеры, с (2) трейдерами, которые считали себя менее успешными, чем другие трейдеры<sup>xxxii</sup>. Систематическое сравнение *лучших торговых решений* этих двух групп привело к получению трех статистически значимых различий; каждое из этих различий подчеркивает роль интуиции в прибыльных торговых решениях. Группа «успешных» трейдеров не только сообщила, что их лучшие решения привели к более *высоким доходам* для их учреждения, чем группа «менее успешных» трейдеров, успешные трейдеры также сообщили, что они действовали значительно *быстрее*, и что их решения были в большей степени *основаны на опыте*. Другими словами, лучшие торговые решения успешных и менее успешных

<sup>xxxii</sup> В то время как трейдеры были сгруппированы на основе сообщенных ими самими успехов в биржевой торговле, эти группы отражают объективные способности к биржевой торговле. Самооценка успеха в биржевой торговле соотносится в статистически значимой степени с оценками их начальства в отношении их способностей к биржевой торговле и получению торговых прибылей, как показал «Североамериканский опрос». Другими словами, трейдеры, которые воспринимают себя более успешными, также оцениваются как лучшие своими начальниками, а трейдеры, которые считают себя менее успешными, оцениваются своим начальством как менее успешные.

трейдеров отличаются тем, что лежит в основе торговой интуиции: способностью быстро перерабатывать информацию и реагировать на нее, основываясь на обширной совокупности пережитых ситуаций. Напротив, в отчетах трейдеров о своих *худших торговых решениях* единственное статистически значимое различие между «успешной» и «менее успешной» группами трейдеров заключалось в том, что менее успешные трейдеры значительно чаще сообщали, что их решение было принято *в новой для них ситуации*. Эти систематически полученные сведения, конечно, обеспечивают отличную поддержку идее важности интуиции для успешной биржевой торговли.

Эти данные также соотносятся с высказанным во время интервью мнением опытных трейдеров, которые описывают, что они откладывают принятие торгового решения в ситуациях, когда им нужно больше опыта. Относительно подобного отступления при опасных ситуациях, исследователь решений Гэри Кляйн (Gary Klein) дает пример, который *поразительно* напоминает цитату в начале данного обсуждения торговой интуиции. Он посвящен лейтенанту пожарной службы, отвечающему за группу пожарных. Команда работает в доме, заливая водой пожар на кухне, – «И тут у лейтенанта появляется чувство, что что-то не так. У него нет никаких улик; он просто чувствует, что что-то в этом доме не так и он приказывает своим людям покинуть здание – совершенно стандартное здание, ничего необычного. Как только люди выходят из здания, пол там, где они стояли, проваливается. Если бы они там остались, они попали бы прямо в огонь, полыхавший внизу»<sup>28</sup>.

### Познавательные способности

В динамике торговых решений в реальной жизни различие между чувственным и познавательным процессами спорно и размыто. Например, чрезмерная уверенность трейдеров в своих профессиональных навыках и в точности своих прогнозов (смотри предыдущий раздел) может быть объяснена с точки зрения чувств (то есть попыткой защитить свою самооценку или социальными и профессиональными требованиями к тому, что трейдер должен казаться самоуверенным). Однако чрезмерная уверенность может быть не хуже объяснена с точки зрения познания при помощи так

называемой наличной эвристики (см. данный раздел). Для трейдеров те события на рынке, которые они лично правильно предсказали, могут быть более легкодоступными для памяти, чем предсказания, которые так и не материализовались<sup>64</sup>.

Так психология торговых решений лучше всего понимается как сложное взаимодействие чувственных и познавательных факторов. Следует не разделять эти факторы, а понять, что только их взаимодействие ведет к всестороннему пониманию принятия решений на валютном рынке, как на уровне отдельных трейдеров, так и на уровне коллективного рынка<sup>55</sup>.

В биржевой практике подобное взаимодействие аффекта и познавательных способностей можно явно наблюдать, когда кажущиеся чисто *познавательными* элементы ситуации на бирже, которые внешне кажутся лишь различиями в цифрах, определяют торговые решения через *эмоции*. Рассматриваемый вопрос – это принятие риска участниками рынка. Трейдеры отмечают, что уже один лишь *размер* торговой позиции оказывает эмоциональное влияние на их решения, и что они испытывают субъективный эмоциональный предел относительно суммы, которой они могут оперировать в рамках одной операции. «У всех свой уровень комфорта в том, что касается риска, и степень убытков, которую они могут пережить», – говорит один трейдер. «Я думаю, самый важный совет заключается в том, что как трейдер ты должен ограничить принятие на себя риска до уровня, на котором ты чувствуешь себя комфортно с эмоциональной точки зрения», – добавляет другой. Следовательно, невозможно заменить двух трейдеров одним, просто удвоив позицию трейдера. Один трейдер объясняет: «Существуют очень прибыльные трейдеры, у которых очень хорошо получается покупать относительно маленькие позиции, и которые, таким образом, зарабатывают больше денег, чем если бы они пытались увеличить размер своей позиции, потому что их менеджер сказал: «Сегодня ты заработал столько-то – если ты удвоишь все позиции, которые ты приобрел, ты заработаешь вдвое больше. И мы нанимаем еще двух людей, которые выглядят так же как ты, и они такие же хорошие трейдеры, как ты, и они будут брать на себя в два раза больше риска, чем ты «затем, между нами, мы заработаем в десять раз больше денег, чем ты!» Это кажется логичным, но это так не работает. Люди по-разному реагируют на разные уровни риска».



Следовательно, трейдер, который просто удваивает свою торговую позицию «всегда быстрее вступает в игру и быстрее выходит из нее при хорошем или плохом уровне, и как следствие этого, его бизнес в целом становится менее эффективным. Потому что он иначе реагирует вследствие опасений, возникающих из-за более крупной позиции!». Таким образом, познавательные аспекты торговых решений, обсуждаемые в этом разделе, показывают тесную взаимосвязь с аффектами, и разделительная линия между этими двумя сферами часто является условной.

Более того, подобно аффектам, познавательные явления в биржевой торговле, обсуждаемые в этом разделе, часто приводят к результатам решений, противоречащим теории ожидаемой полезности. По этой причине их иногда называют «предубеждениями», «заблуждениями» или даже «ошибками». Эти ярлыки обладают тем печальным подтекстом, что широко распространенные свойства принятия решений являются отклонениями. Тем не менее, иногда я пользуюсь термином «предубеждение», чтобы согласовываться с литературой<sup>xxxiii</sup>.

### Эвристика

«Это твое собственное суждение и ты должен действовать очень быстро. Конечно, это длится несколько секунд, и ты должен принять решение о том, чтобы либо закрыть свою позицию, либо открыть позицию», — говорит один трейдер о своем ежедневном принятии решений. Это мнение повторяется в утверждении другого трейдера: «У тебя нет времени думать о том, что делать дальше, ты вынужден принимать решение в течение двух секунд».

Таким образом, трейдеры быстро комментируют свою потребность в сокращении и упрощении огромного количества

<sup>xxxiii</sup> Психологи Герд Гигеренцер (Gerd Gigerenzer) и Петер Тодд (Peter Todd) осуждают, что во время проведения исследования «Эвристика и предубеждения» термин «предубеждение», который подразумевает ошибку и неспособность, приклеился к термину «эвристика», который на самом деле обозначает полезный познавательный процесс<sup>97</sup>.

значимой рыночной информации, в которой они тонут каждую торговую сессию. Когда одному трейдеру задали вопрос о его решениях, он ответил, изначально признав тот простой факт, что «большинство из них основано на совершенно небольшом количестве информации, чувствах и бесстрашии. Давайте приведем пример, мы видели, что йена довольно хорошо движется, видели, что в банковской системе проблема, набирает обороты безработица, можно было видеть, что что-то должно произойти с йеной. Ты выбираешь валюту, против которой интереснее всего играть, вот и все. Иногда у тебя слишком много информации, так что немного логики — и вперед».

Это явно указывает на то, что трейдеры не обрабатывают информацию полностью рациональным способом, описываемым традиционной экономикой. Вместо этого для своих решений им нужно сократить и упростить количество информации, их окружающей. Чтобы это сделать, они пользуются психологическими методами сокращения и упрощающими эмпирическими правилами, которые помогают им обрабатывать рыночную информацию быстро и компетентно<sup>98</sup>. Эти методы сокращения обработки информации называются *эвристикой*.

Поскольку эвристика упрощает и сокращает объем обрабатываемой информации, она особенно важна в сложных областях, где требуется стремительное принятие решений<sup>99</sup>. Таким образом, валютный рынок гарантированно активизирует использование эвристики в решениях участников: эвристика не требует тех подсчетов полезностей и вероятностей, которые, как предполагается, должен выполнять рациональный «*homo economicus*». Вместо этого она позволяет трейдерам реалистично управлять задачами познания, связанными с обработкой рыночной информации, и формировать торговые решения, пользуясь ограниченной информацией в сжатые сроки<sup>57</sup>. По убедительным словам одного трейдера, в торговле валютой «у тебя действительно нет времени, чтобы все вычислить. Чтобы принять важное решение в своей жизни, ты берешь маленький лист бумаги и пишешь все «за» и «против». Но у тебя нет на это времени. Ты должен получить 20 «за» и 19 «против» в уме в считанные доли секунды, которые уходят на то, чтобы отреагировать».

Эвристика обычно определяет решения так, что люди этого не осознают. Исследования показали, что даже такие эксперты, как гроссмейстеры по шахматам с большим опытом, обычно основывают свои решения на эвристике<sup>100,101</sup>. Очень часто эвристика позволяет людям получать высококачественные суждения и решения за короткий период времени. Например, исследование, проведенное среди пешеходов и выпускников финансово-экономических ВУЗов в США и Германии показало, что простая эвристика, основанная на простом узнавании («если компанию знают люди, внесите эту акцию в свой портфель, если акцию не знают люди, пропустите этот актив»), может привести к доходности, превосходящей ту, что получают управляемые профессионалами взаимные фонды и рыночные индексы<sup>102, xxxiv</sup>.

Однако, с традиционной экономической точки зрения рациональной и полной обработки информации, эвристика часто приводит к предвзятым решениям. Эвристика, таким образом, обладает как функциональными, так и дисфункциональными аспектами<sup>104</sup>. Хотя они ускоряют и упрощают процесс принятия решения, они могут также привести к систематическим предсказуемым ошибкам<sup>22</sup>. Как показывает дальнейшее обсуждение репрезентативной эвристики, наличной эвристики и эвристики якоря-и-корректировки, эвристика – это систематическое психологическое явление, а не случайные ошибки отдельных индивидов. Таким образом, ее использование в торговых решениях может привести к результатам на уровне коллективного рынка, которые значительно отличаются от тех, которых традиционная экономика считает рациональными<sup>xxxv</sup>.

## Репрезентативность

«Мне не очень нравится много читать, я думаю, наступает этап, когда ты можешь перегрузить себя информацией, которая часто

<sup>xxxiv</sup> Однако более позднее исследование показало ограничения этой простой эвристики и обнаружило, что в обстановке «медвежьего рынка» название «эвристика узнавания» может привести к неправильным выборам, и даже невежество в чистом виде может ее превзойти.<sup>103</sup>

<sup>xxxv</sup> Это заставило бихевиористских экономистов написать о «квази-рациональной» экономике<sup>76</sup>.

бывает противоречивой», – говорит один трейдер во время интервью. Как тогда трейдеры формируют торговые решения, полагаясь только на ограниченную информацию, которая не слишком сложна? Зачастую ответ дается репрезентативной эвристкой. Эта эвристика сокращает количество информации, которую необходимо обработать трейдерам, например, в субъективных оценках вероятностей (то есть определенных колебаний рынка, или как там более слабая йена завтра по сравнению с сегодня) и в предсказаниях будущих результатов (то есть решении Федерального Резерва урезать процентную ставку). В то время как репрезентативная эвристика, в некотором роде, сложна для понимания в теории, практические примеры помогают продемонстрировать, как она работает среди людей, принимающих решения в *любой* области, где в изобилии имеется информация.

Использование репрезентативной эвристики приводит участников рынка к тому, что они основывают свои выводы просто на *очевидной схожести* между двумя ситуациями, за счет другой информации. Схожесть альтернатив просто оценивают с помощью репрезентативности в качестве критерия, вместо того, чтобы проводить подсчеты вероятностей статистически верным способом. Репрезентативность, или схожесть, используется в качестве психологического критерия, чтобы ответить на такие вопросы, как то: является ли что-то на рынке (например, текущие рыночные условия, возможность снижения ставки процента, стоимость доллара в начале следующей торговой сессии) частью определенной категории или группы явлений (например, рыночных условий, которые ведут к краху, экономического климата, когда центральный банк решил урезать ставку процента, когда валюты в течение одного дня существенно обесценились). Репрезентативность также используется для того, чтобы оценивать вероятность возникновения определенных результатов из-за определенного действия, а не из-за других действий (например, было ли падение йены вызвано «Банком Японии», или другими участниками рынка).

В то время как репрезентативная эвристика часто позволяет провести быструю и правильную оценку подобных вопросов, она также может привести к некорректным и ошибочным выводам, поскольку репрезентативность (то есть простое сходство между явлениями) не принимает в расчет ряд других важных факторов, которые необходимы для правильной оценки вероятности<sup>22</sup>. Более того, часто

репрезентативная эвристика основывается только на очевидных с первого взгляда сходствах явлений; а не на глубоком анализе всех их свойств. Следовательно, было замечено, что то, что получается в итоге – это «естественная тенденция проводить аналогии и видеть идентичные ситуации там, где их нет... Дай людям немного информации и нажми на кнопку! Они вытянут из памяти картину, с которой они знакомы, хотя она может лишь отдаленно напоминать текущую ситуацию»<sup>98</sup>.

Одним из важных проявлений репрезентативной эвристики является так называемая «ошибка базовой оценки», где важная статистическая информация о вероятности события игнорируется за счет более впечатляющей психологически, но на самом деле, неважной информации. Эта неважная информация становится основой для решения просто потому, что она предполагает под собой репрезентативность. В исследовании, проведенном Дэниэлом Канеманом (Daniel Kahneman) и Амосом Тверски (Amos Tversky), участникам было сказано, что в общей сложности 100 кратких описаний личности были составлены для 30 инженеров и 70 юристов, и что одно из 100 описаний было выбрано наугад. Участники получили описание этого человека и их попросили указать свою субъективную вероятность, что описываемый человек входит в число 30 инженеров.

Дик – 30-летний мужчина. Он женат, детей нет. Будучи человеком высоких способностей и высокой мотивации, он обещает стать вполне успешным в своей области. Его любят коллеги.

После прочтения этого описания средний участник исследования подумал, что вероятность того, что Дик – инженер, составляет 50%. Этот вывод основывается на репрезентативной эвристике: люди делают такой вывод потому, что описание Дика *одинаково типично* как для юристов, так и для инженеров (что правильно, никакая часть описания не предполагает, что он юрист или инженер), его шансы быть инженером 50-50. Однако, делая такое предположение, они упускают из вида важную базовую информацию; мы также знаем, что описание выбрано случайно из группы, состоящей из 100 описаний, где 30 – описания инженеров, а 70 – описания юристов. К описанию Дика не прибавлено никакой значимой информации; поэтому правильной вероятностью того, что Дик – инженер, следовательно, является 30%<sup>105</sup>.

Пример про инженеров и юристов показывает, как с помощью яркой информации может быть запущен механизм репрезентативной эвристики в принятии решений: когда людям не дается никакой специфической информации о Дике, они правильно используют значимые базовые вероятности (то есть они думают, что у Дика есть 30%-ный шанс оказаться инженером). Подводя итоги, скажем, что когда люди сталкиваются со сложными решениями относительно вероятностей альтернатив, они обычно пользуются информацией, которая, как кажется, *характеризует* данную альтернативу, несмотря на то, что эта отличительная информация может почти не оказывать влияния на общую вероятность альтернативы. Таким образом, гораздо более важная базовая информация об основной вероятности альтернативы выпускается из виду<sup>99</sup>.

Другим проявлением репрезентативной эвристики является так называемая «ошибка совпадения», которая случается, когда люди воспринимают совместное наступление (то есть совпадение) двух событий как более вероятное, чем вероятность любого из этих двух событий в отдельности. Возьмем, к примеру, следующий год и вероятность различных событий на рынке. Какой из следующих сценариев Вы считаете самым вероятным, а какой – менее вероятным?

1. Федеральный Резерв США изменит процентные ставки по крайней мере три раза.
2. Доллар США будет котироваться выше евро.
3. Федеральный Резерв США изменит процентные ставки, по крайней мере, три раза и доллар США будет котироваться выше евро.

Вывод, что третий сценарий («Федеральный Резерв США изменит процентные ставки, по крайней мере, три раза и доллар США будет котироваться выше евро») является более вероятным, чем любое из отдельных событий, описанных в первом сценарии («Федеральный Резерв США изменит процентные ставки, по крайней мере, три раза») и во втором сценарии («Доллар США будет котироваться выше евро»), иллюстрирует ошибку совпадения. Объяснение обманчиво просто: совместная вероятность двух событий не может быть больше, чем вероятность каждого из этих событий по отдельности. Однако, когда люди представляют себе события, действия или сценарии, они, как правило, делают это довольно специфически. Детальные описания

сценариев, следовательно, более *титично* отражают то, как люди представляют себе события. И репрезентативность, а, следовательно, ее очевидная вероятность, может вырасти. Доверие к репрезентативности, считаем мы, является первопричиной неподтвержденной привлекательности подобных сценариев и иллюзорного чувства озарения, которые часто дают подобные конструкции», – объясняют Тверски (Tversky) и Канеман (Kahneman).

«Европейский опрос» исследовал, пользуются ли трейдеры репрезентативной эвристикой в форме ошибки совпадения: оценивая подробные и конкретные сценарии валютного рынка как более вероятные, чем общие сценарии. Участников просили проранжировать следующие развития событий, начиная с самых вероятных и заканчивая наименее вероятными:

1. Доллар [США] вырастет относительно марки.
2. Швейцарский франк будет в декабре сильнее, чем в июле.
3. Доллар [США] вырастет относительно марки, *и* швейцарский франк будет в декабре сильнее, чем в июле.
4. Доллар [США] вырастет относительно марки, *или* швейцарский франк будет в декабре сильнее, чем в июле.

Полученные ответы выявили серьезное присутствие ошибки совпадения в прогнозах участников рынка. Три четверти (75%) трейдеров на валютном рынке сочли, что то, что «доллар вырастет относительно марки, *и* швейцарский франк будет в декабре сильнее, чем в июле» более вероятно, чем любое из других событий в отдельности, «доллар вырастет относительно марки» и «швейцарский франк будет в декабре сильнее, чем в июле», или чем вероятность, что «доллар вырастет относительно марки, *или* швейцарский франк будет в декабре сильнее, чем в июле». Эта ошибка совпадения была также допущена почти тремя четвертями (74%) финансовых журналистов<sup>xxxv</sup>.

<sup>xxxv</sup> Помимо оценок вероятностей, основанных на ошибке совпадения, существует еще ошибка разделения, которая касается вероятности *альтернативных* событий. Вероятность что произойдет либо событие А, либо событие В, обязательно больше или равна вероятности, что произойдет событие А в отдельности, или вероятности того, что произойдет событие В в отдельности. Так предположение, что «Европейский Центральный Банк решит завтра снизить процентную ставку» или что «Уровень занятости в

Эти результаты явно демонстрируют, что участники валютного рынка, безусловно, не чужды влиянию репрезентативной эвристики. Несмотря на то, что психологический аспект принятия решений позволяет им быстро обрабатывать информацию и оценивать вероятность развития событий на рынке, он также является источником предубеждений в их решениях и прогнозах: он может привести к тому, что они будут основывать свои решения на незначимой информации, не на важной информации, такой как вероятности, которые базируются на статистических и исторических данных. Следовательно, он может привести к тому, что они переоценят вероятность очень подробных дескриптивно рыночных сценариев.

Более того, психологическое исследование выявило еще одну динамику решений, которая основывается на репрезентативной эвристике. Посещение любого казино в Лас-Вегасе дает достаточную возможность наблюдать за игроками в рулетку, которые совершают так называемую «ошибку азартного игрока». Эта ошибка выражается в уверенности, что после выпадения ряда из нескольких черных чисел, следующее число, скорее всего, окажется красным, а не черным. Это ошибочное представление может быть объяснено с помощью репрезентативной эвристики, которая заставляет многих азартных игроков считать, что случайные последовательности являются «в определенной степени репрезентативными», другими словами, что каждый малый случай случайной последовательности походит на свойства бесконечной последовательности. Многие игроки в рулетку верят, что все части последовательности красных и черных чисел порождаются шансом, и что любое отклонение от всеобщей гармонии, порождаемое шансом, самооткорректируется в

США следующем месяце вырастет» более вероятно, чем то, что «Европейский Центральный Банк решит завтра снизить процентную ставку *или* уровень занятости в США следующем месяце вырастет», означает совершение ошибки разделения. В «Европейском опросе» 85% трейдеров и 86% финансовых журналистов совершили ошибки разделения, считая, что то, что «доллар вырастет относительно марки *или* швейцарский франк будет в декабре сильнее, чем в июле» менее вероятно, чем любое из событий в отдельности «доллар вырастет относительно марки» и «швейцарский франк будет в декабре сильнее, чем в июле» или их совместная вероятность (то есть то, что «доллар вырастет относительно марки, *и* швейцарский франк будет в декабре сильнее, чем в июле»).

противоположном направлении<sup>108</sup>. На валютном рынке ошибка азартного игрока может привести к тому, что трейдеры предположат поворот в направлении валютного курса после определенного предшествующего этому развития событий, или же что она повлияет на предположения трейдеров о будущих валютных котировках, появляющихся на мониторе.

### Наличие

Использование наличной эвристики приводит к тому, что люди, принимающие решения, оценивают вероятность события, основываясь на том, есть ли в наличии психологическая информация о событии. События, которые психологически более доступны (то есть события, для которых легче вспомнить подобный случай или эпизод) оцениваются как более вероятные и более часто встречающиеся, чем события, которые сложнее представить<sup>109</sup>.

Эта эвристика играет важную роль в торговых решениях. Когда трейдеры полагаются на наличие, они будут оценивать события на рынке как возможные и вероятные, если эти события легко всплывают в *памяти*. Более того, они будут строить свои оценки вероятности на том, насколько просто можно *представить* эти события. Говоря словами психологов познания Ричарда Нисбетта (Richard Nisbett) и Ли Росса (Lee Ross): «Когда от людей требуется оценка относительной частотности конкретных объектов или вероятности определенных событий, на них часто может оказывать влияние относительное наличие объектов или событий, то есть, их доступность в процессе восприятия, запоминания или построения с помощью воображения»<sup>110</sup>.

Часто наличная эвристика позволяет трейдерам довольно точно оценивать вероятность событий на рынке, поскольку чисто субъективное наличие событий соотносится с их реальной частотностью. Поскольку частые рыночные события запоминаются и представляются легче, чем редкие, то когда трейдеры основывают свои решения на наличии, это, обычно, приводит к обоснованным оценкам<sup>109</sup>.

Однако психологическое наличие является абсолютно неадекватным способом оценки вероятности рыночных событий. потому что субъективное наличие событий также основано на

факторах, которые почти ничего общего не имеют с их *реальной* частотностью. Например, невероятная информация может быть легко доступна для трейдеров просто потому, что о ней красочно сообщалось в новостях. «Когда на рынке что-то происходит, у тебя есть заголовок. Именно заголовок – это то самое. И очень редко история, стоящая за заголовком, изменяет валютный курс», – отмечает один трейдер.

Таким образом, для трейдеров некоторые события на рынке могут быть более доступными просто потому, что трейдеры воспринимают их как более эмоционально значимые, а не потому, что эти события действительно более часты. Как мы видели, то, *как* преподносятся финансовые новости, очень важно: по сравнению с информацией, которая представляется в скучной, теоретизированной и статистической форме, яркая и сенсационная информация остается более доступной и ее легче вспомнить<sup>106</sup>. Примечательным трудом по данной теме является исследование восприятия причин смерти. Это исследование обнаружило, что люди считают смерть от пожара более вероятной, чем смерть, когда человек тонет, а смерть от несчастного случая как более вероятную, чем смерть от удара, хотя статистика говорит об обратном<sup>111</sup>. Как так получается? Новости общего характера скорее освещают катастрофические причины смерти, в то время как рассказывать о болезнях не так интересно. Эта концентрация внимания журналистов на сенсационных событиях делает некоторые причины смерти психологически более доступными для читателей<sup>112</sup>. Также для психологического наличия очень важно время, когда происходит событие: те события, о которых сообщалось недавно, вспоминаются легче, чем те, которые произошли в далеком прошлом<sup>99</sup>.

Таким образом, на психологическое наличие на валютном рынке, а, следовательно, и на решения участников рынка, оказывает влияние ряд субъективных факторов! Например, эффекты недавности приводят к тому, что участники переоценивают недавние рыночные новости и тренды, и недооценивают, или даже, совершенно не обращают внимания на другую важную информацию, такую как исторические данные и статистические средние величины. Трейдеров, когда они оценивают информацию, заключенную в сообщении, и формируют ожидание, отвлекает то, насколько ярким и сенсационным является это сообщение. Эмоциональный интерес к

определенной теме, конкретность и близость определенных новостей (то есть временная, пространственная и чувственная близость) определяют то, насколько живо трейдеры воспринимают рыночную информацию и в какой степени она влияет на их торговые решения<sup>110</sup>. Например, один трейдер комментирует важность яркой рыночной информации, передаваемой по финансовым каналам телевидения: «У тебя есть возможность *быть там и слушать* пресс-конференцию... Теперь ты можешь слушать господина Гринспэна (Greenspan), когда он делает заявление и слышать, *как он это делает*».

### Якорь и корректировка

Сходным образом, эвристика якоря-и-корректировки является еще одним скрытым эмпирическим правилом, которым пользуются принимающие решения люди для субъективных предсказаний и оценок. Эвристика якоря-и-корректировки работает на двух стадиях: во-первых, люди, принимающие решения, формируют изначальную оценку путем восприятия и выбора определенной величины-якоря, которая наделена психологической значимостью; и во-вторых, они принимают окончательное решение (то есть, делают свое *реальное* предсказание или оценку), корректируя предварительно избранный якорь. Как только якорь избран, обычно следующая за ним корректировка очень мала<sup>99</sup>. Например, трейдеры могут вспомнить, что валютный курс составлял что-то около 1,60; затем они формируют точную оценку реального валютного курса, выбирая число, расположенное довольно близко к этому изначальному числу<sup>113</sup>. По словам широко известного руководителя фонда Дэвида Дремана (David Dreman), эффект якоря – «это упрощающая эвристика, которую люди принимают на вооружение, пытаясь произвести сложный подсчет. Вместо того, чтобы считать с нуля, они берут какую-то точку отсчета и вносят коррективы»<sup>98</sup>. Решения, основанные на выборе якоря и последующей корректировке, могут оказаться ненадежными, потому что избранный якорь может быть основан на незначимой информации. Более того, поскольку корректировка обычно мала, решения, на которые оказывает влияние эта эвристика, могут в конечном итоге оказаться недостаточно откорректированными.

На валютном рынке эффекты якоря-и-корректировки определяют оценки грядущих экономических данных и оказывают

влияние на предсказания валютных курсов. Действие этой эвристики предполагает, что участники рынка формируют подобные оценки и предсказания не обрабатывая рыночную информацию и не подсчитывая вероятности независимо, но воспринимая определенные важные с психологической точки зрения рыночные якоря, и формируя субъективные корректировки. На самом деле, нет недостатка в якорях, предоставляемых рыночными экспертами (например, предсказания экономистов и рыночных аналитиков). «Экономисты из дилерского зала обладают самым сильным влиянием на рынки, и на то, на чем на самом деле фокусируется рынок. Потому что если они говорят дилерам: «Это важное число», – тогда дилеры больше ни на что и смотреть не будут», – говорит один финансовый журналист. Конечно, средства финансовой информации играют фундаментальную роль в снабжении участников рынка якорями. «Без нас они не знают, где находится рынок», – заключает другой финансовый журналист.

В то время как эффекты якоря наблюдаются постоянно, как внутри, так и снаружи рынков, они могут даже активно порождаться, если намеренно давать людям, принимающим решения, оценку, которая затем служит в качестве якоря для их решений. В пронизательном исследовании Тверски (Tversky) и Канемана (Kahneman)<sup>22</sup>, перед участниками раскручивали колесо фортуны, а затем участникам был задан вопрос, является ли процентное соотношение африканских стран в Организации Объединенных Наций выше или ниже, чем число, указанное колесом фортуны, и каким, на их взгляд, является реальный процент африканских стран в Организации Объединенных Наций. Колесо фортуны путем манипуляций заставили остановиться на цифре 65 в одной группе и 10 в другой группе людей, принимающих решения. Несмотря на то, что люди предположили, что это было чисто случайное число, результаты в двух группах были явно разными. Когда число на колесе (то есть внедренный якорь) показало 65, участники в среднем оценили, что процентное соотношение африканских стран в Организации Объединенных Наций составляет 45. Когда число на колесе показало 10, оценочное соотношение африканских стран в Организации Объединенных Наций упало до 25, даже когда участникам платили за точные оценки, эффект якоря *не* изменился в обеих группах.

Наконец, эвристика якоря-и-корректировки важна не только для количественных оценок, но также для решений, включающих в себя *качественные* результаты<sup>79</sup>. Действительно, эмпирические исследования безошибочно показывают, что даже эксперты полагаются на процессы якоря-и-корректировки, чтобы принять решение. Например, в одном исследовании опытные профессиональные агенты по продажам недвижимости объезжали дома, выставленные на продажу. Им была предоставлена всесторонняя информация о домах. Однако различным агентам была предоставлена различная информация о преискуртантной цене домов. Агентов по продажам недвижимости, многие из которых являются ветеранами в своей области, попросили оценить стоимость домов. Хотя они сознательно не расценивали преискуртантную цену как важную информацию, их оценочные стоимости значительно отличались. Агенты, которые увидели более высокую преискуртантную цену, решили, что дома более ценны, а, следовательно, предоставили значительно более высокие оценочные стоимости домов, чем другие<sup>114</sup>. Подобные открытия предполагают, что и на валютном рынке опыт и знание дела не сводят на нет сильное влияние эвристики якоря-и-корректировки на решения трейдеров.

### Ошибка хиндсайта (ретроспекции)

«Как часто я сидел вот так и говорил: «О, этот доллар, на него очень хороший спрос, и этот доллар собирается вырасти», – и ничего не делал. А затем наблюдал за тем, как он идет вверх, а я не заработал денег потому, что ничего для этого не *сделал*», – размышляет один трейдер о великих сделках, которые он так и не заключил. С психологической точки зрения, мы могли бы добавить «ему *кажется*, что он так и не заключил», потому что когда люди вспоминают о событиях и их развитии, они не просто достают информацию из хранилища, так как поступает процессор компьютера с информацией, сохраненной на жестком диске. Ошибка ретроспекции демонстрирует, что помнить – это значит *психологически реконструировать*. Ошибка хиндсайта описывает склонность людей, принимающих решения, подобных этому трейдеру, ретроспективно воспринимать свои прошлые предчувствия и предсказания как более точные, чем эти предчувствия и

предсказания были на самом деле в то время, когда они имели место. Как только люди ознакомлены с реальными итогами и знают ход истории, ошибки ретроспекции приводят к тому, что они верят, что такие события, как итоги парламентских выборов, недавний взрыв пузыря фондового рынка и внезапный рост популярности валюты, были очевидны и неизбежны даже *до того*, как они произошли. Эту тенденцию – «я всегда знал» – можно в равной степени обнаружить как среди дилетантов, так и среди экспертов, принимающих решения. Она срабатывает автоматически; принимающие решения люди обычно не отдают себе отчета, что их текущие суждения о прошлом находятся под влиянием ретроспективного знания<sup>106</sup>.

Широко известный пример ошибки ретроспекции дается психологами Барухом Фишхоффом (Baruch Fischhoff) и Рут Бейт (Ruth Beyth). Он касается визитов президента США Никсона (Nixon) в Китай и Россию в 1972 году. До отъезда Никсона участникам исследования предложили оценить вероятности различных событий и итогов, таких как встреча Никсона с Мао (Мао) или совместная космическая программа США и России. После возвращения Никсона участникам предложили вспомнить свои изначальные предсказания. Результаты показали наличие ошибок ретроспекции, поскольку большинство участников считали, что они дали более высокие вероятности для событий, которые произошли *на самом деле*, и более низкие вероятности для событий, которые не произошли<sup>115</sup>.

Этим было продемонстрировано, что ошибки ретроспекции оказывают влияние на экономические ожидания<sup>116</sup>, а интервью с трейдерами дают достаточно свидетельств ошибок ретроспекции, в том числе и среди участников валютного рынка. «Почему я не сделал того, о чем все время знал?» – задается вопросом относительно недавнего торгового решения один трейдер, в то время как другой трейдер отмечает, что в оценках торговых решений других всегда присутствует хиндсайт. Если торговые решения оказываются плохими, то критика со стороны других членов торговой команды и начальства, скорее всего, будет окрашена ошибкой ретроспекции: «Ты решил сыграть на повышение – если все в порядке, ты никогда ничего об этом не услышишь. Однако, если ты играешь на повышение, а цена пойдет вниз, ты получишь убытки, а затем [с точностью в] 100%, ты услышишь фразу: «Да, я придерживался другого мнения».

«Анализировать причину своих убытков ... я думаю, очень важно. Усвоить опыт, проанализировать, что было неверно», – говорит один трейдер. Ошибки ретроспекции в оценке торгового решения делают подобный анализ затруднительным, поскольку приводят к тому, что люди, принимающие решения, начинают верить, что, по словам другого трейдера, они «все заранее знали». Финансовые рынки часто дают участникам возможность «убедить себя в том, что они могли бы сделать правильный выбор, если бы они лучше старались, или что они смогут это сделать заранее в будущем»<sup>32</sup>. На валютном рынке хиндсайт придает прошлому развитию событий иллюзорную логику и предсказуемость, которая осложняет должное обучение на своем опыте. Эта иллюзорная логика влияет на будущее взаимодействие участников с рынком и качество их торговых решений (например, когда она удерживает участников от открытого анализа прошлых стратегий заключения сделок и от того, чтобы учиться на ошибках, которые они *могли бы совершить*).

Таким образом, знание о хиндсайте не только дает утешение трейдеру, слова которого были процитированы в начале этого раздела, но также обеспечивает его более реалистичным пониманием для его будущих торговых решений. Как замечает другой трейдер, размышляющий о том, чему он научился в биржевой торговле: «Я выяснил, что хиндсайт является самым превалирующим в том, что касается сделок, которых я так и не заключил... мне всегда казалось, что все размышляют о выгодных сделках, которых они не заключили, в противоположность тому, чтобы сказать: «*Что ж, хорошо, что я этого не сделал*»».

### Краткие ссылки

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

1. Yates, F. J. (1990)
2. Maas, P. and Weibler, J. (1990)
3. Watzlawick, P. (1967)
4. Mullen, B. and Riordan, C. A. (1988)
5. Stoner, J. A. (1961)
6. Moscovici, S. and Zavalloni, M. (1969)

7. Brown, R. (1986)
8. Bray, R. M. and Noble, A. M. (1978)
9. Isozaki, M. (1984)
10. Maital, S. (1982)
11. Bernoulli, D. (1738/1954)
12. Kritzman, M. (1998)
13. Baron, J. (2000)
14. Starmer, C. (1993)
15. von Neumann, J. and Morgenstern, O. (1947)
16. Edwards, W. (1954)
17. March, J. G. and Simon, H. A. (1958)
18. Simon, H. A. (1957)
19. Kahneman, D. and Tversky, A. (1979)
20. Allais, M. (1953)
21. Ellsberg, D. (1961)
22. Tversky, A. and Kahneman, D. (1974)
23. Frey, B. S. (1990)
24. Slovic, P. (1990)
25. Beach, L. R. (1997)
26. Pennington, N. and Hastie, R. (1992)
27. Jungermann, H. and Thuring, M. (1987)
28. Klein, G. A. (1998)
29. Klein, G. A. (1993)
30. Hogarth, R. and Reder, M. W. E. (1987)
31. Lopes, L. L. (1995)
32. Zeckhauser, R. et al. (1991)
33. Tversky, A. and Kahneman, D. (1988)
34. McNeil, B. J. et al. (1982)
35. De Bondt, W. F. M. and Thaler, R. H. (1994)
36. Simon, H. A. (1959)
37. Thaler, R. H. (1992)
38. Rubinstein, A. (2003)
39. Newcomb, T. M. (1972)
40. Scharfstein, D. S. and Stein, J. C. (1990)
41. Sherif, M. (1936)
42. Asch, S. E. (1951)



43. Norton, L. P. (1996)
44. Keynes, J. M. (1936)
45. Bikhchandani, S. et al. (1992)
46. Banerjee, A. V. (1992)
47. Shiller, R. J. (1989)
48. Ferguson, R. (1989)
49. Turner, R. L. and Killian, L. M. (1957)
50. Lee, S B and Killian, L. M. (1957)
51. Hatfield, E. et al. (1994)
52. Hatfield, E. et al. (1993)
53. Gump, B. B. and Kulik, J. A. (1997)
54. Shiller, R. J. (2000)
55. Pieters, R. G. M. and Van Raaij, W. F. (1988)
56. Wertlieb, D. L. (1996)
57. Forgas, J. P. and Bower, G. H. (1988)
58. Bower, G. H. and Cohen, P. R. (1982)
59. Bower, G. H. (1981)
60. Bower, G. H. et al. (1981)
61. Bower, G. H. and Forgas, J. P. (2000)
62. Van Raaij, W. F. (1989)
63. Katona, G. (1975)
64. Etzioni, A. (1988)
65. Samuelson, W. and Zeckhauser, R. (1988)
66. Steiner, L. D. (1980)
67. Berelson, B. and Steiner, G. A. (1964)
68. Bell, D. E. (1982)
69. Loomes, F. and Sugden, R. (1982)
70. Zeelenberg, M. et al. (1996)
71. Festinger, L. (1957)
72. Knox, R. E. and Inkster, J. A. (1968)
73. Staw, B. M. and Ross, J. (1989)
74. Garland, H. (1990)
75. Arkes, H. R. and Blumer, C. (1985)
76. Thaler, R. H. (1991)
77. Mero, L. (1998)
78. Svenson, O. (1981)

79. Russo, E. J. and Schoemaker, P. J. H. (1989)
80. Russo, E. J. and Schoemaker, P. J. H. (2002)
81. Oskamp, S. (1965)
82. Golec, J. and Tamarkin, M. (1995)
83. Davis, F. D. et al. (1994)
84. Barber, B. M. and Odean, T. (2000)
85. Barber, B. M. and Odean, T. (2001)
86. Daniel, K. et al. (1998)
87. Kyle, A. S. and Wang, F. A. (1997)
88. De Long, J. B. et al. (1991)
89. Pulford, B. D. and Colman, A. M. (1997)
90. Bradley, J. V. (1981)
91. Oberlechner, T. and Osier, C. L. (2004)
92. Bechara, A. et al. (1997)
93. Myers, D. G. (2002a)
94. Hogarth, R. M. (2001)
95. Simon, H. A. (1987)
96. Langer, E. et al (1978)
97. Gigerenzer, G. and Todd, P. M. (1999)
98. Dreman, D. (1995)
99. Duchon, D. et al. (1991)
100. Reynolds, R. I. (1991)
101. Reynolds, R. I. (1982)
102. Borges, B. et al. (1999)
103. Boyd, M. (2001)
104. Hogarth, R. (1981)
105. Kahneman, D. and Tversky, A. (1973)
106. Plous, S. (1993)
107. Tversky, A. and Kahneman, D. (1982)
108. Tversky, A. and Kahneman, D. (1971)
109. Tversky, A. and Kahneman, D. (1973)
110. Nisbett, R. E. and Ross, L. (1980)
111. Slovic, P. et al. (1976)
112. Combs, B. and Slovic, P. (1979)
113. Hastie, R. and Dawes, R. M. (2001)
114. Northcraft, G. B. and Neale, M. A. (1987)

115. Fischhoff, B. and Beyth, R. (1975)

116. Hoelzl, E. et al. (2002)

## 3

### Принятие рисков в торговых решениях

*Конфликт, который я испытываю каждый день – это попытка уравновесить риск и ожидания. Принять просчитанный риск – вот настоящий конфликт. Поставить 100 долларов, чтобы заработать 500, вместо того, чтобы поставить 100 долларов, чтобы заработать 100.*

Треjder валютного рынка

«Все есть риск», – комментирует один трейдер то, что риск формирует саму суть решений на валютном рынке. На самом деле поиск прибылей все время сталкивает трейдеров с меняющимися лицами риска. Например, они могут продавать опционы в сфере валютных деривативов и зарабатывать маленькую и определенную премию, подвергая себя малому шансу неограниченных потерь – «Это похоже на сбор медяков под колесами катка. Рано или поздно тебя раздавит!» – как ярко живописует один трейдер.

Риск, определяемый «Оксфордским словарем английского языка» как «угроза, опасность; подверженность несчастным случаям или опасности», обычно воспринимается участниками рынка как непостоянство доходов от их инвестиций; например, инвестирование в государственную облигацию с фиксированной и гарантированной ежегодной нормой прибыли менее рискованно, чем инвестирование в новые акции крайне нестабильной технологической компании. Неопределенность в том, что касается будущих событий и их развития является неизбежной частью торговых решений. Так трейдеры постоянно взвешивают риски, когда пытаются сформировать возможные сценарии рыночного будущего и принять решения, результаты которых неопределенны. Как отмечает один

трейдер: «Я не вступил бы в позицию, где потенциальная прибыль очень мала, а потенциальные убытки могут быть очень большими. Конечно, это очень простая вещь, которая будет оказывать влияние на любую позицию; так что это первый вопрос: «Могу ли я заработать деньги на своей позиции, и не является ли огромным риск, которому я подвергаюсь?»»

Риск касается *будущего* и, действительно, все усилия человечества понять и методично управлять риском с помощью таких наук как математика, история, статистика и экономика, стали краеугольными камнями современности<sup>1</sup>. Каковы психологические свойства принятия риска на валютном рынке? И какие существуют ожидания для некоторых из примечательных явлений принятия рисков среди участников валютного рынка?

### Асимметричное принятие риска

*Мы склонны урезать убытки слишком поздно и урезать прибыли слишком рано.*

Треjder валютного рынка

Некоторые из наиболее примечательных ответов на вопрос о принятии рисков на финансовых рынках были даны психологией. Поэтому когда психолога Дэниела Канемана (Daniel Kahneman) спросили о происхождении названия теории решений, которую он разработал совместно с Амосом Тверски (Amos Tversky), Канеман (Kahneman) ответил, что они выбрали название, которое легко заметить и вспомнить<sup>2</sup>. Однако колоритное название – это не единственное замечательное свойство «теории перспектив»; ее самым существенным достоинством является предлагаемое ей понимание того, как люди на самом деле принимают на себя риски.

В то время как теория ожидаемой полезности предполагает, что люди в общей своей массе несклонны к риску (см. Главу 2 «Психология торговых решений»), теория перспектив объясняет, что существует фундаментальное различие, зависящее от того, вовлечено ли в это восприятие прибыли или восприятие убытков. Когда альтернативы рискованного выбора подразумевают прибыли, люди несклонны к риску; однако когда альтернативы рискованного выбора

подразумевают убытки, люди *стремятся рисковать*.

Это можно легко продемонстрировать на приведенном ниже примере. Представим себе реальное решение, в котором задействованы реальные деньги.

Что вы предпочтете?

А. Азартную игру с 80% шансом выиграть 4000 долларов и 20% шансом ничего не выиграть.

В. Гарантированную прибыль в 3000 долларов.

Сталкиваясь с выбором, подразумевающим прибыль, большинство людей (четверо из пяти в исследовании Канемана (Kahneman) и Тверски (Tversky)) предпочитает гарантированную прибыль, предлагаемую в альтернативе В, рискованной игре, предлагаемой в альтернативе А. Однако, результаты отличаются, если в выборе подразумеваются убытки.

Что вы предпочтете?

А. Азартную игру с 80% шансом потерять 4000 долларов и 20% шансом ничего не потерять.

В. Гарантированный убыток в 3000 долларов.

Здесь большинство участников исследования (более девяти из десяти в исследовании Канемана (Kahneman) и Тверски (Tversky)) предпочитает рискованную игру в альтернативе А гарантированному убытку в альтернативе В, другими словами, перед лицом убытков они становятся склонными к риску.

Участниками исследования Канемана (Kahneman) и Тверски (Tversky) были студенты университета и профессорско-преподавательский состав, а не финансовые эксперты. «Европейский опрос», напротив, исследовал, демонстрируют ли трейдеры на валютном рынке эту тенденцию становиться склонными к риску, когда речь идет о возможных убытках, как предполагает теория перспектив. Чтобы сделать выбор трейдеров более реалистичным, суммы на кону были увеличены. Трейдеров спросили, что они скорее предпочтут:

А. Принять гарантированный убыток в 30 000 долларов.

В. Или принять 80% риск убытка в 40000 долларов.

Больше двух третей (71%) трейдеров предпочли рискованную альтернативу В, что показывает, что среди трейдеров валютного рынка – ветеранов решений, где задействованы реальные деньги и риск – существует *склонность рисковать перед лицом возможных убытков*.

Как же можно объяснить эту тенденцию становиться склонными к риску, когда на кон поставлены убытки? Согласно теории перспектив, результаты решений оцениваются не по их воздействию на общее благосостояние, но по изменениям, которые они приносят относительно *субъективной точки отсчета*. Другими словами, принимающие решение люди оценивают результаты альтернатив не абсолютно, но рассматривая получающееся отклонение от субъективно определенного «статуса-кво». Например, когда они принимают решение, следует ли им пойти на шикарный или недорогой ужин, они не думают о своем объективном общем собственном капитале. Вместо этого люди просто определяют психологическую точку отсчета (например, сумму денег, в настоящий момент находящуюся у них в бумажнике, или сумму денег, которую они обычно тратят на ужин). Эта точка отсчета не является объективно предопределенной, но выбранной *субъективно*, в большинстве случаев ее выбор не является хорошо обдуманым, но происходит неявно. На самом деле на выбор точки отсчета может оказать психологическое влияние как человек, принимающий решение, так и другие<sup>1</sup>. В любом случае, как только выбрана точка отсчета, люди рассматривают приобретение трапезы относительно точки отсчета, а их готовность принять риск зависит от того, воспринимают ли они его как выбор между прибылью или убытками.

В качестве примера возьмем человека с общим собственным капиталом в 200 000 долларов, который обычно тратит на ужин 15 долларов. Точка отсчета этого человека, возможно, составляет 15 долларов, которые обычно уходят на ужин. С финансовой точки зрения перед человеком не стоит выбор между дорогой трапезой за

<sup>1</sup> Эта изменчивая природа точки отсчета формирует основу для, так называемых, явлений обрамления, обсуждаемых в разделе «Обрамление и внутренняя бухгалтерия», и для психологических стратегий управления торговым риском, обсуждаемых в разделе «Управление торговым риском: стратегии организаций и личные стратегии».

200 долларов в эксклюзивном ресторане и тем, чтобы пропустить ужин, как различие между получающимися в итоге 199 800 долларами и 200 000 долларами его общего собственного капитала. Вместо этого, он воспринимает свой выбор как различие между дополнительными расходами в 185 долларов за ужин в эксклюзивном ресторане, как противопоставленный экономии в 15 долларов, если он пропустит ужин. Стоимость ужина не определяется *объективно*, на основе его собственного капитала, но *субъективно* (например, относительно средней стоимости ужина, как в примере выше, или, возможно, относительно суммы денег, находящейся в настоящий момент у него в бумажнике).

Таким образом, по сравнению с функцией полезности, согласно пониманию Бернулли (Bernoulli) (см. Главу 2 «Психология торговых решений»), теория перспектив дает нам, так называемую, «функцию стоимости» воздействия убытков и прибылей на людей, принимающих решения<sup>2</sup>. Однако, тогда как функция полезности основана на объективном уровне благосостояния индивида и рассматривает только положительные полезности, функция стоимости основывается на субъективно определенной точке отсчета, относительно которой она рассматривает как положительную стоимость прибылей, так и отрицательную стоимость убытков. Эта функция стоимости выглядит *по-разному* для прибылей и убытков, как показывает рисунок 3.1.

Поскольку угол ее наклона растет в области прибылей, когда возможные результаты решений воспринимаются как прибыли различной степени, функция стоимости приводит к тому, что лицо, принимающее решение, становится *несклонным к риску*. Поскольку угол наклона снижается в области потерь, когда возможные результаты решений воспринимаются как потери различной степени, функция стоимости побуждает лицо, принимающее решение, *рисковать*<sup>3</sup>.

<sup>2</sup> Помимо функции стоимости, которая касается субъективного восприятия *полезности*, теория перспектив также объясняет субъективное восприятие *вероятности*. Эта «функция взвешивания вероятностей» обсуждается у Брандштеттера (Brandstaetter) и других.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> Так называемый «эффект отражения» подразумевает, что когда признаки результатов решений относительно точки отсчета инвертируются,

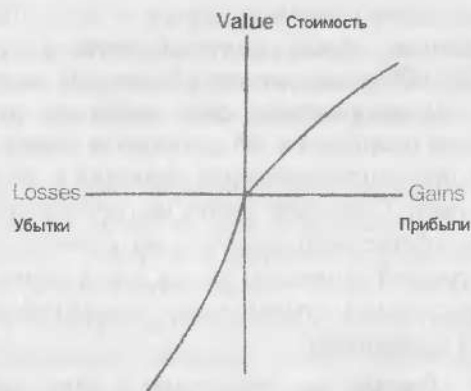


Рисунок 3.1 Теория перспектив: функция стоимости. Воспроизведено по книге «Теория перспектив: Анализ рискованных решений», (D. Kahneman и Tversky, 1979, «Econometrica», 47(2), стр. 279.)

Последствия асимметричной природы принятия рисков для торговых решений, принимаемых на валютном рынке, огромны. Различная форма функции стоимости в области прибыли и убытков может подтолкнуть трейдеров к существенно различному принятию риска, в зависимости от того, стоят ли на кону прибыли или убытки. Например, это объясняет тенденцию участников рынка закрывать прибыльные биржевые позиции слишком рано и позволять убыточным позициям слишком долго «плыть по течению»<sup>6</sup>. После успешной сделки трейдеры воспринимают решение по поводу того, когда закрыть свою биржевую позицию и когда получить свою прибыль, как выбор между различными степенями прибыли. Как мы видели, в области прибылей, решения имеют тенденцию быть несклонными к риску. Это заставляет трейдеров получать свою прибыль рано. Здесь они чувствуют, что лучше синица в руках, чем журавль в небе, и они скорее всего не будут ждать дальнейших вероятных прибылей. Напротив, в области потерь, решения имеют тенденцию быть склонными к риску. Именно поэтому трейдеры

предпочтения меняются на противоположные: несклонность к риску при положительных итогах превращается в склонность рисковать при отрицательных итогах. Свидетельства этому эффекту были найдены Гарри Марковицем (Harry Markowitz)<sup>4</sup> и Артуром Уиллиамсом (Arthur Williams)<sup>5</sup>.

после операции, которая привела к убытку, не решаются закрыть свою биржевую позицию и, скорее всего, будут временить с решением сократить свой убыток. Следовательно, в то время как трейдеры получают прибыли слишком рано и пока они еще малы, они позволяют убыткам накапливаться и закрывают свои убыточные биржевые позиции слишком поздно, часто из-за какой-то иррациональной надежды, что убыток обернется прибылью. «Трейдер поведет себя иначе в процессе принятия решения, если он получает прибыль, по сравнению с тем, как он поведет себя в случае, если он получает убыток. Будучи в прибыли, он постарается ухватить ее слишком быстро, а будучи в убытке, он будет склонен ждать,» — объясняет один трейдер. Другой трейдер вторит этому утверждению, говоря: «Мы слишком рано получаем прибыли и слишком медленно сокращаем убытки»<sup>iv</sup>. Однако трейдеры также отмечают, что тенденция к асимметричному принятию рисков перед лицом возможных убытков снижается с опытом. По словам одного трейдера, «Одним из различий между начинающим и опытным трейдером является то, что опытный трейдер действует прямо противоположно тому, как поступил бы обычный человек. А человек быстрее принимает прибыли, чем убытки, потому что ты всегда думаешь, что это не может быть правдой, и что ты прав, поэтому ты позволяешь своим убыткам расти, а свои прибыли слишком быстро забираешь из игры».

Функция стоимости, описанная теорией перспектив, отличается не только в областях прибылей и убытков, но она становится даже *более крутой* для убытков, нежели чем для прибылей. Это значит, что одинаково большие колебания относительно точки отсчета в сторону прибылей и убытков переносятся с разной интенсивностью; выбор между выигрышем и проигрышем идентичной суммы денег относительно статус-кво противопоставляет относительно серьезные страдания из-за возможного убытка значительно меньшему количеству удовольствия

<sup>iv</sup> Единственным способом справиться с асимметричным принятием рисков являются математические модели. По словам трейдера. «Модель не умнее, и не обладает большими знаниями, чем трейдер. но она обходит иррациональность, возникающую из-за того, что трейдер ведет себя иначе в процессе принятия решения, когда он в прибыли и когда он в убытке».

от возможной прибыли<sup>7</sup>. По словам Канемана (Kahneman) и Тверски (Tversky): «Убытки кажутся больше прибылей. То ухудшение состояния, которое человек испытывает, теряя сумму денег, кажется больше, чем удовольствие, связанное с получением такой же суммы». Таким образом, трейдеры ненавидят терять 100 000 долларов больше, чем любят получать 100 000 долларов. Поскольку убытки психологически весят примерно вдвое больше прибылей<sup>8</sup>, принятие рисков здесь характеризуется четко выраженной *несклонностью к риску*. «Принять убытки довольно сложно», – признает один трейдер валютного рынка.

Впечатляющий пример психологического отвращения к осознанию торгового убытка дается в следующей оценке одного трейдера: «Я никогда не хотел декларировать или записывать прибыль в сделках по опционам до тех пор, пока я не заплатил премию за приобретение этого опциона». На самом деле отвращение к убыткам делает любое решение по принятию торгового убытка и закрытию убыточной биржевой позиции сложным. По словам другого трейдера: «Довольно просто управлять позицией, которая прибыльна, но самые сложные решения – это те, когда нужно принять убыток». Некоторые трейдеры даже определяют свои самые ценные торговые решения не на основе того, где они получили свои самые высокие прибыли, а на основе того, где они приняли более сложное с эмоциональной точки зрения решение закрыть убыточную биржевую позицию вовремя. «Самые важные решения – это те, где ты реально сократил или уничтожил убытки, потому что их гораздо сложнее принять», – говорит еще один трейдер. Таким образом, отвращение к риску, выраженное с помощью функции стоимости теории перспектив, может также являться причиной того, почему трейдеры часто сообщают о непропорциональной эмоциональной реакции после убытков, которая намного превышает интенсивность эмоций после выигрышей.

Чтобы уйти от неизбежного убытка, трейдеры могут стать чрезвычайно сильно склонными к риску и начать действовать таким образом, как они в других случаях явно сочли бы слишком опасным. «Некоторые люди принимают большой риск, потому что они вчера проиграли, что определенно является самым худшим, что только можно сделать», – комментирует один трейдер это опасное последствие отвращения к риску. После убытка сделки,

предлагающие возможность достичь уровня безубыточности, могут стать особенно привлекательными<sup>9</sup>. Действительно, трейдеры часто описывают, как после убытков они охотятся за потерянными суммами в попытке отыграться<sup>5</sup>. «Если трейдер теряет деньги, он пытается их вернуть», – таковы слова одного трейдера.

Однако не все трейдеры в равной степени уступают опасностям принятия рискованных решений, связанным с отвращением к риску. Как объясняет Глава 6 «Личностная психология трейдеров», опытные трейдеры сопротивляются отвращению к риску. Вместо того, чтобы подчиниться этой естественной тенденции принятия риска, позволяя своим убыточным позициям плыть по течению или даже увеличивая свой уровень риска, они достаточно дисциплинированы и контролируют принятие своих убытков. Как со знанием дела замечает один трейдер: «Хороший дилер, это не тот, кто мгновенно зарабатывает несколько миллионов баксов. Хороший дилер – это тот, кто знает, когда закрыть свою позицию». Другой трейдер соглашается: «Я думаю, биржевая торговля – это не обязательно зарабатывание денег, потому что *любой* может заработать деньги, каждый. Я мог бы прямо сегодня привести сюда свою маму и сказать: «Давай, мам», и она смогла бы заключать сделки по доллару к марке, и смогла бы купить позицию, которая принесет деньги, потому что *любой* это может. Но это не зарабатывание денег; на самом деле, это умение терять минимальную сумму денег, если это возможно, когда ты ошибаешься».

Таким образом, управление психологической асимметрией в принятии рисков и отвращение к убыткам, объясняемые теорией перспектив, являются ключом к успешной биржевой торговле. Как отмечает один трейдер: «Хороший трейдер отличается от плохого не тем, как он зарабатывает деньги, но тем, как он их *теряет*. Я бы сказал, легко быть счастливым, когда ты зарабатываешь деньги; это проще всего на свете. Но по-настоящему тяжело продолжать думать объективно и принимать рациональные решения после того, как ты потерял деньги, потому что это совершенно другая ситуация».

<sup>5</sup> «Когда трейдеры смотрят на рынок и взгляд их падает на контракты, где происходит ценовое колебание, они обычно хотят получить позицию по вчерашнему закрытию», – согласно Клейзингу (Clasing) и Крейгу (Craig)<sup>10</sup>.

## Обрамление и внутренняя бухгалтерия

*Если на рынке большой разброс цен и ты продаешь на самой низкой точке или покупаешь на самой высокой, тебе придется бегать за рынком целый день.*

Треjder валютного рынка

Предыдущие обсуждения асимметричного принятия рисков описывали, как трейдеры оценивают результаты своих решений, основываясь на отличии от субъективно избранной точки отсчета. Этот раздел показывает, что оказание влияния на субъективную точку отсчета может существенно повлиять на принятие рисков в торговых решениях. Точка отсчета может подвергаться психологическому влиянию и даже сам трейдер, или другие люди с помощью обрамления и внутренней бухгалтерии могут ею манипулировать.

Обрамление – это выбор и оказание влияния на точки отсчета для принятия решения. Это происходит каждый раз, когда на принимающих решения людей оказывает влияние то, как описываются ситуация и связанные с решением альтернативы, и то, как принимающие решения люди субъективно воспринимают ситуацию. Процесс обрамления может быть уподоблен всматриванию в один и тот же пейзаж под различными углами зрения: так же как пейзаж кажется наблюдателю иным с различных углов зрения, точно так же психологическое значение проблемы и альтернатив изменяется согласно тому, как *воспринимаются* проблемы и альтернативы. Различные восприятия одной и той же проблемы могут привести к тому, что лица, принимающие решения, предпочтут разные варианты решения<sup>7</sup>. Таким образом, одна и та же проблема (в том, что касается содержания и предоставленной фактической информации) может привести к радикально отличающимся решениям, в зависимости лишь от способа описания проблемы.

Сходным образом готовность принять риск в торговой ситуации зависит от *обрамления* ситуации. Теория перспектив предсказывает, что для принятия риска то, является ли решение «обрамленным» (то есть представленным окружением или

воспринимаемым человеком, принимающим решение) как выбор между убытками или выбор между прибылями, является решающим. Рассмотрим следующий пример подобного эффекта обрамления в принятии риска<sup>11</sup>.

### Задача 1

Представьте, что вдобавок к тому, что у вас есть, вам дали подарок наличными в размере 200 долларов. Теперь вас просят выбрать между:

А. Гарантированной прибылью в 50 долларов.

В. 25% шансом выиграть 200 долларов и 75% шансом не выиграть ничего.

### Задача 2

Представьте, что вдобавок к тому, что у вас есть, вам дали подарок наличными в размере 200 долларов. Теперь Вас просят выбрать между:

А. Гарантированной потерей 150 долларов.

В. 75% шансом потерять 200 долларов и 25% шансом не потерять ничего.

С точки зрения результатов, обе задачи по существу *идентичны* и описывают выбор между абсолютно одинаковыми альтернативами: альтернатива А приводит к гарантированной прибыли в 250 долларов, в то время как альтернатива В предлагает азартную игру с 75% шансом выиграть 200 долларов и 25% шансом выиграть 400 долларов. Однако несмотря на тот факт, что результаты двух альтернатив *идентичны* в обеих задачах, большинство людей выбирают альтернативу А (которая не несет в себе никакого риска) перед альтернативой В в первой задаче и В (которая подразумевает под собой риск) перед А во второй. Это различие занятно и может быть объяснено только как явление обрамления. «Обрамление прибыли» в первой формулировке задачи, где решение *воспринимается* как выбор между двумя прибылями, оставляет людей, принимающих решение, *несклонными к риску*. Обрамление убытков во второй задаче, где решение *воспринимается* как выбор между двумя убытками, обычно побуждает людей, принимающих решение, *стремиться рискнуть*. Одно лишь различие в презентации

одной и той же задачи (то есть различное обрамление) приводит к различным решениям<sup>7</sup>. Другим примечательным примером эффекта обрамления в принятии решений медиками уже было приведено в Главе 2 «Психология торговых решений». Решения опытных терапевтов относительно выбора между хирургическим вмешательством и радиационной терапией рака было определено тем, как был сформулирован выбор между двумя способами лечения (то есть как число выживших пациентов или число умерших).

Люди, принимающие решения, испытывают на себе эффекты обрамления *всех* видов сред, где делается рискованный выбор. Торговые и инвестиционные решения являются особенно ценными примерами, но они далеко не единственные. Например, для того, чтобы похудеть, один мой знакомый хранит еду в двух отдельных холодильниках с различными правилами о том, что можно есть и когда. Похожая *внутренняя бухгалтерия* используется в финансовых решениях, когда люди мысленно разносят различные части своих денег на различные счета, при этом каждому счету соответствует свое отношение к принятию рисков<sup>6,12,13</sup>. Внутренняя бухгалтерия, таким образом, также опирается на различия в субъективно избранных индивидом точках отсчета для различных решений, как показал раздел «Асимметричное принятие риска» этой главы, альтернативы решений оцениваются тем изменением, которое они приносят относительно некоей точки отсчета (то есть решающим является то, воспринимается ли результат как прибыль или как убыток относительно точки отсчета).

В биржевой торговле внутренняя бухгалтерия может определять влияние *предшествующих* результатов решений на текущие решения. То, обрамляет ли трейдер эти результаты как прибыль или как убытки, может существенно повлиять на размер риска, который трейдер захочет принять в последующем решении<sup>8</sup>. Рассмотрим ситуацию, когда трейдер после серии неудачных сделок обнаруживает, что у него 90 000 долгов в конце неудачной торговой сессии. Трейдер может либо перестать заключать сделки, либо рискнуть и воспользоваться последней возможностью заключить сделку: инвестировать 10 000 долларов в рискованную сделку с 5% шансом получить 100 000 долларов и 95% шансом потерять инвестицию в размере 10 000 долларов.

В данной ситуации трейдер может принять одну из нескольких возможных точек отсчета и его решение о том, будет ли он брать на себя риск последней возможности заключения сделки, предопределен его внутренней бухгалтерией (то есть способом, с помощью которого он *обрамляет* ситуацию, а, следовательно, тем, какую именно *точку отсчета* он выберет для решения). С экономически рациональной точки зрения, оптимальные инвестиции и торговые решения не должны подвергаться влиянию внутренней бухгалтерии. Чтобы максимизировать прибыли, решения должны основываться лишь на будущей стоимости, предлагаемой альтернативами. Одной из потенциальных точек отсчета будет, таким образом, заставить трейдера рассмотреть последнюю возможность заключения сделки как *независимую* от всех предшествовавших сделок того дня. В этом случае он может принять решение против последней рискованной сделки. Однако вторая потенциальная точка отсчета (которая часто является более убедительной по психологическим причинам) заставит трейдера рассматривать себя как человека с «дырой в кармане» размером в 90 000 долларов. Тогда она воспримет последнюю сделку как *привлекательную возможность* завершить сессию без долгов и с радостью решит совершить последнюю сделку. Этот пример показывает, что внутренняя бухгалтерия может оказывать влияние на принятие риска принимающими решения людьми в такой степени, что они вступают в риски, которые они обычно считают неприемлемыми<sup>14,15</sup>. Этот тип сценария решения – это не просто теоретическая вероятность, его можно наблюдать в бесконечном числе каждодневных ситуаций, таких как ставки на ипподроме. Когда люди делают свои ставки на последний забег дня, они действительно зачастую пытаются вернуть себе потерянное, выбирая более значительное неравенство ставок, чем они обычно выбрали бы<sup>16</sup>.

На валютном рынке внутренняя бухгалтерия может побудить трейдера пойти на неоправданно высокий уровень риска после серии убытков и подвергнуться опасности вступления в спираль все более и более высоких убытков. Однако, как показывает следующий совет начальствующего трейдера, на точки отсчета, задействованные в биржевой торговле, можно оказывать активное влияние, с целью управления личным принятием рисков: «Если мои дилеры терпят убытки, я задаю им вопрос: «Сколько лет вам осталось до пенсии?»



Остались еще тысячи и тысячи дней. Тогда я говорю: у вас еще тысячи дополнительных шансов в жизни. Забудьте об убытке!»

В то время как теория перспектив показывает, что в области убытков люди обычно становятся склонными к риску, выбор новой точки отсчета с помощью внутренней бухгалтерии может, на самом деле, заставить трейдеров валютного рынка стремиться *избегать* рисков после убыточной сделки. Один трейдер дает пример того, как это может происходить: «Например, у вас был хороший год, и вот вы в декабре. Если вы заработали отличную прибыль, а затем немного теряете, тогда вы говорите: «Хорошо, в этом году с меня хватит. Ну и что, у меня был хороший год, я получу хорошую премию, зачем мне рисковать чем-то?». В данном случае событие небольшого торгового убытка после долгого прибыльного торгового периода эффективно запускает механизм и усиливает обрамление прибылей, состоящее из общих прибылей, накопленных за год. Избранная точка отсчета – это общая прибыль, полученная за торговый год; поскольку заработанное подвергается риску, трейдер становится менее склонным к риску и решает ничем не рисковать.

Напротив, внутренняя бухгалтерия может также принять форму так называемого «эффекта чужих денег», где предыдущие прибыли *увеличивают*, а не уменьшают его желание принять больший риск. Азартные игроки в Лас-Вегасе знакомы с этим явлением; поскольку этот эффект, возможно, заставлял их быстро терять деньги, которые они только что выиграли. И как же эффект чужих денег заставляет людей подвергать большему риску деньги, которые они только что выиграли? Лежащая в основе этого эффекта причина состоит в том, что люди более склонны рисковать, когда деньги, на которые они играют (или деньги, которые они инвестируют) еще не воспринимаются как их собственные деньги, (то есть когда прибыли, которые они только что получили, психологически еще не включены в их собственные активы)<sup>9,15,vi</sup>. Эффект чужих денег, таким образом, приводит к тому, что и азартные игроки в казино, и трейдеры на

<sup>vi</sup> Следовательно, динамика эффекта чужих денег и, так называемый, «эффект подарка»<sup>17,16</sup> тесно связаны друг с другом. Ряд исследовательских открытий показывает, что люди, принимающие решения, ценят деньги, которые они воспринимают как *свои*, больше, чем ту же сумму денег, которую они не воспринимают как свою.

финансовых рынках, в равной степени субъективно воспринимают вновь заработанные деньги не как по-настоящему свои, а как чужие деньги. Следовательно, они принимают на себя более высокие риски, пользуясь чужими деньгами, и более легко переносят убытки. Следующий анекдот, рассказанный финансовым журналистом Гэри Белски (Gary Belsky) и психологом Томасом Гиловичем (Thomas Gilovich) является ярким примером эффекта чужих денег<sup>19</sup>:

На третий день своего медового месяца в Лас-Вегасе новобрачные потеряли деньги, выделенные им на азартные игры, 1000 долларов. Той ночью, лежа в постели, молодой муж обнаружил на комодке блестящий предмет. При ближайшем рассмотрении он понял, что это была фишка на 5 долларов, которую они сохранили в качестве сувенира. Странно, но на обороте фишки блестела цифра 17. Приняв это за предзнаменование, он надел свой зеленый костюм и ринулся к рулеточным столам, где поставил 5-долларовую фишку на 17. Конечно же, шарик остановился на 17, и была выплачена ставка 35-1, составившая 175 долларов. Он позволил своему выигрышу плыть по течению, и снова маленький шарик остановился на 17, выигрыш составил 6125 долларов. И так продолжалось до тех пор, пока счастливый молодожен не должен был выиграть 7,5 миллионов долларов. К сожалению, в процесс вмешался менеджер зала, сказав, что у казино не будет нужной суммы денег, если снова выпадет 17.

Смелый молодожен на такси доехал до казино в центре города, где с финансами было получше. И он снова поставил все на 17 – и оно снова выпало, выигрыш составил более 262 миллионов долларов. Находясь в экстазе, он позволил своим миллионам плыть по течению – и потерял все, потому что выпало 18. Разоренный и подавленный, молодожен пешком прошел несколько миль до гостиницы.

«Где ты был?» – спросила его жена, когда он зашел в комнату.

«Играл в рулетку».

«И как?»

«Неплохо. Проиграл пять долларов».

Интервью с трейдерами валютного рынка изобилуют обширными свидетельствами действия эффекта чужих денег в торговых решениях. По словам одного трейдера: «После прибылей мне легче принять высокий риск, это точно. Это как в казино, ты получил 10 [тысяч долларов], ты рассчитывал получить 5, но у тебя 10, так что если ты потеряешь 5, ты не беспокоишься». Трейдеры часто говорят, что они принимают на себя больший риск из-за удач при заключении сделок в предшествующие дни. «Если трейдер получает хорошие прибыли, он становится более рискованным», – отмечает один трейдер. Другой трейдер вторит этому замечанию, добавляя, что «гораздо проще заработать деньги, если у тебя уже есть хорошая прибыль». Чужие деньги воспринимаются иначе и способствуют переменам в принятии риска; как логично отмечает один трейдер: «Ты, безусловно, ведешь себя спокойнее, когда у тебя уже есть прибыль и ты просто можешь инвестировать ее часть в новую стратегию». Если выразить эффект чужих денег в виде метафоры, воспользовавшись словами одного трейдера: «Когда все идет хорошо, ты можешь, знаете, немного надавить на газ!»

Сходным образом, «Европейский опрос» показал значительное влияние предшествующих прибылей и убытков на готовность трейдеров валютного рынка принять на себя риск. Трейдеры указывают, что предшествовавшие удачные торговые сессии сделали их значительно *более* склонными к риску, в то время как предшествующие неудачные торговые сессии заставляли их *меньше* рисковать (Рисунок 3.2)

Воздействие предшествовавших прибылей и убытков на текущее принятие рисков красноречиво подчеркивается в интервью. «Ты становишься крайне несклонным к риску после поражения и крайне склонным к риску после успеха», – утверждает один трейдер валютного рынка. Интересно, что в отличие от трейдеров коммерческих и инвестиционных банков, которые сообщают, что они проявляют большую готовность рисковать, трейдеры центрального банка считают свое принятие рисков *независимым* от успешных торговых сессий с большими прибылями. Это существенное различие в уровне принятия рисков после прибылей указывает на то, что на психологию чужих денег оказывают влияние цели и мотивация людей, принимающих решение. В то время как цель трейдеров коммерческих и инвестиционных банков состоит в том, чтобы получать прибыль,

трейдеры центрального банка не являются изначально ориентированными на прибыль, но они призваны претворять в рыночную реальность политику и стратегии своих организаций (например, обеспечивать стабильность валюты).

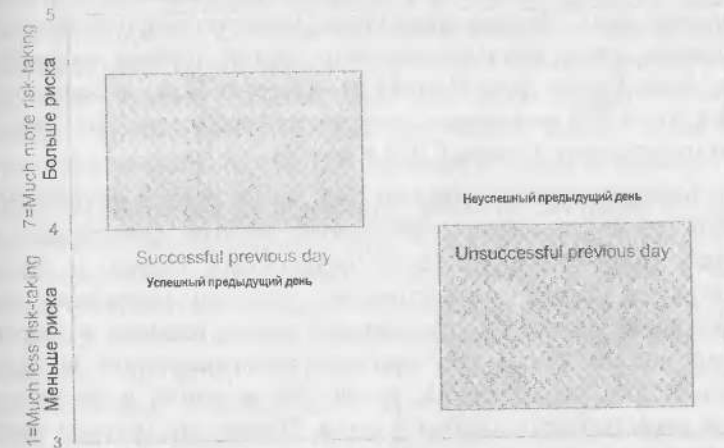


Рисунок 3.2 Воздействие предшествовавших торговых прибылей и предшествовавших торговых убытков на европейских трейдеров (n=302).

### Управление торговым риском: стратегии организаций и личные стратегии

*Эта эмоциональная вовлеченность может стать слишком глубокой. И мы говорим, что ты в некотором роде женишься на позиции; ты просто не можешь от нее оторваться. Ты не можешь от нее оторваться даже тогда, когда она становится неправильной, ты просто не можешь от нее оторваться. «Я знаю, что прав. Я знаю, что я прав». Именно это и произошло с Ником Лисоном (Nick Leeson): он просто не мог от нее оторваться.*

Трейдер валютного рынка

В 1995 году английский банк «Барингз», считавшийся в то время одной из самых престижных финансовых организаций мира, рухнул, просуществовав более двух веков. Единственный трейдер в

Сингапуре, Ник Лисон (Nick Leeson), набрал убытков более чем на 800 миллионов долларов, пытаясь выбраться из прошлых торговых убытков с помощью все более неистовых сделок. Лисона арестовали, а позднее рассказали его историю в книге под названием «Неисправимый трейдер: как я победил банк «Барингз» и потряс финансовый мир»<sup>20</sup>. Вскоре после этого, после того как о Лисоне был снят фильм, стало общеизвестно, что другой трейдер валютного рынка, Джон Раснэк (John Rusnak) из «Олферст Бэнк» в Балтиморе, потерял почти 700 миллионов долларов на крайне крупных сделках по валютному курсу доллара США к йене<sup>21</sup>.

Можно задаться вопросом, как могут отдельные трейдеры накопить такие астрономические суммы убытков при сделках на валютном рынке? Истории Ника Лисона (Nick Leeson) и Джона Раснэка (John Rusnak) иллюстрируют, что они увеличили свои поразительные убытки за определенный период времени, в течение которого они на самом деле пытались *компенсировать прошлые убытки*, и что это случилось, когда они вступили в фатальную спираль нарастающего торгового риска. Однако эти истории также показывают, что биржевые организации и начальство не смогли должным образом отрегулировать принятие риска своими трейдерами и вовремя осознать убытки. Именно к подобным аспектам ограничения торгового риска на валютном рынке со стороны организаций и отдельных лиц и обращен этот раздел.

Институциональные правила биржевой торговли диктуют ряд установок относительно принятия торгового риска, направленных на контроль и сокращение суммы потерь, которую могут накопить трейдеры. Например, дневные и суточные *ограничения позиций* регулируют размер торговых позиций, которые трейдер имеет право удерживать (то есть максимальную сумму иностранной валюты, которая может находиться у трейдера в данной точке времени). В то время как средние дневные ограничения позиций для индивидуальных трейдеров составляют что-то в районе 5-50 миллионов долларов, они могут превышать несколько сотен миллионов долларов для некоторых трейдеров и по определенным видам валют. Большинству трейдеров валютного рынка не требуется суточных ограничений позиций, потому что они закрывают свои биржевые позиции в иностранной валюте к концу торговой сессии. Однако трейдеры в крупных международных банках, с офисами в

торговых центрах по всему миру, в конце торговой сессии могут перемещать свои активы в иностранной валюте в другой центр, чтобы извлечь их оттуда снова на следующее утро.

Крупные позиции по иностранной валюте могут привести к значительным прибылям и убыткам в течение коротких периодов времени; например, с позицией в 100 миллионов долларов обратное колебание валютного курса на 1% в течение торговой сессии (весьма вероятное развитие событий даже для таких ведущих валют как доллар США, евро или японская йена) может привести к относительно быстрым убыткам в размере 1 миллиона долларов.

«Ты потерял один миллион, затем ты смотришь котировки, твои эмоции парализованы, и вдруг – два миллиона. Возможно, это будет продолжаться, возможно, ты потеряешь три, никакая система тебя не остановит», – объясняет один трейдер на валютном рынке то, что может случиться с уже довольно крупным торговым убытком без внешнего контроля. *Ограничения потерь* дают трейдерам дополнительное внешнее обрамление для принятия рисков. Они могут быть установлены исходя из ежедневной или ежемесячной деятельности трейдера и регулировать сумму убытков, которую может накопить трейдер. Как только ограничение убытков (также называемое ограничением «стоп-лоссом») достигнуто, трейдеры вынуждены закрыть свои биржевые позиции и «осознать» свои убытки. Один трейдер описывает свой собственный «стоп-лосс»: «Ты делаешь все, что хочешь, но ты не можешь потерять больше одного миллиона. Если я теряю миллион, я *вынужден* принять этот убыток». Другой трейдер объясняет, что ограничения «стоп-лоссом» могут быть особенно ценными для менее опытных трейдеров, которые все еще учатся, рассказав, что: «О, молодых ребят на валютном рынке мы вообще ставим на уровень переключения. Щелк, если позиция достигает 20 000 долларов, если ты потерял 20 000 долларов по позиции, закрой ее. Никого ничего не волнует, не важно, что ты думаешь, ты ошибся. Возможно, через 10 секунд окажется, что ты был прав. Не повезло».

Трейдеры понимают, что по сравнению с прошлым, институциональные правила, которые ограничивают торговые убытки, на сегодняшнем рынке усилены. «Ты мог дольше присматриваться, прежде чем кто-то вмешивался и говорил: «Теперь

ты должен закрыть позицию». Но сейчас... ты вынужден меньше рисковать, так чтобы если ты в убытке, ты смог бы закрыть позицию раньше, чем бывало в прошлом», – комментирует один трейдер. В то время как эти методы в управлении торговыми рисками привели к возникновению общей тенденции к меньшему принятию риска среди участников рынка, как отмечает один трейдер, они также привели к большей неустойчивости на рынке, влияя на валютные курсы. Как отмечает один трейдер: «В большей степени именно ограничения «стоп-лоссом», которые имеют тенденцию накапливаться в больших количествах, повлияли на то, что произошло на рынке; не так сильно на ликвидные рынки в Европе, но когда это [неликвидный рынок днем] нью-йоркский рынок или азиатский рынок рано утром, уровни ограничений убытков всегда действуют как магниты». Сходным образом, в то время как отдельные трейдеры чувствуют себя ограниченными в своем принятии риска институциональными правилами, они также отмечают, что обратная связь и наблюдение помогают им уравновесить опасные тенденции принятия риска. «В противном случае мы бы слишком сильно рисковали, мы бы говорили себе: «Ну что ж, я возвращаюсь. Я перешел свои границы, и никто про это не знает», – по словам одного трейдера.

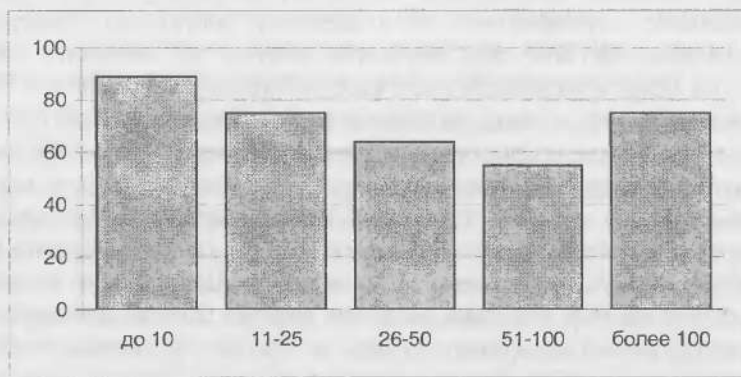


Рисунок 3.3 Дневные ограничения позиций североамериканских трейдеров (n= 354).

Пытаясь отследить деятельность и проконтролировать риски трейдеров, ведущие банки установили сложные системы обратной связи. Торговые учреждения не только устанавливают и отслеживают

выполнение правил в отношении рисков для трейдеров, но также периодически определяют свою будущую подверженность рискам валютного рынка. Компьютерные системы помогают операционным залам и торговым учреждениям регулярно определять свои позиции, а также текущие прибыли или убытки.

Внешние рамки управления рисками, установленные менеджментом торговых учреждений, дополняются личными правилами принятия риска, которые сами трейдеры применяют в своей биржевой торговле: «У банков есть определенные принципы, они и должны быть для правил – кредитные лимиты, лимиты убытков и тому подобное. В рамках этого набора правил, у каждого трейдера должен быть свой собственный набор правил. Особенно когда речь идет о принятии убытка по позиции», – объясняет один трейдер.

Зачастую принципы принятия риска, устанавливаемые самими трейдерами, отражают идеал рациональных трейдеров – независимость от результатов предыдущих решений, при этом риск, который они принимают, основывается исключительно на перспективах *текущего* торгового решения. «Это самое худшее, что только можно придумать, пытаться возместить себе вчерашние убытки», – отмечает один трейдер валютного рынка. Другой трейдер дополняет: «Ты говоришь себе: «Хорошо, я потерял сегодня 100 000 долларов, я должен вернуть их назад», – и это не срабатывает. Ты можешь однажды попробовать так поступить, но тогда к концу дня у тебя будет убыток в 200 000 долларов». Таким образом, трейдеры осознают необходимость принимать риск, не подвергаясь при этом влиянию результатов предшествующих решений. Они отмечают, что успешный трейдер всегда должен начинать «с нуля», *без предубеждений* относительно предшествовавших прибылей или убытков. Как говорит один трейдер: «Именно это отличает среднего трейдера от хорошего. На следующий день просто забудьте, что произошло, начните с нуля, и почувствуйте разницу». Однако, как показывает мнение другого трейдера, перенесшего затянувшиеся убытки, выбор такой точки отсчета не всегда прост: «У тебя черная полоса, ты постоянно терпишь убытки, каждый день... Ты плохо спишь, приходишь в офис, садишься: «Сегодня мы это сделаем!» Однако, ты терпишь убытки снова, и снова. И это ужасно, на пятый день ты не находишь позиции, которую можно было бы купить... и

говоришь: «А теперь забудем о прошлом, теперь будем зарабатывать деньги!»

Чтобы уравновесить психологическую тенденцию к увеличению степени риска после убытков, трейдеры могут воспользоваться личными методиками предварительных обязательств<sup>vii</sup>. Например, они могут приводить в исполнение реализацию торговых убытков, как только эти убытки достигают определенной процентной доли закупочной цены<sup>6</sup>. Другие трейдеры определяют прибыли, которые они могут получить за одну торговую сессию и считают это ограничением своих ежедневных биржевых убытков. «Никогда не теряй больше, чем можешь заработать», – по словам одного трейдера.

Однако перед лицом реальных убытков может оказаться сложным придерживаться всех методик, обеспечивающих дисциплинированное принятие рисков. «Многие трейдеры проходят через этот процесс планирования, и они определяют план заключения сделок. Тем не менее, они его не придерживаются, потому что когда в дело вступает *надежда*, они говорят: «Ага, он здесь повернет», – и не принимают своего убытка. Проблема заключается в том, что не нужно страдать, когда принимаешь убыток, потому что он был запланирован. Но если у тебя отсутствует дисциплинированность, желание и готовность работать по своему плану, ты не станешь хорошим трейдером», – убедительно отмечает один трейдер. Таким образом, в зависимости от ситуации на рынке, трейдеры иногда рассматривают правила управления торговыми рисками как открытые для исключений. Один трейдер сравнивает правила, которые он устанавливает для себя, с решением ходить каждый день в спортивный зал, честно признаваясь: «Однажды ты, возможно, предпочтешь пойти выпить». Однако, как знают такие трейдеры, как Ник Лисон (Nick Leeson) и Джон Раснэк (John Rusnak), если ты пойдешь пропустить стаканчик, то это может перерасти в несколько стаканчиков, и то, что предполагалось как приятное времяпровождение, может привести к похмелью и наивысшим сожалениям. Как говорит один трейдер: «Лисон, это не работает. Нельзя рисковать все больше, больше и больше, чтобы отыграться за убытки!»

<sup>vii</sup> Отвлечение к убыткам обсуждается в разделе «Асимметричное принятие риска».

## Краткие ссылки

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

1. Bernstein, P. L. (1996)
2. Kahneman, D. and Tversky, A. (1979)
3. Brandstatter, E. et al. (2002)
4. Markowitz, H. (1952)
5. Williams, A. C. (1966)
6. Shefrin, H. and Statman, M. (1985)
7. Slovic, R. (1990)
8. De Bondt, W. F. M. and Thaler, R. H. (1994)
9. Thaler, R. H. and Johnson, E. J. (1990)
10. Clasing, H. and Craig, R. (1990)
11. Kahneman, D. and Tversky, A. (1982)
12. Thaler, R. (1985)
13. Kahneman, D. and Tversky, A. (1984)
14. Bazerman, M. H. (2002)
15. Tversky, A. and Kahneman, D. (1981)
16. Snyder, W. (1978)
17. Frey, B. S. (1990)
18. Thaler, R. H. (1992)
19. Belsky, G. and Gilovich, T. (1999)
20. Leeson, N. W. (1996)
21. Gotthelf, P. (2003)

## Ожидания на валютном рынке

*Мы дошли до того, чтобы предугадывать, о чем ты думаешь. Иногда это довольно просто – когда ты начинаешь что-то говорить, я знаю, что ты хочешь сказать, и я отвечаю тебе еще до того, как ты закончил вопрос.*

Треjder валютного рынка

«Предсказывать очень сложно, особенно будущее», – однажды пронзительно отметил Нильс Бор (Niels Bohr), прославленный датский физик и разработчик квантовой теории. Один старый афоризм гласит, что в действительности существует только два вида пророков: те, кто знает, что они ошибаются, и те, кто не знает. Хотя это утверждение, возможно, не *всегда* верно, оно отражает то, что часто люди не только воспринимают аспекты прошлого как данности и уверены в настоящей ситуации, но они также чувствуют себя уверенными в том, что касается будущего хода событий. Однако в будущем нет такого понятия как *факт*, а трюизм на финансовых рынках присутствует в том же количестве, как и везде. «Никто не может заглянуть в будущее», – честно признает один трейдер валютного рынка. Таким образом, вместо того, чтобы представлять знания и уверенность, рыночные ожидания в основе своей ненадежны, и их можно придерживаться только с известной степенью доверия. По словам одного трейдера: «Покупая биржевую позицию, ты рискуешь. *Нет* абсолютно верного способа узнать, что что-то произойдет». Исследуя то, как трейдеры пытаются понять неизвестное, настоящая глава демонстрирует, что природа ожиданий, управляющая рыночной динамикой, является психологической.

Когда одному трейдеру задали вопрос о том, что заставляет валюты колебаться, он, между прочим, ответил: «Это *предчувствие*

возможной перемены в существующем положении дел». Действительно, в любой точке времени, ожидания определяют, что произойдет на валютном рынке, поскольку они запускают механизм торговых решений, приводящий к тому, что некоторые валюты начинают котироваться выше, а другие ниже. «Это, в некотором роде, научный процесс, всегда существуют гипотезы, они находятся в стадии формирования, а весь рынок концентрируется на одной, и каждая новая информация в некотором роде подтверждает или опровергает ее все в большей степени, до тех пор, пока что-то действительно не докажет, что она верна или не верна», – объясняет другой трейдер. Однако, в то время как ожидания могут быть представлены формализованно, что требует компетентности специалистов и сложных компьютерных моделей, предсказания и прогнозирование так же обычны для участников рынка, как и для людей в повседневной жизни. Подобные утверждения, типа «Федеральный Резерв собирается в скором времени понизить процентные ставки», «Йена будет котироваться выше доллара» и «Обед у Доменичи будет сегодня особенно вкусным», иллюстрируют подобные ожидания внутри и снаружи валютного рынка. Соответственно, другой трейдер напрямую комментирует, что решения на валютном рынке принимаются *«Людьми. Когда ты чувствуешь это внутри себя!»*

Поскольку деятельность всех участников валютного рынка, такая как инвестиционные решения и поведение при заключении сделок, относятся к будущему<sup>1</sup>, встает основной вопрос – как участники формируют ожидания относительно будущего рынка и взгляды на колебания валютных курсов.

Как показывает Глава 2 «Психология торговых решений», традиционная экономическая теория подходит к этому вопросу нормативно; ее видение рациональных ожиданий просто подразумевает, что участники подгоняют их под гипотетическую, фундаментально правильную, стоимость. Однако предположение о рациональных ожиданиях напрямую противоречит большому количеству эмпирических исследований реальных участников рынка. Например, систематический анализ ожиданий по валютному курсу йены к доллару, проводимый такими организациями валютного рынка как банки, брокеры и международные компании, привел к значительным расхождениям между этими участниками и выявил,

что их ожидания были подвержены влиянию принятия желаемого за действительное<sup>2</sup>. В то время как японские экспортеры ожидали относительного снижения стоимости йены, которое поддержало бы их бизнес за счет выросшего международного спроса на дешевые японские товары, импортеры ожидали повышения курса йены, что позволило бы им дешево покупать свои товары за рубежом. Подобное принятие желаемого за действительное, также называемое «предубеждением желательности», отражает склонность людей слишком надеяться на благоприятный исход. Эта тенденция была подтверждена различными людьми, принимающими решения, начиная от менеджеров в различных областях и заканчивая профессиональными инвестиционными менеджерами<sup>3-4</sup>.

Таким образом, существуют эмпирические доказательства влияния *психологии* на рыночные ожидания, и эти свидетельства предполагают, что нам нужны дополнительные знания о реальных процессах, задействованных в ожиданиях участников. Важность ожиданий и их роль в поведении людей широко признается в психологии<sup>5</sup>. Например, прославленный теоретик личности Джордж Келли (George Kelly) предположил, что психологические процессы фундаментально контролируются ожиданиями людей<sup>6</sup>. По контрасту с традиционным экономическим подходом, психологическое понимание ожиданий нацелено на то, чтобы показать, как они *на самом деле* формируются.

Важность дескриптивных психологических пониманий (вместо нормативных экономических предположений в отношении) ожиданий также подчеркивается в оценках участников рынка, полученных из первых рук, которые постоянно предугадывают неизбежные рыночные тренды и предсказывают рыночные итоги (то есть, как эти тренды повлияют на валютные курсы). Как показывает Глава 5 «Новости и слухи», когда участники делают это, они основывают свои ожидания на широком спектре информации, начиная от политической, заканчивая экономической и финансовой. Однако цифр и фактов самих по себе недостаточно для формирования ожиданий по валютным курсам. По словам одного трейдера: «Я больше ничему не верю... Раньше, если цифры [то есть экономический отчет] были такими, ты немедленно покупал или продавал. Теперь ты думаешь: «Что это значит?»

Чтобы сформировать ожидания, рыночную информацию нужно интерпретировать; изменения в государственной политике, процентных ставках и уровне инфляции и данные торгового баланса могут составлять только фон, на котором трейдеры основывают восприятия и интерпретации *других* участников, вероятное изменение их ожиданий и то, какие торговые стратегии они применят. «Ты говоришь: «Я действительно думаю, что «Citi» собирается сыграть на повышение этой валюты по какой-либо причине», – отмечает один трейдер.

Таким образом, ожидания участников рынка направлены в меньшей степени на объективное экономическое будущее, чем на то, как другие *воспринимают* будущее и как они на него *отреагируют*. Как отмечает один трейдер: «Мне не важно, каковы цифры... Мне не важно, какими они могли бы быть... Мне важно, считают ли все, что по этой валюте все будет хорошо, а, следовательно, будут ли они играть на повышение, потому что тогда она опустится; если все считают, что она будет снижаться, они будут играть на понижение и она вырастет!» Кроме того, участники рынка не формируют своих ожиданий относительно рынка отстраненно. Вместо этого они активно играют на ожиданиях друг друга относительно колебаний валютных курсов и пытаются оказать влияние на ожидания других участников к своей выгоде. «Хорошие трейдеры тоже пользуются психологией, чтобы направлять рынок... Я знаю, как думают другие люди. Мы используем это с выгодой для себя, меняя валютные курсы в краткосрочном периоде. Краткосрочными валютными курсами можно манипулировать, настоящего курса валюты просто не существует», – объясняет он далее.

В начале этой главы было подчеркнуто, что ожидания, которые связывают участников рынка с возможным будущим рынка всегда неопределенны; оставшаяся часть главы показывает, что они по природе своей *психологичны*. «Это полностью интуитивный процесс: Что об этом подумают другие люди? Что я об этом думаю?» – интересуется один трейдер. Чтобы ответить на эти вопросы, данная глава сравнивает природу ожиданий на валютном рынке с метафорической машиной времени. Она изучает применение фундаментального и технического/графического анализа участниками валютного рынка, двух подходов к предсказанию валютных курсов, которые основываются на различных видах рыночной информации.

Выходя за пределы этого разделения, глава исследует аспекты рыночных ожиданий, которые уподобляют их психологическому представлению об отношениях, и показывает, что субъективные отношения определяют ожидания участников рынка. Эти отношения возникают в социальной динамике рынка, и показывают важность ожиданий участников относительно других участников рынка и влияние финансовых средств массовой информации.

### Ожидания: рыночная машина времени

В романе Г.Уэллса «Машина времени» желание путешественника выяснить, что произойдет с человеческой расой, в конечном итоге приводит его к потрясающему путешествию в ужасающее и рискованное будущее. Метафорические ожидания участников рынка также действуют как машина времени, поскольку они позволяют участникам взглянуть на будущее рынка. Трейдеры валютного рынка подчеркивают, что ожидания играют одну из, если не главную, роль в динамике рынка. «Именно ожидания рынка важнее всего», – говорит один трейдер относительно валютных курсов. «Ожидание – это *все*», – соглашается другой трейдер. Рыночные обозреватели (то есть финансовые журналисты) также подчеркивают значительную роль ожиданий на валютном рынке. «Рынки имеют дело с ожиданиями и будущим. Если у тебя не было новой информации относительно ожиданий и ожиданий рынка, с чем тогда будут иметь дело трейдеры?» – спрашивает один финансовый журналист. «Когда рынок идет от золота к трухе или мексиканский песо меняется изо дня в день не потому, что изменилось что-то фундаментальное, а потому что внезапно ожидания пошли в ту или иную сторону», – добавляет один журналист в поддержку своей точки зрения.

Сходно с путешествием на машине времени, рыночные ожидания не только изменяют взгляды, но также поведение участников, как среди индивидов, так и на уровне коллективного рынка. Действительно, валютный рынок, возможно, является самым динамичным из всех финансовых рынков, в том, что касается перевода и интеграции ожиданий будущего в текущее поведение рынка. Один трейдер прозрачно намекает, что «именно валютные



рынки особенно склонны бежать впереди. Мы наблюдали это в течение последних нескольких лет, именно валютные рынки имеют тенденцию сильно фокусироваться на будущем. Мы часто спорили с нашим экономистом, когда он говорил: «Все данные настоящего указывают на такой-то и такой-то тренд». А затем оказывалось, что все это уже было учтено в ценах!». Таким образом, в свои настоящие оценки валют и торговых решений участники рынка включают свои ожидания будущих событий и делают скидку на возможные эффекты развития событий, которые еще только произойдут. Следовательно, на общем уровне рынка, коллективные ожидания относительно будущих событий включены в текущий уровень валютных курсов. «Рынок всегда ожидает каких-то событий... и дело в том, что прежде, чем это событие произойдет, рынок уже пойдет в этом направлении... Все говорили: «Хорошо, доллар поднимется из-за этих валютных интервенций, потом из-за этих особенно крупных цифр... и рынок ждет этого и покупает доллары, и, конечно, курс доллара к марке растет», – выражает мнение один трейдер. Таким образом, валютный рынок создает предварительную реальность, которая заранее превращает ожидаемое будущее в настоящее. «Рынок заранее позиционирует себя», – провозглашает другой трейдер. Поскольку ожидания относительно будущих событий включены в рынок, проницательное наблюдение трейдера о том, что «если информация вышла в свет, для нас она уже устарела: это прошлое, и оно уже включено в цены», вряд ли кого-либо удивит.

Подобно машине времени, рыночные ожидания позволяют отдельным участникам рынка повернуть колесо времени вперед, а коллективному рынку – зарезервировать вероятное будущее рынка. Это путешествие во времени, однако, трансформирует значение и влияние рыночных новостей и информации. Эффективные новости являются разницей между ожиданиями рынка и реально опубликованной цифрой. Указывая на свой массивный деревянный стол, один трейдер объясняет, что «информация, которая выходит в свет, и которую ожидают услышать, это, на самом деле, не информация. Она просто подтверждает что-то, что ты уже знаешь. Ты знаешь, что этот стол сделан из дерева. Мне не нужно знать, что выходит в свет информация, что этот стол сделан из дерева. Поскольку мы это уже знаем. Однако, новость о том, что этот стол сделан из золота, это нечто другое. Если люди этого не знают, это

заставит рынок сдвинуться!» Таким образом, ожидания определяют реакции рынка на новости, превращая новости в проверку ожиданий, на основании которых уже были произведены действия. «То, что заставляет рынок двигаться в *дельте между ожиданиями и новостями*. Это не новости сами по себе», – объясняет один трейдер. Таким образом, новости, которые просто подтверждают ожидания, не меняют уже созданный статус-кво рынка, независимо от того, насколько положительным или отрицательным может быть внутреннее содержание новостей. Только *непредугаданные* новости, такие как экономические индикаторы, отличающиеся от того, что ожидалось, сдвинут рынок.<sup>1</sup> Соответственно, как отмечает один трейдер: «Появляются некоторые данные. Являются ли цифры хорошими или плохими, не имеет никакого значения. Однако, это имеет большое значение, если ты ожидаешь плохую информацию, а появляется хорошая». Другой трейдер вторит этому мнению, говоря: «Окончательное событие просто дает заключение и говорит людям, были ли правильными их ожидания и были ли правильными их позиции. *Ожидания, а не события управляют рынком*».

Согласно трейдерам, поскольку ожидания уже включены в рынок еще до того, как их подтверждает соответствующая информация, появление предугаданных новостей может даже запустить механизм *парадоксального* хода – в направлении, противоположном тому, в котором в обычной ситуации запустили бы его подобные новости. «Если рынок заранее себя позиционировал, тогда ты можешь получить совершенно противоположную реакцию на определенное событие. Ты можешь получить положительные данные по американской экономике, и, тем не менее, рынок будет реагировать противоположным образом, потому что люди уже играли на повышение до этого, и они просто закрывают свои

<sup>1</sup> Например, «Отношения между дефицитом в торговом балансе и валютным курсом существенно зависят от того, ожидается ли дефицит или нет. Дефицит, который ожидался, может не оказать никакого влияния на валютный курс, поскольку последний уже отражает эти ожидания. Напротив, неожиданный дефицит в торговом балансе может содержать в себе значимую новую информацию, которая, скорее всего, будет сопровождаться крупными переменами в валютных курсах», – говорит экономист Якобу Френкелю (Jacob Frenkel)<sup>7</sup>.

длинные позиции», – отмечает один трейдер. Другой трейдер объясняет этот сдвиг при помощи уместного рыночного примера: «Инфляция в 5 процентов – это плохая цифра, и в нормальной ситуации это ударит по любому рынку облигаций. Но если рынок считал, что цифра должна составить 5,5%, тогда несмотря на то, что 5% – это по-прежнему плохая цифра, рынок может отреагировать иначе, потому что ожидаемое отличается от реальной цифры». Таким образом, путешествуя в машине времени ожиданий, участники могут не только заглянуть в будущее валютного рынка; но также *изменить* будущее, с которым они в конечном итоге сталкиваются.

### Фундаментальный и технический/графический анализ

*Если ты вступаешь в позицию, у тебя есть много возможностей, как это сделать. Один дилер говорит: «Я смотрю только на графики». Другой говорит: «Мне это не важно, я заключаю сделки, исходя из своих собственных ощущений: чего больше – спроса или предложения?». Или ты говоришь: «Я заключаю сделки только по фундаменталу, потому что я не верю ни в какие графики; я не верю слухам, я заключаю сделки основательно». На самом деле здесь присутствует смесь всего этого.*

Трейдер валютного рынка

В литературе о финансовых рынках участников часто разбивают на группы, согласно двум различным подходам относительно того, как они формируют свои ожидания: «фундаментальный анализ» и «технический/графический анализ»<sup>8,9</sup>. Этот раздел рассматривает некоторые различия между этими двумя подходами, которые отражают различные предположения относительно того, какая информация обладает предсказательной силой.<sup>10</sup> По словам одного трейдера, некоторые люди работают с графиками и делают прогнозы

<sup>8</sup> Этот раздел переработан на основе материала в «*International Journal of Finance and Economics*», 6(1), стр. 81-93, Т. Оберлехнер (Т. Oberlechner) (2001), «Значение технического и фундаментального анализа на европейском валютном рынке»<sup>10</sup>.

относительно ценовых колебаний на основании графиков. «Другие больше верят в фундаментальный анализ, они утверждают, что у всего должна быть определенная стоимость: «Если цена ниже этой стоимости, я покупаю, а если цена слишком высока, я продаю». Это теория, которую все учат в университете. А настоящий раздел демонстрирует, что существуют различные «стили» того, как трейдеры пользуются этими двумя подходами с течением времени, и что важность этих двух подходов варьируется на различных участках рынка. В то время как данный раздел также иллюстрирует, что на ожидания трейдеров обычно оказывают влияние *как* фундаментальный, *так и* технический/графический подход, последующие разделы этой главы покажут, что следует принимать во внимание дополнительные психологические факторы. «На самом деле», – по словам трейдера, процитированного выше, – «цены создаются дилерами, потому что они чувствуют, должны ли они пойти вверх или вниз. Все очень просто; никакой магии».

В финансовой литературе термин «фундаментальный анализ» применяется ко всем подходам к прогнозированию валютных курсов, которые основаны на некотором виде экономической теории (например, анализе таких экономических данных, как процентные ставки, инфляция, экономический рост, баланс платежей или денежная масса)<sup>11</sup>. Другими словами, фундаментальный анализ используется участниками рынка, которые формируют свои ожидания относительно валют, рассматривая экономические условия, на которых, как они считают, основываются валютные курсы. «Фундаментальные» рыночные прогнозисты предполагают, что лучшее понимание значимых экономических условий (то есть лучшее знание этих условий, чем то, которым обладают другие участники рынка, и знание их *до того*, как о них узнают другие участники рынка) позволяют трейдеру успешно предсказывать валютные курсы.

<sup>11</sup> Денежная масса показывает количество денег в экономике и измеряется различными способами. Агрегат M1 выражает наличность и чековые банковские счета (то есть деньги, регулярно используемые для приобретения товаров и услуг), M2 помимо этого рассматривает накопительные банковские счета, а самый полный агрегат M3 также включает в себя данные по денежному рынку. В 70-х и 80-х годах XX века трейдеры считали данные по денежной массе очень важными для валютных курсов.

Технический анализ, напротив, используется теми участниками рынка, которые основывают свои ожидания только на самих валютных курсах и на моделях предшествовавших развитий валютных курсов<sup>12</sup>. Технический анализ не основывается ни на каких предположениях относительно экономической основы валютных курсов. Напротив, участники, которые применяют технический анализ, работают исходя из подразумеваемого или явного предположения, что вся лежащая в основе курсов экономическая и финансовая информация, значимая для валютных курсов, уже входит в валютные курсы, и, следовательно, анализ этой информации не помогает предсказывать. Другими словами, технические прогнозисты считают, что любой анализ экономических факторов не может дать лучший и более точный результат, чем тот, который уже дается валютным курсом. Вместо этого они видят основу для предсказания валютных курсов в истории прошлых изменений валютных курсов, потому что они предполагают, что в том, как валютные курсы развиваются с течением времени, существуют *повторяющиеся модели*. В основе этих моделей они видят изменения в отношениях участников рынка, которые, в свою очередь, могут быть основаны на экономических, политических и психологических факторах<sup>13</sup>. Целью технических прогнозистов является идентификация этих моделей, чтобы предсказать будущие валютные курсы. Возможно, самой важной разновидностью технического анализа является его визуальное применение: графический анализ – это поиск в графиках валютных курсов с целью найти повторяющиеся с течением времени модели. Также называемое чартизмом, это отвлечение прогнозирования направлено на идентификацию видимых моделей валютных курсов (например, циклов, уровней сопротивления и поддержки, и таких графических форм, как широко известная модель «голова-и-плечи»<sup>14iv</sup>.

<sup>iv</sup> На практике механизмы прогнозирования участников зачастую нелегко классифицировать как фундаментальные или технические; см. например, краткосрочные стратегии заключения сделок, основанные на информации о денежных потоках или чисто количественные подходы, которые исследуют математические ассоциации в рыночных данных. С помощью компьютеров, так называемые, методы нейронных сетей строят математические модели, которые идентифицируют возможные связи, лежащие в основе чрезвычайно

Разделение между фундаментальными и техническими/графическими прогнозистами рынка помогло экономистам объяснить существование разнородных ожиданий на валютном рынке<sup>8,18</sup>. Существовала большая потребность в подобных объяснениях в сфере экономики, поскольку многие исследования показали, что, особенно, в краткосрочном периоде, предсказания и модели валютных курсов, основанные на фундаментальных

крупных групп данных, полученных в результате наблюдений. Подобные количественные модели кажутся техническими, поскольку они просто устанавливают исторические связи между разнообразными переменными; однако они также могут быть переведены в предположения относительно эффектов макроэкономических индикаторов на валютные курсы. Относительно роли этих прогнозов, составленных с помощью компьютера, один трейдер замечает: «Мы пользуемся машинами, чтобы формализовать процесс принятия решения. И конечный итог – по крайней мере, то, о чем говорят люди, – заключается в том, что у нас будут системы, принимающие эти решения, так что любое торговое решение будет абсолютно лишено эмоций. Существует машина, которая говорит тебе: «Сейчас ты будешь покупать, а сейчас – продавать». И ты, человек, будешь ей следовать, и торговое решение будет базироваться на данных, которые ты ввел в эту большую машину. Ты заставляешь эту машину думать подобно мозгу, и затем ты вводишь в нее все данные, новости, экономику, экономические основы, данные по валовому национальному продукту, политическую информацию; ты просто вводишь в нее все и добавляешь информацию относительно потоков: кто покупает, кто продает, с какой устойчивостью, и компьютер будет постоянно подсказывать тебе, что делать. Думаю – это самая крайняя степень формализации». Трейдер эффектно добавляет, что «мы всегда пытались достичь этого. Пока это не работает».

<sup>v</sup> Финансовая литература также проводит различие между «арбитражерами» и «шумовыми трейдерами». Согласно этому разделению, арбитражеры – это так называемые инвесторы-«умные деньги», которые полностью обрабатывают рыночную информацию и принимают решения рационально. Шумовые трейдеры, как подразумевает их название, основываются на экономически незначимой информации<sup>15</sup>. Группы арбитражеров и шумовых трейдеров тесно связаны с участниками рынка, применяющими фундаментальный анализ, и участниками рынка, применяющими технический/графический анализ. Экономисты видят в фундаментальном анализе основу торговых решений арбитражеров, в то время как технический анализ приводит к «шумовому» заключению сделок, потому что он не основывается на веской экономической информации о рынке<sup>16,17</sup>.

экономических данных, не очень успешны<sup>19,20</sup>. Например, экономический анализ таких данных, как темпы роста или торговые данные, часто не может предсказать краткосрочных изменений в валютных курсах<sup>8</sup>: в 1984/85 годах стоимость доллара США была значительно выше, чем предполагалось согласно фундаментальному анализу. В ответ на подобные свидетельства тому, что одних фундаментальных оснований недостаточно для объяснения валютных курсов, экономисты начали разработку теоретических моделей, которые должным образом учитывали бы взаимодействие ожиданий фундаменталиста и сторонника графического подхода<sup>21,22</sup>.

Таким образом, теоретический раздел между фундаментальными и техническими/графическими прогнозистами рынка способствовал росту осознания экономистами неэкономических факторов в ожиданиях участников рынка. Однако люди, изучающие финансовые рынки, «не могут просто полагаться на предположения и гипотезы относительно того, как спекулянты и другие агенты рынка, возможно, действуют в теории, но должны изучать, как они работают на практике, с помощью полученного из первых рук исследования данных рынков», – уместно отмечает экономист Чарльз Гудхард (Charles Goodhard)<sup>23</sup>. Действительно, очень мало известно о реальном использовании фундаментального и технического/ графического подходов к прогнозированию участниками рынка. Драгоценное свидетельство дается малым числом эмпирических исследований, проведенных по этому вопросу<sup>vi</sup>, которые обнаружили, что важность фундаментальных и технических/графических методов прогнозирования зависела от диапазона прогнозирования (то есть от того, насколько далеко в будущее трейдеры формируют свои ожидания), и что технический/графический анализ использовался в основном для краткосрочных прогнозов. Однако полученные из первых рук свидетельства участников рынка продолжают оставаться скудными; следовательно, оставшаяся часть этого раздела представляет собой мои собственные открытия, сделанные на основе «Европейского опроса».

<sup>vi</sup> О лондонском валютном рынке, см. у Аллена (Allen) и Тейлора (Taylor)<sup>24</sup>, и у Тейлора (Taylor) и Аллена (Allen)<sup>25</sup>; о Гонконге см. у Луи (Lui) и Моула (Mole)<sup>26</sup>; о Германии см. у Менкхоффа (Menkhoff).<sup>27</sup>

Во время интервью трейдеры высказали широкий спектр различных мнений по поводу относительной ценности фундаментального и графического подходов. Например, один трейдер сухо комментирует, поддерживая графический подход: «Многие люди потеряли много денег из-за того, что верили в фундаментальные истины... Когда ты оборачиваешься, а кто-то говорит: «С фундаментальной точки зрения, этого не должно произойти», – это значит, что у них правильная позиция, но они теряют по ней деньги». Однако, другой трейдер возражает: «Дилер существует, подобно собаке Павлова, особенно это касается людей, которые работают с графиками. Я знаю некоторых людей, которые работают с графиками. Я знаю некоторых людей, которые работают, основываясь исключительно на графиках, и если график совершает определенное колебание, они покупают или продают, в зависимости от ситуации: у них нет интуиции. Некоторые люди работают с графиками и некоторые добиваются в этом успеха. Я всегда подшучиваю над такими людьми, потому что, как гласит старая присказка: «Еще ни один приверженец графиков не умер богатым».

По контрасту с экономической моделью рынка, отражаемой в фундаментальном анализе, трейдеры связывают приверженность к графикам с бихевиористским и психологическим видением рынка, как можно видеть в определении графиков одним трейдером, сказавшим, что это «визуальные представления психологии масс».<sup>vii</sup> Более того, оценки трейдеров двумя поразительными способами иллюстрируют важность взаимодействия участников рынка между собой. С одной стороны, трейдеры отмечали, что у участников рынка есть психологические *мотивы* для того, чтобы пользоваться графиками. Например, один трейдер отнес растущее использование

<sup>vii</sup> Это видение подтверждается литературой по «психологии» рынка, которая на самом деле является обсуждением методов технического прогнозирования. Из-за этого фокусирования скорее на результатах торгового поведения, нежели на экономических условиях, графический подход действительно может рассматриваться как признание, даже если мнимое, психологии. Однако использование графиков представляет только квази-психологию валютного рынка: оставаясь на уровне обозримых и коллективных результатов заключения сделок, оно является чисто бихевиористским по природе и не исследует лежащую в его основе мотивацию и процессы принятия решений участниками рынка.

графиков к перенесенной потере личного контакта с другими торговыми агентами, вызванной использованием электронных средств заключения сделок. Анонимные числа на экране не могут заменить голосов и разговоров с другими участниками рынка; в попытке восполнить эту потерю, трейдеры обратились к графикам, чтобы восстановить чувство единства с другими и психологической безопасности в принятии решений. Это наблюдение было подтверждено некоторыми трейдерами, которые сообщили, что они пользуются графиками, чтобы субъективно убедиться в правильности своих торговых суждений. Как отмечает один трейдер: «Трейдерам необходимо чувствовать, возможно, даже больше, чем большинству других принимающих решения людей, что они правы, а графики помогают создавать эту уверенность».

С другой стороны, трейдеры отмечали, что торговые решения были подвержены влиянию знания о других трейдерах, которые пользуются графиками. Размышления о других участниках рынка, которые применяют графические методы прогнозирования, может генерировать самоусиливающиеся торговые модели, которые являются чисто психологическими по природе. На уровне коллективного рынка подобные торговые модели наделяют графики способностью контролировать валютные курсы с помощью *накликанных рыночных бед*<sup>viii</sup>. Накликанные беды оказывают влияние на человеческое взаимодействие в различных ситуациях; им удается вызвать предсказанный результат, как следствие уже самого того факта, что они были накликаны. Они могут управлять поведением групп, как было замечательно продемонстрировано ситуацией, которая сложилась в Калифорнии в 1979 году, когда газеты сообщили о надвигающейся опасности нехватки топлива.

<sup>viii</sup> Концепция накликанной беды была впервые определена американским социологом Робертом К.Мертонем (Robert K.Merton), отцом лауреата Нобелевской премии в области экономики Роберта К.Мертонна (Robert C.Merton), как изначально неправильное определение ситуации, которое, тем не менее, запускает механизм новых действий, которые, в конечном итоге, подтверждают изначально ложную концепцию<sup>28</sup>. Другими словами, предсказание, вовлеченное в самореализующееся пророчество, самоподтверждается, вызывая ожидаемый результат, но не путем правильного его прогнозирования, по крайней мере, не с самого начала.

Охваченные паникой автовладельцы отреагировали штурмом автозаправочных станций, чтобы защитить себя и заполнить свои баки, пока топливо еще есть в наличии. Несмотря на тот факт, что сообщаемая причина нехватки бензина в конечном итоге оказалась неверной, *предсказание* оказалось правильным: оно запустило механизм поведения среди автолюбителей, который привел к нехватке бензина, о чем и говорилось изначально. Практически за один день все запасы в Калифорнии были уничтожены напуганными водителями. Как показывает пример, чтобы накликанная беда сработала, *в нее нужно верить*. Предсказания, которые активно претворяют себя в жизнь и оказывают влияние на будущие результаты базируются на людях, которые убеждены в их правильности<sup>29</sup>.

Свидетельства подобных самореализующихся динамик на финансовых рынках можно найти в исследовании мотивов инвесторов во время значительных падений цен во время крахов на фондовом рынке экономиста Роберта Шиллера (Robert Shiller). По следам побившего рекорды краха 19 октября 1987 года, инвесторам был задан вопрос о том, насколько важными они считают различные новости, которые были опубликованы во время краха. Удивительно, но самыми важными новостями в рейтингах инвесторов оказались не экономические или политические по природе новости, но скорее те, которые касались падений цен на рынке самих по себе<sup>30</sup>. Другими словами, инвесторы продавали потому, что они воспринимали рынок как падающий, таким образом убеждаясь в своем восприятии и превращая это в еще более прочную рыночную реальность!<sup>ix</sup>

Довод экономиста Лукаса Менкхоффа (Lukas Menkhoff) о том, что приверженность к графикам может рассматриваться, как форма самореализующихся пророчеств подтверждается оценками трейдеров валютного рынка. Как отмечает один трейдер, трейдеры пользуются графическим анализом как «страховкой», защищающей от большого числа других трейдеров, о которых известно, что они пользуются графиками, таким образом, обеспечивая еще более серьезную причину для того, чтобы другие трейдеры сами пользовались графиками. «Без системы графиков ты больше не можешь обойтись, потому что ею

<sup>ix</sup> Эти результаты можно также рассматривать как свидетельство психологической информации и обратной связи, замыкающей кольцо среди участников рынка<sup>31,32</sup>; что обсуждается в главе 5 «Новости и слухи».

пользуются все», – говорит о её важности другой трейдер. Как следствие, по словам одного трейдера: «Если сто человек верят во что-то, эти сто человек сдвинут рынок с места. Так они подтверждают график»<sup>x1</sup>.

Чтобы проанализировать значение фундаментального и технического/графического анализов более систематично, «Европейский опрос» предлагал трейдерам и финансовым журналистам оценить важность двух подходов к прогнозированию по ряду различных временных диапазонов<sup>xii</sup>. Рисунок 4.1 иллюстрирует важность, приписываемую методам прогнозирования по семи временным диапазонам, начиная от суточных прогнозов до прогнозов, делаемых на периоды больше одного года.

Период прогнозирования оказывает важное влияние на использование фундаментального анализа и технического/графического анализа: чем *короче* диапазон прогнозирования, тем важнее технический/графический анализ, чем *длиннее* диапазон прогнозирования, тем более важным для участников валютного рынка становится фундаментальный анализ<sup>xiii</sup>, как для трейдеров, так и для

<sup>x</sup> «Многие торговые стратегии, основанные на псевдо-сигналах, шуме и популярных моделях, соответствуют ожиданиям и ведут к сдвигам в совокупном спросе», – согласно экономистам Андрею Шляйферу (Andrej Shleifer) и Лоренсу Саммерсу (Lawrence Summers)<sup>16</sup>.

<sup>xi</sup> Сходные наблюдения, возможно, привели менеджера влиятельного хедж-фонда Джорджа Сороса (George Soros) к заключению, что спрос и предложение на финансовых рынках не являются независимой экономической данностью; другими словами, события, на которые направлены рыночные ожидания, не просто происходят, но, напротив, активно формируются ожиданиями участников рынка<sup>33</sup>. Сорос называет эту взаимозависимость между рынком и ожиданиями участников рыночной *рефлексивностью*. Он настаивает, что финансовые рынки не могут правильно учитывать будущее. Поскольку финансовые рынки также оказывают влияние на основания, которые они пытаются предсказать, развитие рынка может значительно отличаться от экономических моделей, которые, как предполагается, они должны отражать<sup>34</sup>.

<sup>xii</sup> Поскольку средства распространения финансовой информации играют важную роль в рыночных ожиданиях (см. Главу 5 «Новости и слухи»), взгляды финансовых журналистов также исследуются.

<sup>xiii</sup> Эти открытия согласуются с результатами предыдущего опроса в

финансовых журналистов. Однако трейдеры и финансовые журналисты оценили важность методов прогнозирования по-разному; для каждого диапазона, по сравнению с финансовыми журналистами, трейдеры придают большую роль техническому/графическому анализу, и наоборот, по каждому диапазону, финансовые журналисты делали относительно больший упор на фундаментальный анализ.

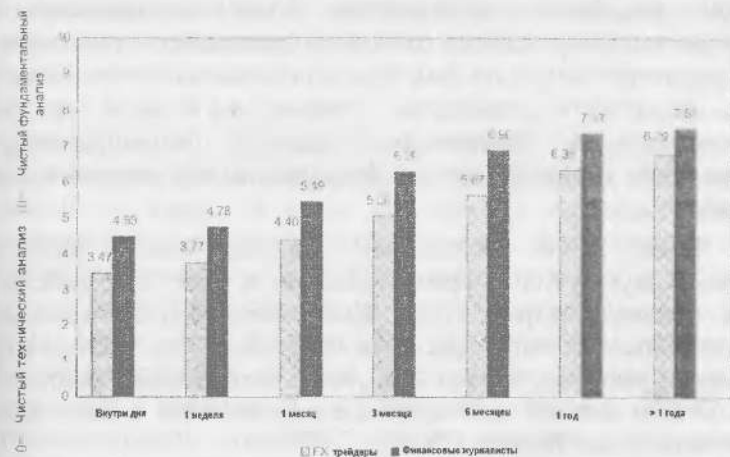


Рисунок 4.1 Важность, придаваемая техническому/графическому и фундаментальному анализу трейдерами валютного рынка (где n=282) и финансовыми журналистами (где n=49)

Это серьезное различие между двумя группами может лучше всего быть объяснено различной природой их ежедневных профессиональных задач: в отличие от трейдеров, журналисты напрямую не принимают участия в торговых решениях, но обеспечивают людей, принимающих решения на бирже, новостями и анализом рынка. Одним из важных аспектов этой работы является установка причинно-следственных связей относительно прошлых колебаний рынка (например, объяснение этих колебаний с помощью правдоподобных причин и разработка логических обоснований возможных будущих рыночных трендов). Чтобы сделать финансовые новости понятными и интересными, они встраиваются в рассказы,

Лондоне<sup>25</sup>, Германии<sup>27</sup> и Гонконге<sup>26</sup>.

которые предполагают понятность и логику. Для финансовых журналистов задача впитывания информации о рынке в одновременно интересный и правдоподобный рассказ подразумевает использование объяснений и прогнозов, которые очень часто подкреплены основами экономики. Следовательно, функциональное различие между журналистами, пишущими о рынке, и людьми, принимающими решения на бирже, подразумевает более *аналитический и академический* подход к рынку со стороны финансовых журналистов и более *ориентированную на действие и результат* вовлеченность в рынок со стороны трейдеров, которые в большей степени сфокусированы на немедленных восприятиях (что отражено в использовании графиков), чем на фундаментальных экономических объяснениях.

Чтобы глубже исследовать различия между базовыми подходами двух групп к прогнозированию в ходе «Европейского опроса» трейдеров и журналистов просили указать, насколько важными, в их восприятии, являются «чувства» и «рациональность»: сначала в их собственных решениях, а затем – на уровне коллективного валютного рынка. Ответы выявили одно примечательное сходство, а также одно косвенное различие (Рисунок 4.2).

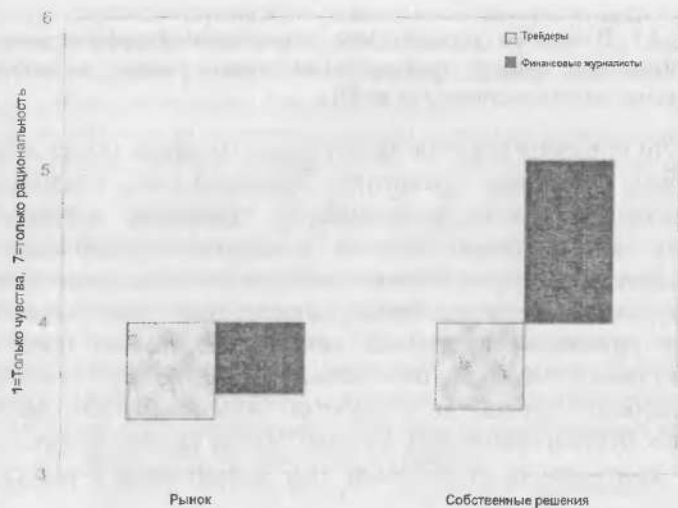


Рисунок 4.2 Восприятие рациональности и чувств: рынок и собственные решения.

На уровне коллективного рынка как трейдеры, так и финансовые журналисты, оценили чувства как несколько более влиятельные, чем рациональность. Это примечательное открытие показывает, что *обе* группы участников рынка придают большую важность субъективным чувствам по сравнению с объективной рациональностью в колебаниях коллективного рынка. Следовательно, несмотря на свои разные роли на рынке, трейдеры и финансовые журналисты одинаково считают рынок в большей степени эмоциональным, нежели рациональным. По контрасту, трейдеры и финансовые журналисты придерживаются противоположных взглядов относительно роли чувств и рациональности на индивидуальном уровне своих собственных решений на рынке. В своих *собственных* торговых решениях трейдеры валютного рынка считают *чувства* более влиятельными, нежели рациональность, в то время как финансовые журналисты, согласно их собственным отчетам, считают *рациональность* более важной, чем чувства. Эти различия в том, как воспринимаются свои собственные решения на рынке, могут отлично объяснить, почему финансовые журналисты в большей степени пользуются фундаментальным анализом, нежели трейдеры. Журналистам необходимо целенаправленно находить рациональность и экономические причины, когда они рассказывают о валютном рынке. Следовательно, в то время как финансовые журналисты сходным образом считают чувства более влиятельными на уровне рынка, они проводят различие между этой более «эмоциональной» природой рынка и более «рациональным» характером их индивидуальных решений. По контрасту, трейдеры валютного рынка оценивают чувства как более важные, чем рациональность, как на уровне коллективного рынка, так и для своих собственных торговых решений.

Согласно недавним исследованиям по использованию технического/графического и фундаментального анализа, с течением времени относительная важность этих двух различных подходов к прогнозированию претерпела изменения. Например, экономисты Джеффри Фрэнкел (Jeffrey Frankel) и Кеннет Фрут (Kenneth Froot) показывают, что среди служб прогнозирования валютного рынка, исследованных журналом «*Euro money*» в период с 1978 по 1988 год, произошел заметный сдвиг.<sup>8</sup> В то время как в 1983-1985 годах

процент служб прогнозирования, применяющих технический анализ, достиг максимума, в последующие годы этот процент снизился на некоторую величину. «Европейский опрос» указывает на то, что роль технического/графического анализа среди трейдеров валютного рынка, возможно, выросла в последние годы. Рисунок 4.3 сравнивает оценки трейдеров в Лондоне с опросом, проведенным экономистами Марком Тейлором (Mark Taylor) и Хелен Аллен (Helen Allen) среди основных дилеров валютного рынка в Лондоне<sup>24,25</sup>.

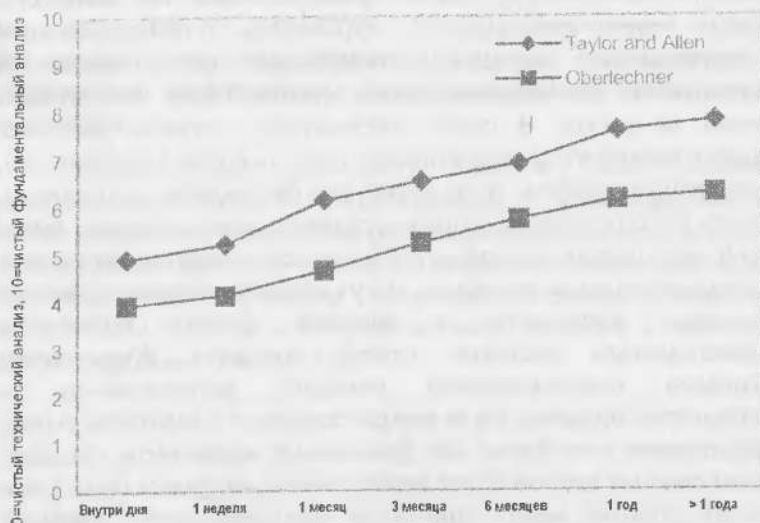


Рисунок 4.3 Подходы к прогнозированию в Лондоне в 1989 и 1996 году.

Сравнение указывает, что в период между двумя опросами технический/графический анализ стал *более* важным для валютного рынка<sup>xiv</sup>. Уже данные Аллен (Allen) и Тейлора (Taylor) побудили их

<sup>xiv</sup> Это сравнение следует интерпретировать с некоторой осторожностью. В отличие от опроса Тейлора (Taylor) и Аллен (Allen), опросный лист, использованный в «Европейском опросе», не предполагал категории отсутствия ответа по определенному временному диапазону. На наблюдаемый сдвиг к графическому анализу, возможно, повлиял другой формат вопросов. Более того, в то время как Тейлор (Taylor) и Аллен (Allen) проводили опрос основных валютных трейдеров Лондона, «Европейский опрос» включал трейдеров на всех уровнях иерархии. Однако, большинство

предупредить экономистов, которые пристально наблюдают только за фундаментальными факторами при изучении валютного рынка. Результаты «Европейского опроса» не только вновь повторяют это предупреждение, но, возможно, даже указывают на дальнейший рост важности технического/графического анализа для участников рынка. По всем торговым диапазонам важность технического/графического анализа выросла среди трейдеров Лондона в период с 1989 по 1996 год. Это открытие подкрепляется другим опросом среди трейдеров валютного рынка в Великобритании, который был проведен экономистами Ин-Вонг Чонг (Yin-Wong Cheung), Мензи Чинн (Menzie Chinn) и Ианом Маршем (Ian Marsh). Результаты их исследования указывают на то, что количество технических, основанных на графиках, сделок выросло как предпочитаемый метод прогнозирования биржевой торговли между 1993 и 1998 годами, в то время как заключение сделок, основанное на анализе фундаментальной экономической информации, осталось почти неизменным<sup>35</sup>. Все эти открытия предполагают, что важность неэкономических подходов к предсказанию валютных курсов и биржевой валютной торговли даже выросла.

Относительно подходов трейдеров к прогнозированию, в «Европейском опросе» для каждого трейдера усреднение его или ее оценок по различным диапазонам прогнозирования приводит к одному общему подходу к прогнозированию. Рисунок 4.4 представляет распределение этих общих подходов к предсказанию валютных курсов среди 289 трейдеров.

Куполообразное распределение указывает на то, что обычно как фундаментальная, так и техническая/графическая методика прогнозирования *смешиваются*, и что большинство трейдеров находятся где-то в середине континуума. Схема, следовательно, явно показывает, что не существует четкого различия между трейдерами валютного рынка, которые полагаются только на фундаментальный анализ или только на технический/графический анализ. Напротив, трейдеры не считают фундаментальный и технический/графический анализ взаимоисключающими; большинство пользуются более-менее равно-сбалансированным общим подходом к прогнозированию<sup>25,26</sup>.

трейдеров Лондона, вошедших в «Европейский опрос», являлись, на самом деле, старшими трейдерами (73%).



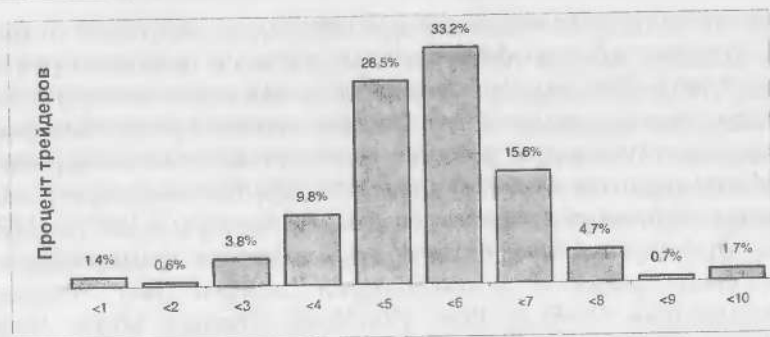


Рисунок 4.4 Общие подходы трейдеров валютного рынка (n=289) к прогнозированию: 0 – только графический анализ; 10 – только фундаментальный анализ.

Лишь небольшое меньшинство пользуется только фундаментальным или только техническим/графическим подходом. Таким образом, вместо того, чтобы оставаться второсортным методом прогнозирования, применяемым подгруппой плохо информированных участников рынка, которые либо не обладают значимой фундаментальной экономической информацией, либо не знают, как ее интерпретировать, технический/графический анализ становится общепринятым подходом к прогнозированию. Обычно этот подход смешивается с анализом экономических основ. По словам одного трейдера: «Большинство трейдеров валютного рынка на удивление полно заселяют «золотую середину». Я бы сказал, что большинство из них движутся в континууме движимых событиями, потоками, рынком, размерами и слухами, и всеми остальными неуловимыми и иррациональными вещами... Но я бы также хотел сказать, что большая часть игроков валютного рынка больше склоняется к мешанине из небольшой части экономики, небольшой части политики, но в конечном итоге на них воздействует еще уйма всякого разного!» Чтобы еще лучше понять стили прогнозирования трейдеров, их оценки по различным диапазонам прогнозирования были проанализированы путем разбиения на группы<sup>xv</sup>. Результаты показали, что трейдеров можно сгруппировать по четырем

<sup>xv</sup> Эта статистическая процедура идентифицировала группы трейдеров со сходными профилями прогнозирования по различным временным диапазонам.

основным стилям прогнозирования (Рисунок 4.5).

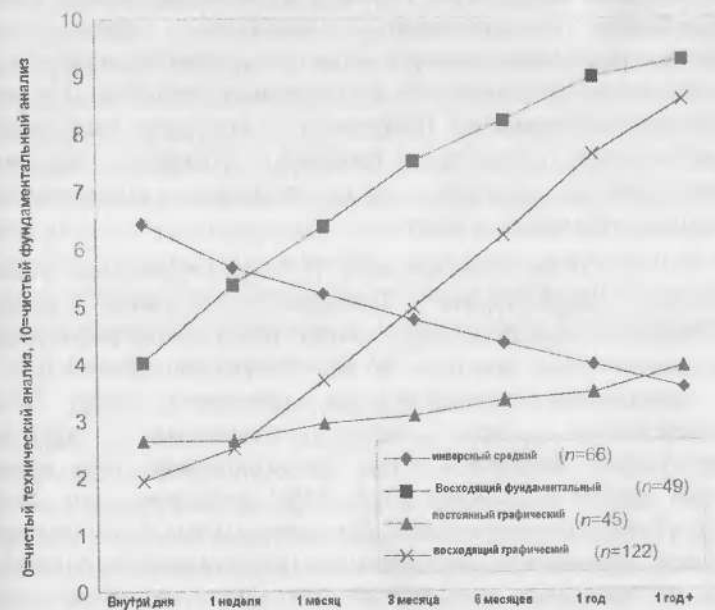


Рисунок 4.5 Фундаментальный и технический/графический анализ: основные стили прогнозирования.

Я назвал первый из этих стилей прогнозирования, который используется 43% трейдеров, *восходящим графическим*. Трейдеры, работающие в этом стиле, явно пользуются техническими/графическими методиками для своих суточных прогнозов. Затем они постепенно пользуются более фундаментальными прогнозами для более длительных временных диапазонов. И, в конце концов, используют высоко фундаментальный подход к прогнозированию для предсказаний на очень долгий срок, превышающий один год. Второй стиль прогнозирования, используемый 17% трейдеров, был назван *восходящим фундаментальным*. Профиль этого стиля прогнозирования идет параллельно с первой группой; однако, он начинается с еще более фундаментальных методик для внутридневных прогнозов и заканчивается фактически

исключительно фундаментальным подходом к прогнозированию для периодов больше одного года. Другими словами, два первых стиля прогнозирования показывают линейный тренд от технических/графических прогнозов для краткосрочных периодов до фундаментальных прогнозов для долгосрочных периодов. Для всех горизонтов прогнозирования трейдеры, пользующиеся восходящим фундаментальным стилем, придают большее значение фундаментальному анализу, чем трейдеры, пользующиеся восходящим графическим стилем.

Третий стиль, используемый 16% трейдеров, был назван *постоянным графическим*. Трейдеры с таким стилем прогнозирования явно используют скорее технические/графические, чем фундаментальные прогнозы по всем временным диапазонам, и имеют тенденцию становиться в некотором роде более фундаментальными при более длительных периодах прогнозирования. Четвертый стиль прогнозирования был назван *инверсным средним*. Используемый 23% трейдеров, этот стиль отражает сбалансированную смесь фундаментальных и технических/графических прогнозов по всем периодам прогнозирования. Однако в отличие от остальных трех стилей, этот стиль прогнозирования начинается со слегка более фундаментальных прогнозов для суточных периодов прогнозирования и заканчивается слегка более техническими/графическими прогнозами на долгосрочные периоды прогнозирования. Эти различные профили по различным временным диапазонам среди трейдеров проливают еще больший свет на использование и важность фундаментального и технического/графического анализа на валютном рынке. Участники не только выходят за пределы разделения на чисто фундаментальные и чисто технические/графические группы прогнозистов валютного рынка, существуют также различные стили в том, как участники варьируются в своем использовании по нескольким диапазонам прогнозирования.

Поскольку трейдеры различаются по той степени, с которой они включают фундаментальные и технические/графические элементы в свои прогнозы валютных курсов, встает вопрос, каковы факторы, определяющие предпочтения трейдеров. Подробный анализ выявил, что общие подходы к прогнозированию не были связаны с такими индивидуальными свойствами трейдера как возраст, пол,

используемые в биржевой деятельности инструменты валютного рынка, положение в иерархии и то, работали ли трейдеры на межбанковском рынке или как продавцы. Однако, местоположение трейдера, как оказалось, имеет существенное значение: когда трейдеров из более крупных центров биржевой торговли в Лондоне и Франкфурте сравнили с трейдерами из более мелких центров биржевой торговли в Цюрихе и Вене, результаты показали, что местоположение имеет значение, особенно на уровне более коротких диапазонов прогнозирования<sup>xvi</sup>. Трейдеры из более крупных центров биржевой торговли имели заметно более фундаментальный общий подход к прогнозированию по сравнению с трейдерами из маленьких центров биржевой торговли, у которых был более технический общий подход к заключению сделок<sup>xvii</sup>.

Причины этих расхождений, возможно, включают такие факторы, как различия в образовании, культуре, в том, какой тип информации воспринимается как более важный, и различных уровнях доступа к информации в различных местах биржевой торговли. Во время интервью, некоторые участники рынка отмечали, что крупные центры биржевой торговли (прежде всего, Лондон, но также Франкфурт) расположены ближе к центру информации о

<sup>xvi</sup>Профессионально значимые диапазоны прогнозирования большинства трейдеров валютного рынка значительно короче нескольких месяцев. Именно на этих профессионально значимых коротких диапазонах прогнозирования были обнаружены местные различия в подходах к прогнозированию. Сближение подходов к прогнозированию на более длительных диапазонах прогнозирования, следовательно, может быть объяснено меньшей подверженностью трейдеров этим диапазонам биржевой торговли.

<sup>xvii</sup>Это различие было также очевидно, когда стили прогнозирования по времени сравнили с различным местоположением центров биржевой торговли. Особенно *восходящий фундаментальный* стиль был чрезвычайно сильно представлен в относительно крупных центрах Франкфурта и Лондона, а *восходящий графический* стиль – в относительно небольших центрах биржевой торговли Вены и Цюриха. *Восходящий фундаментальный* стиль был слабо представлен в Вене, в то время как он был сильно представлен во Франкфурте и Лондоне. Напротив, во Франкфурте и Лондоне *восходящий графический* стиль был представлен слабо. В Цюрихе, *инверсный средний* стиль был представлен значительно слабее.

валютном рынке, нежели более мелкие центры биржевой торговли, такие как Вена или Цюрих. Тем не менее, независимо от объяснения этих различий, эти открытия явно показывают, что ожидания участников основываются не только на экономической информации, и что, формируя ожидания, участники обрабатывают информацию неоднородно. Следовательно, более дифференцированное понимание того, как формируются ожидания валютных курсов проясняет, почему валютные прогнозисты разнородны и почему информация интерпретируется по-разному различными прогнозистами<sup>2,36</sup>. Как иллюстрирует следующий раздел, именно такое лучшее понимание ожиданий и предлагает психологическая концепция отношений.

### Психологические отношения и рыночные ожидания

Этот раздел рассматривает различия технического и фундаментального подходов к прогнозированию и демонстрирует, что ожидания на валютном рынке могут и должны пониматься *психологически*, как отношения участников к будущим событиям на рынке и их развитию<sup>xviii</sup>.

Вскоре после окончания II мировой войны социальные психологи Джером Брунер (Jerome Bruner) и Сесиль Гудман (Cecile Goodman) провели исследование на тему того, как субъективные ценности и потребности влияют на кажущиеся непосредственными восприятия. В рамках исследования 10-летних детей просили оценить размеры различных объектов<sup>38</sup>. Дети сравнивали круг света с воспринимаемым размером картонных дисков и правильно оценили диски. Однако, когда оценивались монеты, дети их переоценили пропорционально их ценности; дети из бедных семей *переоценили* размеры монет даже *больше*, чем дети из зажиточных семей. Таким образом, на восприятие детей активное влияние оказали их отношения: для бедного ребенка та же самая монета может иметь

<sup>xviii</sup> Части этого раздела переработаны на основе материала в «*Zeitschrift für Sozialpsychologie*», 32, стр. 180-188, Т. Оберлехнер (T. Oberlechner) (2001), «Оценка валют на валютном рынке», 37, с разрешения «Verlag Hans Huber».

совершенно иное субъективное значение, чем для ребенка, растущего в богатой семье. Хотя участники валютного рынка, возможно, никогда не оценивают размер монет – на самом деле деньги, которыми они оперируют, выражаются только цифрами на мониторах – они оценивают *валюту*, когда формируют ожидания и предсказывают валютные курсы. Встает вопрос: оказывают ли субъективные отношения такое же влияние на трейдеров, как на детей в эксперименте? Чтобы ответить на этот вопрос, мы должны исследовать связь между отношениями и ожиданиями<sup>xix</sup>.

*Во-первых:* с фундаментальной точки зрения, подобно отношениям, ожидания относительно валютных курсов не являются врожденными, но *благоприобретенными*. Сходным образом, они не являются стабильными, но скорее меняются с течением времени и варьируются среди участников рынка. Трейдеры валютного рынка учатся формировать свои ожидания в процессе своего *субъективного взаимодействия* со сложной рыночной средой; их ожидания меняются с течением времени; и они отличаются от ожиданий других трейдеров в любой точке времени. Ожидания на валютном рынке действительно разнородны, как, например, показал экономист Айто (Ito)<sup>2</sup>. Например, физический контекст биржевой торговли оказывает систематическое влияние на то, как участники рынка формируют ожидания. Как показал предыдущий раздел, «Фундаментальный и технический/ графический анализ», трейдеры пользуются фундаментальным и техническим/графическим методиками прогнозирования в различной степени, в зависимости от того, где они расположены географически. Даже среди предположительно однородных подгрупп, таких как трейдеры, которые явно придерживаются графического подхода к прогнозированию, реальные ожидания значительно различаются<sup>24</sup>.

*Во-вторых:* когда в октябре 2003 года австрийский актер Арнольд Шварценеггер (Arnold Schwarzenegger) был избран губернатором штата Калифорния, это подлило масла в огонь обсуждения того, делают ли жестокие фильмы людей более агрессивными в реальной жизни; многие фильмы, в которых в главных ролях снимался Шварценеггер (Schwarzenegger), такие как

<sup>xix</sup> Список аспектов, связывающих ожидания с отношениями, основывается на Ванден Абеде (Vanden Abeele)<sup>39</sup>.

«Терминатор», безусловно, в своем содержании не были чужды жестокости. Хотя существуют доказательства того, что жестокие модели из фильмов действительно способствуют росту тенденции среди зрителей прибегать к агрессивным действиям в будничной жизни, психологи знают, что воздействие фильмов на поведение зрителей опосредовано *промежуточными переменными*<sup>40,41</sup>. Например, эмоциональная зрелость человека, контекст и компания, в которой просматривается фильм, влияют на то, повлияет ли, и если да, то как, жестокость в фильме на агрессивность поведения вне экрана.

Сходно с предыдущими отношениями в обработке информации зрителями «Терминатора», ожидания участников рынка также являются промежуточными переменными, которые оказывают влияние на торговые решения на всех этапах, начиная от того, как воспринимается рынок и, заканчивая тем, какие торговые действия в итоге предпринимаются<sup>xx</sup>. Отношения фокусируют внимание на информации, которая подтверждает то, в чем уже уверены; они влияют на то, как интерпретируются события и оказывают влияние на бихевиористские реакции<sup>46,47</sup>. Подобно отношениям, ожидания оказывают влияние на то, трансформируют ли трейдеры рыночную информацию в решения покупать или продавать и если да, то как. Например, субъективное ожидание роста доллара США может побудить трейдера уделить особое внимание спекулятивным сообщениям в новостях о росте числа безработных в США. Отклоняющиеся ожидания среди участников рынка могут привести их к различным интерпретациям и реакциям на идентичную информацию. «Два человека могут произвести одинаковый анализ, воспринять одну и ту же информацию и иметь совершенно противоположные позиции. Можно взять двух спот-трейдеров, и

<sup>xx</sup> Существует большое число эмпирических исследований, которые демонстрируют, что в том, как люди обрабатывают информацию и новости, существует предубеждение субъективного отношения<sup>42-44</sup>. Например, психолог Джордж Катона (George Katona) отмечал, что: «Человеческие существа не реагируют на стимулы как автоматы. Их мотивы и отношения, даже их вкусы, надежды и страхи, представляют из себя промежуточные переменные, которые оказывают влияние как на их восприятие среды, так и на их поведение».<sup>45</sup>

один может сказать, что нужно покупать, а другой – что нужно продавать», – по мнению одного трейдера. Этот аспект принятия решений на валютном рынке также противоречит моделям решений по типу «черного ящика», характерным для традиционных экономических моделей, которые не принимают во внимание психологическое торговое поведение. По словам одного трейдера валютного рынка, объясняющего то, как торговые реакции на новости зависят от ожиданий трейдеров: «Ты получил подтверждение того, какими, как предполагалось, будут мои действия, и затем ты действуешь или воздерживаешься и ничего не делаешь. Но я никогда не видел, чтобы человек удивлялся новостям, а затем шел на попятную».

*В-третьих:* подобно любым отношениям, отношения на валютном рынке – это сложные психологические процессы, которые включают в себя подсознательные, аффективные и поведенческие элементы<sup>xxi</sup>. *Подсознательный* аспект отношений включает мнение трейдера относительно того, что произойдет на рынке. Он представляет знание, восприятие и суждения, которые направлены на будущие факторы и события. Примером познавательного аспекта ожиданий валютного рынка является аналитический вывод трейдера, который касается того, что падение экспорта заставит европейский центральный банк снизить процентные ставки, и что, следовательно, евро упадет в цене. *Аффективный* аспект ожидания на валютном рынке выражает личные и эмоциональные оценки ожидаемых событий на рынке (например, является ли ожидаемое снижение курса евро положительным или отрицательным моментом и нравится ли это человеку лично, или нет). Высокие риски, связанные с торговыми решениями, гарантируют наличие сильных аффективных компонентов в ожиданиях участников рынков. Как декларирует один трейдер: «Самый большой двигатель всего, я бы сказал, это общий страх. Знаете, люди *боятся*, что что-то произойдет». И, наконец, участники рынка не останавливаются, просто формируя определенные ожидания и придерживаясь их, напротив, они постоянно приспособливают свои решения к своим ожиданиям будущего. Следовательно, ожидания играют ключевую роль в

<sup>xxi</sup> Согласно «АВС», трехсторонней модели отношений, они состоят из аффективного, поведенческого и познавательного компонента<sup>48-50</sup>.

торговом поведении отдельных трейдеров и на уровне колебаний коллективного рынка; *поведенческий* аспект ожиданий валютного рынка заставляет трейдеров действовать. Например, трейдер, ожидающий, что европейский центральный банк снизит процентные ставки, может продать крупную позицию по евро, чтобы избежать потерь, которые возникнут в результате снижения курса евро.

Нижеприведенное мнение трейдера дает ясное описание взаимодействия познавательных, аффективных и поведенческих элементов в ожиданиях валютного рынка: «Во-первых, ты вырабатываешь свое собственное мнение. Затем, ты смотришь на фундаментальные данные и котировки, идут ли они в том же направлении, как ты думаешь [*познание*]. Если да, ты еще больше утверждаешься в своем мнении [*аффект*]. И если затем ты поговоришь с другими трейдерами, и они придерживаются того же мнения, тогда ты заключаешь сделку [*поведение*]».

*В-четвертых*: некоторые из наиболее привлекающих внимание аспектов гипноза — это так называемые «пост-гипнотические предположения» (то есть команда загипнотизированным людям вести себя определенным образом после окончания действия гипноза). Например, пост-гипнотическое предположение может вызвать определенную реакцию в ответ на внешний сигнал (например, открыть окно, когда часы пробьют два). Когда людей спрашивают, *почему* они открыли окно, они быстро находят кажущееся разумным объяснение — однако, не помня предположения — такие как будто им внезапно стало жарко, и понадобился свежий воздух. Подобные внешние пост-гипнотические предположения являются примерами работы подсознательного. Но в то время как «явления, которые они порождают, редки и зрелищны, собственные субъективные ожидания человека подсознательно влияют на решение и поведение более постоянно; ожидания на валютном рынке занимают широкий спектр, начиная от формируемых сознательно, и заканчивая теми, которых придерживаются подсознательно. Один трейдер отмечает, что участники рынка обычно не могут дать полного отчета о своих ожиданиях, а также о восприятиях и рассуждениях, на которых они построены, что «даже информация, которая не воспринимается сознательно — это информация. Когда ты выходишь на улицу и там было двадцать градусов ниже нуля в течение трех недель, мой опыт

подскажет, что это может оказать влияние на цены на нефть и на доллар. Но мне не нужно *думать* об этом; это уже есть во мне. Так, на самом деле, все, что происходит, когда я гуляю в парке с собакой, является информацией».

*В-пятых*: Также, как в случае с отношениями, способ формирования ожиданий также обладает повторяющимся и самоусиливающимися свойствами. На валютном рынке этот повторяющийся аспект ожиданий оберегает трейдеров от трудной задачи постоянного поиска новых способов прогнозирования; возможность положиться на рутинный процесс позволяет им сортировать рыночную информацию и приспособливать свои ожидания быстрее, ускорять соответствующие реакции. Как подсознательные ожидания, так и более внешние познавательные процессы, задействованные в экспортном прогнозировании, показывают значительный автоматизм и тенденцию к рутинности<sup>39,51</sup>. Фундаментальные технические подходы к прогнозированию являются хорошими примерами того, как участники рынка используют механизмы, которые помогают им автоматизировать формирование своих ожиданий. Они обеспечивают людей, принимающих решения на рынке, рутинными механизмами для формирования их ожиданий, и они предлагают готовый способ выбора и организации рыночной информации и перевода ее в ожидания.

Все эти свойства демонстрируют, что, подобно отношениям, ожидания на валютном рынке организуют знания, оценки и поведение участников относительно будущего (то есть относительно будущих валютных курсов). Связь между ожиданиями и отношениями предполагает, что ожидания лучше всего исследовать с помощью *отношений* трейдеров к валютам. В то время как ожидания участников на валютном рынке выводятся из разнообразных экономических, политических, социальных и психологических факторов, виды валют всегда находятся в центре действий. Однако, как можно проанализировать эти отношения?

Классический психологический метод изучения отношений подразумевает использование так называемых «семантических отличий» (то есть шкал, которые обращены к потенциально значимым параметрам объекта и которые определяются

двухполюсными прилагательными, такими как «привлекательный-непривлекательный»<sup>52,53</sup>). С помощью семантических отличий психологи показали, что невротики имеют иное отношение к одиночеству, чем другие<sup>54</sup>, и что коннотативные значения слова «беспокойство» и серого цвета практически идентичны<sup>55</sup>. Таким образом, в «Европейском» и «Североамериканском опросах» я предложил подобные семантические отличия, чтобы исследовать восприятия трейдеров и их отношения к различным валютам. Ниже приведены некоторые из значимых европейских открытий.

В то время, когда проводилось Европейское исследование, евро еще не заменил национальные валюты (то есть австрийского шиллинга, немецкой марки, швейцарского франка и английского фунта стерлингов), а доллар США, как ведущая валюта валютного рынка, был включен в оценки семантических отличий<sup>xxii</sup>. Эти валюты были оценены трейдерами по следующим шкалам:

Хорошая	1	2	3	4	5	6	Плохая
Стабильная	1	2	3	4	5	6	Нестабильная
Неважная	1	2	3	4	5	6	Важная
Быстрая	1	2	3	4	5	6	Медленная
Слабая	1	2	3	4	5	6	Сильная
Оптимистичная	1	2	3	4	5	6	Пессимистичная
Пассивная	1	2	3	4	5	6	Активная
Успешная	1	2	3	4	5	6	Неуспешная
Сложная	1	2	3	4	5	6	Простая

Сравнение оценок трейдеров в разных местах привело к примечательным открытиям. Например, возьмем «профили противоположностей» доллара США, которые основаны на средних оценках трейдеров из различных центров биржевой торговли (Рисунок 4.6).

<sup>xxii</sup> Хотя такие валюты как австрийский шиллинг и немецкая марка больше не существуют как национальные валюты, однако подобное развитие событий не влияет на психологическую значимость этих открытий.

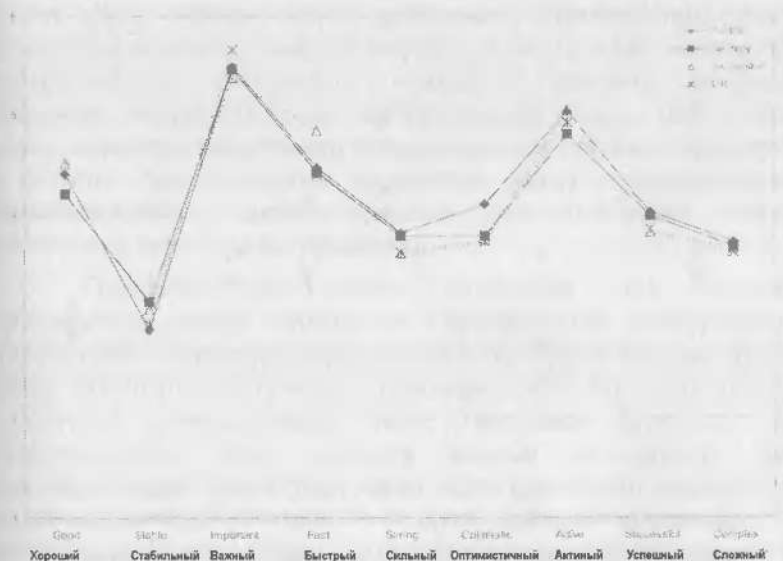


Рисунок 4.6 Профиль восприятий доллара США: 1=негативное восприятие; 6=позитивное восприятие

Как показывает график, доллар США оценивался чрезвычайно однородно по всем девяти шкалам, между подгруппами из Австрии, Германии, Швейцарии и Великобритании не было обнаружено никаких различий. Однако результаты выглядят иначе для европейских валют, где речь идет о «национальной валюте» части европейских трейдеров. Как показывают рисунки 4.7 и 4.8, расположение центра биржевой торговли оказало значительное влияние на оценки этих валют.

Рисунки 4.7 и 4.8 демонстрируют, что австрийские трейдеры оценили шиллинг значительно выше, чем трейдеры из других мест, и что швейцарские трейдеры оценили франк значительно выше, чем трейдеры из других мест<sup>xxiii</sup>. На самом деле каждая из европейских

<sup>xxiii</sup> Австрийские трейдеры оценили шиллинг как более лучший, более стабильный, более важный, более быстрый, более сильный, более оптимистичный, более активный, более успешный и более сложный, чем другие трейдеры. Швейцарские трейдеры оценили франк как более лучший, более стабильный, более важный, более быстрый, более сильный, более

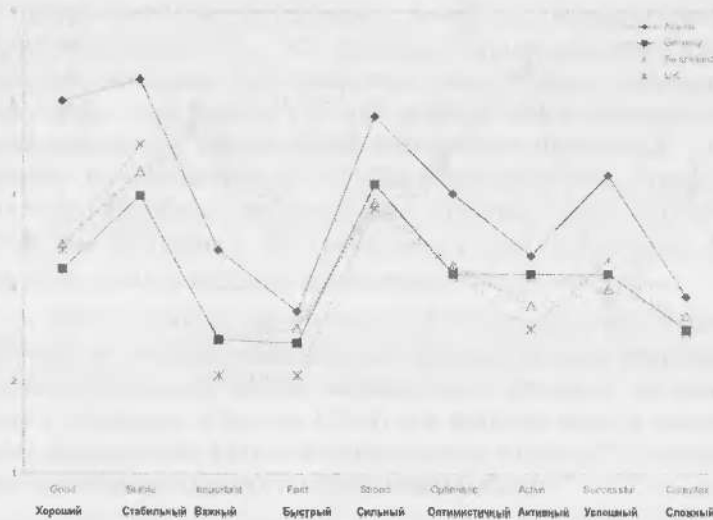


Рисунок 4.7 Восприятие австрийского шиллинга: 1= негативное восприятие; 6=положительное восприятие.

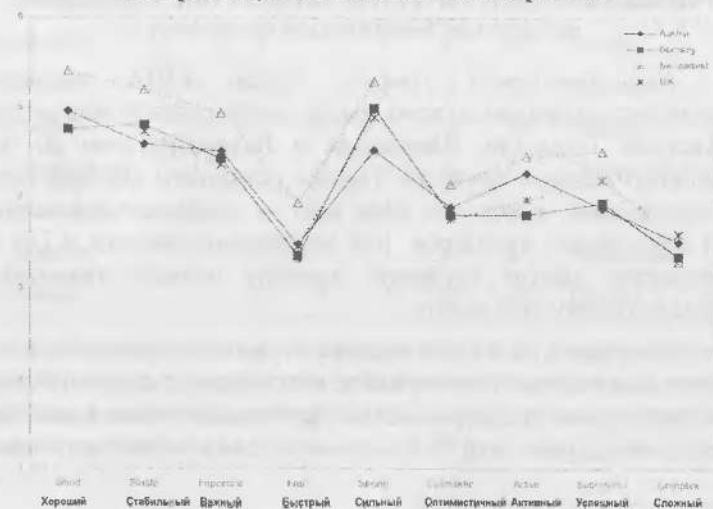


Рисунок 4.8 Профиль восприятий швейцарского франка: 1= негативное восприятие; 6=положительное восприятие.

валют была оценена иначе трейдерами, оценивавшими свою национальную валюту, каждый раз, когда в дело вовлекалась валюта страны группы, становились очевидными заметные различия. Напротив, доллар США, как любая внешняя валюта, был оценен очень однородно различными географическими группами трейдеров в Европе. Следовательно, восприятия валют последовательно характеризовались систематическими несоответствиями между местными и неместными трейдерами.

Социально-психологическое объяснение этих различий предлагается теорией социальной идентификации межгрупповых отношений<sup>56-60</sup>. Эта теория предполагает, что, будучи членами групп, люди обретают социальную идентификацию. Согласно теории социальной идентификации, такие групповые категории как национальности, дают человеку важные возможности для самоопределения. Более того, когда люди формируют социальную индивидуальность, в этом участвует процесс социальной и познавательной самооценки, этот процесс выражает человеческую потребность в позитивной самооценке. Однако, что происходит, когда группы и самооценка важны для идентификации человека? Желание придать себе большую значимость может заставлять людей проводить различие в сравнениях между группами, членами которых они являются, и внешними группами, и к оценкам в пользу групп, в которые они входят, вместо внешних групп. Другими словами, благоприятные сравнения помогают людям достичь позитивной социальной идентификации<sup>61-63</sup>. Например, потребность в социальной идентификации и позитивной самооценке можно наблюдать в конфликтах между группами. Эта потребность может привести к предвзятости к представителям внешних групп даже при отсутствии внешних причин<sup>64</sup>. Таким образом, на валютном рынке на отношения к валютам влияет национальность<sup>65</sup>, а теория социальной идентификации помогает объяснить национальные предубеждения в отношениях трейдеров<sup>XXIV</sup>.

XXIV Для трейдеров из Германии и Великобритании тенденция оценивать свою национальную валюту иначе была менее выражена и не являлась последовательно положительной. Почему так происходит? Возможно, здесь задействованы различные степени национальной идентификации трейдеров из различных стран, поскольку предпочтение, отдаваемое национальным

оптимистичный, более активный и более успешный, чем другие трейдеры.

Когда оценки всех валют были факторно проанализированы, то результаты выявили три фундаментальных параметра, согласно которым трейдеры воспринимают валюты. Эти факторы – это *оценка валюты* (этот аспект определяется тем, насколько хорошей, стабильной, оптимистичной и успешной воспринимается валюта), *сила валюты* (определяемая тем, насколько важной и насколько активной воспринимается валюта) и *активность валюты* (определяемая тем, насколько быстрой и сложной воспринимается валюта). Другими словами, трейдеры провели различие между психологическими аспектами того, насколько хорошей (оценка валюты), сильной (сила валюты) и активной (активность валюты) они считают валюту. Трейдеры пользовались этими тремя факторами очень однородно: для каждой отдельной валюты оценки трейдеров показали одни и те же лежащие в их основе три фактора, и по различным валютам одни и те же аспекты внесли свой вклад в каждый из этих факторов.

Метод семантических отличий как результат выдал эти три фактора *оценки, силы и активности* в многочисленных исследованиях по множеству тем. С точки зрения психологии очень важно, что эти факторы не относятся только к теоретическим или семантическим явлениям, но, напротив, они охватывают основные базовые параметры человеческого опыта. Например, фактор оценки обращен к таким вопросам, как: Является ли оцениваемый объект хорошим или плохим для меня? Должен ли я приложить максимум усилий, чтобы его заполучить, или лучше держаться от него на безопасном расстоянии?<sup>74</sup> Легко представить, что подобные вопросы также играют центральную роль в ожиданиях участников валютного рынка, когда они принимают решение относительно того, какую валюту покупать, а какую продавать. Трейдеры валютного рынка в данном случае обладают разными ожиданиями не только потому, что они по-разному интерпретируют информацию<sup>xxx</sup>, но также потому, что у них различное *отношение* к валютам.

товарам, безусловно, связано с национальной идентификацией<sup>66,67</sup>. Различия могут также относиться к чувству собственного достоинства трейдеров<sup>68-73</sup> или к национальным политическим факторам, которые оказывают влияние на взгляды трейдеров на их национальную валюту.

<sup>xxx</sup> Смотри МакДональда (MacDonald) и Марша (Marsh)<sup>36</sup>.

Помимо семантических отличий рейтингов валют, 288 трейдеров оценили вероятность различных сценариев развития событий на валютном рынке. Два значимых сценария описывали ожидание повышения курса швейцарского франка и повышение курса доллара США. Из этих двух сценариев, 60,4% трейдеров оценили повышение курса доллара как более вероятное, 29,2% оценили повышение курса швейцарского франка как более вероятное, а 10,4% приписали равную вероятность этим двум сценариям будущего.

Сравнение ожиданий с отношениями трейдеров к доллару и франку показывает, что ожидания систематически соотносились с лежащими в их основе отношениями. Трейдеры, которые считают повышение курса швейцарского франка более вероятным, придерживаются значительно более положительных отношений к швейцарскому франку по параметрам *оценки, силы и активности*, нежели чем другие трейдеры. Сходным образом, трейдеры, которые ожидают сценария, по которому более вероятно повышение курса доллара США, придерживаются значительно более позитивного отношения к доллару США в параметре *оценки*, чем другие трейдеры. Следовательно, существует выраженная взаимосвязь между *отношениями* участников рынка к валютам и их *ожиданиями* относительно развития событий на рынке. Положительное отношение к валюте существенно соотносилось с ожиданиями, что курс валюты вырастет; другими словами, *субъективные* отношения и оценки трейдеров оказывают влияние на то, как трейдеры прогнозируют рынок<sup>75</sup>. Более того, свидетельство присутствия национальных предубеждений среди трейдеров валютного рынка показывает, что психологические процессы влияют на восприятия и отношения, и что это влияние продолжает существовать на уровне крупных групп участников рынка.

Эти результаты отнюдь не ограничиваются европейскими трейдерами. В «Североамериканском опросе» я просил трейдеров спрогнозировать ряд реальных валютных курсов по различным временным диапазонам. Их ответы подчеркивают степень, с которой ожидания валютных курсов подвержены влиянию субъективных отношений. Например, существует сильная зависимость между прогнозами трейдеров относительно курса евро к доллару и их отношениями к евро и доллару США: трейдеры, которые



воспринимают евро более благосклонно по сравнению с долларом США, более склонны предсказывать более высокие валютные курсы евро, и наоборот. Более того, данные, полученные с помощью «Североамериканского опроса» подтверждают, что такие субъективные факторы, как местоположение трейдера, влияют на ожидания валютных курсов национальных валют трейдеров. По сравнению с трейдерами США, канадские трейдеры в «Североамериканском опросе» ожидают, что канадский доллар вырастет по отношению к доллару США почти *в два раза* в среднесрочном и почти *в три раза* в долгосрочном периоде!

Психология предлагает убедительное объяснение тому, почему влияние субъективных отношений на ожидания валютного рынка является таким сильным. Отношения имеют даже более сильную склонность влиять на решения, которые принимаются при ограниченном времени и когда информация двусмысленна<sup>76</sup>. Как показала Глава 2 «Психология торговых решений», заключение сделок по валютам происходит в среде, которая не только полна стрессов, но также и крайне неопределенна. Таким образом, решения трейдеров подвержены влиянию психологических отношений не периферически, но *решающе*.

### **Социальная динамика, мета-ожидания и средства распространения финансовой информации**

Будучи спрошенным, как на самом деле формируются ожидания относительно будущих валютных курсов, один трейдер отвечает, что: «Ты говоришь с людьми, воспринимаешь их мнение и выдаешь свое видение. На рынке существует выбор мнений; твоих друзей, других учреждений и компаний, и это помогает тебе сформировать свое собственное мнение». Другой трейдер соглашается, отмечая: «Люди склонны говорить со своими коллегами, они говорят с людьми на рынке, в учреждениях, о которых они знают и которые давно уважают». Эти ответы красноречиво иллюстрируют то, что подобно торговым решениям, ожидания трейдеров валютного рынка также являются не просто отстраненными творениями, формируемыми изолированными индивидами. Вместо этого они являются результатом

динамичного взаимодействия между участниками рынка, которые подвержены влиянию *других* и которые, в свою очередь, оказывают влияние на других.

Рассказы участников рынка изобилуют примерами социальной динамики в ожиданиях валютного рынка. Эти примеры демонстрируют, что социальные факторы играют важную роль по ряду уровней. Например, многие трейдеры отмечают, что мнения коллег оказывают влияние на ожидания, и что эти ожидания особенно подвержены влиянию предположительно хорошо осведомленных других людей. «Люди очень восприимчивы к хорошим идеям, идущим от кого-то, кого считают знатоком», — отмечает один трейдер. Соображения относительно социального влияния других также определяет, какие именно новости о рынке выбираются для формирования ожиданий. «Если новость написана кем-то, кто обладает доверием на рынке, или кем-то, за кем, как нам известно, стоят определенные крупные фонды... нам интересно услышать, что он хочет сказать, потому что то, что он хочет сказать, повлияет на определенных людей, которые повлияют на рынок», — объясняет другой трейдер.

Другой пример динамики ожиданий, которая не просто основывается на информации, но также является социальной по природе, можно найти в том, как институциональные рыночные игроки вырабатывают рыночные ожидания и переводят их в торговые решения. Внутренние экономические отделы и экономисты операционных залов в банках регулярно устанавливают рыночные сценарии и возможные развития событий на рынке. Эти планы позволяют трейдерам сфокусироваться на сравнениях этих предварительно сформированных ожиданий с новостями в режиме реального времени, и действовать без промедлений, исходя из любых различий между ожиданиями и рыночными новостями. «Ты можешь мысленно подготовиться, так что ты действуешь намного быстрее, когда действительно поступает информация [например, экономический отчет]», — откровенно отмечает один трейдер. Следовательно, теории рыночных экономистов обладают решающим влиянием на ожидания трейдеров и могут заставить трейдеров внезапно изменить свои ожидания. «Иногда эти экономические прогнозы изменяются в течение недели... до выхода крупного отчета, типа данных по занятости в несельскохозяйственной сфере. И

внезапно, по какой-то странной причине, какой-то экономист выступит с какой-то причудливой идеей, которую все сочтут остроумной. Тогда ожидание этого отчета по занятости в несельскохозяйственной сфере вырастет или упадет в течение недели. Тогда все остальные будут из кожи вон лезть, чтобы убедиться, что они правильно себя позиционировали, убедиться, что они на правильном пути», – отмечает финансовый журналист<sup>xxvi</sup>. Однако влияние экономистов на ожидания трейдеров варьируется и подвержено личной оценке. По словам другого трейдера: «Между этими ребятами существует огромная качественная разница. Я хочу сказать, я не экономист, но я мог бы выполнять эту работу, по крайней мере, не хуже, чем некоторые из них... У некоторых банков хорошие экономисты. И на этих экономистов есть спрос. Но в общей своей массе они на самом деле не представляют из себя ничего особенного!»

Таким образом, ожидания на валютном рынке являются скорее результатом социальной динамики, нежели отражением «объективной» информации о внешнем мире, которая идет отдельно от тех, кто формирует ожидания. Одним из важных последствий социальной природы ожиданий является то, что участники рынка могут активно на них влиять и ими манипулировать. Говоря именно о подобном ценном опыте в заключении сделок, один трейдер рассказывает: «Несколько недель назад прямо перед заключением сделки по шведской кроне мне позвонил шведский банк. Я хочу знать, что имеют сказать эти ребята; я действительно хочу знать, что они скажут, что делают их клиенты. Возможно, я соберусь купить позицию, основываясь на этом. Он позвонил мне и рассказал, почему нужно делать так-то и так-то. И я сказал: «Хорошо, давай так и поступим, я сделаю именно так!» А затем, пять минут спустя, оказалось, что он на рынке делал все совершенно наоборот. Он использовал всех, чтобы запустить свою позицию, и все рухнуло. Он заработал целое состояние, а мы потеряли деньги!»

Многочисленные трейдеры отмечают, что сильные участники рынка могут управлять валютным рынком, по крайней мере, в

<sup>xxvi</sup> Эти наблюдения также подчеркивают важность эвристики якоря-исправительки, которая обсуждается в Главе 2, «Психология торговых решений».

краткосрочном периоде, влияя на ожидания больших групп других участников рынка. Это влияние зависит от того, насколько значимым и достойным доверия воспринимается участник рынка, каковы предполагаемые личные интересы игрока и насколько игрок близок к важным источникам информации. «Я думаю, что для нас довольно просто оказывать влияние на рынок утром четверга, накануне того, как «Бундестаг» проводит совещание, можно сказать людям, что мы думаем и чего ожидаем. Потому что рынок считает, что мы, как один из трех крупнейших банков Германии, знаем немного больше о том, что происходит в кулуарах», – честно отмечает один трейдер. Ведущие банки воспринимаются как наиболее достойные доверия и информированные по сравнению с другими банками, и они могут временно сдвинуть рынок, просто наводя справки о валюте. «Мы были номером один в мире, и мы убивали людей... запугивая их. Если рынок 28/30, а ты чувствуешь, что он должен вырасти, и ты делаешь запрос [то есть запрашиваешь цену, по которой ты можешь заключить сделку] разным банкам, и они все дадут тебе 29/31... это означает, что они либо думают, что ты покупатель, или они ... хотят что-то с тебя поиметь. И если ты платишь этим ребятам 31 или 32, то они говорят: «Черт побери, этот парень платит мне [то есть покупает у меня] выше уровня рынка, и это происходит повсеместно [то есть все остальные тоже покупают]». Тогда они начинают пугаться, затем они не знают, что происходит на самом деле, они снова раздумывают: «Что знает этот парень?» – прямолинейно говорит один трейдер.

Эти наблюдения показывают, как продавцы и покупатели валют играют на ожиданиях друг друга. На рынке, который, как известно, управляется ожиданиями, жизненно важно знать ожидания других – ожидания валютных курсов тогда направлены не на объективное экономическое будущее, но на то, что другие, возможно, знают о будущем (то есть на то, как другие воспринимают и оценивают будущее). Многие трейдеры во время интервью отмечают, что их предчувствия того, что подумают другие участники рынка, и как они отреагируют, являются ключевыми для их собственных ожиданий и решений. Подобные попытки основывать свои собственные ожидания на предполагаемых ожиданиях других, называются *мета-ожиданиями*; эти ожидания относительно ожиданий других участников рынка занимают значительную нишу

на сегодняшнем рынке. «Сегодня, я думаю, люди в большей степени фокусируются на ожидании ожиданий других людей», — провозглашает один трейдер.

Второстепенные и так далее ожидания на финансовых рынках уже описывались в знаменитой метафоре Кейнса (Keynes) относительно рынка, где он сравнивает их с конкурсом красоты. В этой метафоре инвестирование сравнивается

с теми газетными конкурсами, где участники должны выбрать шесть самых красивых лиц из сотни фотографий, приз вручается участнику, чей выбор почти точно совпадает со средними предпочтениями всех участников в целом; так что каждый участник должен выбирать не те лица, которые он сам считает самыми красивыми, а те, которые, по его мнению, скорее всего, привлекут внимание других участников, каждый из которых смотрит на задачу с той же точки зрения. Это не вопрос выбора тех, кто, с твоей точки зрения, действительно является самыми красивыми, и даже не тех, кого среднестатистическое мнение искренне считает самыми красивыми. Мы достигли третьей степени, где мы напрягаем свои умственные способности для того, чтобы предугадать, каким, по ожиданию среднестатистического мнения будет среднестатистическое мнение. Есть, на мой взгляд, некоторые люди, которые практикуют четвертую, пятую, и более высокие степени<sup>77</sup>.

Аналогия с конкурсом красоты предполагает, что то, чем заканчивается событие на финансовых рынках, является результатом *убеждений* и *ожиданий* участников рынка относительно убеждений и ожиданий других участников рынка<sup>78,79</sup>. Некоторые трейдеры отмечают, что они вынуждены принимать решение исходя из того, как, по их мнению, поведет себя рынок, вместо того, чтобы действовать исходя из того, как они сами *лично* считают правильным. И это прекрасно согласуется с историей о конкурсе красоты. Один трейдер валютного рынка утверждает: «Важно, что более половины участников рынка думают так же, как ты». Они утверждают, что будучи трейдером, «ты должен вести себя так, как, по твоему ощущению, по большей части поведет себя рынок — а не так, как правильно или неправильно», и «ты должен думать не только о том,

что правильно, но также о том, что считает правильным рынок». Эти утверждения иллюстрируют то, как ожидания участников валютного рынка пытаются предугадать будущие ожидания и решения других участников. Подобные мета-ожидания являются психологическими, а не экономическими по природе, как отмечает один трейдер, «поскольку все мы — люди, работающие на [валютном] рынке, и психология участников рынка играет очень, очень большую роль!»

Хорошие торговые решения, как было озвучено одним трейдером во время интервью, характеризуются как способность правильно предугадывать общую реакцию рынка на новости. Однако, когда участники рынка коллективно интегрируют свои ожидания внешних развитий рынка в текущие котировки валют, для отдельных трейдеров возможности получения прибыли от интегрирования сходного ожидания в свою сделку сокращаются или могут вообще быть утрачены. Это делает необходимым разработку совершенно новых видов стратегий прибыли. Как отмечает один трейдер: «Как только все ждуг одного и того же, оно обнуляется и теряет смысл. Возьмем, к примеру, экономические данные США, если мы ожидали хороших цифр, тогда до события хорошая цифра уже включена в рыночную котировку. Ты не можешь всегда торговать исходя из ожиданий, потому что все, на самом деле, ждуг того же; ты должен быть немного умнее, чем я думаю!» Многие трейдеры указывают, что эти более продвинутые стратегии были основаны на качественно ином уровне ожиданий. Эти ожидания выходят за рамки внешних событий на рынке и вместо этого фокусируются на *других участниках рынка* (то есть на торговых позициях участников, а, следовательно, на их вероятном поведении, как только произошло ожидаемое внешнее событие).

Один трейдер разъясняет, как валютный рынок начал переходить от фиксации на экономической информации на ожидания в отношении экономической информации, ожидания об экономической информации, ожидания и мета-ожидания о других участниках рынка, говоря: «Мы, бывает, с нетерпением ждем экономической информации. И когда выходит экономический отчет, говорим: «Ох, плохой!» или «Отлично!» И... мы не пытались предугадать, будет ли экономическая информация действительно хороша или плоха сама по себе, речь шла о том, будет ли она хороша или плоха, *исходя из ожиданий*. Так что здесь уже есть сдвиг. Теперь

сдвиг таков: «Мне все равно, хороша экономика или плоха. Мне не важно, каковы были ожидания. Что мне важно, так это то, играли люди на повышение, или на понижение, потому что *они чего-то ожидали*». Другой трейдер дает пример последней стадии такого развития событий, говоря: «Теперь рынок реагирует на то, *как позиционирован рынок*, например, купили ли большинство игроков на рынке доллары, ожидая хороших данных по занятости в США. В пятницу был еще один классический пример. Мы увидели фантастическую цифру по США, с рациональной точки зрения рынок должен взмыть вверх, однако, он лишь поднялся на 10 десятичных, а затем рухнул. Теперь это кажется иррациональным, но так произошло просто потому, что все купили доллары, ожидая, что доллар вырастет, с расчетом на то, что они затем его продадут. Теперь, как только рынок получил отчет, все начали предлагать свои доллары на рынке. Внезапно оказалось, что покупателей нет, потому что они уже все купили, так что все сказали: «Хорошо, нужно отсюда убираться, рынок собирается рухнуть», – и он действительно рухнул. Это был иррациональный ход, потому что информация была очень «бычьей». Рынок действительно ведет себя иррационально, потому что теперь он в гораздо большей степени зависит от того, как рынок позиционирован, нежели чем от рациональных ожиданий или рациональной реакции на экономические новости!»

Для рыночных ожиданий трейдеры описывают, что роль средств массовой информации двулика. Во-первых, информация, предоставляемая средствами массовой информации, составляет фон для формирования ожиданий среди участников рынка. Во-вторых, новости затем либо подтверждают, либо опровергают эти предварительно сформированные ожидания. Следовательно, возникает постоянное формирование ожиданий и петель пересмотра, в чем центральную роль играют средства массовой информации. По уместному выражению одного финансового журналиста: «Валютные рынки работают на основе финансовых, экономических и политических событий, о которых сообщают им средства распространения финансовой информации. Так что им необходимы средства массовой информации – они [то есть средства массовой информации] являются в некотором роде топливом для машины!»

Однако, протестуя против наивного предположения, что

средства распространения финансовой информации просто отражают ожидания участников рынка, некоторые трейдеры отмечали во время интервью, что средства массовой информации играют активную роль в формировании рыночных ожиданий. Например, жесткая конкуренция между различными каналами новостей влияет на их попытки захватить внимание других участников рынка. Собственная заинтересованность средств массовой информации охватить насколько это возможно большую рыночную аудиторию, может привести к тому, что они сфокусируются на захватывающих внимание новостях с наибольшим потенциалом<sup>31</sup>. По словам одного трейдера: «Они фильтруют свою информацию по своему желанию. Это не может быть абсолютно ложная информация, но она может быть в некотором роде высосана из пальца, чтобы привлечь большее внимание к определенному факту... Например, преследуя конечную цель изменить ситуацию на рынке, они оглашают цифры или данные в определенной последовательности. Сначала они объявляют плохие новости. Так что все концентрируются на плохих новостях, а затем появляются хорошие новости. Или наоборот, сначала хорошие новости – «О, отлично!» – а затем, «Опа!» – плохие. Это, безусловно, является способом зажать рынки».

Средства распространения финансовой информации *всегда* играли ключевую роль в формировании ожиданий участников рынка; ожидания в меньшей степени подпитываются объективными фактами, нежели тем, как эти факты представлены. Например, средства распространения финансовой информации оказывают влияние на рыночные ожидания с помощью выбора, подчеркивания, повторения и толкования информации и новостей. Порядок, в котором представляются новости, формулировка заголовка и время, формат, в котором представлена информация, могут оказаться решающими для рыночных ожиданий<sup>50,xxvii</sup>. Также место, где представляется и воспринимается информация, может предопределить рыночные ожидания: «Факты, при виде которых

<sup>xxvii</sup> Например, в ходе одного исследования было обнаружено, что представление «Washington Post» вело к более точным ожиданиям краткосрочной будущей занятости, нежели чем освещение новостей «CBS television» или «Wall Street Journal», что может быть объяснено длиной и двусмысленностью этих отчетов<sup>81</sup>.

европейские рынки остаются спокойными, могут возбудить восточно-азиатский рынок и наоборот», – отмечает один трейдер. Более того, средства распространения финансовой информации также влияют на ожидания людей, принимающих решения на рынке, менее очевидными способами. Одной из функций средств массовой информации является обеспечение периодическими ссылками на рыночные события прошлого и объяснение причин того, почему изменились валютные курсы. При этом пресса обычно формулирует свои истории, объясняя недавние развития событий хорошими новостями и информацией после того, как цены выросли, и плохими новостями и информацией после того, как цены опустились<sup>82</sup>. Как только предлагаются подобные кажущиеся уместными атрибуции, участники рынка становятся менее склонными быть регрессивными и более склонными к экстраполяции в своих предсказаниях; другими словами, они ожидают, что последние изменения сохранятся или даже продолжатся, и они не предполагают, что текущий тренд может измениться на обратный<sup>1</sup>. Другой психологической динамикой рынка, в которой важную роль играют средства массовой информации, являются слухи, что описано в Главе 5.

### Краткие ссылки

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

1. Katona, G. (1972)
2. Ito, T. (1990)
3. Anderson, M.A. and Goldsmith, A.H. (1994a)
4. Olsen, R.A. (1997)
5. Hogarth, R. (1981)
6. Kelly, G.A. (1955)
7. Frenkel, J.A. (1981)
8. Frankel, J.A. and Froot, K.A. (1990a)
9. Frankel, J.A. and Froot, K.A. (1986)
10. Oberlechner, T. (2001b)
11. Gotthelf, P. (2003)
12. Neely, C.J. (1997)
13. Pring, M.J. (1991)
14. Chang, P.H.K. and Osler, C.L. (1999)
15. Black, F. (1986)

16. Shleifer, A. and Summers, L.H. (1990)
17. Menkhoff, L. (1998)
18. Frankel, J.A. and Froot, K.A. (1990b)
19. Harvey, J.T. (1996)
20. MacDonald, R. and Taylor, M.P. (1992)
21. Levin, J.H. (1997)
22. Vigfusson, R. (1997)
23. Goodhart, C. (1988)
24. Allen, H. and Taylor, M.P. (1990)
25. Taylor, M.P. and Allen, H. (1992)
26. Lui, Y.-H. and Mole, D. (1998)
27. Menkhoff, L. (1997)
28. Merton, R. (1948)
29. Watzlawick, P. (1984)
30. Shiller, R.J. (1989)
31. Shiller, R.J. (2000)
32. Shiller, R.J. and Pound, J. (1989)
33. Soros, G. (1987)
34. Soros, G. (1994)
35. Cheung, Y.W. et al. (1999)
36. MacDonald, R. and Marsch, I.W. (1996)
37. Oberlechner, T. (2001a)
38. Bruner, J.S. and Goodman, C.C. (1947)
39. Vanden Abeele, P. (1988)
40. Buvinic, M.L. and Berkowitz, L. (1976)
41. Berkowitz, L. (1986)
42. Biek, M. et al. (1996)
43. Broemer, P. (1998)
44. Eagly, A.H. (1998)
45. Katona, G. (1975)
46. Fazio, R.H. (1986)
47. Fazio, R.H. and Towels-Schwen, T. (1999)
48. Bagozzi, R.P. (1978)
49. Breckler, S.J. (1984)
50. Ostrom, T.M. (1969)
51. Evans, J.S.B.T. (1987)

52. Osgood, C.E. (1952)
53. Osgood, C.E. et al (1957)
54. Czernik, A. and Steinmeyer, E. (1974)
55. Hofstaetter, P.R. (1956)
56. Tajfel, H. and Turner, J.C. (1979)
57. Tajfel, H. (1974)
58. Tajfel, H. and Turner, J.C. (1986)
59. Turner, J.C. (1985)
60. Turner, J.C. (1982)
61. Hogg, M.A. and Abrams, D. (1988)
62. Hogg, M.A. et al (1995)
63. Wagner, u. and Zick, A. (1990)
64. Brown, R. (2000)
65. Meier-Pesti, K. and Kirchler, E. (2003)
66. Feather, N.T. (1996)
67. Feather, N.T. (1994)
68. Abrams, D. and Hogg, M.A. (1988)
69. Blanz, M. et al. (1995)
70. Hogg, M.A. and Sunderland, J. (1991)
71. Hunter, J.A. et al (1993)
72. Crocker, J. et al. (1987)
73. Long, K.M. et al. (1994)
74. Herkner, W. (1983)
75. Antonides, G. and van der Sar, N.L. (1990)
76. Liberman, A. et al (1988)
77. Keynes, J.M. (1936)
78. Allen, F., et al (2002)
79. Morris, S. and Shin, H.S. (1998)
80. Van Raaij, W.F. (1989)
81. Pruitt, S.W. et al. (1988)
82. Andreassen, P.B. (1987)

*Теперь мы являемся информационным бизнесом. Информация важнее денег. Наша задача переводить информацию в деньги.*

Треjder валютного рынка

Вышеприведенная цитата предполагает, что подобно средневековым алхимикам, которые пытались получить золото из других элементов, трейдеры валютного рынка пытаются воспользоваться информацией, чтобы заработать деньги<sup>1</sup>. Действительно, каждую торговую сессию, обширная сеть источников в избытке обеспечивает участников рынка по всему миру потенциально значимой информацией. Приведем к примеру «Reuters». «Reuters» – один из самых старых и крупных поставщиков международной информации, ежедневно публикующий около 30 тысяч заголовков новостей и более 8 миллионов слов новостей на 19 языках по всему миру<sup>2</sup>. Еще более широкий спектр средств распространения общественных новостей варьируется от ежедневной прессы (таких изданий, как британская «Financial Times» и «Wall Street Journal» в США, японская «Nikon Keizai Shimbun», шведская «Neue Zürcher Zeitung» и немецкая «Handelsblatt» до финансовых

<sup>1</sup> Части этой главы переработаны из материала «Journal of Economic Psychology», 25(3), стр.407-424, Т.Оберлехнер (T.Oberlechner) и С.Хоккинг (S.Hocking) (2004), «Информация, источники, новости и слухи на финансовых рынках: взгляд на валютный рынок», 2004 год, с разрешения «Elsevier».

<sup>2</sup> Данная информация заимствована с домашней страницы «Reuters»: <http://about.reuters.com/aboutus/overview/facts/index.asp>

каналов телевидения, освещающих события на рынке 24 часа в сутки (как «CNBC» и «Bloomberg Television») до онлайн-служб предоставления финансовой информации, таких как «Dow Jones Newswires», «Reuters», «Bloomberg» и «Moneyline Telerate», которые транслируют новости прямо на рабочий стол трейдера с помощью новостных и компьютерных экранов. Помимо доступных широкому кругу людей общественных новостей, трейдеры получают ключевую информацию из частных источников, таких как «частная» информационная система их банка и сеть их личных контактов на рынке.

Свойства новостей значительно варьируются в зависимости от их источника. Например, в то время как важная рыночная информация может быть выпущена предсказуемо (например, с помощью периодических официальных отчетов об инфляции, занятости, данных по торговле и денежной массе), она может также появиться в непредвиденное время (например, информация о политическом кризисе или крупной валютной операции международной компании). Значимая рыночная информация может варьироваться от срочного, специфичного и недолговечного заголовка, загорающего на мониторах, до анализов истории долгосрочных развитий событий на рынке, таких как статья в журнале «Economist», предлагающая обзор развития азиатской экономики.

Все эти новости входят в гигантскую вселенную информации, которая потенциально значима для валютных курсов. «У тебя имеется огромный наплыв информации», – отмечает один трейдер, говоря лишь об одном объеме имеющейся в наличии информации о рынке. Следовательно, как уместно добавляет другой трейдер: «Очень сложно отфильтровать то, что действительно важно». В то время как традиционные экономические модели просто предполагают, что участники основывают свои решения на полном и непредвзятом анализе всей имеющейся в наличии информации, вне зависимости от ее источника и свойств<sup>iii</sup>, психологи, а также профессионалы валютного рынка подчеркивают, что эти модели

<sup>iii</sup> Гипотеза эффективных рынков постулирует, что рыночные цены (например, валютные курсы) полностью отражают имеющуюся в наличии информацию. см. Главу 2 «Психология торговых решений».

далеки от того, чтобы представлять, как на самом деле воспринимается и обрабатывается информация. «Вопрос в том, что устраивает лично Вас», – говорит один трейдер, чтобы объяснить свой выбор отчетов финансовых аналитиков, – «Другой человек, возможно, выбросит то, что я читаю, и будет читать то, что я выброшу!» Другой трейдер откровенно признает: «Я действительно склонен отбрасывать 99% поступающей информации, даже если она считается важной!» Как же тогда трейдеры выбирают, на какой информации основывать свои решения?

Как показывает данная глава, на современном валютном рынке решающим фактором является скорость: важность скорости обнаруживается как в представлениях трейдеров о значимой информации, так и в типе источника информации, наиболее значимого для рынка (например, телеграфных служб новостей). С точки зрения скорости, телеграфные средства распространения информации незаменимы для участников рынка, поскольку они распространяют новости и информацию в режиме реального времени, адресуя их тем, кто занимается биржевой торговлей и инвестициями в валюту. Более того, как показывает связь между возникновением спекулятивных рыночных пузырей (голландская тюльпаномания в 1630-х) и появлением газет<sup>2</sup>, средства массовой информации играли и продолжают играть очень активную роль в динамике биржевой торговли – несмотря на все их попытки казаться беспристрастными наблюдателями за рынком. «Все эти средства массовой информации управляют рынком, преподнося информацию тем или иным способом», – отмечает один трейдер. «Они распространяют все, что знают, и они *хотят* управлять рынком, рассказывая о том, что знают, нам», – добавляет другой трейдер. Таким образом, одним из ключевых аспектов рынка, на который обычно не обращают внимания академические модели, является *отношение между участниками биржевой торговли и источниками финансовых новостей*. Эта глава также показывает, что технологические разработки изменили не только скорость и природу оповещения, но также и саму роль средств распространения финансовой информации на валютном рынке. Эти изменения помогают объяснить устойчивую важность ключевого вида рыночной информации: *слухов*.

## Свойства важной информации

*Полагаю, на рынке скорость – это все.*

Треjder валютного рынка

Хорошие решения на валютном рынке основываются на малом количестве фактов и хорошем анализе, говорят трейдеры, а поток биржевой информации, имеющейся у участников рынка, должен быть каким-то образом сокращен. «Если ты действительно хочешь впитать все эти новости, ты не сможешь заключать сделки, ты вынужден будешь читать весь день напролет», – резюмирует трейдер свой опыт в отношении этой дилеммы, где большее количество информации совсем не обязательно приводит к лучшим решениям. Напротив: «Чем больше информации ты получаешь, тем меньше ты уверен в том, что делать... и ты можешь больше потерять, чем приобрести вследствие этого», – отмечает другой трейдер, в то время как еще один трейдер добавляет, что «если ты слишком много читаешь... то, в конце концов ты сам запутываешься и не покупаешь позиций. Такая опасность кроется в чрезмерном чтении».

Электронные источники новостей в реальном времени отправляют куски бессвязной информации в форме заголовков и экстренных сообщений, рыночные события получают все более и более быстрое освещение, но со все уменьшающимся количеством одновременного анализа. Сегодня трейдеры зачастую заключают сделки чаще, чем раньше, в то время как одновременно им приходится сортировать гораздо большее количество информации<sup>iv</sup>, и они знают быстрее о большем, но они делают это также более поверхностно. «Рынок стал быстрее в течение последних лет», – отмечает один трейдер. Сходным образом, другой трейдер убежден, что «ни один дилер не может обработать все эти данные, которые выходят в свет... ты не можешь уследить за всеми этими данными, потому что иногда тебе *нужно* заключать сделки!»

<sup>iv</sup> Митчелл (Mitchell) и Малхерин (Mulherin) обнаружили устойчивый рост среднего числа ежедневных новостей, рассылаемых телеграфным агентством «Dow Jones», с 1983 по 1990 год, и прямую зависимость между числом новостных сообщений и биржевой активностью на фондовом рынке.

В то время как участники рынка должны *выбрать* и *сократить* имеющуюся в наличии информацию, не существует внешних принципов выбора информации, и нет четкой системы относительно того, как должны фильтроваться новости. Трейдеры подчеркивают, что в конечном итоге каждому трейдеру необходимо разработать собственную систему фильтрации новостей. «Что интересно, а что – нет, что окажет влияние на валюту, а что – нет, все это – по-прежнему вопрос решения трейдера», – объясняет один трейдер. Таким образом, чтобы побольше выяснить о субъективных критериях, которыми пользуются трейдеры для определения важных новостей, в рамках «Европейского опроса» их просили оценить ряд свойств информации согласно ее важности для принятия ими торговых решений.

Таблица 5.1 Свойства новостей, важные для трейдеров валютного рынка (n=267)

Свойство новости	В среднем	Среднее отклонение
Доступна для меня до того, как узнают другие	1,34	0,62
Окажет влияние на участников рынка	1,49	0,59
Непредвиденна валютном рынком	1,57	0,71
Противоречит ожиданиям валютного рынка	1,63	0,71
Сообщена надежным источником	1,75	0,70
Кажется мне точной	1,85	0,65
Подтверждает мои ощущения или предчувствия относительно направления рынка	1,99	0,71
Появляется в разгар неустойчивого рынка	2,01	0,76
Непредвиденна для меня	2,03	0,73
Подтверждает мой рациональный анализ рыночного тренда	2,11	0,70
Появляется после продолжительного периода стабильности на рынке	2,17	0,80
Подтверждает ожидания валютного рынка	2,26	0,76
Подтверждает экспертный анализ рынка	2,48	0,76

Шкала: 1=очень важно; 2=важно; 3=менее важно; 4= не важно

Таблица 5.1. показывает, что помимо всего прочего, трейдеры оценивают важность новостей по критерию относительной *скорости*. Новости, которые оказываются доступными трейдеру до того, как они



становятся доступными другим участникам рынка, считаются наиболее важными. «Во-первых, они должны быть быстрыми», – объясняет один трейдер в интервью относительно того, какую информацию он рассматривает. «То, что произошло десять секунд назад – это уже история и больше не имеет значения. Хорошо знать, почему что-то произошло... [но] для меня это не имеет значения. Потому что нам нужно узнать, что будет дальше», – отмечает другой трейдер. А еще один трейдер рассказывает о временном прессинге, которому он подвергается: «У меня нет времени слушать объяснения, почему ВВП вырос, всякую болтовню. У меня нет времени!» Открытия экономической литературы, показывающие, что валютные курсы корректируются в течение первой минуты после выхода запланированных новостей (например, отчетов по занятости и индексу потребительских цен), подкрепляют мнение трейдеров о том, что важность новостей на валютном рынке определяет скорость<sup>4</sup>.

Однако не только скорость определяет воспринимаемую важность информации; примерно так же важно и ожидаемое *воздействие* на других участников рынка. Приведенное ниже мнение трейдера является примером необходимого взаимодействия между скоростью и воздействием на рынок важных новостей. «На прошлой неделе до нас дошел слух, у меня была подключена [телеграфная служба финансовых новостей] «Knight Ridder». «Knight Ridder» дает сообщение. Однако он [то есть валютный курс] не двигается. Почему? Потому что больше ни у кого не включен «Knight Ridder», только у нас. Ну и что с того, если ты единственный, у кого есть «Knight Ridder»? Следовательно, без влияния рынка даже самые быстрые новости не имеют значения. «Нет никакого смысла знать, что отчет о занятости будет хорошим, или об этом слухе, если больше никто на рынке об этом не знает, и они не собираются делать ход!» – находчиво отмечает финансовый журналист, подтверждая этот анализ.

Потенциальная неожиданность для рынка (то есть новости, которых *не ждут* и которые *противоречат* существующим на рынке ожиданиям) является важным аспектом новости, способной оказать сильное влияние; трейдеры оценивают новости, которые противоречат ожиданиям, как значительно более важные, чем новости, их подтверждающие. «Если рынок ожидает совершенно другого, а затем внезапно кто-то является с определенной

информацией, это может вызвать серьезные колебания», – отмечает один трейдер.

Непредвиденная новость, которая противоречит общим ожиданиям, важна именно потому, что участники рынка не принимают в расчет существующие ожидания относительно будущего в своих настоящих решениях о покупке и продаже, как показала Глава 4 «Ожидания на валютном рынке». Участники рынка, таким образом, создают ожидаемую рыночную реальность, которая включает ожидания относительно будущего в настоящее время. Экономические исследования показали, например, что влияние новости относительно данных по торговому дефициту, зависит от предшествовавших рыночных ожиданий; ожидаемый дефицит может не оказать никакого влияния на валютные курсы<sup>5</sup>. Также, в то время как новости о процентной ставке могут быть относительно неважны сами по себе, *пересмотры* ожиданий относительно будущих уровней валютных курсов являются основными для неожиданных колебаний валютных курсов<sup>6</sup>. Сходным образом отчеты о непредвиденном росте занятости в США способствуют усилению доллара<sup>7</sup>. Эта преимущественная интеграция будущих ожиданий объясняет, почему трейдеры воспринимают новости, которые противоречат, а не подтверждают рыночные ожидания, как решающие.

Интересно, но трейдеры не считают правдивость и точность новостей очень важными свойствами; надежность источника новостей и воспринимаемая точность новостей гораздо менее важны, чем скорость информации, ожидаемое воздействие на рынок и ожидаемая неожиданность для рынка. Трейдеры валютного рынка объясняют, что участники рынка просто не обладают достаточным временем, чтобы проверить точность новостей: «Когда в свет выходит новость и она очень «бычья», мы не говорим: «Подождите минуточку – возможно, это неверно», – потому что в это время все остальные покупают», – объясняет один трейдер. Более того, трейдеры работают, исходя из предположения, что другие участники рынка будут в равной степени подвержены влиянию этой информации, независимо от ее точности. Поскольку, как известно, другие «просто предполагают, что новость точна», необходимо также лично принять такое решение, как если бы новость была верна, и не подвергать ее сомнению. По словам одного трейдера валютного рынка: «Мне не важно, верно это или нет, я должен действовать исходя из этого,

потому что так поступает рынок, потому что рынок знает, что что-то происходит, и на всякий случай все приготовят свои позиции».

Когда оценки важности свойств новостей, составленные трейдерами, были факторно проанализированы, было выявлено четыре основных аспекта, которые трейдеры используют для того, чтобы идентифицировать важные новости: *время, влияние на рынок и неожиданность* не требуют дополнительных объяснений. Но как может *подтверждение* определять выбор информации трейдерами, которые, в конце концов, оценивают информацию, которая *противоречит* ожиданиям рынка как гораздо более важную, чем информацию, которая подтверждает эти ожидания? «Теория определяет то, что я воспринимаю», – однажды сказал Альберт Эйнштейн (Albert Einstein) о физике, сходным образом участники валютного рынка не чужды человеческой склонности к интеграции поступающей информации с существующими личными отношениями и убеждениями<sup>8,9</sup>. На самом деле здесь влияние субъективных предположений относительно интерпретации рыночных новостей может быть особенно сильным: по словам трейдеров, одна и та же новость валютного рынка обычно «может быть интерпретирована по-разному», а, следовательно, существуют ситуации, когда «две противоречивые новости – это на самом деле хорошо, потому что это, по крайней мере, дает тебе повод для того, чтобы принять одну сторону, в которую ты веришь».

Субъективные отношения и убеждения, следовательно, служат фильтрами, которые искажают восприятие новой информации в направлении существующих личных ожиданий. Следовательно, новости, которые противоречат существующим отношениям и убеждениям, считаются *менее* важными и могут скорее быть проигнорированы и искажены. Трейдер типизирует подобную ситуацию: «Основной конфликт происходит между твоим видением и направлением рынка. Если ты считаешь, что процентные ставки снизятся, рынки на самом деле идут в этом направлении и беспорядочно занимают, тогда это – крупный конфликт. И в твоём принятии решений существуют случаи, где ты предполагаешь, что это просто неустойчивость рынка и что – в несколько более продолжительном периоде времени – он пойдет в твоём направлении». Это может, в конечном счете, даже привести к тому, что новость не заставит трейдеров изменить их восприятия и

ожидания, но, напротив, существующие восприятия и ожидания определяют то, как воспринимается информация». Подобное «предубеждение подтверждения» или «предубеждение убеждения» может привести к тому, что трейдеры будут полагаться на сокращенную информацию и игнорировать противоречащие ей данные<sup>11,12</sup>. Это предполагают комментарии трейдеров относительно важности новости, которая совпадает с субъективными ожиданиями и убеждениями, которых они изначально придерживались. «Если это совпадает с твоей позицией, или, возможно, с твоими ожиданиями, тогда все в порядке». В случае противоречивых новостей трейдеры просто придерживаются той информации, которая «является лучшей в их положении, и отфильтровывают информацию, которая не соответствует личным ожиданиям».

## От источников новостей до информационных петель

*Жадность к получению информации и деньгам, которыми они обладают, здесь не имеют равных.*

Финансовый журналист

В то время как предшествовавший раздел анализировал свойства информации, важные для трейдеров, наше понимание того, как обрабатываются информация и новости на валютном рынке было бы неполным без рассмотрения непосредственных *источников* информации. Участники рынка имеют в своем распоряжении многочисленные источники рыночной информации, начиная от всемирных служб новостей, и заканчивая экономическими отчетами рыночных аналитиков, случайными разговорами с коллегами. Из-за стесненности во времени и внимании, трейдеры не могут в равной степени использовать все эти источники; вместо этого они взвешивают их важность и фокусируются на нескольких, не обращая внимания на другие. «У тебя будет настолько много входящей информации, которую ты не сможешь отфильтровать, что ты поневоле станешь разборчивее», – отмечает один трейдер. Другой трейдер резко замечает: «У тебя на столе лежит газета, пачка факсов, кипа информационных бюллетеней, пришедших из разных

учреждений, большая часть всего этого отправляется в корзину. У тебя нет времени все это читать».

Чтобы узнать больше об обработке информации из новостей участниками, в рамках «Европейского опроса» трейдеров валютного рынка и финансовых журналистов спрашивали об их наиболее важных источниках информации. В то время как *трейдеры* оценивали важность различных источников информации для своих торговых решений, *журналисты* оценивали важность источников информации для своих репортажей.

### Источники информации трейдеров валютного рынка

Оценка трейдерами важности различных источников информации резюмирована в таблице 5.2.

Таблица 5.2 Источники информации трейдеров валютного рынка

Источник рыночной информации	В среднем	Среднее отклонение	n
Телеграфные агентства	1,48	0,66	153
Личные контакты: тот же банк	1,57	0,65	297
Личные контакты: другие банки	1,59	0,69	295
Аналитики: внутренние	1,76	0,70	287
Аналитики: внешние	1,91	0,71	276
Ежедневные газеты	2,17	0,90	86
Брокеры	2,35	0,94	246
Журналы	2,66	0,71	103
Финансовое телевидение	2,76	0,71	102
Личные контакты: финансовые журналисты	2,84	0,76	262

Шкала: 1= очень важно; 2= важно; 3= менее важно; 4=неважно

Таблица 5.2 показывает, что *онлайн-сервисы распространения финансовых новостей* являются для трейдеров самым важным источником информации. Эти, так называемые, телеграфные службы являются передатчиками и посредниками для текущей информации о рынке. Они передают новости посредством экранов новостей, которые обеспечивают возможность освещения новостей в режиме реального времени, практически без задержек между событиями на рынке и их освещением. «Мне нужно знать, что происходит на рынке *прямо сейчас*», – говорит один трейдер о важности освещения новостей в режиме реального времени

телеграфными агентствами. Другой трейдер соглашается с этим, говоря, что «Телеграфные службы – самые быстрые, поэтому мы пользуемся телеграфными службами». Чтобы обеспечить доступ к самой быстрой телеграфной службе, многие операционные залы для торговли обеспечивают своих трейдеров несколькими экранами новостей. По словам еще одного трейдера, «Причина, по которой я хочу иметь доступ ко *всем*, из этих служб новостей состоит в том, что я знаю, что в определенное время какая-то информация будет передана по одному каналу до того, как она будет передана по другому». Таким образом, важность онлайн-сервисов финансовых новостей явно подчеркивает, что скорость является решающим аспектом рыночной информации, как показано в предшествовавшем разделе «Свойства важной информации».

Информация в режиме реального времени от телеграфных служб особенно важна, когда период до выкупа половины стоимости торговых позиций короток. Североамериканские трейдеры, заключающие сделки с наличными, установили средний интервал в 15 минут от одной из их сделок до следующей в *тихую* торговую сессию; та же самая цифра для европейских трейдеров составила 10 минут. Когда рынки активны, временной промежуток между последующими сделками сокращается еще больше. Во время *активных* торговых сессий североамериканские трейдеры, работающие с наличными, оценивали средний интервал между своими сделками в 2 минуты, для европейских трейдеров этот интервал не превышал одной минуты. Эти оценки даются для всей торговой сессии. Существуют еще более короткие периоды, когда частота заключения сделок значительно выше. Подобные интервалы в заключении сделок помогают объяснить, почему всемирный поставщик новостей «Reuters» гордится тем, что обновление финансовой информации происходит несколько тысяч раз в секунду<sup>v</sup>. По словам одного трейдера валютного рынка, «Если я открываю короткую позицию, я вынужден следить за суточными новостями, я буду вынужден следить за тем, как развиваются события на рынке». Вместо того, чтобы фокусироваться на глубинном анализе, воспринимаемая сила телеграфных агентств состоит в их

<sup>v</sup> Информация приведена на домашней странице «Reuters»: <http://about.reuters.com/aboutus/overview/facts/index.asp>

способности немедленно отвечать на важные вопросы, начинающиеся со «Что». «У меня нет времени слушать объяснения, почему вырос ВВП, нет времени. Но если я знаю, что цифра *плоха*, то это именно то, что я хочу узнать», – объясняет другой трейдер.

*Личные контакты* как в своем собственном, так и в других банках, также являются особенно важными источниками рыночной информации для трейдеров. «Ты используешь свои личные связи. Для меня, личные связи являются *очень* важным источником информации», – комментирует один трейдер. В отличие от фондовых рынков, валютный рынок децентрализован, а следовательно, дает трейдерам мало информации относительно потока заказов других участников<sup>13</sup>. «Если у нас много заказов на продажу, тогда я поговорю с другими банками и они скажут, что у них есть несколько заказов там-то и тогда-то, то это просто информация, которой ты должен поделиться с другими банками или другими друзьями... Делиться информацией между банками очень важно для принятия решений», – замечает другой трейдер. Контакт с другими трейдерами может таким образом обеспечить трейдеров важной информацией о текущих денежных потоках (например, о крупных валютных операциях от имени корпоративных клиентов).

В отличие от общедоступных источников информации, личные контакты могут обеспечивать трейдеров привилегированной информацией. «У тебя могут быть друзья на рынке, которые знают кого-то, кто был прав четыре раза из пяти, когда говорил тебе, что что-то, возможно, произойдет», – отмечает один трейдер. – «В конце концов, ты, возможно, позвонишь кому-то на рынке, чтобы он дал тебе побольше базовой информации. Поскольку, при всем уважении к содержанию продукта господина Рейтера и его коллег, у них на экранах помещается не все!», – добавляет другой трейдер. Таким образом, по контрасту даже с самыми быстрыми телеграфными агентствами, личные контакты дают информацию, которую просто нельзя купить! Как говорит один трейдер об информации из телеграфных служб: «В получении этой информации нет временной разницы, фактически любой, у кого есть техническая база, также имеет доступ к этой информации... За плату она доступна всем».

«Газета – это очень интересное развлечение после того, как событие уже произошло», – сухо отмечает один трейдер валютного

рынка, и действительно, печатные средства массовой информации (ежедневные газеты, финансовые журналы) значительно менее важны для большинства трейдеров, чем телеграфные службы, работающие в режиме реального времени. «Газеты больше не важны, все это было давным-давно, поскольку, когда газету печатают, это больше уже не новости, это история», – говорит другой трейдер. Особенно для спот-трейдеров газеты стали второсортным источником информации. По словам спот-трейдера: «Газеты недостаточно быстры. Когда газета публикует новость, она уже прошла на рынке, возможно, десять или двадцать часов назад, так что на самом деле бесполезно пользоваться газетами для принятия быстрых решений». Однако трейдеры также говорят о том, что способность газет дополнить контекстом и анализом что-то, что произошло день назад, может оказаться ценной. «Если, прочитав *«Financial Times»*, я немножко лучше пойму то, что произошло накануне, возможно, я немного лучше пойму *сегодняшнюю* динамику», – говорит один трейдер. Другой трейдер вторит этому утверждению, честно говоря, что: «У всех есть свои собственные предпочтения – *«Economist»*, *«Euromoney»*, *«Sunday Times»*... На выходных ищите новые идеи для утра понедельника!».

Парадоксально, но чем больше информации передается трейдерам в режиме реального времени, тем выше их потребность в дополнительной интерпретации. Отчеты *аналитиков* финансового рынка, таким образом, являются важным источником информации о валютном рынке; при этом внутренние аналитики воспринимаются трейдерами как более важные, чем внешние. «У тебя есть свой собственный экономист и в ту минуту, когда появляется цифра, он уже дает свой комментарий», – отмечает один трейдер. С помощью аналитиков и экономистов «ты можешь заранее подготовиться, если выходит цифра 0,2, это значит, что доллар падает, если появляется цифра 0,7, это значит, что доллар должен вырасти по такой-то и такой-то причине. Ты можешь мысленно подготовиться и в результате действовать быстрее, когда на самом деле появится цифра», – говорит другой трейдер о своем подходе. Информация финансовых аналитиков позволяет трейдерам группировать, сокращать и находить подтекст в новой информации. Следовательно, по словам одного трейдера: «Анализ помогает тебе понять, о чем думает рынок, или как позиционирован рынок».

Интересно, но сегодня *брокеры* считаются менее важным источником информации. В прошлом их контакты с большим числом участников давали четкую картину того, где находится рынок, и о чем думают трейдеры. Следовательно, разговоры с брокерами давали трейдерам важные мысли относительно текущих рыночных заказов и денежных потоков. Однако поскольку современных брокеров – людей, по большей части заменили автоматические брокерские системы, сегодняшняя биржевая торговля с использованием компьютера привела к тому, что трейдеры больше значения придают информации, видимой на мониторе компьютера, нежели той, которую они слышали по телефону. Трейдеры также сообщают, что электронные биржевые системы сделали их биржевую торговлю более безличной, и что они, вследствие этого, были вынуждены принять на вооружение новые стратегии обращения со своими источниками информации. Например, в то время как раньше трейдеры зачастую по голосу брокера могли судить, играет он на понижение или на повышение по валюте, этот вид личного взаимодействия упрощал поиск объяснений для колебаний валютных курсов. «Ты звонил своим друзьям или в какой-то банк и запрашивал у них цену, и даже по *голосу* ты знал, играет ли он на повышение или на понижение, и рад он или грустит», – отмечает один трейдер. Подобной контекстуальной информации сегодня нет в отраженных на торговом мониторе цифрах.

Наконец, *финансовое телевидение* представляет собой относительно новый источник информации о валютном рынке. Для трейдеров то, что они видят в прямом эфире, пресс-конференции и новости по CNN, дает им новый параметр оценки текущих событий. «В прошлом ты получал информацию из кратких сообщений, из заголовков, или, через день, с большими подробностями. Теперь ты можешь слушать господина Гринспэна (Greenspan), когда он делает официальное заявление, и *как* он это говорит. А во многих случаях это важно», – говорит один трейдер. «Гораздо лучше послушать бывшего председателя Федерального Резервного Управления Пола Велькера (Velcker), чем прочитать о нем на экране «Reuters». А посмотрите и пройдитесь по торговым залам сегодня: каждый экран, каждый стол сегодня имеет телевизионный выход», – наблюдательно отмечает другой трейдер.

Просматривая интервью в прямом эфире, трейдеры действуют как самостоятельные толкователи новостей, в то время как

роль журналиста – это роль брокера, а не толкователя информации. «И тут наступает момент, когда ты не можешь получать информацию намного быстрее», – делает замечание один трейдер, просмотрев интервью с британским премьер-министром. – «Мы смотрели, как он сидит в саду резиденции британского правительства, и как он рассказывает о том, что он собирается делать. Так что не надо ждать, пока «Reuters», «Telerate» или «Knight Ridder» об этом сообщат, все идет по телевизору, а значит – на столе у *всех*». Открытость неотфильтрованного освещения новостей может серьезно повлиять на реакции рынка. «Финансовому журналисту предоставляется довольно мало возможностей представить свою точку зрения, дать в прямом эфире интерпретацию того, о чем шла речь, и какая появилась информация. Это означает, что *сам* рынок должен все интерпретировать, а это создает большую неустойчивость, потому что не все люди одинаковы», – отмечает один трейдер.

### Источники информации финансовых журналистов

Где же другая сторона рынка (то есть финансовые журналисты и информационные агентства, на которые они работают) *находит* информацию, которую они сообщают? Таблица 5.3. показывает, как финансовые журналисты в «Европейском опросе» оценивали важность различных источников информации для освещения финансовых новостей.

Для финансовых журналистов наиболее важным источником информации о валютном рынке являются их контакты на рынке (то есть их *личные контакты* в банках). Таким образом, пронизательное наблюдение одного трейдера валютного рынка, который говорит, что он убежден в том, что «средства массовой информации зависят от рынка, от дилеров, потому что они хотят знать мнение дилеров, хотят знать, что происходит», повторяется финансовым журналистом: «Конечно, мне нужны дилеры... Нужно позвонить дилеру и спросить, что он думает о долларе». Поскольку трейдеры ближе всего к рынку, они могут рассказывать журналистам о подтекстах текущих событий и интерпретировать реакции валютных курсов. Например, журналист может позвонить знакомым трейдерам в банке и спросить, как новые данные по занятости повлияют на рынок. Как логично отмечает один трейдер: «В целом, мы получаем цены, мы знаем, что произошло. Все остальное – это объяснение, а объяснение мы

получаем, общаясь с людьми *на рынке*». Финансовые журналисты утверждают, что только их личные контакты на рынке дают им всестороннюю нужную информацию. Если предполагается валютная интервенция центрального банка: «Ты должен пойти на рынок и найти кого-то, кто подтвердит, что они на самом деле это видели... Ты должен полагаться на свои *связи*, потому что они должны доверять тебе, а ты должен доверять им», – утверждает один трейдер. «Все сводится к связям», – соглашается журналист телеграфного агентства. – «К тому, чтобы знать своих клиентов и знать, какие они... потому что поток информации идет в обоих направлениях».

Ключевая важность личных контактов на рынке для финансовых журналистов подтверждается дальнейшими ответами на вопросы опроса. На вопрос о том, действительно ли «финансовые журналисты полагаются на участников валютного рынка, чтобы интерпретировать новости», 63 европейских финансовых журналиста ответили следующее:

Абсолютно согласен	11%
Согласен	52%
Не согласен	32%
Абсолютно не согласен	5%

Признать зависимость от своих клиентов при выполнении собственной работы, возможно, нелегко для *любого* профессионала, что еще больше подчеркивает важность этих открытий: более шести из десяти финансовых журналистов согласились или абсолютно согласились с утверждением.

Помимо личных контактов в банках, средства распространения финансовой информации сами по себе являются еще одним важным источником информации для финансовых журналистов. В то время как группа *журналистов телеграфных агентств* оценивает свои личные контакты в банках как самые важные источники информации, *другие журналисты* (то есть журналисты, работающие на ежедневные печатные средства массовой информации, журналы и финансовые каналы телевидения) оценивают телеграфные службы как самые важные, а свои личные контакты в банках – как второстепенные. «Монитор «Reuters», возможно, является основным источником информации просто для наблюдения за ходом дел и развитием событий на постоянной

основе... И я много звоню людям и разговариваю с ними», – объясняет журналист, работающий на ведущую финансовую газету.

Таблица 5.3 Источники информации финансовых журналистов

Источник рыночной информации	В среднем	Среднее отклонение	n
Личные контакты: коммерческие банки	1,25	0,58	57
Телеграфные агентства	1,40	0,79	58
Брокеры	1,53	0,76	57
Аналитики/отчеты: внешние	1,68	0,68	50
Личные контакты: центральные банки	1,72	0,98	54
Официальные отчеты центрального банка	1,74	0,93	58
Правительственные публикации: пресс-конференции	2,05	1,00	58
Правительственные публикации: брифинги	2,09	1,03	56
Ежедневные газеты: национальные	2,24	0,80	59
Ежедневные газеты: международные	2,25	0,89	57
Личные контакты: та же служба новостей	2,28	1,03	57
Экономические базы данных	2,61	1,01	57
Аналитики/отчеты: внутренние	2,71	1,18	48
Журналы	2,86	0,81	58
Научные журналы	2,90	0,87	58
Финансовое телевидение	2,97	0,92	58
Личные контакты: другие службы новостей	3,00	1,00	53
Интернет	3,83	0,38	58

Шкала: 1= очень важно; 2= важно; 3= менее важно; 4=неважно

### Подтексты обработки информации коллективным рынком

Эти оценки важности источников информации о рынке для трейдеров и финансовых журналистов предполагают занятное и далеко идущее последствие для динамики коллективной обработки информации на валютном рынке. Трейдеры и финансовые журналисты обоюдно оценивают друг друга как наиболее важный источник информации; другими словами, наиболее важные источники информации для журналистов телеграфных агентств (то есть их личные контакты в банках) являются также основными клиентами финансовых телеграфных служб. «Они являются для нас источниками информации, а мы, в свою очередь, являемся источником информации для них... Мы постоянно поддерживаем

связь с банками, которые также являются нашими подписчиками, и за которыми мы следим как за источниками рыночной информации. А затем они читают то, что мы выдаем на выходе», – объясняет финансовый журналист. В результате появляется *цикл* коллективной обработки информации между различными профессиональными группами на валютном рынке: отчеты по рынку служб новостей часто состоят из восприятий и интерпретаций рынка его участниками, которые затем возвращаются им назад на рынок<sup>17</sup>.

Довольно просто рассмотреть системные<sup>vi</sup> последствия круговых информационных петель, представив микрофон, который размещен рядом с подключенным громкоговорителем. Возникающий в результате резонанс усилит *любой* исходный звук и сделает его все громче и громче. Сходным образом, когда информация обрабатывается круговыми петлями, это приводит к эффекту «снежного кома» и самоусиления. Подобные самоусиливающиеся информационные петли не только искажают информационный поток среди задействованных участников рынка, но также влияют на рыночные итоги (то есть на валютные курсы)<sup>14</sup>.

Знание о самоусиливающейся природе этих петель позволяет участникам активно влиять на динамику новостей рынка и информации. Как, со знанием дела, объясняет один трейдер: «Очень часто ты можешь прочесть свои собственные слова или котировки на экране. Это то, о чем ты обычно не рассказываешь [телеграфным агентствам новостей], потому что в противном случае они тебе больше не позвонят... На рынок может повлиять, если ты скажешь: нужно тогда-то покупать доллары, а ты видишь, что есть место еще для 1,5 немецких пфенингов. Но ты говоришь себе, один пфенинг – это более, чем достаточно, за пол-пфенинга ты можешь закрыть позицию».

<sup>vi</sup> Тот факт, что для других журналистов телеграфные службы являются наиболее важным источником информации о рынке, еще больше усиливает этот аспект сбора информации и ее распространения.

<sup>vii</sup> Систематическая циркуляция определяется как «общая циркуляция крови в теле, в отличие от кровообращения от сердца к легким и назад к сердцу» («The American Heritage Dictionary of the English language», 4-е издание. 2000 год). Подобно крови в теле человека, информация на валютном рынке также обрабатывается по кругу, а не линейно.

Круговые информационные петли настолько важны на валютном рынке, потому что они усиливают феномен «эпидемии мнений» и стадное поведение<sup>15,16</sup>. Информационные петли также подпитывают слухи, как демонстрирует последний раздел этой главы «Рыночные слухи». Один журналист телеграфного агентства описывает частный эксперимент, в котором выдуманная новость была распространена по телеграфу. «Мы выпустили на рынок информацию, которая была ложной... и мы сказали: «Я слышал, что есть серьезная поддержка при 1,44 и затем мы увидим рост курса». И эта информация вернулась к нам вечером от других трейдеров!» Этот «эксперимент» журналиста является серьезной демонстрацией круговой динамики информации на валютном рынке. Он показывает, как трейдеры и службы финансовых новостей информируют друг друга о том, что происходит на рынке; каждая из сторон рынка рассказывает другой о возможных причинах произошедших колебаний, и каждая из сторон полагается на другую в отношении развития возможных сценариев рыночного будущего. «Это как осьминог, питающийся повсюду», – отмечает один финансовый журналист с поразительной изобретательностью.

## Тренды репортажей и взаимозависимость

*Информация на экране меняется так быстро, что на самом деле ты едва можешь понять, что происходит. Как только ты пытаешься ее прочесть, она исчезает и заменяется другим предложением или другим заголовком.*

Трейдер валютного рынка

*Чтобы управлять рынками, банкам нужны новости. Если новостей нет, то рынки не сдвинутся с места, и, безусловно, если рынки не сдвинутся, не будет новостей. Так что это тонкие взаимоотношения.*

Финансовый журналист

«Приглашаются. Молодые, худые, гибкие ребята. Не старше 18 лет. Они должны быть умелыми наездниками. Хотеть ежедневно рисковать жизнью. Предпочтение сиротам», – гласило объявление о найме наездников для прославленного «Pony Express» в

калифорнийской газете. В те годы, в 1860-е, у наездников уходило больше недели, чтобы доставить почту через самый быстрый в то время путь сообщения между Миссури и Калифорнией<sup>viii</sup>. В то время как мы можем вспомнить, что менее двух веков назад новости, бывало, путешествовали со скоростью лошади, паровоза или почтового голубя, сегодня информационная революция вступила в стадию всемирного распространения информации в режиме реального времени. В ходе этого развития роль новостей была переопределена.

Как показывает данный раздел, взгляды финансовых журналистов дают примечательную картину перемен и в том, как распространяется финансовая информация, и в самой роли средств массовой информации. Прорывы в информационных технологиях на валютном рынке привели к тому, что участники рынка и средства массовой информации стали ближе друг к другу и стали сильно взаимосвязаны.

В рамках «Европейского опроса» финансовым журналистам задавали вопрос о значимых и текущих трендах в освещении финансовой информации. Один из вопросов опроса и последовавшие ответы, полученные от 63 финансовых журналистов, были таковы: Что Вы думаете по поводу следующего утверждения относительно финансовых новостей и участников валютного рынка: «Скорость освещения финансовой информации выросла».

Абсолютно согласен	70%
Согласен	28%
Не согласен	0%
Абсолютно не согласен	2%

Среди журналистов существует почти единодушное мнение, что освещение новостей стало быстрее; 98% согласны с этим, из них большинство даже *абсолютно* согласны. Рост скорости передачи информации явно повлиял на то, как освещаются финансовые новости: 92% журналистов согласны или абсолютно согласны с тем, что «Последние технологии изменили стиль освещения финансовых новостей». Ответы финансовых журналистов дали четкий сигнал о

<sup>viii</sup> Данная информация была получена на сайте <http://www.americanwest.com/trails/pages/ponyexpl.htm>

направлении этих перемен: две трети финансовых журналистов (67%) согласны или абсолютно согласны с тем, что «Незамедлительность сообщения о событии приобрела для рынка большее значение, чем базовый анализ». Такое развитие событий красноречиво подчеркивается комментарием трейдера: «Когда что-то происходит, у тебя есть заголовок, этот заголовок – именно то, что нужно. И очень, очень редко, когда рассказ, стоящий за заголовком, изменяет положение дел на рынке!»

Как мы видим, скорость играет доминирующую роль, что также отражено в открытии, что более половины финансовых журналистов (55%) соглашались или абсолютно соглашались с тем, что «В освещении финансовых новостей *скорость* стала более решающим фактором, чем *содержание*». Как сухо отмечает один журналист телеграфного агентства: «Если заставить осла написать заголовок, тогда осел выиграет, если он будет быстрее тебя, не важно, насколько быстро написан твой заголовок – если он опоздал, забудь о нем, никому это не интересно!» Когда то, *что* сообщается, становится менее важно, чем то, *насколько быстро* это сообщается, опасность появления неверной информации возрастает: «Если ты делаешь ошибку в важной информации и все, кто посмотрит на твой экран и поверит твоей информации, примут неверное решение, это будет дорого им стоить... И мы часто говорим, если ты действительно хочешь подбодрить рынок на пять минут, то как это сделать?» – спрашивает журналист телеграфного агентства. Опасность неправильного освещения в финансовых новостях существует не только в теории, но является конкретной проблемой и большей, чем раньше; почти трое из пяти журналистов соглашались или абсолютно соглашались с тем, что «новые технологии распространения информации способствовали росту риска появления непроверенной информации».

Эти перемены в освещении финансовых новостей являются значительными, и ответы финансовых журналистов показывают, что это не изолированное явление, которое затрагивает только источники финансовой информации. Напротив, на современном валютном рынке подобное развитие событий значительно повлияло на *взаимоотношения* между средствами распространения финансовой информации и участниками рынка, которые активно торгуют валютой. Обе стороны выработали тесные взаимоотношения, в



которых они стали все более и более взаимозависимыми. Сегодня «каждый – это участник рынка, независимо от того, заключает ли он сделки, или предоставляет информацию», – глубокомысленно отмечает один трейдер.

Эти новые отношения между источниками финансовой информации и торговыми заведениями становятся особенно очевидными в размытой границе между этими двумя сторонами. Одной из важных причин этой тесной взаимосвязи между агентствами финансовых новостей и участниками рынка является то, что информационные организации, управляющие телеграфными службами, финансируются в первую очередь за счет взносов, которые делают финансовые организации за пользование их услугами, а не за счет рекламодателей, как другие агентства новостей. Таким образом, по словам трейдера, телеграфные службы «обычно делают то, что хочет получить человек, оплачивающий услугу, и ты можешь повлиять на их поведение, сказав им, что ты хочешь видеть, за что ты хочешь платить, за какую информацию». Более того, банки пытаются увеличить свое влияние на поставщиков финансовых новостей, и поэтому начали предоставлять свои собственные новости. Странички новостей на экранах, поставляемые электронными службами новостей, например, позволяют банкам насыщать рынок своей собственной информацией. «С одной стороны, мы – клиент, с другой стороны – мы также источник информации», – отмечает другой трейдер. С другой стороны, службы новостей разработали интегрированные электронные информационные биржевые системы, которые позволяют участникам рынка не только собирать информацию о рынке, но также реально заключать сделки друг с другом. Тот факт, что всемирные агентства новостей с помощью своих систем новостей обеспечивают возможность заключать сделки, заставил их принять на себя роль финансовых брокеров<sup>17,18</sup>. Недавно агентство новостей «Reuters» стало равноправным акционером «JP Morgan Chase», «Citigroup» и «Deutsche Bank» на всемирном онлайн-торговом рынке, который позволил банкам распространять результаты своих собственных исследований<sup>19</sup>.

Возможно, основная причина серьезной перемены в том, как финансовые журналисты взаимодействуют с традиционными участниками рынка, лежит в том, что современное оборудование

сделало технически возможной доставку и получение информации в режиме реального времени. «Благодаря новым технологиям мы действительно освещаем события в режиме реального времени. И вот доллар совершает резкое колебание ... через минуту или две после того, как это произошло, мы рассказали об этом, и нашли причину, почему это произошло. В прошлом у нас, возможно, ушло бы шесть часов на то, чтобы отфильтровать эту информацию, а затем вернуть ее назад... дилерам. Так что это еще больше втянуло нас в рынок, мы должны чаще и больше говорить с трейдерами», – объясняет финансовый журналист. На самом деле, согласно мнению другого финансового журналиста телеграфного агентства, из-за прорыва в технологии финансовые журналисты на самом деле почти что делают работу трейдеров, при этом, не заключая сделок: «Если бы мы не писали, мы легко могли бы торговать, потому что мы очень близки к рынку», – говорит он.

Ответы финансовых журналистов на вопросы «Европейского опроса» передают этот перехлест в отношениях между некогда разделенными поставщиками и потребителями информации. В рамках опроса финансовым журналистам был задан вопрос: Что вы думаете по поводу приведенного ниже утверждения относительно финансовых новостей и участников валютного рынка? «Средства распространения финансовой информации и участники валютного рынка стали более взаимозависимыми».

Абсолютно согласен	11%
Согласен	64%
Не согласен	25%
Абсолютно не согласен	0%

Полученные проценты ответов показывают, что целых три четверти журналистов согласны с тем, что взаимозависимость между средствами массовой информации и участниками рынка *выросла*. «Банки и средства массовой информации стали гораздо ближе. Обе стороны находятся в тесном контакте, в котором они не находились раньше», – говорит один журналист телеграфного агентства. Трейдер валютного рынка добавляет: «Мы считали, что не нужно отдавать отчеты о валютном рынке в распоряжение только тех людей, которые просто пишут заголовки, а, следовательно, большая часть крупных банков склоняется в направлении взаимозависимости». Еще большее

доказательство взаимозависимости дается наблюдательным утверждением другого трейдера о том, что «Reuters» даже начали установку телевизионных станций и студий в операционных залах для трейдеров, так что если что-то происходит, они могут получить от кого-то на рынке актуальный репортаж: так что отношения становятся все ближе и ближе».

Еще больше свидетельств, говорящих об этой прозрачной границе между средствами распространения финансовой информации и участниками биржевой торговли, было дано другими вопросами опроса. Например, почти девять из десяти (87%) финансовых журналистов согласны или абсолютно согласны с тем, что: «Участники валютного рынка могут *повлиять* на агентства новостей», – а четверо из десяти финансовых журналистов (44%) согласились или абсолютно согласились с тем, что «Трейдеры валютного рынка могут *манипулировать* агентствами новостей. Как убедительно отмечает один журналист телеграфного агентства: «Когда ты говоришь с трейдером и говоришь, как сегодня поживает доллар, он, возможно, придерживается другой точки зрения, в зависимости от того, длинная у него позиция в долларах или короткая – *никогда* не знаешь наверняка».

Эта поразительная тенденция к взаимозависимости и перехлесту между средствами распространения финансовой информации и участниками рынка также идет от различных ракурсов традиционных печатных средств массовой информации и самых последних телеграфных. Как утверждалось ранее, телеграфные агентства являются самыми важными источниками информации для участников рынка; таким образом, неудивительно, что журналисты телеграфных агентств воспринимают свои собственные репортажи как более зависимые от ожиданий пользователей, а отношения между средствами распространения массовой информации и участниками рынка – как более зависимые друг от друга, чем другие журналисты. «Это симбиоз. Без них нас бы здесь не было, а их не было бы здесь без нас. Эти две отрасли, банки и телеграфные агентства новостей, выросли вместе», – отмечает один журналист телеграфного агентства. Намного больше других журналистов, журналисты телеграфных агентств отмечают, что благодаря взаимозависимости с участниками рынка на них может оказываться влияние и ими даже могут манипулировать. Журналист телеграфного агентства с

усмешкой комментирует: «Существует единственная область во всей экономике и финансовой жизни, где допускается и необходима ложь до последнего, и это валютный рынок». Другой трейдер вторит этому утверждению, говоря, что: «Телеграфными средствами распространения информации, в отличие от принятого убеждения, манипулировать проще всего. Корреспондент хочет получить тему. Он ничего не знает о предмете. Так что пока ты можешь дать ему историю, которая выглядит правдоподобно, он не отвяжется от тебя, как липучка!»

## Рыночные слухи

*На рынке правят слухи.*

Трейдер валютного рынка

«Ложь обойдет полмира, пока у правды появится шанс натянуть штаны», – однажды заметил Уинстон Черчилль (Winston Churchill). Сходным образом сегодня прямое изречение трейдера-современника вторит этому утверждению: «Кажется, слухи распространяются быстрее настоящих новостей. Внезапно все их знают».

«Почему «Скорая помощь» стоит у Белого Дома, если с президентом все в порядке? Это может быть кто-то еще, но я бы сказал, что первая мысль, которая приходит в голову, – что-то случилось с президентом». Так один трейдер валютного рынка иллюстрирует вероятное рождение слуха. Этот пример передает суть слуха, они являются голословными утверждениями, которые передаются от человека к человеку вместе с сомнением, а не с доказательствами<sup>20,21</sup>. Слухи очень похожи на новости, поскольку, подобно новостям, они дают объяснение значимым событиям, и воспринимаются слушателями как позитивные или негативные. Как показывает данный раздел, слухи – это *жизненно важный* вид информации в области валютных рынков. На самом деле, один трейдер даже зашел настолько далеко, что описал тонкую разделительную линию между рыночными новостями и слухами, заметив, что *все* сообщаемые события «прежде всего являются слухами».

Слухи играют значительную роль в газетном освещении валютного рынка. На самом деле, сравнивая ежедневные репортажи в прессе о валютной интервенции центрального банка США с реальными данными о валютной интервенции, исследование обнаружило, что валютной интервенции, о которой сообщает «*Wall Street Journal*», возможно, никогда не было, и неважно, как это преподносили – как новости, или как слухи<sup>22</sup>. Соответственно, трейдер центрального банка заметил во время интервью: «У меня есть стопроцентный доступ к объему интервенции и прочим данным, и я знаю, что пишет пресса. Так что я знаю об огромных различиях между тем, что они предполагают, и тем, каковы реальные цифры».

То, что слухи играют ключевую роль в динамике заключения сделок, подтверждается выраженным множеством наблюдений, высказанных во время интервью. По словам одного трейдера, «слухи иногда более действенны, чем факты!» Слухи могут быть мощными источниками колебаний валюты, особенно в краткосрочных периодах. Например, один трейдер говорит о спот-трейдерах, что «для них слух очень важен, потому что он заставляет рынок сдвинуться примерно на 20 базисных пунктов». Однако, как замечает другой трейдер, слухи обладают более выраженным воздействием на валютные курсы. Как демонстрирует оценка одного трейдера внезапного падения курса южно-африканского ранда в 1996 году: «Он не двигался в течение двух лет, а затем внезапно однажды утром произошла 12%-ная девальвация. И весь этот процесс был запущен слухами о том, что президент Южно-Африканской Республики Мандела (Mandela) умер». Соответственно, как сухо отмечает другой трейдер: «Если на рынке крупный слух, тогда никому и дела нет до экономических основ».

Более того, слухи смогли гибко адаптироваться к меняющимся рыночным условиям, как в плане содержания, так и в плане того, как они распространяются. К примеру, *содержание* слуха адаптировалось ко времени. Поскольку на современном валютном рынке денежные потоки, инициированные крупными корпоративными и финансовыми клиентами, являются важными детерминантами изменений валютных курсов в краткосрочном периоде, слухи об этих операциях расцветают вместе с более традиционным содержанием рыночных слухов. Сегодня «не существует слухов о политических ожиданиях или об экономических

ожиданиях, существуют только слухи о крупных сделках», – объясняет один трейдер. Более того, *распространение* слухов адаптировалось к современным рыночным технологиям. Как показывают странички со слухами или «идеями» и колонки телеграфных агентств, электронные мониторы присоединились, а зачастую и заменили традиционное распространение слухов по телефону «из уст в уста». «Слухи распространялись по телефону десять лет назад, а теперь это делает «Reuters». Мои ребята сидят и пишут бесчисленные страницы о том, что происходит. Они делают это, печатая, а не разговаривая», – отмечает один ведущий трейдер.

Финансовые рынки обычно дают плодородную почву для слухов. Здесь оптимально имеются все условия для слухов: слухи обычно усиливаются со степенью неопределенности, имеющейся в наличии в контексте, и обычно зависят от важности темы<sup>20,23</sup>. Например, ситуация вокруг слуха о смерти президента Манделы была крайне неопределенной. По словам одного трейдера: «Каждые полчаса приписываемое ему состояние менялось». На что другой трейдер восклицает: «Последнее, что мы увидели, это то, что он едет в больницу!» Эта тема была чрезвычайно важна для многих участников рынка: «Они покупали южно-африканский ранд, все сидели на южно-африканском ранде, так что любые новости, которые ударили бы по южно-африканскому ранду означали, что люди будут беспокоиться по поводу своей позиции». И что более важно, принимающие решения люди на валютном рынке существуют в обстановке личной *неопределенности и сомнений*, которая постоянно их окружает. Слухи процветают в этой неопределенной обстановке, поскольку они временно смягчают или, по крайней мере, придают некоторое ощущение сфокусированности неприятным чувствам сомнения и неопределенности. «Что мне нравится в слухах», – задумчиво говорит один трейдер, – «так это то, что когда ты слышишь слух, он заставляет тебя быстро о нем думать. Как его оценить? Хорошо это или плохо? Правда это или нет?»

Для людей, принимающих решения в таких неопределенных средах, как валютный рынок, слухи несут важную функцию *генерации значения*<sup>24</sup>. По серьезным словам одного трейдера: «За слухом обычно стоит уйма фантазий: что все это значит? И даже самая современная информационная среда, где новейшие технологии опосредуют взаимодействие участников, оставляет неизменными

функции слухов. Распространение слухов является взаимодействием, решающим проблемы, а, следовательно, потребность в слухах подпитывается *неопределенностью* и *беспокойством* участников рынка<sup>25</sup>. Как отмечают трейдеры валютного рынка, подобные периоды похожи на «сумеречные зоны» между закрытием одного региона биржевой торговли и открытием следующего, а определенные рыночные условия, такие как чрезвычайно неустойчивый или чрезвычайно узкий рынок, создают особенно благоприятные условия для рыночных слухов. Неудивительно, что они также являются рыночными обстоятельствами, при которых трейдеры испытывают особенно высокую степень неопределенности.

Слухи на валютном рынке имеют тенденцию возникать и распространяться стадиями<sup>27</sup>. Во время *зарождения* слуха участники рынка становятся чувствительны к слухам из-за сочетания неопределенности и беспокойства. Один трейдер ясно объясняет: «Если кто-то на рынке распространяет слух о том, что, например, «Bundesbank» готовит валютную интервенцию на доллар, – тогда, конечно, рынок начинает нервничать. Все находится в состоянии неопределенности, и все будут пытаться заполучить информацию, верную или *неверную*». Например, длительные периоды спокойствия на рынке дают повод для подобной повышенной чувствительности к слухам. «Если рынок весь день очень активен и появляется другой слух, то эффект от этого не будет таким серьезным как в ситуации, когда день спокойный и вдруг появляется слух», – отмечает другой трейдер. На следующей за этим стадии *оценки* участники оценивают достоверность полученной информации; они более склонны распространять слухи, которые они считают правдивыми, нежели те слухи, которые, на их взгляд, ложны. По словам одного трейдера: «Если кто-то, кто, как я знаю, имеет хороший контакт с «Bundesbank», говорит мне, что они хотят снизить ставку продажи и обратной покупки, а я знаю, что этот человек последователен, у него хорошие контакты, и его информация всегда была хорошей, я, возможно, скажу еще десяти клиентам, что у меня есть информация, что это может произойти». Это утверждение также демонстрирует, что для того, чтобы оценить правдивость новости, трейдеры используют имеющиеся в наличии знания и существующие личные предположения. Если информация соответствует имеющимся в наличии условиям и подтверждает взгляды, которых человек

придерживался до этого, то, скорее всего, информация будет оценена как правдивая. Наличие и выпуклость этих условий, и соответствие предшествующим ожиданиям сокращает количество попыток, предпринимаемых для проверки слуха: другими словами, тем более вероятно, что слух распространится. Как утверждает один трейдер: «Если это соответствует твоему мнению, тогда ты можешь согласиться с этим».

Циркулярная природа обработки новостей на валютном рынке, феномен, обсуждавшийся ранее в разделе «От источников новостей до информационных петель», усиливает значимость рыночных слухов на стадии *распространения*. Уже само постоянное прослушивание одной и той же истории заставляет ее казаться *более правдивой*<sup>21</sup>, повторения, которые являются результатом круговых информационных петель, делают субъективную уверенность в слухах еще более правдоподобной. «Чем больше людей ты знаешь, чем больше количество источников, от которых ты слышишь слух, тем более влиятельным он, вероятно, становится», – отмечает один трейдер. Более того, циркуляция слухов приводит не только к повторениям, зачастую она также приводит к усовершенствованиям, которые заставляют слухи казаться еще более правдоподобными. «Ты слышишь, что у твоего дяди грипп, и ты говоришь матери, что у дяди грипп и лихорадка. Твоя мать говорит отцу, что у дяди грипп, лихорадка, и он лежит в постели... Я бы сказал, что на финансовых рынках дела обстоят также», – объясняет другой трейдер.

Таким образом слухи играют важную роль, обращаясь к тому аспекту времени, который не смогли завоевать технологии: к *будущему*. «Я всегда могу прочесть, где был захвачен самолет, но газета никогда не расскажет мне, есть ли шанс, что самолет, на который я собираюсь сесть сегодня вечером, может быть захвачен. Система «Reuters» не рассказывает тебе о будущем, но она рассказывает мне о настоящем», – объясняет один трейдер валютного рынка различные параметры времени, к которым обращены телеграфные службы распространения финансовой информации и традиционные печатные средства массовой информации. Последние технологические достижения способствовали существенному росту скорости рыночной информации и сделали крупные части этой информации повсеместно доступной. «Раньше только определенное меньшинство имело быстрый доступ к подобной информации, теперь

она доступна всем. Теперь это гораздо более ровное игровое поле», – отмечает один трейдер. «Теперь в Узбекистане получают новости в ту же секунду, что и мы», – добавляет трейдер в Цюрихе. Однако, немедленно проливая свет на настоящее рынка, службы новостей, работающие в режиме реального времени, тут же превращают настоящее рынка в бесполезное прошлое. «Информация на экране – это история», – комментирует один трейдер. Следовательно, в своем поиске конкурентных преимуществ, участники рынка сместили фокус своего внимания с прошлого и настоящего по направлению к *возможному будущему* рынка. Будет ли вечерний самолет в сценарии, обрисованном трейдером в начале этого параграфа, захвачен? Располагаясь в узкой полосе между рыночной реальностью и вероятностью, слухи не только указывают, как может выглядеть будущее, они также обещают удовлетворить психологическую потребность участников в ориентировке.

«Распространяя слух, вы определенно можете влиять на рынок, *если* вы достаточно сильны», – отмечает трейдер. Слухи предполагают, что коллективная обработка информации валютного рынка в меньшей степени рассказывает об экономических реалиях, чем о том, как субъективно воспринимается реальность и о том, как реальность *активно формируется* участниками рынка. Как мудро говорит один трейдер: «Когда у банков есть позиция «вне игры», им это обидно и они на самом деле не хотят ее закрывать и они думают: «Что ж, если мы можем манипулировать рынками»... Так что тогда они могут распространить слух!» Так динамика слухов является еще одним подтверждением психологической и социальной природы того, как обрабатывается информация на валютном рынке<sup>26,27</sup>.

Современная психология и повсеместная доступность новостей в режиме реального времени мало сделали для того, чтобы сократить ощущение неопределенности среди людей, принимающих решения на валютном рынке. Напротив, огромные количества сложной информации, которые передаются участникам рынка новыми информационными технологиями, часто способствуют росту их неуверенности и приводят к перегруженности информацией<sup>ix</sup>. По

<sup>ix</sup> Концепция информационной перегруженности не ограничивается эрой современной информации. Например, уже между 1550 и 1570 годами Европа стала свидетелем взрыва информации, основанном на существенном росте

словам одного трейдера: «Чем больше новостей ты получаешь, тем более ты неуверен в том, что делать». Одновременно избыточная информация, предоставляемая новыми торговыми и информационными технологиями, оставляет мало времени для вдумчивого принятия решений. «Опасно слишком о многом рассказывать людям. Наиболее важным компонентом, на мой взгляд, является способность чувствовать рынок, а этого нельзя достичь просто сидя и смотря по телевизору «Reuters» и читая анализы!» – восклицает ведущий трейдер. Таким образом, в то время как новые информационные технологии преуспевают в быстром снабжении участников рынка большим количеством информации, они обычно почти не помогают интерпретировать и трансформировать эту информацию в решения<sup>29</sup>. Вместо этого информационные технологии зачастую помогают распространять слухи, что выявляется в другом типичном ответе трейдера, когда ему задают вопрос о его источниках слухов. «Обычно, «Reuters» и «Telerate», и затем у тебя есть несколько прямых линий с некоторыми другими брокерами, а они пользуются другими системами, возможно, «Bloomberg». И если появляется важный слух, я через 20 секунд получаю его по телефону!» – говорит он.

### Краткие ссылки

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

1. Oberlechner, T. and Hocking, S. (2004)
2. Shiller, R.J. (2000)
3. Mitchell, M.L. and Harold, M.J. (1994)
4. Ederington, L.H. and Lee, J.H. (1993)
5. Frenkel, J.A. (1981)
6. Cavaglia, S.M.F.G. and Wolff, C.C.P. (1996)
7. Harris, E.S. and Zabka, N.M. (1995)
8. Eagly, A.H. and Chaiken, S. (1998)

производства учебников. Испытанная перегруженность информацией, таким образом, может быть в большей степени основана на том, *как* представлено знание, а не на количестве произведенной информации. Возможно, «уже сами средства, созданные для того, чтобы «содержать в себе» информационную перегрузку, являются средствами, которые изначально её «создают»», – утверждает историк Дэниэл Розенберг (Daniel Rosenberg)<sup>28</sup>.

9. Jonas, E. et al. (2001)
10. Van Raaij, W.F. (1989)
11. Evans, J.S.B.T. (1987)
12. Hogarth, R. and Makridakis, S. (1981)
13. Perraudin, W. and Vitale, P. (1994)
14. Kirman, A. (1995)
15. Kirman, A. (1991)
16. Lux, T. (1995)
17. Goodhart, C. et al. (1996)
18. Goodhart, C. and Demos, A.A. (2000)
19. Condon, T. (2000)
20. Allport, G.W. and Postman, L.J. (1947)
21. DiFonzo, N. et al. (1994)
22. Osterberg, W.P. and Wetmore Humes, R. (1993)
23. Rosnow, R.L. (1991)
24. DiFonzo, N. and Bordia, P. (1997)
25. Bordia, P. and Rosnow, R.L. (1998)
26. Scharfstein, D.S. and Stein, J.C. (1990)
27. Shiller, R.J. and Pound, J. (1989)
28. Rosenberg, D. (2003)
29. Slovic, P. (1986)

## 6

### Личностная психология трейдеров

*Я верю в то, что существует серьезная зависимость между успехом в биржевой торговле и личными качествами.*

Трейдер валютного рынка

В работе «Денежный базар: В мире валютной торговли триллионами долларов»<sup>1</sup>, трейдер валютного рынка Эндрю Кригер (Andrew Krieger) описывает свое решение продать крупную партию новозеландских долларов после того, как он услышал информацию от других рыночных трейдеров, которые в один голос уверенно предсказывали, что эта валюта должна вырасти в цене. Решение Кригера (Krieger) оказалось очень прибыльным. Когда вскоре после этого он перестал торговать для «Bankers Trust», он получил личную премию в 3 миллиона долларов США. Действительно, большая часть более чем 500 миллионов долларов США торговых прибылей «Bankers Trust», о которых они сообщили в том году, возможно, основывалась на решениях Кригера (Krieger)<sup>2</sup>.

Как можно объяснить подобные экстраординарные торговые прибыли? «Скорее стиль человека, нежели его образование способствует появлению хорошего дилера. Никакое образование не может превратить человека с неправильными свойствами личности в хорошего дилера», – говорят популярные книги о рынке об успешных трейдерах валютного рынка<sup>3</sup>. Сходным образом, многие практикующие трейдеры убеждены, что успех основывается на таких чертах, как *свойства личности* индивида<sup>4</sup>. «В самых лучших трейдерах есть что-то врожденное, чем не обладают другие люди», – провозглашает менеджер

<sup>1</sup> Черты трейдеров включают способности к познанию, навыки и личностные свойства. Свойства личности – это образ мысли трейдеров, стиль чувств и действий, которые стабильно проявляются в разнообразных ситуациях<sup>4</sup>.

операционного зала ведущей валютной биржи Нью-Йорка. Другой трейдер соглашается с этим, говоря: «Существуют естественные способности, и у кого-то их больше, чем у других». Так, согласно практикам рынка, хорошие трейдеры встречаются редко, и особые черты играют ключевую роль в их биржевой деятельности. «Все начинают: «Да! Я хочу быть трейдером на валютном рынке!» Но на самом деле только один из ста действительно имеет к этому способности», – добавляет трейдер. «Если вы проведете собеседование с тремястами людьми и наймете шестерых их них, думаю, один из них окажется великим трейдером. Двое будут достойными трейдерами, а трех из них вам придется занять чем-то другим», – соглашается между делом другой трейдер.

Таким образом, встает вопрос, действительно ли существуют личностные факторы, которые позволяют некоторым трейдерам систематически работать лучше других? И если да, то, что это за черты, которые определяют успешных трейдеров? На эти вопросы нельзя ответить ни с помощью рыночных подходов, которые фокусируются на коллективных движениях рынка, ни с помощью тех подходов, которые предписывают правила заключения сделок и оптимальные инвестиционные стратегии. Следовательно, эта глава эмпирически изучает черты и свойства личности успешных трейдеров, основываясь на находках «Европейского» и «Североамериканского опросов»<sup>ii</sup>.

### Роль личности в биржевой торговле

Академические подходы к рынку обычно не рассматривают биржевую торговлю как специфическую профессиональную деятельность, которая требует особого набора личных черт, навыков и способностей. Личность тех, кто заключает сделки на бирже, не играет роли в традиционных экономических моделях валютного рынка: как показала Глава 1 «От рациональных людей, принимающих решения, к психологии валютного рынка», эти модели предполагают, что финансовые рынки эффективны, что рыночные

<sup>ii</sup> Части этой главы переработаны на основе материала в «*Journal of Behavioral Finance*», 5(1), стр. 23-31. Т.Оберлехнер (T.Oberlechner) (2004). «Восприятие успешных трейдеров профессионалами валютного рынка»<sup>5</sup>.

цены постоянно и полностью отражают имеющуюся в наличии информацию, и что торговые решения принимаются рациональными непредвзятыми людьми<sup>6</sup>. Подобные предположения, безусловно, не стремятся исследовать личности тех, кто на самом деле принимает решения на рынке. Даже более современный подход бихевиористских финансов до настоящего времени уделял мало внимания индивидуальным отличиям и свойствам участников рынка. Хотя этот подход по большей части разработан непредубежденными экономистами, которые включают туда психологические знания о человеческом познании, находки из других областей психологии (такие, как личностная) здесь обычно игнорируются.

Более того, некоторые обозреватели финансовых рынков предполагают, что, с точки зрения статистики, индивидуальная деятельность на рынке и различия успехов в биржевой торговле могут базироваться на случайностях, а не на личных способностях. Рассматриваемый вопрос – отрасль взаимных фондов. При имеющемся невероятном количестве взаимных фондов (число которых только в США достигает тысяч)<sup>iii</sup>, только случайное распределение работы и доходов может объяснить, почему некоторые управляющие фондов работают лучше рынка и почему они могут добиваться этого на протяжении длительных периодов времени<sup>7</sup>. Это также бросает тень сомнения на ценность изучения индивидуальных и личностных компонентов биржевой деятельности: когда работа распределяется случайно, способность некоторых участников работать лучше других является скорее результатом удачи и выживания, нежели результатом применения их навыков и способностей. «У нас часто появляется ошибочное впечатление, что трейдер является отличным трейдером, а потом мы осознаем, что 99,9% его прошлых успехов можно приписать случайности, и только случайности», – пишет в своей книге, красноречиво названной «*Одуроченные случайностью*», Талеб (Taleb)<sup>8</sup>.

В ответ на эти доводы трейдер и автор Виктор Нидерхоффер (Viktor Niederhoffer) бойко ответил, что он заключал сделки «примерно

<sup>iii</sup> «Investment Company Institute» представляет статистические данные по более, чем 8000 базирующимся в США взаимным фондам (информация позаимствована на веб-странице компании по адресу <http://www.ici.org/stats/mfi>).

по 700 средним отклонениям от случайности, отклонениям, для которых шанс случайно произойти примерно равен шансу того, что выброшенные запчасти к автомобилям спонтанно соберутся в ресторан «МакДональдс»<sup>9</sup>. Подход «удача и промах» к деятельности участников рынка также оспаривается практиками рынка, которые утверждают, что возможно научить людей, и они станут исключительно успешными трейдерами<sup>10</sup>. Действительно, практически все трейдеры, с которыми я разговаривал, считают *чрезвычайно* важными не только личные черты трейдеров валютного рынка, но также развитие связанных с личностью торговых навыков. Это видно на примере приведенного ниже совета, данного главным трейдером крупного операционного зала для трейдеров. Он рекомендует: «Усердно работайте над знанием своего собственного стиля. Усердно работайте, чтобы знать свои собственные способности. Усердно работайте, чтобы знать свои собственные ограничения. Усердно работайте, чтобы анализировать, почему зарабатываешь деньги и почему теряешь деньги. Усердно работайте, чтобы найти свой особый набор навыков». Действительно, валютный менеджер другого ведущего операционного зала для трейдеров описывает свою роль сходным образом, говоря: «Ты пытаешься установить какие-то основные правила для трейдеров и заставить их выстроить свой собственный набор навыков, исходя из их врожденных личных способностей».

Без ведома практиков рынка, важность, которую они приписывают личности трейдеров, подкрепляется новыми исследователями психологии организации и персонала. Здесь также в течение долгих десятилетий связь между личностью и трудовой деятельностью ставилась под сомнение. Личность, как предполагалось, слабо влияет на то, насколько хорошо люди выполняют свою работу<sup>11,12</sup>. Однако в последние годы мы стали свидетелями потрясающих перемен<sup>13</sup>. Исследования показывают, что вместе с адекватными стратегиями, личность помогает объяснить и предсказать профессиональную деятельность в широком спектре условий работы<sup>14</sup>.

<sup>iv</sup> Одной из причин подобного развития событий является то, что многие психологи согласовали между собой одну специфическую модель личности<sup>14,15</sup>. Эту модель обычно называют «пятифакторной моделью» (ПФМ), и ее история уходит корнями в начало 1960-х годов<sup>16</sup>. Как подразумевает ее название, она строится на пяти основных личностных факторах: экстраверсии, уживчивости,

Подобные связи между личностью и профессиональной деятельностью были продемонстрированы для нянечек, правительственной охраны и авиадиспетчеров, а также представителей еще многих других профессий<sup>28-31</sup>.

Действительно, это исследование демонстрирует, что черты личности связаны не только с профессиональной деятельностью, но также с необходимым, (то есть связанным с работой, *знанием*). Другими словами, личность также обладает существенным влиянием на скорость и степень, в которой профессионалы приобретают знания и навыки. Это может также быть справедливо и в отношении биржевой торговли валютой, как предполагает наблюдение опытного трейдера: «Я *прирожденный* валютный трейдер... Я выбрал этот путь и я быстро добился успеха в том, что касается моей способности зарабатывать деньги для организации, на которую я работаю».

Однако, в то время как исследование организаций и личности успешно связало личность и профессиональную деятельность *вне* финансовых рынков, черты и личностные факторы профессиональных трейдеров не получили достаточно систематического внимания<sup>v</sup>. До

добросовестности, эмоциональной стабильности и открытости опыту. ПФМ помогла выделить множество личностных черт<sup>4,13,17,18</sup>. Ее факторы приводят к высокой степени согласованности оценки человеческих черт в различных группах<sup>14,19,20</sup>.

Последние мета-анализы установили связи между ПФМ и выполнением работы<sup>21,22</sup>. Например, *добросовестность* демонстрирует постоянную связь с выполнением обязанностей по работе в различных видах деятельности<sup>23</sup>; ее общая предсказательная ценность для выполнения рабочих обязанностей составляет 0,31<sup>24</sup>. В результате недавних мета-анализов было обнаружено, что *эмоциональная стабильность*, противоположность *невротизму*, также обычно соотносится с положительными результатами деятельности<sup>25</sup>. Было обнаружено, что три другие черты ПФМ предсказывают успешность деятельности только для нескольких профессий. Сегодня «Личностный опросник NEO» является наиболее широко используемым инструментом оценки, основанным на ПФМ<sup>26,27</sup>. Ее сегодняшняя форма, NEO-PI-R представляет каждый фактор ПФМ по шести шкалам, которые измеряют ключевые аспекты фактора.

<sup>v</sup> Опубликованные оценки личных успешных валютных сделок обычно являются автобиографическими (смотри отчеты Нэнси Голдстоун (Nancy Goldstone) или Эндрю Кригера (Andrew Krieger)<sup>31</sup> или случайными (смотри



настоящего времени существует лишь немного исследований, предполагающих, что личность действительно может быть связана с качеством и результатами торговых решений. Во время эксперимента, симулирующего рынок, одно из таких исследований соотносило различные психологические черты и когнитивные предубеждения студентов с их биржевой деятельностью. Исследование обнаружило, что импульсивные студенты (что определялось их склонностью действовать стремительно и непредусмотрительно) размещали больше, но не менее прибыльных, торговых заказов, в то время как чрезмерно самоуверенные<sup>vi</sup> студенты демонстрировали большую склонность к размещению убыточных заказов<sup>35</sup>. В другом исследовании было обнаружено, что трейдеры с особенно выраженной иллюзией контроля<sup>vii</sup> *работают хуже* по сравнению с другими трейдерами<sup>36</sup>. С этим были связаны мои собственные исследовательские попытки систематически описать и проанализировать свойства, важные для трейдеров в реальных условиях валютного рынка.

### Что делает трейдеров успешными

*Что объединяет лучших трейдеров, кроме цинизма?*

Трейдер валютного рынка

«Европейский опрос» предлагает некоторые ответы на вопрос, что объединяет лучших трейдеров. Для опроса был установлен первоначальный список потенциально важных характеристик для успешной биржевой торговли, сопровождаемый неформальными

интервью Джека Швагера (Jack Schwager) с известными трейдерами<sup>10,37</sup>. Одной из причин этой скудности систематических исследований является сложность в получении доступа к реальным участникам рынка; трейдеры работают в высококонкурентной и полной стрессов области<sup>34</sup>, и заведения, в которых они работают держат в секрете свою торговую деятельность.

<sup>vi</sup> Чрезмерная уверенность обсуждается в Главе 2 «Психология торговых решений».

<sup>vii</sup> В этом исследовании степени иллюзий контроля измерялись их воспринимаемой способностью повлиять на движение точки по экрану. Роль, играемая иллюзиями контроля на валютном рынке, обсуждается в Главе 8 «Валютный рынок – психологическая структура».

комментариями трейдеров валютного рынка. Это привело к созданию списка из 25 черт личности, а также других свойств, которые выражают личные навыки и когнитивные способности. Согнали трейдеров тогда оценили важность этих свойств, и их попросили добавить любые дополнительные характеристики, которые они также считают важными. Таблица 6.1 оценивает свойства согласно их важности, воспринимаемой 291 трейдером, сравнивает оценки всех характеристик.

Таблица 6.1. Рейтинги важности характеристик успешного трейдера (n=291)

Наименование	В среднем	Среднее отклонение
Быстрота реакции	3,71	0,50
Дисциплинированность	3,65	0,55
Опыт	3,62	0,52
Сосредоточенность	3,62	0,53
Стрессоустойчивость	3,54	0,57
Готовность рисковать	3,43	0,61
Интуиция	3,42	0,56
Эмоциональная стабильность	3,38	0,68
Способность работать в команде	3,33	0,72
Способность одновременно обрабатывать информацию	3,31	0,67
Умение правильно оценивать источники информации	3,21	0,61
Обучаемость	3,19	0,60
Коммуникативные навыки	3,14	0,72
Целостность	3,13	0,79
Независимость	3,05	0,75
Аналитическое мышление	3,03	0,73
Агрессивность	2,97	0,80
Оптимизм	2,90	0,79
Математические способности	2,82	0,82
Любознательность	2,67	0,76
Организаторские способности	2,56	0,73
Компьютерная грамотность	2,54	0,78
Социальные навыки	2,52	0,74

Шкала: 1=неважно; 2=менее важно; 3=важно; 4=очень важно

Эта таблица показывает, что в то время как трейдеры оценивают быструю реакцию как самое важное свойство успешного валютного трейдера, дисциплинированность, опыт, концентрация и

стрессоустойчивость были также оценены как очень важные. Ни одно из этих свойств не было оценено как на самом деле неважное; однако, социальные навыки, компьютерная грамотность и организаторские навыки оказались наименее важными.

Таблица 6.2. Факторы личного успеха в торговле на валютном рынке (n=291)

Фактор	Состав	В среднем	Среднее отклонение
Дисциплинированное сотрудничество	Дисциплинированность, способность работать в команде	3,49	0,51
Способность быстро принимать решение	Агрессивность, стрессоустойчивость, желание рисковать, сосредоточенность, быстрота реакции	3,45	0,39
Понимание рынка	Умение правильно оценивать источники информации, интуиция, опыт	3,42	0,38
Эмоциональная стабильность	Эмоциональная стабильность	3,38	0,68
Способность обрабатывать информацию	Аналитическое мышление, обучаемость, способность одновременно обрабатывать различную информацию	3,18	0,47
Заинтересованная целостность	Любознательность, целостность	2,90	0,63
Автономность	Независимость, организаторские способности, оптимизм	2,84	0,54
Обработка информации	Компьютерная грамотность, математические способности, социальные навыки, коммуникативные навыки	2,76	0,53

Шкала: 1=неважно; 2=менее важно; 3=важно; 4=очень важно

Последующий статистический факторный анализ выявил, что оценки трейдеров основывались на восьми всесторонних, связанных с личностью, факторах. Эти базовые факторы, на которых трейдеры валютного рынка основывают свои восприятия успешных трейдеров, поименованы в Таблице 6.2, которая ранжирует факторы согласно их важности и перечисляет специфические характеристики, которые вносят свой вклад в каждый фактор<sup>viii</sup>.

Оценки трейдерами успешных трейдеров дают удивительное

подтверждение важности этих факторов. Обратите внимание, что обсуждая свой опыт в заключении сделок во время интервью, трейдеры не знали о факторах, которые получились в результате систематической обработки данных опроса.

### Дисциплинированное сотрудничество

«Я бы сказал, что дисциплинированность – это самое главное», – уверенно утверждает один трейдер, говоря о факторах личности, важных для успешного заключения сделок. В непредсказуемой среде, где внезапные колебания рынка могут превратить заработок в убыток в течение секунд, дисциплинированность в заключении сделок может оказаться *единственным* фактором, который действительно можно контролировать. Этот обширный фактор обладает, по крайней мере, тремя важными аспектами, значимыми для биржевой деятельности.

Первый аспект – дисциплинированное сотрудничество – выражает сильный мотивационный компонент. «Успешные трейдеры зачастую не беспокоятся о том, чтобы произвести впечатление на других людей. Они сконцентрированы на *зарабатывании денег*», – по словам одного трейдера валютного рынка. Эта сосредоточенная нацеленность, направленная на рынок, сходным образом отражена в наблюдении другого трейдера о том, что: «Успешными трейдерами движет одно... очень успешные трейдеры имеют абсолютную страсть к рынку и почти одержимы им». Другой трейдер определяет наиболее успешных трейдеров как тех, «кто живет и дышит рынком 24 часа в сутки, чья жизненная цель – быть *хозяином* рынков». Мотивационный компонент дисциплинированного сотрудничества усиливает другие факторы успеха. Например, возьмем третий фактор, понимание рынка, он ясно выражен трейдером, который отмечает, что: «Ты должен не торопиться, чтобы сконцентрироваться на множестве факторов, которые поступают на рынок, и если ты не *мотивирован*, ты не сможешь заставить себя понять, прочитав и быть в курсе всех этих факторов».

Второй аспект дисциплинированного сотрудничества подчеркивает, что дисциплинированность связана с соблюдением

<sup>viii</sup> Рейтинги важности восьми факторов были определены как статистическое средство отдельных характеристик, которые вносят свой вклад в фактор.

ограничений «стоп-лоссами»<sup>ix</sup> и нейтрализацией таких факторов принятия риска как чрезмерная уверенность и иллюзия контроля<sup>37</sup>. Дисциплинированное сотрудничество, таким образом, также подразумевает под собой готовность трейдера рано урезать убытки и удерживать прибыльные позиции вместо того, чтобы преждевременно реализовывать свои прибыли. «Под дисциплинированностью я имею в виду очень четкое представление о том, каковы риск/вознаграждение и то, как человек должен действовать, исходя из этого. Это также известно, как способность остановиться, если ты ошибся, не позволить своим убыткам плыть по течению... Многие успешные трейдеры обладают дисциплинированностью в способности принять выигрыш и сократить убытки с течением времени с хорошим соотношением риска к вознаграждению», – объясняет один трейдер. Этот второй аспект дисциплинированного сотрудничества помогает объяснить, почему в экспериментальном исследовании рынка Байайса и др. все участники с высоким самоконтролем реже размещали невыгодные заказы, чем другие<sup>35</sup>.

Третий аспект дисциплинированного сотрудничества направлен на действия трейдеров в рамках торговой команды и торгового учреждения. Например, только трейдеры, которые дисциплинированы в своих отчетах о торговых убытках, получают своевременную поддержку коллег или начальства. Как мы видели на примере Ника Лисона (Nick Leeson) и Джона Руснака (John Rusnak)<sup>x</sup>, впечатляющие убытки, вызванные бесконтрольной биржевой торговлей, служат примером последствий того, что происходит, когда отсутствует третий аспект дисциплинированного сотрудничества. Тогда трейдеры позволяют плохим биржевым ситуациям обостряться, скрывая свои убытки и скатываясь по спирали все более и более высоких рисков.

### Способность быстро принимать решения

Этот фактор обращен к готовности трейдеров к положительному и упреждающему принятию решений в условиях

риска. Как мы увидели в Главе 5, «Новости и слухи», много времени спустя после того, когда Натан Ротшильд (Nathan Rothschild) нажился на поражении Наполеона (Napoleon) в битве при Ватерлоо, много времени спустя после самой битвы<sup>38</sup>, на сегодняшнем валютном рынке, трейдеры вынуждены действовать и реагировать в течение секунд<sup>39</sup>. Электронные сделки и соответствующие им системы позволяют трейдерам покупать и продавать сотни миллионов долларов в считанные секунды<sup>40</sup>. «Большая часть этого – быстрота мышления; думаю, во многом это значит не бояться ошибок», – провозглашает один трейдер, уместно охватывая необходимость быстрой реакции в принятии торговых решений. Другой трейдер глубокомысленно добавляет, что: «Ты не хочешь нанимать человека, который не обладает способностью включаться и быстро реагировать на какие-то новости, которые вышли в свет. Ты не хочешь нанимать кого-то, чтобы он все время думал, потому что тогда может быть уже слишком поздно действовать». Важность быстрой реакции в торговых решениях также находит поддержку в экспериментальном исследовании рынка, приведенном Байайсом и другими<sup>35</sup>. В этом исследовании «импульсивные» студенты, которые действуют стремительнее и менее предусмотрительно, не проявляют большей склонности к заключению неприбыльных сделок.

Одним из ключевых аспектов данного подхода к принятию торговых решений является готовность двигаться вперед, принимая на себя риск. «Тебе нужен человек, который хочет рисковать... чтобы быть успешным, нужно обладать личностью, которая чувствует себя в своей тарелке со своей позицией и активно заинтересована в принятии риска и зарабатывании денег», – комментирует один трейдер. Этот личностный аспект даже упоминается в требованиях к сотрудникам менеджера крупного операционного зала для трейдеров. По словам менеджера, «В биографии [кандидата] должно иметься свидетельство того, что он готов рисковать, в личной или финансовой жизни». Более того, поскольку биржевая торговля в беспокойной рыночной среде требует высокой степени сосредоточенности в течение длительных промежутков времени, способность справиться со стрессом, оставаясь сосредоточенным, является еще одним важным аспектом способности быстро принимать решения<sup>34,41</sup>.

<sup>ix</sup> Ограничения «стоп-убыткам» обсуждаются в Главе 3, «Принятие рисков в торговых решениях».

<sup>x</sup> См. Главу 3, «Принятие рисков в торговых решениях».

## Понимание рынка

«Есть ли у них видение ситуации, которое они хотели бы выразить на рынке?» – обращается один трейдер к различиям между ведущими трейдерами валютного рынка и обычными трейдерами. В то время как торговые решения никогда не принимаются с уверенностью, в конце концов, они могут приниматься с определенной степенью точности, основанной на понимании сложных рыночных процессов. «Успешным трейдерам необходимо понимать динамику различных рынков», – объясняет один трейдер. Другой трейдер соглашается с этим, отмечая, что «Возникают проблемы, потому что в этом так много всего задействовано. Понимание связей между событиями, настоящее понимание макрокартины мира, попытка сопоставить это со сделками, которые принесут прибыль». Фактор понимания рынка выражается в способности быстро формулировать видение рынка с помощью собственных суждений. Этот фактор требует *«опыта»*, потому что рынок меняется. На то, чтобы стать успешным трейдером, уходит время», – говорит один трейдер. Понимание рынка подразумевает под собой интуицию, позволяя трейдерам быстро предугадывать возможное развитие событий на рынке. По словам одного трейдера: «Вот почему они лучше – и именно здесь в игру вступает *интуиция*, а не дисциплинированность – они знают, когда им нужно увеличить позицию, потому что они заставляют рынок спасаться бегством. И если ты посмотришь на *лучших* трейдеров, то все они продемонстрируют именно это качество. Они максимизируют возможность, которая у них есть, когда таковая имеется!»

## Эмоциональная стабильность

Эмоциональная стабильность также считается ключевым фактором для успешной биржевой торговли. Говоря честными словами одного трейдера: «Просто не теряй самообладания, не набрасывайся ни на что. Будь профессиональным в операционном зале. Каждый раз, когда ты выходишь из себя, ты теряешь сосредоточенность... Иногда что-то происходит, но ты просто должен каким-то образом разобраться с этим... Когда это происходит, двигайся дальше. Некоторые люди просто не могут пройти через это!» Другой трейдер соглашается с этим, говоря, что:

«Черты, которые мне хотелось бы видеть в трейдере таковы: это должен быть человек сдержанный, который бы считал биржевую торговлю бизнесом». Эмоциональная стабильность позволяет трейдерам фокусироваться на своей стратегии и *оставаться сосредоточенными*, когда наступают сложные времена. Как объясняет один трейдер: «Тебе, безусловно, нужен сильный [эмоциональный] контроль, потому что тебе приходится придерживаться позиций, когда кажется, что все идет не так, сосредотачиваясь на общей картине!» Контроль над эмоциями позволяет трейдерам справляться с постоянным напряжением, существующим между их торговой стратегией и меняющейся рыночной информацией. Как мудро отмечает другой трейдер, «Существует устойчивый баланс между изменением своих взглядов, потому что ты всегда обрабатываешь данные, и в то же время сохранением некоторой дисциплинированности относительно своей изначальной позиции, почему ты ее купил, когда этот взгляд оказывается ошибочным».

Более того, эмоциональная стабильность позволяет трейдерам справляться с убытками. «Единственный навык, который я действительно не могу получить, это как справляться с *потерей денег*», – отмечает один трейдер, прибавляя, что самая лучшая способность, которой обладают ведущие трейдеры валютного рынка – это то, как они относятся к потере денег». После убытков в биржевой торговле эмоциональная стабильность (а также дисциплинированное сотрудничество) противодействует тенденции принятия асимметричных рисков, обсуждаемой в Главе 3 «Принятие рисков в торговых решениях». Эмоциональная стабильность, продолжает объяснять трейдер, позволяет людям, принимающим решения, относиться к проигрышам «точно так же, как они относятся к выигрышам... Если ты зарабатываешь сто тысяч фунтов стерлингов, если ты проигрываешь сто тысяч фунтов стерлингов, это не может затуманить твои суждения. Убыток не должен мешать тебе разобраться, что правильно, а что – нет».

«Как именно эмоциональная стабильность влияет на эту способность? И что более важно, она позволяет трейдерам испытать себя и оценить свои способности к биржевой торговле *независимо* от неправомочных результатов беспорядочных движений рынка. «Успешные трейдеры... беспристрастны, то есть их ценность как

людей на самом деле не связана с прибылями и убытками, которые они приносят фирме», – объясняет один трейдер валютного рынка. Этот аспект эмоциональной стабильности добавляет важный ракурс к обсуждению чрезмерной уверенности. В Главе 2 «Психология торговых решений», один менеджер операционного зала для трейдеров говорит: «*Необходима* сильная уверенность в себе. Даже если рынок идет против них, они в глубине души уверены в своих собственных сценариях или стратегиях». Другой трейдер даже утверждает, что степень, в которой успешные трейдеры чувствуют себя компетентными, очень высока. Я бы сказал, что на самом деле она чрезвычайно высока, и она очень важна!» А еще один трейдер соглашается с этим, отмечая, что «Вокруг успешных трейдеров существует аура. Это то, как они относятся ко всему. Это уверенность... определенное количество эго». Однако этот трейдер также указывает на опасности чрезмерной самоуверенности, заметив, что: очень тонкая разделительная линия отделяет уверенность в себе и обладание необходимым количеством эго, от заносчивости. Чтобы управлять риском, нужна *уверенность*, но ты будешь худшим трейдером в мире, если ты *заносчив*».

### Обработка информации

Первый аспект обработки информации – это способность быстро и одновременно обрабатывать различную информацию. «Большая часть этого – это быстрые размены на ходу», – говорит один трейдер об успешных трейдерах, в то время как другой трейдер утверждает, что «они концентрируются не только на основах, но также на рыночных настроениях, заказах и ситуациях на различных рынках, и они хотят собирать подобную информацию».

Второй аспект обработки информации – это аналитическое мышление. Важность способности обрабатывать рыночную информацию аналитически, возможно, выросла в последние годы. По словам одного трейдера: «Многие новые трейдеры, которые более успешны, в большей степени склонны быть аналитиками и оценивать количественную сторону. Они следят за большим количеством основ, пытаясь связать воедино информацию из различных источников. И они принимают информированные решения, учитывая большое количество данных, вместо того, чтобы говорить: «Мне нравится эта валюта, и поэтому я хочу ее купить»».

### Заинтересованная целостность

В то время как трейдеры не считают ни один из восьми связанных с личностью факторов неважным для успешного трейдера, заинтересованная целостность и два нижеприведенных фактора воспринимаются как относительно менее важные. Заинтересованная целостность обладает большим весом в характеристиках «любопытность» и «целостность». Этот фактор, возможно, лучше всего описан одним трейдером, утверждающим, что успешный трейдер – это тот, «кто считает биржевую торговлю реальным бизнесом и кто подходит к ней с точки зрения деловой этики». Другой трейдер соглашается с этим, говоря: «Я думаю, нужно быть прямолинейным, это очень важно».

### Автономность

Автономность характеризует способность трейдеров и позитивное отношение к независимой организации рабочего процесса заключения сделок. Один трейдер обращается к этому фактору, отмечая, что если «кто-то записывает, что он делает, и может показать мне свои записи со слежением; написал работу о своей стратегии заключения сделок; тщательно обдумал эти процессы и попытался записать их на бумаге» – это признак успешной биржевой торговли.

### Обработка информации

Обработка информации воспринимается трейдерами валютного рынка как наименее важный из факторов успеха. Этот фактор относится к тому, как собирается, обрабатывается и передается другая информация, включая обработку информации математическими средствами или с помощью компьютеров. Например, один трейдер обращается к этому фактору, говоря об успешных трейдерах, что «многие их навыки – это способность общаться и считать в уме».

Подробный анализ оценок трейдеров выявил значительное согласие по вопросу воспринимаемой важности этих факторов. Например, семейное положение трейдера, его возраст, пол, тип торгового учреждения, число сотрудников в торговом отделе,

уровень старшинства в биржевой иерархии, размер торговых ограничений не влиял на то, насколько важными воспринимались факторы успеха. Более того, почти все ответы трейдеров, данные на открытый вопрос о дополнительных характеристиках, важных для успешного трейдера, явно имели отношение к одному из восьми факторов. Исключениями стали «способность играть в «очко», «гибкость» и «удача»; так что не нужно было добавлять ни одного систематического фактора, связанного с успешной биржевой торговлей, который также поддерживал бы значимость описанных факторов.

Однако подразделение трейдеров согласно трем аспектам биржевой торговли привело к различным степеням важности восьми факторов. (1) Между трейдерами, находящимися в различных местах, были выявлены *существенные* различия (например, между трейдерами в континентальной Европе и трейдерами в Великобритании); (2) между трейдерами, использующими различные инструменты торговли на валютной бирже (то есть между спот-, форвард-трейдерами, трейдерами денежного рынка и трейдерами деривативов); и (3) между трейдерами, играющими различные роли в биржевой торговле (к примеру, межбанковские трейдеры, трейдеры по работе с клиентами и продавцы). Эти открытия предполагают, что существуют географически разные профессиональные требования и что в различных городах биржевой валютной торговли требуются различные свойства личности<sup>xi</sup>.

Таким образом, вместо того, чтобы материализовываться как изолированное явление, личности трейдеров взаимодействуют со специфической торговой средой. Для успешного заключения сделок следует принимать во внимание не только личность, но также то, насколько она *подходит* к данной среде. Особенно важным аспектом этого соответствия, возможно, является взаимодействие между трейдерами и их торговой группой, а также трейдерами и их торговым учреждением. Валютные трейдеры работают группами, в которых они дополняют, поддерживают друг друга и соревнуются

<sup>xi</sup> Таким образом Кэрю (Carew) и Стэтейр (Statyer) сравнивают спот-трейдеров со спринтерами, которые сосредотачиваются на краткосрочных суждениях, а форвард-трейдеров – со стайерами, у которых более долгосрочное видение и которые разрабатывают более сложные стратегии<sup>3</sup>.

между собой; операционные залы для трейдеров различных банков имеют различные подходы и философии заключения сделок. Этот интерактивный феномен между индивидами, группами и организациями<sup>42,43</sup> играет решающую роль в деятельности индивидов, как предполагается, к примеру, исследованием финансовых аналитиков; к разочарованию многих, звезды анализа зачастую перестают действовать на высшем уровне после того, как приходят работать в новое финансовое учреждение<sup>44</sup>. Таким образом, только тогда, когда личность, навыки и способности трейдера соотносятся со специфическими требованиями среды, могут возникнуть оптимальные пары «личность-среда», которые, в конечном счете, определяют личный успех в биржевой торговле.

Поскольку до настоящего момента мой рассказ о связанных с личностью свойствах, задействованных в валютной торговле, был основан на взглядах практикующих трейдеров, читатели могут возразить, что эти взгляды являются *субъективными* – что они не показывают связи с *реальной* биржевой деятельностью и прибылями<sup>xii</sup>. Другими словами, чтобы по-настоящему определить связь между чертами личности и торговым успехом, требуются *объективные* данные о свойствах личности трейдеров и их биржевой деятельности.

«Североамериканский опрос» выполнил именно эту задачу, усовершенствовав анализ личности в биржевой деятельности в двух значимых направлениях. Во-первых, чтобы оценить имеющиеся отношение к биржевой торговле личностные аспекты трейдеров валютного рынка, я разработал многостороннюю личностную шкалу. Эта шкала состояла из десятков пунктов, которые были сформулированы на основании связанных с личностью факторов, обсуждавшихся выше. Сотни трейдеров валютного рынка заполнили шкалу. Во-вторых, независимо от оценок трейдеров по шкале личности, я получил внешние данные об их торговой деятельности. Десятки главных трейдеров оценили прибыли своих трейдеров, их торговый потенциал и общий вклад в деятельность операционного

<sup>xii</sup> Однако исследование Робертсона (Robertson) и Киндера (Kinder) демонстрирует большие коэффициенты действительности для отношений между деятельностью и теми личностными аспектами, которые были оценены практиками как обладающие предсказательной силой<sup>45</sup>.

зала. Как показывает рисунок 6.1, три этих аспекта охватывают торговую деятельность с разных точек зрения.<sup>xiii</sup>

Связав оценки личности трейдеров с внешними данными об их торговой деятельности, получаем объективную оценку личности в торговой деятельности. Анализ данных по-прежнему продолжается. Однако все предварительные открытия подтверждают, что личность действительно играет важную роль в торговой деятельности<sup>47</sup>.

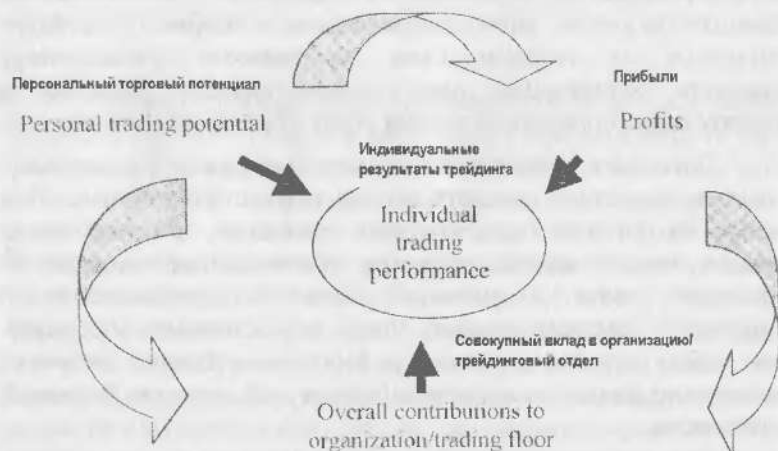


Рисунок 6.1 Индивидуальные аспекты торгового успеха

Эти открытия демонстрируют, что личность трейдеров объясняет и предсказывает значительную часть их биржевой деятельности. В то время как некоторые черты вообще

<sup>xiii</sup> В то время как значение словосочетания «торговая прибыль» самоочевидно, «торговый потенциал» был определен как степень, в которой трейдеры воспринимаются как обладающие задатками успешного трейдера в своей специфической торговой роли. Этот аспект торговой деятельности оценивался потому, что возможно, что торговые прибыли не отражают напрямую торговый потенциал (например, возможно, что молодые трейдеры еще не полностью реализовали свой торговый потенциал). *Общий вклад в организацию* включает, но не ограничивается, торговыми прибылями; деятельность трейдеров также находится в сфере «контекстуальных» вкладов, таких как помощь другим трейдерам или сообщение значимой информации, позволяющей операционному залу в целом быть более успешным<sup>46</sup>.

задействованы в торговой деятельности, другие являются специфическими для определенных ролей в биржевой торговле. Например, деятельность профессионалов валютного рынка в межбанковской, частной торговле, сфере работы с клиентами и продажах, лучше всего объясняется различными моделями, которые включают в себя различные черты. Наблюдения трейдеров относительно того, что различные роли в биржевой торговле подразумевают под собой различные требования к принятию решений, подкрепляют эти открытия. По словам одного трейдера, «Для межбанковского трейдера не стоит вопрос выбора, хотят они заключать сделки или нет. Если кто-то запрашивает у тебя цену, ты должен ее предоставить... В любом случае, иррационально тебе это или нет, ты должен решить «Буду ли я удерживать эту позицию или избавлюсь от нее, и если я действительно от нее избавлюсь, какова тогда ликвидность?» Чего нет в частной торговле».

Более того, новые открытия указывают на то, что свойства торгового учреждения действительно оказывают влияние на то, какие именно трейдеры добиваются успеха. Это безошибочно отражено в словах менеджера операционного зала для трейдеров, который провозгласил, что «Каждый зал уникален в том, что касается динамики, желания рисковать, стратегии. Я высоко ценю культурное соответствие внутри организации». Следовательно, в отношении деятельности индивидуальных трейдеров, менеджер объяснил, что: «Многое зависит от культурной составляющей данного места и от команды... У нас было много людей, которые пришли сюда из крупных компаний и не добились успеха».

## Применение на рынке

Дилерам валютного рынка не нужно было обладать особыми навыками во времена фиксированных валютных курсов Бреттон-Вудской системы, когда валюта покупалась и продавалась по официальным ставкам. В то время деятельность трейдеров состояла в применении валютных курсов по фиксированным ценам. Однако личные навыки заключения сделок, стили инвестирования и стратегии заключения сделок приобрели значимость, когда были введены «плавающие» валютные курсы<sup>2</sup>. Сегодня личность

трейдеров открывает общеизвестную дверь к новому и лучшему пониманию валютного рынка.

Открывая эту дверь и исследуя свойства личности и индивидуальные отличия между участниками рынка, мы радикально уходим от традиционного экономического понимания валютного рынка. Однако, как показала эта глава, такой подход остается влиятельным в практике участников рынка, и его влияние на биржевую торговлю может быть огромным. Таким образом, «рассмотрение личности в биржевой торговле углубляет наше понимание относительно реальных участников рынка, и может делать это к нашей огромной выгоде.

Системное понимание роли личности дает массу преимуществ. Оно способствует самокритике и обучению среди людей, принимающих решения на рынке, поддерживает обучение трейдеров и может привести к усовершенствованию механизмов приема на работу<sup>xiv</sup>. Действительно, торговые учреждения могли бы получить громадные прибыли от лучшего понимания связанных с личностью характеристик, вовлеченных в торговую деятельность. Рост точности предсказаний в выборе кандидатов, даже в малой степени, мог бы значительно повысить прибыли от заключения сделок<sup>50</sup>. При сообщаемых прибылях от индивидуальной биржевой торговли в 100 000 долларов за торговую сессию или 2,5 миллиона долларов в год<sup>10,51</sup>, ожидаемый рост в 9% выработки, безусловно, значительно повысит чистые прибыли<sup>24</sup>.

Наконец, психология личности трейдеров далеко уходит в объяснении различных стилей биржевой торговли. Личность может косвенно определять то, как участники рынка инвестируют и заключают сделки с помощью установки предпочтений для

<sup>xiv</sup> Важно помнить об опасностях и недостатках, таящихся в безоговорочном использовании личностных инструментов при выборе трейдера. В основном из лучших побуждений, кандидаты на должность отрицательно реагируют на личностные опросники<sup>48</sup>. Таким образом, по контрасту со многими инструментами самостоятельной оценки, нужно тщательно разработать и применять действенные психологические инструменты для выбора трейдеров<sup>49</sup>. Они должны строиться на тщательном анализе аспектов работы и должны точно соответствовать специфическим критериям работы<sup>4</sup>.

определенных стилей принятия решений<sup>xv</sup>. Особенно впечатляющая возможность этого заключается в оказании влияния на косвенные рыночные концептуализации трейдеров и формировании таким образом их субъективных теорий о том, как улучшить свое взаимодействие с рынком. Как мы увидим в Главе 7, подобные косвенные рыночные понимания выражаются *метафорами*.

### Краткие ссылки

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

1. Krieger, A.J. and Clafin, E. (1992)
2. Millman, G.J. (1995)
3. Carew, E. and Slatyer, W. (1989)
4. Costa, P.T. (1996)
5. Oberlechner, T. (2004b)
6. Fama, E.F. (1970)
7. Bazerman, M.H. (2002)
8. Taleb, N.N. (2001)
9. Niederhoffer, V. (1997)
10. Schwager, J.D. (1992)
11. Ghiselli, E.E. (1973)
12. Guion, R.M. and Gottier, R.F. (1965)
13. Tokar, D.M. et al. (1998)
14. Digman, J.M. (1990)
15. Wiggins, J.S. and Trapnell, P.D. (1997)
16. Tupes, E.C. and Christal, R.E. (1961)
17. Goodstein, L.D. and lanyon, R.I. (1999)
18. Neuman, G.A. et al. (1999)
19. Goldberg, L.R. (1992)
20. Goldberg, L.R. (1993)
21. Salgado, J.F. (1997)

<sup>xv</sup> В качестве примера промежуточной роли торговых стилей в связи между полом и торговой деятельностью частных инвесторов, оказалось, что женщины более успешно делают инвестиции, нежели мужчины, из-за своего более пассивного и менее самоуверенного стиля инвестирования, который позволяет им избегать транзакционных издержек по более активным портфелям<sup>52</sup>.



22. Tett, R.P. et al. (1991)
23. Barrick, M.R. and Mount, M.K. (1991)
24. Schmidt, F.L. and Hunter, J.E. (1998)
25. Barrick, M.R. et al. (2001)
26. Costa, P.T. and McCrae, R.R. (1985)
27. Costa, P.T. and McCrae, R.R. (1992)
28. McCloskey, J.C. and McCain, B. (1988)
29. Riggio, R.E. and Taylor, S.J. (2000)
30. Inwald, R.E. and Brockwell, A.L. (1991)
31. Oakes, D.W. et al. (2001)
32. Goldstone, N.B. (1988)
33. Shwager, J.D. (1989)
34. Kahn, H. and Cooper, C.L. (1993)
35. Biais, B. et al. (2001)
36. Fenton O'Creevy, M. et al. (1998)
37. Goldberg, J. and Nitzsch, R.V. (2001)
38. Cohen, D. (2001)
39. Cheung, Y.W. and Chinn, M.D. (2001)
40. Luca, C. (2000)
41. Kahn, H. and Cooper, C.L. (1996)
42. Kichuk, S.L. and Wiesner, W.H. (1998)
43. Kristof, A.L. (1996)
44. Groysberg, B. (2001)
45. Robertson, I.T. and Kinder, A. (1993)
46. Borman, W.C. and Motowidlo, S.J. (1997)
47. Oberlechner, T. (2004a)
48. Rosse, J.G. et al. (1994)
49. Hogan, R. et al. (1996)
50. Earles, J.A. et al. (1996)
51. Lyons, R.K. (1998)
52. Barber, B.M. and Odean, T. (2001)

## Бороздим просторы рынка на метафорах

*Но самое важное – овладеть метафорами.*

«Аристотель, «Поэтика»

Любая попытка понять валютный рынок начинается с вопроса: «Какова же природа этого рынка?» Как участники формируют ожидания и торгуют валютой? Конечно, можно найти ответы на эти вопросы, посмотрев в одну из множества имеющихся в наличии экономических книг о финансовых рынках и, таким образом, узнать, как финансовая теория объясняет валютные курсы. Но другая возможность заключается в том, чтобы пойти напрямик и узнать об этом у реальных людей, принимающих решения, которые ежедневно работают на рынке, активно заключая валютные сделки и рассказывая о событиях на рынке. Как показывает эта глава, обдумывание их непосредственного рыночного опыта, внимательное изучение описаний и образов, которыми они пользуются, когда говорят о рынке, может оказаться чрезвычайно ценным<sup>1</sup>. Эта глава показывает, что такой подход не нов, но чрезвычайно плодотворен<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Эта глава переработана на основе материала «*British Journal of Social Psychology*», 43(1), стр.133-156, Т.Оберлехнер et al (T.Oberlechner et al) (2004), «По волнам денежных потоков: понимание валютного рынка через метафоры»<sup>1</sup>. Цитаты, использованные в этой главе, - это дословные выдержки из интервью с трейдерами и финансовыми журналистами, как из Европейского исследования, так и из исследования в США.

<sup>2</sup> Рыночные метафоры – это удивительные психологические выражения того, как участники рынка «обрамляют» валютный рынок и свои собственные торговые решения, см. Главу 3 «Принятие рисков в торговых решениях».

Однако следует должным образом отметить, что изучение валютного рынка на экспериментальном уровне описаний участников *радикально* отличается от моделирования рынка как объективного и определенного явления. Этот новейший подход заходит дальше, чем простое рассмотрение видимых и легко измеримых итогов рынка, как валютные курсы на коллективном и среднем уровне<sup>2</sup>. Вместо этого, он рассматривает все итоги рынка, а также предваряющие их экономические решения и поведение участников рынка не как данность, но как «функцию того, как люди воспринимают мир», по словам лауреата Нобелевской премии Дугласа Норта (Douglass North)<sup>3</sup>. Следовательно, чтобы понять валютный рынок как психологический и социальный институт, а не как просто предопределенное физическое явление, очень важно включить в него взгляды его участников. Соответственно, данный подход к валютному рынку сосредотачивается на том, как *сами* участники прямо или косвенно осмысливают рынок<sup>4</sup>.

### Основные рыночные метафоры

В ходе «Европейского» и «Североамериканского опросов» десятки экспертов валютного рынка из ведущих банков и средств распространения финансовых новостей поделились своим рыночным опытом в рамках всесторонних интервью. Одним из удивительных наблюдений, вынесенных из этих интервью, было то, что их рассказы о рынке изобиловали *метафорами*<sup>4</sup>. С технической точки зрения, подобные метафоры являются недословными лингвистическими выражениями, которые связывают элементы одной сферы

<sup>3</sup> Теоретические рамки этого подхода основаны на социальных представлениях (то есть коллективных описаниях социальных объектов и явлений с целью структуризации общения и поведения, направленного на эти объекты и явления). Подобные социальные представления передаются непреднамеренно, но используются в каждодневной речи через поведение, образы, и, что, возможно, более важно, метафоры.

<sup>4</sup> Общая важность метафор для человеческого понимания подчеркивалась Рикуром (Ricoeur)<sup>5</sup>. Хотя важность метафор для экономики была в принципе задокументирована, анализ метафор только недавно начал создавать условия для лучшего понимания финансовых рынков<sup>1,6-9</sup>.

человеческого опыта с другой<sup>10</sup>. Например, возьмем следующий рассказ трейдера валютного рынка, который отвечал за торговлю валютой в ведущем банке: «Мы являлись номером один в мире и мы убивали людей. Мы действительно пугали людей до смерти». В то время как трейдер говорит о размерах торговых операций своего банка и их влиянии на других трейдеров, концептуализация валютной торговли, скрытая в его отчете, оказывается вопросом жизни и смерти; включает в себя угрозу смертельно опасной атаки на других людей. Сходное базовое понимание биржевой торговли мы находим в рассказе другого трейдера, который одновременно позаботился о том, чтобы дифференцировать ее от азартных игр: «Никаких азартных игр, ты идешь убивать. Для меня азартные игры – это развлечение, до того момента, пока они не становятся одержимостью. Но это болезнь, и нужно обратиться к врачу: это не похоже на войну, ты не собираешься убивать, когда играешь в азартные игры. Биржевая торговля грубее, она более жестокая, чем азартные игры. В операционных залах люди становятся жестокими». Ясно, что метафорическая концепция в цитатах обоих трейдеров приравнивает валютный рынок к условиям военного времени и связывает валютную торговлю с опасностями и жестокостью военных сражений; таким образом, метафора войны здесь используется, чтобы концептуализировать природу валютного рынка и того, что значит торговать на этом рынке. Однако, такая характеристика валютного рынка с помощью военных терминов, – только вершина айсберга, сформированная на основе метафор для описания валютного рынка.

Когда анализ метафор, метод, основанный на когнитивной лингвистике<sup>5</sup>, систематически применяется в отношении опыта

<sup>5</sup> С психологической точки зрения к метафорам можно подойти с когнитивной и речевой точки зрения. *Когнитивный подход* к метафорам подчеркивает, что метафоры сильны в организации принципов мышления и познания. Когнитивная лингвистика предполагает, что метафоры – это не просто лингвистические украшения, но что они выражают коллективные реальности и естественное мышление в социальных группах<sup>11-14</sup>. Например, такие выражения как «битва между продавцами и покупателями» или быть «заваленным информацией» указывают на то, что мышление участников рынка структурировано метафорой войны. Тогда эта метафора структурирует их рыночный опыт и помогает им понимать рыночные события. По контрасту, *речевая теория* сосредотачивается на контексте, в рамках которого участники

участников рынка, он показывает, что метафоры, которыми пользуются участники рынка, когда говорят о рынке, выбираются не случайно и не наугад. Напротив, эти рыночные метафоры разделяются всеми участниками рынка и вращаются вокруг определенных общих образов. Можно выделить семь основных метафор в рассказах участников о валютном рынке: рынок как *базар*, как *машина*, как *живое существо*, как *азартная игра*, как *спорт*, как *война* и как *океан*. Примеры дословных утверждений для этих рыночных метафор представлены в Таблице 7.1.

Эти образы выражают фундаментально различные понимания валютного рынка. Каждый из этих образов подчеркивает определенные аспекты этого рынка, одновременно приглушая другие; пользуясь терминами анализа метафор, метафоры не только выделяют, но также скрывают<sup>13</sup>. В то время как функцию сокрытия рыночных метафор легко не заметить, она также чрезвычайно важна; как сказал Шерлок Холмс, персонаж Артура Конан Дойля, в своей знаменитой фразе в «Серебряном» о собаке, которая не залаяла в ночь убийства: «Это любопытный случай!» Более того, каждая из этих рыночных метафор несет особые подтексты самой природы валютного рынка, например, каким целям служит рынок, какие правила действуют на рынке; какова роль участников рынка, возможно ли, и если да, то как, предсказать будущее рынка.

Таблица 7.1. Основные метафоры валютного рынка.

Базар
Как в супермаркете, ты можешь покупать или продавать валюту... как ты можешь, скажем, продавать и покупать хлеб и масло.
Очень похоже на то, как люди продают и покупают овощи.
Ты покупаешь яблоки дешево, а продаешь по более выгодной цене, покупаешь дешево, продаешь дорого... Это может быть топливо; это может быть пшеница, что угодно. Для меня доллар – это товар.
Супермаркет... продажа подержанных машин.
Они занимаются тем, что покупают и продают партии денег

рынка пользуются метафорами, и на том, насколько активно они мобилизуют метафоры в рамках отдельных разговоров, чтобы управлять своими социальными целями в лингвистическом взаимодействии<sup>15-17</sup>.

Машина
Механика заключения сделок.
Мне следовало бы выжать больший пробег из этой машины.
У него хороший ход; давайте обязательно воспользуемся этим как рычагом.
Распространить слух, чтобы конструктор зашевелился.
Как трансмиссия или привод реальной экономики.
Живое существо – зверь
Это зверь ... ты можешь либо его погладить, и он сядет, либо укусит.
Животное, с которым лучше не связываться
Рынок всегда движется в том направлении, где он заденет больше всего людей.
Он как осьминог, отъедающийся повсюду.
У меня нет образа, есть слово – «хищный».
Знать, куда пойдут валютные курсы – значит, понимать зверя... понимать, что им движет, и почему он движется.
Живое существо – возлюбленный
Великий трейдер чувствует, трогает и болеет за то, чем занимается... Я чувствую, и трогаю, и ласкаю субъект.
Ты должен быть эмоционально готов что-то сделать. Быть стимулированным.
Эта эмоциональная вовлеченность может зайти слишком далеко. И мы говорим, ты в некотором роде женишься на позиции; ты не можешь отпустить ее от себя.
Он может дать тебе громадное удовлетворение, подарить великие чувства.
Азартная игра
Отчаянно пытаться вернуть деньги; это становится похоже на синдром заядлого игрока.
Если у меня был по-настоящему плохой день, мне нравится объяснять это тем, как если бы я был в казино и играл в рулетку. Казино – вот как можно описать большую часть этой среды. Эти люди чрезмерно увлекаются...
Я ставлю на красное, потому что я думаю, что выпадет красное
Когда у тебя есть деньги, и на столе лежат мелкие фишки, которыми ты можешь воспользоваться, тогда не важно, потеряешь ли ты три или четыре фишки, сделав первую ставку.

## Спорт

Биржевая торговля похожа на спорт. Все для победы. Это соревнование, которое начинается каждое утро в 7 часов.

Как вратарь во время пенальти... он прыгает в одном направлении, и надеется, что удар будет направлен туда.

Ты должен представлять собой хорошего индивида, но ты также должен быть и командным игроком.

Ты живешь в конкурентном мире... ты хочешь стать лучше, быстрее... так что ты должен следить за своими соперниками.

Голы больше не защищаются, ты сошел с дистанции

[Если] тебе кто-то звонит, ты должен понять, похоже ли, что он играет в первом дивизионе.

## Война

Настоящая битва между Сингапуром и Токио.

Если ты бездействуешь, тебя уничтожат.

Этот клиент может похоронить тебя, полностью тебя уничтожить.

Пока ты можешь оправдать свои действия и ты успешен, ты выживаешь.

Ни один узник отсюда не выберется, они не берут пленных. Если ты берешь пленных, у тебя ничего не получится.

## Океан

Пляж... глобальный с одной стороны, и очень местечковый, с другой.

Океан... потому что он так глубок и так непостоянен... он текуч; у него есть приливы, и он един; все в нем связано... Когда он весь утекает откуда-то, это значит, что там поднимается уровень.

Прилив и отлив... приходящая и уходящая волна, бьющаяся о берег.

Я представляю себе валютный рынок как большую волну, которая подходит к берегу и на днях сильно ударит по нему.

Мы часть воды; мы часть жидкости, я полагаю, мы также могли бы быть лунной, которая управляет приливами и отливами, или тем, что заставляет океан двигаться или создает волны

## Валютный рынок как базар

В то время как понимание валютного рынка как базара кажется на первый взгляд очевидным, метафора «базар» представляет

из себя характерную рыночную концептуализацию. Эта метафора переводит крайне абстрактную и непостижимую концепцию валютного рынка в конкретное место пространства, где физические товары меняют владельца. Рассмотрение валютного рынка как базара, торговля валютой на бирже означает просто определенную форму рынка (то есть «места, где люди покупают и продают деньги»). Валюты, которыми торгуют на рынке, можно сравнить с любым другим видом товара, таким как фрукты или подержанные автомобили. Один трейдер валютного рынка подчеркивает сходство, отмечая, что «это покупка и продажа того или иного товара... валютные рынки ничем не отличаются от этого». Другой трейдер выразил свое согласие с этим утверждением, сказав с усмешкой, что «валюта – это товар, точно так же продают стулья, холодильники... Если бы можно было прогнать холодильники через экран «Reuters», возможно, вы бы сейчас ими торговали».

Как в случае со всеми метафорами валютного рынка, метафора «базар» подразумевает определенные базовые условия и особые модели человеческого поведения, которые рациональны и согласуются с данными условиями. На базаре люди встречаются с другими людьми, поскольку базары – это места «где продавцы встречаются с покупателями». Цены товаров на базаре не определяются объективно с помощью внешних математических алгоритмов, но скорее являются результатом социального взаимодействия между покупателем и продавцом. «Не существует правил, не существует правильной цены; правильная цена – это цена, по которой ты заключил сделку», – объясняет один трейдер. Более того, на рынке продавцы и покупатели не формируют изолированные цены в одиночестве, но во взаимодействии и в зависимости от других трейдеров. Прежде чем купить, клиенты на базаре могут сначала прицениться и проверить других продавцов: «Клиенты, которые идут на рынок, заходят в пару магазинов... они сравнивают цены и после того, как увидят несколько цен в нескольких магазинах... они сравнивают цены, а затем просто идут в один из них», – говорит другой трейдер. Продавцы на базаре, в свою очередь, должны согласовывать свои цены с рыночной ценой и принимать во внимание информацию и поведение других продавцов. «Он понимает, что тот другой парень продает тарелки по два доллара, так что он падает в цене до одного доллара девяноста центов, и все его клиенты вернуться к нему», – провозглашает трейдер валютного рынка.

Продавцы, которые не могут откорректировать свои цены и найти покупателя, могут оказаться в ситуации, когда стоимость их товара быстро испарится. «Если ты не найдешь где-то заявку, тогда ты будешь сидеть на своих яблоках или апельсинах, а затем можешь их съесть или сварить варенье», – делает вывод другой трейдер. Следовательно, использование метафоры «базар» в отношении валютного рынка подчеркивает человеческое взаимодействие и также выражает потребность в серьезной осведомленности относительно состояния социальной среды рынка.

### Валютный рынок как машина

Полной противоположностью рынку как базару является ситуация, когда валютный рынок понимается как машина, он характеризуется как система, управляемая установленными правилами и жесткими механизмами. «Эти движения могут быть просчитаны в терминах вероятности. А, следовательно, – это чисто математический процесс», – объясняет трейдер. Эта метафора валютного рынка подчеркивает рыночный механизм, который обычно работает совершенно и надежно: «Не думаю, что на валютных рынках есть какая-то иррациональность. Полагаю, что они, по определению, совершенны», – уверенно заявляет другой трейдер. Как любая другая машина, валютный рынок, согласно этой метафоре, требует определенных расходов, дает определенную выработку и настроен на определенный встроенный процесс, который трансформирует расходы в продукцию. Эта ориентация валютного рынка «расходы-продукция» проиллюстрировало сравнение финансовых новостей финансовым журналистом с «топливом для двигателя рынка». Хотя внутренние механизмы машины обычно скрыты, оператор машины может получить знания и экспертную оценку в отношении машины, (например, с помощью наблюдений и опыта). «Если ты едешь на машине 20 лет, и машина издает какой-то звук, ты довольно точно можешь определить, откуда идет этот звук», – усмехается один трейдер валютного рынка.

Поскольку у машины нет эмоций, обращение с машиной обычно исключает эмоции: «Любое торговое решение абсолютно лишено эмоций», – согласно одному трейдеру. Для участников рынка понимание валютного рынка как машины подразумевает под собой логичную, аналитическую и непредвзятую рациональность принятия

решений. «Ты вынужден принимать решения по определенным вероятностям на основе своего прошлого опыта, но не на основе своих личных эмоций», – резюмирует другой трейдер. Таким образом, в метафоре «машина» валютный рынок представляется как математическая, надежная, совершенная, рациональная единица, где эмоция и отход от правил, норм, и проверенная точность не играют никакой роли.

### Валютный рынок как живое существо

Валютный рынок как живое существо – это исчерпывающее метафорическое представление, которое приписывает рынку свойства, которые обычно ассоциируются с живыми существами. По контрасту со статичной и рациональной метафорой «машины», рынок здесь воспринимается как одушевленный и эмоциональный организм, живущий по своим собственным правилам<sup>vi</sup>. Как живое существо, рынок «сумасшедший», «слишком быстрый», и «нет времени думать», согласно трейдерам. Сходным образом, как живое существо, рынок эмоционально реагирует на стимулы среды; например, когда «новости ввергают рынок в панику» или когда «на рынке сложились факторы, которые заставили рынок нервничать», – по словам трейдера и финансового журналиста. Валютный рынок как живое существо также способен предугадывать и независимо интерпретировать события; следовательно, «тогда рынок приходит к своим собственным выводам» или «думает следующим образом», – как утверждает один трейдер.

«Они рассматривают рынок почти что как живое существо, с которым они взаимодействуют, и которое они пытаются предугадать и перехитрить», – говорит один трейдер о своих коллегах по операционному залу. Интуиция и эмпатия важны для участников рынка, когда они пытаются понять, что у рынка на уме, чтобы предсказать его поведение, даже когда рынок кажется иррациональным или невежественным. «То, чем, как часто кажется, занимаются участники рынка, это не торговля на основе того, как, по их мнению, рынок интерпретирует значение информации. Я

<sup>vi</sup> Эта метафора выражает понятие о «независимом агентстве», и также была отнесена другими трейдерами к метафоре «животное»<sup>12</sup>.

склоняюсь к мысли, что рынки подобны огромному мозгу очень глупого человека», – отмечает другой трейдер. Поскольку поведение валютного рынка как живого существа не всегда вразумительно с точки зрения логики, иногда бывает чрезвычайно сложно выяснить, почему валютные рынки ведут себя так, как они себя ведут». Живое существо не функционирует исходя из установленных правил, но исходя из своего переменчивого настроения, мыслей и намерений: «Поведение рынка меняется изо дня в день», – по словам одного трейдера. Валютный рынок как живое существо демонстрирует различные реакции в зависимости от того, с кем он имеет дело. «Если министр здравоохранения говорит, что он думает, что цена доллара слишком высока, тогда, возможно, рынки это не заденет. Но если министр финансов так скажет, тогда они прислушаются», – говорит другой трейдер. Поскольку он думает, чувствует и реагирует, участники рынка могут социально взаимодействовать с рынком как с живым существом и, таким образом, пытаться активно влиять на него. Тогда участники «дают рынку знать, каковы их намерения, или они могут оставить рынок в неведении».

Рассмотрение валютного рынка как живого существа служит основой для двух более специфических метафорических выражений: рынок как зверь и рынок как возлюбленный/ая. Валютный рынок как зверь – «огромное сильное существо» – громаден и вечно голоден. «Он очень большой и его аппетит к информации чрезвычайно силен». Трейдеры, как герои, должны сражаться и укрощать это опасное животное или, по меньшей мере, каким-то образом с ним управляться. «Как с диким животным, я думаю, задача состоит в том, чтобы его подчинить, и иногда оно тебя кусает», – говорит один трейдер. Реальная опасность, представляемая валютным рынком как зверем, также указывает на частичное совпадение с метафорой войны: «Поскольку если мы не будем им управлять, нас уничтожат», – по словам одного трейдера.

По контрасту с этим, отношение к валютному рынку как к возлюбленному/ой, характеризуется переживанием сильного чувства влечения. «Все дилеры, настоящие дилеры, имеют с рынком эротические отношения», – говорит трейдер валютного рынка. Эти напряженные взаимоотношения могут вызывать сильные эмоциональные колебания среди участников рынка. К примеру, рынок как возлюбленный может быть источником приятного чувства

возбуждения и парения: «Он может доставить тебе массу удовольствия, много великих ощущений», – согласно другому трейдеру. Тем не менее, это может также привести к опасной зависимости от несправедливого и причиняющего вред возлюбленного в болезненных взаимоотношениях. «Я потерял уйму денег, потому что я чувствовал, что я эмоционально привязался к позиции. Жениться на позиции... эмоционально к ней привязаться», – описывает один трейдер потенциальную опасность слишком сильных чувств к рынку как к возлюбленному. Эти утверждения явно показывают, что взаимодействия участников с рынком как с живым существом не характеризуются отстраненным и рациональным принятием решений, но являются личным и эмоциональным взаимодействием. «Рынок отражает меня и он вознесет меня наверх. Это неотделимо от моей жизни... и мне это нравится. Это так тесно со мной связано», – утверждает один трейдер.

### Валютный рынок как азартная игра

Другой повсеместно используемой в отношении валютного рынка метафорой является «азартная игра», она выражает рыночную «рациональность», основанную в первую очередь на совпадении и везении. «Иногда он как казино, где ты ставишь на красное, на черное, или на zero», – отмечает один трейдер. Но если управлению машиной можно научиться и оно требует знания свойственной ей механики, то в азартных играх общепринято, что решающим фактором является везение.

Метафора «азартная игра», употребляемая по отношению к валютному рынку, подчеркивает как принятие рисков, так и эмоциональную вовлеченность участников рынка. Будучи азартными игроками, трейдеры валютного рынка могут стать безрассудными. «Увлечешься... потерять благоразумие и перестать понимать, почему они купили эту позицию», – как отмечает один трейдер. Более того, метафора «азартная игра» уменьшает и облекает в конкретную форму ответственность и влияние участников рынка на результаты азартной игры: «Некоторые из лучших доходов менеджеров фондов приходят от людей, которые невероятно везучи», – отмечает другой трейдер. Как и в метафоре «машина», другие участники рынка обычно являются менее важными, поскольку они не оказывают влияния на алгоритм азартной игры.

«Иногда это чем-то похоже на шахматы. Ты сидишь, ты видишь, как развивается ситуация на рынке, так же как развивается игра в шахматы. Ты должен догадаться, что может сделать оппонент, и что ты сделаешь, когда что-то сделает оппонент. А рынок, я думаю, является игрой в шахматы с усложненными параметрами, где ты играешь против большого количества соперников одновременно», – объясняет один трейдер. Тесно связаны с метафорой «азартная игра» в отношении валютного рынка такие метафорические рыночные понятия, которые подразумевают под собой более стратегические игры, такие как «игра, похожая на шахматы», или «профессиональный покер», в которых очевидной становится комбинация шанса и стратегического мышления. «Биржевая торговля – это игра для ума», – отмечает один трейдер. Эти виды игр подразумевают под собой взаимодействие с другими участниками; помимо везения, они подчеркивают элементы дисциплинированности, навыков и опыта. Таким образом, их можно рассматривать как связующее звено между метафорическими областями азартных игр и спорта.

### Валютный рынок как спорт

«Если ты выходишь для того, чтобы отыграть важную игру в футбол или в теннис, ты чувствуешь комок в горле, когда выходишь из дома. Это хорошее напряжение, хорошее беспокойство. И я думаю, если ты сидишь в операционном зале прямо перед тем, как должен выйти отчет по уровню занятости... ты чувствуешь то же самое», – объясняет один трейдер. Таким образом, в метафоре «спорт» валютный рынок воспринимается как соревнование или гонка. Конечная цель состоит в том, чтобы выиграть у других; по словам другого трейдера: «Обладать духом соревновательности, быть лучшим, желание победить других, быть немного быстрее, немного более напряженным, возможно немного сообразительнее». В метафоре «спорт» в отношении валютного рынка: «Каждый становится железным человеком», – как отмечает еще один трейдер. Эта цель выиграть обычно преследуется в чрезвычайно соревновательном взаимодействии с другими участниками рынка.

Метафора «спорт» придает валютному рынку в целом более предсказуемый и менее опасный оттенок, чем метафора «война», которая будет обсуждена далее. Спортивные соревнования всегда

проводятся в определенных рамках, при оговоренных начале и конце; они проводятся на определенном «игровом поле» и там соблюдается определенный набор правил. Однако, существуют также дополнительные черты, которые отличают спорт от войны: соревнующихся в спорте не уничтожают полностью, поскольку они необходимы, чтобы заново начать соревнование. Таким образом, спорт часто подразумевает под собой благородную атмосферу честной игры и спортивного мастерства, которая помогает скрыть реальные и потенциально вредные влияния рынка на внешний социальный и политический мир. Когда валютный рынок характеризуется с помощью метафоры «спорт», то акцент ставится на действии и игроках на арене, а не на зрителях или наблюдателях. Несмотря на это желание выиграть, спортсмены на арене могут проиграть, и рынок может быть жесток, может забыть героев спорта, зенит славы которых уже прошел: «Подобно бегам или футболу, отдельные соперники, если они больше не приносят очков, сходят с дистанции... и никогда не вернутся назад», – говорит один трейдер валютного рынка. Помимо этого, с метафорой «спорт» тесно связана группа образов «охота» и «преследование», которые максимизируют образы динамичного движения, скорости и возбуждения. В этих погонях, мотивация участника рынка к тому, чтобы бежать и состязаться с другими, которая также присутствует в спортивном соревновании, превращается в необходимость преследовать цель или избегать какой-то опасности, которой подвергает участника среда. Описание: «Кролики, разбегающиеся в разные стороны... преследуемые лисой», – как говорит один трейдер, например, скорее вызывает в памяти мысль о выживании и борьбе за самосохранение перед лицом опасности, нежели мысль о победе в гонке. Следовательно, идея спортивной арены валютного рынка и его участников в меньшей степени содержится в условиях, которые связывают метафору «рынок как спорт» с метафорой «война».

### Валютный рынок как война

«Война» как метафора часто появляется в речи участников валютного рынка: валюты могут подвергаться «атаке», участники рынка должны «защищать позиции», и они следуют определенной «стратегии» или активно «вмешиваются», когда они «достаточно влиятельны и сильны» и так далее. Как и в случае со спортом, когда

валютный рынок – это война, на нем существуют соперничающие индивиды или группы, которые сталкиваются с конкуренцией. Однако в отличие от спорта, ведение войны и победа в ней – это вопрос выживания, а не амбиций. «Если ты слаб, у тебя нет ни единого шанса здесь выжить... ты получишь тумака даже от своих собственных коллег, которые сидят рядом с тобой», – по словам одного трейдера! На войне соперники не только терпят поражение, так же как соревнующиеся во время турнира, они становятся врагами, которых следует «ранить» или даже «убить». «Заставь их отступить, если хочешь управлять рынком. Ты должен ранить людей. Если ты их ранишь, они убегают. Если они убегут, рынок сдвинется. И ты должен быть очень агрессивен в этом», – говорит другой трейдер. Рынок как война – это среда, характеризующаяся постоянной и ясно осознаваемой угрозой, где биржевая торговля – вопрос жизни или смерти. «Всегда будут существовать люди, которые достаточно быстры, чтобы из этого выпутаться. Самые лучшие. Самые быстрые. И они зарабатывают на этом деньги. А затем возникает паника, и они [кто попался на этом] погибают. Их просто перемальвает», – отмечает трейдер. В этой вечной борьбе за выживание и победу, участники рынка мыслят терминами самозащиты, выживания самых приспособленных, законом джунглей. Моральные правила, действующие в каждодневной жизни, могут быть отброшены в этом постоянном состоянии срочности, создаваемом валютным рынком как войной, поскольку «это грязные игры».

На валютном рынке, как на войне, от участников можно ждать использования любого оружия, имеющегося в их распоряжении, и любой тактики, которая кажется многообещающей. Описывая лучший выбор времени для спекулятивной «атаки» на валюту, один трейдер провозглашает: «С холодной головой, сосредоточенно, именно так я бросаю свои ручные гранаты в твоё прикрытие. Вот как нужно это делать...почему же еще, по-вашему, солдаты всегда атакуют в четыре утра?» Деятельность в подобной постоянно суровой и опасной среде подразумевает чрезвычайно сильную личную вовлеченность со стороны отдельных участников рынка, которые, в любой заданный момент должны сражаться за свою жизнь. Личные качества, такие как сила, храбрость и бесстрашие, в таких условиях считаются решающими. «Это жестокий мир. Он хорош для людей, которые могут держать удар. Если тебе

это не нравится, если ты не можешь сражаться, не влезай сюда», – резюмирует один трейдер. Следовательно, рассмотрение рынка как войны представляет из себя постоянную реальную угрозу.

### Валютный рынок как океан

«Люди говорят, опасайся моря, потому что под спокойной поверхностью моря набирают силу волны. И из-за этого гибнут люди; они гибнут в реках и [на море]. На валютном рынке происходит то же самое», – объясняет один трейдер риски рынка. Метафора «валютный рынок как океан» обнаруживается во многих связанных с жидкостью выражениях, использованных во время интервью, включая многочисленные ссылки на «каналы», «потоки» и «течения», которые существуют на рынке. Функционирование рынка как океана можно сравнить с жидкостями в гидравлической системе: «Рынок имеет тенденцию приводить все к равновесию, на котором, по ощущению рынка, находится реальная стоимость валюты», – согласно одному трейдеру. Текучесть – это важное условие хорошей работы гидравлической системы. «На рынке, где нет ликвидности, курсы скачут. Человек может зайти на рынок с десятью миллионами долларов и сильно сдвинуть рынок. Когда на рынок приходит ликвидность, в ту же минуту он реорганизуется в обратном направлении», – отмечает другой трейдер. Интервью также показывают, что связанные с океаном выражения используются не только для описания валютного рынка в целом, но также и его компонентов: валюты могут «колебаться», рыночная информация – это «источник», она «впитывается», а определенная страна может столкнуться с «нехваткой», потому что крупные западные деньги пытаются прорваться на восток».

Будучи изображаемой как океан, природа валютного рынка кажется менее предсказуемой и менее детерминированной, чем у рынка как у машины, и остается постоянно подверженной влиянию своей среды. Например, валютный рынок как океан, «открыт почти для любого влияния, которое воздействует на человеческие жизни в том, что касается технологии, политики, экономики и географии», – по словам трейдера. Подобные внешние факторы не напрямую влияют на функционирование машины. Более того, в то время как вариации в функционировании системы, такие как «экономические циклы» являются свойственными океану по природе, они будут



признаками поломки для машины. Следовательно, рынок как океан знаком как со спокойными временами, так и со штормами. Существуют «периоды, когда все спокойно и у тебя нормальные рыночные условия... когда валютные рынки спокойны», – по словам одного финансового журналиста. Однако, как показывают различные примеры других трейдеров и финансовых журналистов, невидимые «подводные течения», такие как «торговые потоки или потоки инвестиций», могут «снести дамбу». Тогда «валютные рынки колеблются», «деньги расплескиваются... расплескиваются как вода». В подобные кризисные периоды случалось, что «лира стремительно погружалась вниз и [канцлер Германии] Коль (Kohl) был вынужден выступить по итальянскому телевидению с [итальянским министром финансов] Дини (Dini), чтобы волнение улеглось». Затем, прямо как на море после шторма, можно было вновь «успокоить» валюты.

Другим важным свойством метафоры «океан» в отношении валютного рынка является то, что она не подразумевает ни полной неодушевленности метафоры «машина», ни намеренности метафоры «живое существо». В океане, по словам журналиста, взаимодействие идет с органическим ритмом «приливов и отливов». Наблюдение за этим ритмом, «люди одержимы уровнями» и «определенные уровни... иногда инициируют значительные колебания цен», – по словам трейдеров, потому что «волны шока, порожденные в одной стране, очень быстро «накрывают весь земной шар», – согласно мнению одного финансового журналиста. На валютном рынке как в океане влияние и ответственность участников рынка незначительны. Поскольку океану не нужна человеческая помощь для того, чтобы функционировать, участники рынка часто оказываются прежде всего в роли наблюдателей. Участники рынка могут, однако также стать рискованными мореплавателями, которые «скрываются на борту» и «включают автопилот и совершают рейсы», – по словам двух трейдеров. Напротив, вместо этого, они могут быть серферами, «оседлавшими гребень волны», – согласно финансовому журналисту. Хотя валютный рынок как и океан не причиняет вред намеренно, как поступают по отношению друг к другу враги во время войны, иногда океан может становиться опасной и враждебной средой, и тогда лучше избегать его в безопасности твердой почвы под ногами. «Ты едешь по волне; в определенной точке она заканчивается и ты хочешь

соскочить с нее до того, как она разобьется о берег. Именно это составляет различие между победителями и побежденными на любом финансовом рынке: ты должен знать, когда вступать в игру, и, что еще более важно, когда из нее выходить», – говорит финансовый журналист об этой головоломке.

Мощная динамика валютного рынка как океана, выраженная в постоянных «взлетах и падениях» (финансовый журналист), подчеркивает ее самодостаточное существование, независимое от участников, и умаляет человеческие и хрупкие аспекты рынка. Метафора «океан» также позволяет участникам рынка забыть, что существуют просто участники, которые теряют в пользу других. Предполагаемая самоподдерживающаяся сила океана, его бесконечные «приливы и отливы» (финансовый журналист) создают видимость того, что все участники могут в равной степени получать прибыли от его безграничной, постоянно возобновляемой энергии. Обширность и безграничность, свойственная концепции океана, предполагает, что все участники рынка могут получить свою долю, и все это – не оказывая воздействие на океан и не причиняя вреда другим.

### Метафоры формируют проекции рынка

Рынок как базар, как машина, как живое существо, как азартная игра, как спорт, как война и как океан – каждая из этих основных рыночных метафор является фильтром, который проливает свет на валютный рынок и на торговые решения со специфического ракурса<sup>18</sup>. Теория метафор полагает, что различия между этими проекциями чрезвычайно важны из-за так называемых метафорических «подтекстов», которые переносят свойства лежащих в их основе метафорических образов в сферу валютного рынка. Возьмем, к примеру, метафору «валютный рынок как война». Эта метафора предполагает, что рынок обладает рядом свойств, которые свойственны войне; другими словами, подразумеваемая логика войны порождает целый ряд подтекстов относительно того, что такое на самом деле валютный рынок.

Каковы же эти подтексты? Банальные общекультурные знания помогают понять подтексты, которые несет определенная метафора<sup>14</sup>. Война, например, – это жестокая и опасная среда, где происходят атаки и контратаки. На войне другие люди – это союзники или враги. Опасность и смерть присутствуют постоянно, и невозможность победить своего оппонента означает, что человек подвергается риску самому потерпеть поражение или даже быть уничтоженным. Война может привести к жертвам среди гражданского населения, невинным жертвам, которые оцениваются как побочный урон, и которыми жертвуют, чтобы выиграть войну. Подобные метафорические подтексты чрезвычайно важны для понимания не только валютного рынка, но также торговых решений: они не только наводят на мысль о природе валютного рынка, но также провозглашают, какие правила действуют на рынке и формируют руководящие принципы относительно того, как действовать и принимать на нем решения.

Рисунок 7.1 предоставляет всесторонний взгляд на основные метафоры валютного рынка. Прозрачные границы и частичные совпадения между метафорами в будущем указывают, что метафорические выражения могут относиться более чем к одной из основных рыночных метафор. Например, стратегические игры, такие как покер, содержат элементы как метафоры «азартная игра», так и «спорт». Более того, схема показывает, что все рыночные метафоры обращены к двум важным параметрам метафорического подтекста. Каждая метафора дает различные ответы на два *ключевых* вопроса к практикам и теоретикам рынка: (1) С кем (или с чем) взаимодействуют участники валютного рынка? (2) В какой степени – и как – предсказуем рынок?

### Рыночные метафоры о психологических «других»

Первая причина, почему метафоры, используемые для описания валютного рынка, важны заключается в том, что они позволяют нам узнать, с кем (или с чем) ежедневно имеют дело участники рынка. Как показано на рисунке 7.1, существует два вида рыночных метафор по этому фундаментальному вопросу о психологических «других» на рынке.

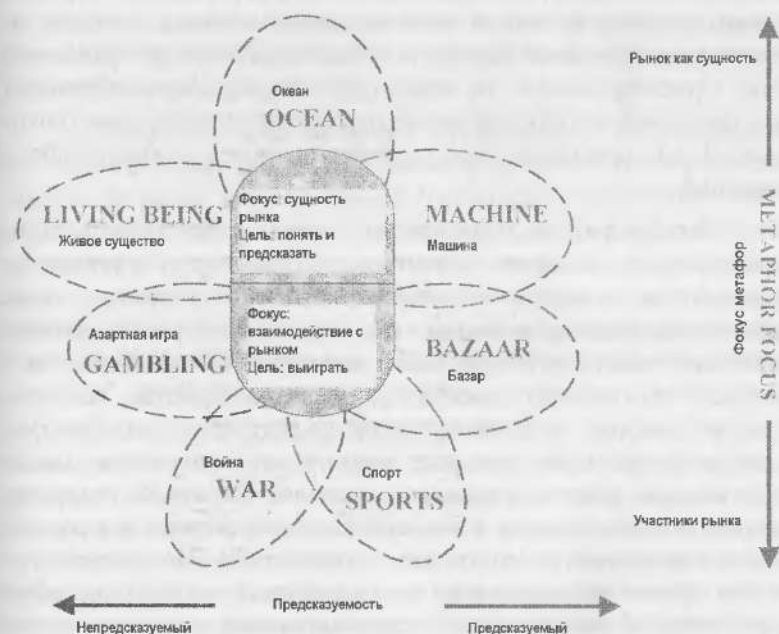


Рисунок 7.1 Основные метафоры валютного рынка

Одна группа рыночных метафор (которая включает валютный рынок как базар, как спорт и как войну) в конечном итоге выражает прежде всего то, как участники рынка относятся друг к другу. Эти, *ориентированные на взаимодействие метафоры*, выражают возможные способы взаимодействия с другими на валютном рынке (например, торговля с ними товарами на базаре, состязание с ними в спорте или сражение с ними на войне). Предположения относительно природы самого валютного рынка подразумеваются здесь с помощью определения базовой обстановки для взаимодействия участников (например, торговая площадка, спортивная арена или поле брани). Ориентированные на взаимодействие метафоры целенаправленны в том, что они относятся к конечной цели выиграть с помощью взаимодействия или состязания с другими участниками рынка. Победы можно добиться по-разному: при помощи торговли, спортивных состязаний или агрессивной борьбы. Взаимодействие, выраженное этими метафорами занимательно, захватывающе и даже опасно; оно

подразумевает под собой различные степени риска и требует различных степеней личной вовлеченности индивида, начиная от относительно случайных сделок и обмена на базаре до крайностей войны. Ориентированные на взаимодействие метафоры обрамляют итоги поведения человека на рынке относительно других участников рынка. И это поведение может привести либо к победе, либо к поражению.

Метафорические подтексты различных ориентированных на взаимодействие метафор значительно разнятся. Например, и соперники по спорту, и воины должны проявлять такие превосходные навыки и черты, как сила и бесстрашие. Однако достижение победы в спорте менее значимо для индивида, чем в неистовой схватке, где победа – вопрос выживания человека. Метафора покупки и продажи таких каждодневных товаров как овощи на базаре также относится к выигрышу (а именно в смысле зарабатывания денег с помощью искусной биржевой торговли). Выигрыш в этой ситуации в меньшей степени критичен и включает меньше соперничества со своими оппонентами. По контрасту с другими ориентированными на взаимодействие метафорами, образ базара таким образом умалчивает соревновательные и захватывающие аспекты биржевой торговли, и затеняет высокие ставки, связанные с решениями, касающимися потенциально крупных прибылей или убытков. Вместо этого метафора «базар» подчеркивает социальные взаимодействия между трейдерами и клиентами.

Оставшиеся метафоры, то есть валютный рынок как машина, как азартная игра, как живое существо, и как океан, описывают опыт участников рынка, который в основном ориентирован на сущность рынка, которая существует более-менее независимо от других действующих лиц. Эти метафоры можно назвать *онтологическими метафорами*<sup>vii</sup>, поскольку они фокусируются на характере рыночного объекта, (то есть на контролируемом функционировании машины, непредсказуемости генератора случайных чисел, течении океана и воле живого существа). В этих метафорах взаимодействие участника направлено в меньшей степени на других участников, чем на сущность валютного рынка. Например, управляя отношениями с

рынком в случае метафоры «живое существо», наблюдая за рынком и бороздя его в случае метафоры «океан», пытая удачу на рынке в случае метафоры «азартная игра» и управляя и регулируя рынок в случае метафоры «машина».

Онтологические метафоры структурируют валютный рынок как сущность. Каждая из этих метафор предполагает определенное понимание рынка и определенный способ взаимоотношений с ним. В отличие от ориентированных на действие метафор, онтологические метафоры не структурируют валютный рынок как плод человеческих трудов, который возникает в результате социального взаимодействия участников, но вместо этого – как внешнюю реальность, с которой сталкиваются участники рынка. Эта концепция рынка как отдельного объекта действительно обладает значительным влиянием на воспринимаемую подконтрольность рыночных событий. Рынок, как океан или как машина, следует своим собственным правилам, на которые по большей части не оказывают влияния участники рынка. Рынок, как генератор случайных чисел, не знает никаких правил и чужд любого внешнего влияния или контроля. На рынок, как живое существо, может оказывать влияние социальное взаимодействие, и он может на него реагировать, но решение об этом принимает только он сам, по своей собственной воле. Более того, онтологические метафоры позволяют не только участникам валютного рынка, но также тем, кто пишет о рынке, скрывать то, что психологи называют «агентом». Эта группа рыночных метафор в конечном итоге имеет тенденцию приписывать рыночные события и их развитие анонимной внешней силе, а не действиям участников рынка.

Подводя итоги, скажем, что все метафоры обозначают опытную сторону участников рынка. Выходя за пределы абстрактной концепции рынка, они рассказывают нам, с кем психологически взаимодействуют участники, когда они заключают сделки, и как они это делают (например, атакуя, бороздя волны, бросая кости, влюбляясь в рынок – такой же разнообразный как война, как океан, или как возлюбленная).

### Рыночные метафоры – о предсказуемости рынка

Вторая важная функция основных рыночных метафор состоит в том, что все они содержат скрытый смысл относительно

<sup>vii</sup> В метафизике онтология – это изучение бытия и существования.

предсказуемости рынка, (то есть, возможно ли предсказать рынок и будущие валютные курсы, и как это сделать). Неудивительно, что предсказуемость играет центральную роль в этих метафорах: подобно всем людям, принимающим решения на рынке, участники валютного рынка тратят большую часть своего времени, пытаясь предугадать движения рынка и вычислить успешные способы этим воспользоваться.

Действительно, существуют систематические связи между основными рыночными метафорами и понятиями о предсказуемости участников рынка. С целью анализа взаимоотношений между использованием трейдерами рыночных метафор и предположениями относительно предсказуемости рынка, был проведен статистический анализ<sup>viii</sup>. Как показывает рисунок 7.2, полученные результаты явно показывают, что различные метафоры валютного рынка соотносятся с различными степенями предсказуемости рынка<sup>ix</sup>.

Схема иллюстрирует сходство различных метафор относительно предполагаемых «правил» предсказуемости рынка; чем ближе метафоры размещены внутри схемы, тем более они сходны в том, что касается связанного понимания этих правил. Рисунок 7.2 демонстрирует, что по сравнению с другими метафорами валютного рынка, метафоры «машина» и «спорт» сильнее связаны с понятием фиксированных правил относительно детерминантов валютных курсов и с тем, как можно предсказать рынок, в то время как метафоры «базар» и «океан» скорее связаны с понятием о фрагментарных и меняющихся правилах рыночной предсказуемости. Метафоры «живое существо» и «война» в отношении валютного рынка связываются с понятием фрагментарных и меняющихся правил и с предположением об отсутствующих правилах относительно более часто, чем другие рыночные метафоры, предполагающие, что эти две рыночные метафоры ссылаются на понимание валютного рынка как сущности, которая может следовать

<sup>viii</sup> Использованным методом был корреспондентский анализ - статистический метод, позволяющий представить связи между уровнями двусторонней таблицы случайностей.

<sup>ix</sup> Для анализа, интервью трейдеров были проанализированы независимыми агентами на тему использования рыночных метафор и взглядов трейдеров на предсказуемость рынка.

различным правилам, что также включает в себя возможные непредвиденные реакции. Наконец, метафора валютный рынок как «азартная игра» наиболее тесно связана с понятием о том, что в рыночной предсказуемости правил нет.

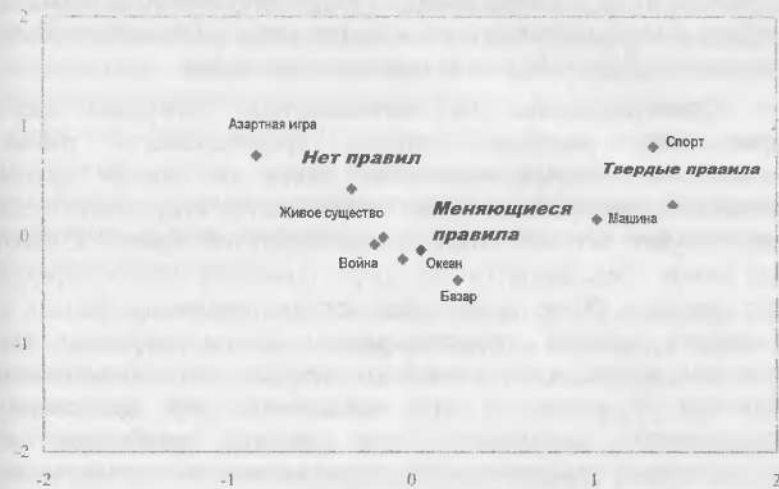


Рисунок 7.2 Рыночные метафоры и субъективные предположения относительно предсказуемости

Эти связи между использованием метафор валютного рынка и предположениями относительно предсказуемости рынка базируются на субъективных и психологических восприятиях рынка, и они легко могут быть объяснены, если принять во внимание эти восприятия. Например, если валютный рынок воспринимается как машина, тогда предсказания и прогнозирование рынка идут исходя из логики прогнозирования затрат и выработки. Специфические события дают специфические реакции на рынке, которые впоследствии могут быть рассчитаны с помощью алгоритмов и математических вероятностей. Напротив, метафоры «океан» и «живое существо» выражают фундаментально иной прогноз, где предсказания и прогнозы можно назвать скорее менее логичными, нежели органическими, и где будущее поведение рынка зависит не только от внешних событий, но также от предварительных внутренних условий на рынке. Например, в метафоре «океан» реакция рынка будет зависеть от степени имеющейся «ликвидности»,

на существующих «потоках» и на одновременных «влияниях», которые определяют относительную важность события. В метафоре «живое существо» прогнозирование подразумевает эмпатию и, даже, чтение мыслей, поскольку реакция рынка зависит от субъективных настроений и толкований рынка. Генератор случайных чисел в метафоре «валютный рынок – как азартная игра» либо не может быть предсказан вообще, либо только посредством везения.

Ориентированные на взаимодействие метафоры, также подразумевают различные степени предсказуемости рынка. Например, в метафоре «валютный рынок как война» другие участники – это враги, которые, скорее всего, будут вести себя непредсказуемо. От них можно ждать нарушения правил. Однако когда рынок представляется как спорт, поведение других игроков будет следовать более четко определенным правилам в рамках и обстановке большей предсказуемости. Таким образом, эти результаты подтверждают важность метафор для размышлений участников о рынке, и они показывают, что существуют психологически значимые связи между метафорами и представлениями участников о том, предсказуем ли валютный рынок, и если да, то как его предсказать.

### Явные и скрытые метафоры валютного рынка

Когда люди пользуются метафорами, они иногда делают это сознательно, намеренно расширяя (например, сравнивая жизнь с путешествием) и анализируя жизненные аспекты, которые действительно напоминают путешествие. Однако в целом метафорами пользуются непреднамеренно, как показали многочисленные примеры в языке и описаниях рынка трейдерами. Это еще один жизненно важный аспект метафор валютного рынка: различие между «явными» метафорами (то есть метафорами, которые создаются сознательно и намеренно) и «скрытыми» метафорами (то есть метафорами, которые всплывают непреднамеренно, и которые спонтанно выражают опыт участников рынка).

«Пожалуйста, найдите метафору или аналогию для валютного рынка», – просили трейдеров валютного рынка и

финансовых журналистов в ходе интервью, чтобы они сознательно создали свою собственную рыночную метафору. Именно в ответ на этот вопрос были даны практически те же самые семь основных рыночных метафор, что также распространяется на общие объяснения и описания рынка участниками. Однако относительные частотности этих сознательно созданных метафор значительно различаются, когда их сравнивают с метафорами в обычном разговоре участников о валютном рынке. Другими словами, в то время как виды метафор, которые (1) были созданы явно и намеренно, чтобы символизировать валютный рынок, и (2) используемые скрыто и подсознательно в спонтанных обсуждениях валютного рынка, идентичны, их относительная частотность и важность явно отличны.

Например, рисунок 7.3 показывает, что в то время как на явном и преднамеренном уровне метафора «спорт» появляется чаще, чем метафора «война», на скрытом и подсознательном уровне валютный рынок чаще представляется как война, нежели как спорт. Затем, метафора «базар» появляется чаще всего в сознательном разговоре, в то время как она играет гораздо менее важную роль в скрытых метафорических представлениях о валютном рынке. Более того, «органические» метафоры «рынок как океан» и «рынок как живое существо» являются наиболее часто используемыми скрытыми метафорами, в то время как они появляются лишь со средней частотностью в явных характеристиках валютного рынка. Подводя итоги, скажем, что метафоры «живое существо», «океан», «война» используются гораздо чаще *скрыто*, чем явно, а метафоры «базар» и «спорт» употребляются гораздо чаще *явно*, чем скрыто. Напротив, метафоры «азартная игра» и «машина» редко появляются как на сознательном, так и на подсознательном уровне.

Эти различия между явными и скрытыми метафорическими представлениями о валютном рынке значимы, поскольку они обращаются к разграничению между взглядами и интерпретациями «в принципе» и «на самом деле»<sup>19</sup>: в то время как *явные* метафоры рассказывают нам, что, по мнению участников рынка, в принципе является значимой метафорой, *скрытые* метафоры рассказывают нам о практическом понимании валютного рынка участниками. Таким образом, разница между явными и скрытыми метафорами указывает, как, по мнению участников, они *должны* думать и говорить о рынке, и

как они на самом деле думают и говорят о нем. Например, господствующее использование явной метафоры «базар» концептуализирует валютный рынок не только близко к общепринятым экономическим рассуждениям, но также представляет социально приемлемую и безобидную явную характеристику рынка. Та же самая интерпретация относится к открытию, что валютный рынок гораздо чаще умышленно представляется как спорт, (организованный и справедливый), нежели чем как война (неустойчивая и разрушительная). Удивительно, но как показывает рисунок 7.3, эта важность метафор спорта и войны меняется на совершенно противоположную для скрытых концептуализаций рынка.

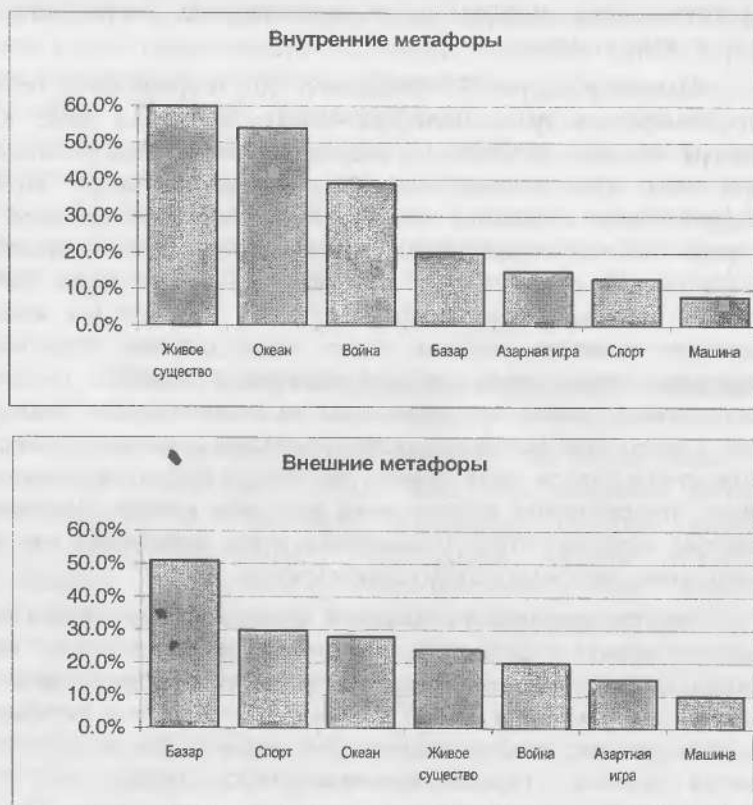


Рисунок 7.3 Скрытые и явные рыночные метафоры.

Тот факт, что метафора «машина» встречается по меньшей мере реже в метафорических описаниях валютного рынка, противоречит традиционным академическим моделям финансовых рынков и традиционной экономике, где правят механистические метафоры<sup>9,20</sup>. В этих моделях специфические, и явно определяемые события, приводят к специфическим, и явно определяемым реакциям. А взаимоотношения между рыночными событиями и реакциями могут быть выражены математическими уравнениями. По контрасту с этими моделями, однако, не метафора «машина», но органические и интерактивные метафоры доминируют в субъективном опыте валютного рынка участников рынка<sup>х</sup>. Доминирующими метафорами в их спонтанном и интуитивном разговоре о валютном рынке являются «рынок как живое существо, как океан и как война». Более того, следующий раздел показывает, что эти метафоры не изолированы и не статичны, но, напротив, динамично взаимодействуют в опыте участников рынка.

### Рыночные метафоры в действии

Более ста лет назад Зигмунд Фрейд (Sigmund Freud) опубликовал свою ключевую книгу «Толкование снов»<sup>21</sup>. По Фрейду сны – это «самый легкий путь» к толкованию подсознательного, который позволяет аналитикам исследовать мысли своих пациентов, их желания и действия. То, что сны значили для анализа его пациентов, то же самое метафоры значат для лучшего понимания участников валютного рынка сегодня. Таким образом, этот раздел укладывает двух трейдеров на вошедшую в разговор кушетку, и глубоко исследует метафорические понятия в их интервью. Анализ показывает, что различные рыночные метафоры поддерживают и дополняют друг друга. Более того, сравнение трейдеров (один из них заключает сделки для центрального банка, а другой для коммерческого банка) предполагает, что различные роли на рынке и цели торговли связаны с различными метафорическими

<sup>х</sup> Эти открытия поддерживают предположение, что биология, возможно, является альтернативной и более подходящей метафорой для экономики<sup>9</sup>.

представлениями, как в базовом выборе, так и в специфических построениях метафор валютного рынка.<sup>xi</sup>

Треjder центрального банка продемонстрировал преимущественно статистическое и математическое понимание рынка. Например, ссылаясь на валютные курсы, он отметил, что «эти колебания можно рассчитать на основе вероятностей. А это чисто математический процесс». Это логическое и научное понимание рынка всплывает в различных частях интервью, например, при описании хорошего трейдера как того, кто «не имеет эмоций... Интуиция – это на самом деле ничто иное, как опыт, а опыт – это рациональная вещь».

Как показывает опыт трейдера центрального банка, вторичные метафоры могут использоваться, чтобы поддержать другие метафоры (например, усугубляя или усиливая определенные аспекты первичной метафоры). Например, трейдер воспользовался метафорой «живое существо», когда обсуждался выбор источников информации: «Ты находишься в сходной ситуации, как врач, когда перед ним стоит пациент, который говорит, что у него боли, а ты врач и должен сказать ему, какая у него болезнь». Здесь метафора «рынок как живое существо» в форме пациента дает трейдеру идентификацию терапевта, позволяющую ему быстро диагностировать информацию и реагировать соответствующим образом. Метафорическая совместная стимуляция этих двух областей биржевой торговли и медицины вызывает в памяти образ, где трейдер-терапевт действует как доброжелательный авторитет и знающий эксперт. Однако, хотя была использована метафора «живое существо», аналитический подход трейдера к рынку остался доминирующим. Поддерживающая метафора «терапевт» была использована здесь, чтобы подчеркнуть важность и цену личных действий на рынке, от которых зависит здоровое функционирование рынка.

В других интервью, в обсуждении торгового опыта, трейдер центрального рынка снова использует образ терапевта, на этот раз,

<sup>xi</sup> Утверждения приводятся дословно из двух интервью, выбранных из «Европейского опроса». Коммерческие и центральные банки находятся среди наиболее важных институциональных «игроков» на валютном рынке. Различные роли и цели этих двух видов участников рынка объясняются в Главе 9 «Основы».

чтобы подчеркнуть роль личного опыта в биржевой торговле. «Давайте предположим, что вы идете к хирургу... Если бы у вас была злокачественная опухоль в кишечнике, возможно, вы бы попытались отклонить предложение, что вам попробует сделать операцию молодой врач, который будет оперировать в первый раз... Таким образом, это также вопрос опыта. А с опытом, с течением времени, трейдер валютного рынка станет более профессиональным или более успешным в использовании инструментов, которые имеются в его распоряжении». Очевидно, что задача терапевта в метафоре не состоит в том, чтобы установить личные взаимоотношения с больным пациентом, но квалифицированно выполнить «операцию», умело воспользовавшись имеющимися у него «инструментами». Таким образом, метафора «живое существо» здесь направлена не на рынок как на человека или пациента, который наделен чувствами и личной волей, но на тело, функционирующее согласно установленным правилам и на роль личного опыта в хирургическом лечении телесной дисфункции.

Эти примеры демонстрируют, как участники пользуются метафорами не только для иллюстрации важных аспектов валютного рынка, но также для определения своих собственных торговых действий и для концептуализации своей вовлеченности в рынок. Метафоры трейдера центрального банка рисуют рынок как по большей части поддающийся исчислению и свою собственную позицию, как позицию человека, контролирующего процесс. Этот аспект личного контроля и ответственности также был отражен в его наблюдении, что: «власти должны постоянно следить за тем, какие отчеты по меньшим рынкам публикуются и, если они чувствуют, что картина является неполной, осуществлять необходимые дополнения». Очевидно, что так же как человек, действующий от имени центрального банка, этот трейдер говорил о себе, когда определял роль властей. Субъект личного контроля и образ оператора метафорической «машины» рынка всплыли в описании обращения с финансовыми средствами распространения информации этого трейдера. Здесь он привлек внимание к ответственности центрального банка «делать все возможное для удовлетворения средств массовой информации... так чтобы работала вся система».

По контрасту с трейдером центрального банка, трейдер коммерческого банка представляет, что рынок ведет себя как живое

существо – животное, от которого можно ожидать, что оно продемонстрирует простые рефлексы «стимул-реакция». «Если рынок отреагировал, люди предполагают, что рынок снова отреагирует; это почти павловский тип реакции». Однако, на эти простые связи между рыночными реакциями и причинами, которые их запускают, нельзя полагаться в течение продолжительного времени, поскольку когда «свисток звучит два раза, а еда не появляется, люди забывают о свистке». Таким образом, понимание обучения и опыта на валютном рынке трейдером коммерческого банка отличалось от представления об опытном терапевте, описанном трейдером центрального банка выше. В то время как он признает, что знание о связях между причинами и результатами на рынке *может* иметь место, он рассматривал эти связи как *нестабильные и переменчивые*.

Для трейдера коммерческого рынка действия на рынке включали в себя постоянный ежесекундный поиск ориентиров: «Почти как в темной комнате, пытаюсь нащупать что-то вокруг и проложить себе путь. Когда ты до чего-то дотрагиваешься, и кажется, что это что-то не то, тогда ты немного поворачиваешь, и знаешь, что это такое». Действия в этой темной комнате требуют использования как метода проб и ошибок, так и интуиции: «Ты слушаешь, что говорят тебе люди; ты слушаешь движения цен; ты смотришь на появляющиеся новости; ты слушаешь, что хочет сказать тебе друг о том, куда, по его мнению, движется рынок. И внезапно, в этой обстановке что-то происходит, и ты просто говоришь «верно». Индивидуальная рациональность в этой концепции рынка определяется чисто по результатам действий (например, выиграл человек или потерял деньги). «Каждый раз, когда я покупаю позицию, я знаю, что существует вероятность, что я ошибаюсь и что я потеряю деньги, и что существует вероятность, что я единственный иррациональный человек, а все остальные рациональны». Это описание трейдера коммерческого банка контрастирует с концепцией терапевта в метафорах трейдера центрального банка, который самое большее включает возможность остаточного риска или случайной медицинской ошибки; это связано даже с более вездесущим риском с постоянной неопределенностью. На рынке, понимаемом подобным образом, поведение зачастую может интерпретироваться по его последствиям. «Нет правильного, или неправильного, если ты

покупаешь позицию и теряешь деньги... только время покажет, было ли это правильно или неправильно». Соответственно, трейдер коммерческого банка использовал метафору «азартная игра», объясняя свою самую успешную сделку: «Иногда твое лучшее решение, возможно, является самым крупным везением. Поскольку на этих рынках присутствует элемент везения, бывает, что тебе везет, а бывает, что нет».

Более того, трейдер коммерческого банка использовал метафору «война», чтобы описать опасность и непредсказуемость рынка. «Бывают периоды, когда ты можешь получить это прямо под нос... То, чего ты не ждешь, может произойти, и произойдет». По мнению трейдера коммерческого банка метафора «война» выражает не только опасность биржевой торговли, но также необходимость немедленно изменить проигрышную стратегию, когда следующий шаг может принести с собой верную гибель. «Повсюду фугасы, а ты просто не знаешь об этом. И ты должен быть достаточно быстрым, чтобы суметь признать поражение по какой-то позиции».

В то время как рыночные метафоры трейдера центрального банка подчеркивали роль опыта и ответственности, метафоры трейдера коммерческого банка не выражали личной ответственности за эффективную работу рынка. Индивидуальные принятия решений и действия здесь воспринимались без политических подтекстов, как простые реакции на воспринимаемое, ограниченные по своим последствиям тем, что человек либо оказывается прав и выигрывает деньги, либо ошибается и проигрывает деньги, и ограниченные по своим устремлениям к правоте. «Я просто хочу уметь видеть будущее; а именно – находиться на «правильной» стороне рынка». Изображение рынка как «такого огромного и такого глубокого», на который нельзя целенаправленно оказать влияние с помощью «всех этих ребят в операционном зале», оправдывает отсутствие личной ответственности за коллективный рынок. Следовательно, взаимодействие с рынком происходит фактически отдельно от реального мира и вне последствий, что стало очевидным в описании слухов трейдером коммерческого банка. «То, что американцы сбили китайский самолет... способствовало росту курса доллара к марке на пенни, и конечно, когда поступило опровержение, валютный курс немного снизился (...) Приходит кто-то и говорит, что Клинтона (Clinton) застрелили, [идет] война, где-то взорвалась ядерная бомба,



что-то в этом роде». Недооценка связи между рынком и реальным миром становится особенно очевидной в контрасте ужасов войны, убийств и ядерной катастрофы с тем, что курс доллара к марке «несколько снизился».

Резюмируя, скажем, что оба интервью демонстрируют динамичное взаимодействие рыночных метафор, которые выражают и управляют тем, как трейдеры понимают рынок, как они взаимодействуют с рынком и как они определяют свою собственную роль. Те же самые рыночные метафоры (например, рынок как «война») можно развивать по-разному (например, когда трейдеры закрепляют за собой различные места и роли на поле брани рынка как войны). Таким образом, значение и подтексты основных рыночных метафор не следует обобщать упрощенно, поскольку каждая метафора дает возможность особых построений с уникальными психологическими подтекстами.

### Чему мы можем научиться на рыночных метафорах

Два сходных вопроса стояли в начале этой главы: какова природа валютного рынка и как участники формируют ситуации и торгуют валютами? Метафоры ведут к глубинному пониманию валютного рынка, (то есть, пониманию того, что рынок представляет собой психологически и как действуют участники). Понимание рынка через метафоры участников рисует рыночные решения не как экономические данности, а как психологические структуры. Торговое поведение различно на рынке, понимаемом как война, и на рынке, понимаемом как базар. По словам одного трейдера: «Если тебе, например, не нравится определенная сторона, то в конечном итоге оказывается, что ты пытаешься с ней бороться, иногда покупая глупые позиции, которые ты не купил бы при обычных обстоятельствах. А это обычно приводит к крупным убыткам!»

Поскольку метафоры выражают психологические и эмпирические понимания, они передают индивидуальные и коллективные «реальности» валютного рынка. С помощью метафорического подтекста, ключевые аспекты рынка (например,

природа рынка, то, как участники рынка взаимодействуют друг с другом, цели заключения сделок) объединяются в эмпирическое целое. Метафоры позволяют участникам осознать абстрактное понятие рынка, логично объяснить сложные рыночные события, и управлять своими собственными торговыми решениями.

В отличие от традиционного экономического представления о всеобщей рациональности, рыночные метафоры показывают, что валютный рынок переживается и понимается по-разному различными участниками. Таким образом, в то время как некоторые наблюдатели отвечают на сложность рынка только продолжением попыток измерить и подсчитать, подобные попытки могут не только не решить, но и осложнить ситуацию<sup>22</sup>. По контрасту, исследование значений рыночных метафор и их последствий ведет к качественно лучшему пониманию рынка и торговых решений<sup>xii, xiii</sup>

Понимание валютного рынка через метафоры открывает окно в психологический мир, в котором живут и действуют участники. Как только это окно открылось, стало очевидно, что «рациональность» торговых решений, возможно, не зависит так сильно от ожидаемой полезности и математических вероятностей, как это заложено в психологическом и метафорическом понимании рынка. Как мудро

<sup>xii</sup> Более того, анализ рыночных метафор может привести к более дифференцированному пониманию того, как подгруппы участников рынка работают на рынке и формируют его. Например, существует намного больше мужчин-трейдеров валютного рынка, чем женщин, а ведущая роль метафор войны может в общем выражать преимущественно мужскую культуру и отражать скорее мужской, нежели женский опыт валютного рынка. Более того, гендерная природа рыночного языка, возможно, поддерживает мужское доминирование на рынках и даже представляет собой средство вытеснения женщин с профессиональной арены: метафоры не только обладают способностью называть, но также силой вытеснить<sup>23</sup>.

<sup>xiii</sup> Лучшее понимание метафор валютного рынка может также привести к открытиям в отношении движений рынка (например, преобладание рыночных метафор может быть функцией времени). Экономические исследования показывают, что макроэкономические индикаторы, на которые обращают внимание участники рынка, меняются с течением времени<sup>24</sup>. Также доминирующие рыночные метафоры могут подвергаться изменениям и указывать на перемены в том, как коллективно концептуализируется рынок.

отмечает один трейдер: «Я не думаю, что на самом деле можно говорить о рациональном и иррациональном. Это зависит от того, каков твой подход к рынку, что ты о нем думаешь». Этот аспект рыночных метафор предполагает, что подходы и понимание валютного рынка участниками – это психологические структуры. Некоторые удивительные подтексты структурной природы рынка представлены в следующей главе.

### Краткие ссылки

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

1. Oberlechner, T. Et al. (2004)
2. Maital, S. (1982)
3. Bennet, A. (1994)
4. Fatt, R.M. and Moscovici, S. (1984)
5. Ricoeur, P. (1975)
6. Kubon-Glike, G. (1996)
7. McGoun, E.G. (1996)
8. McCloskey, D.N. (1990)
9. Hodgson, G.M. (1993)
10. Schmitt, R. (1995)
11. Johnson, M. (1987)
12. Lakoff, G. (1987)
13. Lakoff, G. and Johnson, M. (1980)
14. Lakoff, G. and Johnson, M. (1999)
15. Edwards, D. (1991)
16. Edwards, D. (1997)
17. Weatherall, A. and Walton, M. (1999)
18. Black, M. (1977)
19. Ichheiser, G. (1949)
20. McCloskey, D.N. (1995)
21. Freud, S. (1900)
22. Gray, J. (1997)
23. Altman, M. (1990)
24. Frankel, J.A. and Froot, K.A. (1990b)

## Валютный рынок – психологическая структура

*Экономические деятели не воспринимают объективную реальность, скорее они генерируют свое собственное понимание реальности, которое затем обуславливает их поведение.*

Полученные из первых рук участников рынка свидетельства, представленные в этой книге – например, в отношении субъективных свойств отбора и обработки рыночной информации, асимметрии в принятии рисков, социальных аспектов формирования ожиданий, влияния механизмов стадности и рыночных слухов – показывают, что рыночной динамикой управляют участники, которые принимают решения и действуют, скорее, *психологически*, нежели чем рационально. «Люди привносят на рынок гораздо больше, нежели чем просто деньги и информацию. Они сами приходят туда», – по словам экономиста Шломо Майтала (Shlomo Maital)<sup>2</sup>. Рыночные модели должны отражать эту психологическую динамику; без этого, они просто механистичны, а, следовательно, неполны.

Не только сама суть торговли на рынке *психологична*, но психология также влияет на теории рынка на мета-уровне, к которому редко обращаются. Каждый день, каждую минуту и даже каждую секунду на валютном рынке идут валютные торги. Несомненно, эта нестабильность – это определяющее свойство сегодняшнего рынка. Даже для экспертов, колебания валютных курсов остаются, по большей части, непредсказуемыми. Например, ряд систематических эконометрических исследований показал, что текущие курсы (например, сегодняшний курс евро к доллару) гораздо лучше предсказывают будущие валютные курсы (например, курс евро к доллару через месяц), чем экономические модели<sup>3</sup>.

В подобных неопределенных средах психология предсказывает, что люди формируют *субъективные теории* относительно событий, за которыми они наблюдают, причин, стоящих за этими событиями, и вероятного развития событий в будущем. Как только они сформированы, эти теории сопротивляются изменению, поскольку предположения, на которых они базируются, являются типично самоукрепляющимися<sup>1</sup>. Рассмотрим ситуацию с суеверными игроками в рулетку, которые придерживаются теории, что молитвы обеспечивают им денежный выигрыш. Если они выигрывают в казино, они увидят в этом подтверждение своей теории. Если счастливые числа так и не выпадают, то вместо того, чтобы усомниться в своей теории, они, возможно, говорят себе: «Мы недостаточно хорошо молились!»<sup>2</sup>. На валютном рынке устойчивая природа субъективных рыночных теорий поддается наблюдением за трейдерами, чей ранний опыт биржевой торговли оказывает продолжительное воздействие на подходы трейдеров к рынку и на их торговые стратегии.

Последствия того, что именно происходит, когда люди формируют субъективные теории и взаимодействуют на их основе, были показаны в ходе примечательного эксперимента социального психолога Александра Бавеласа (Alexander Bavelas). В этом эксперименте пары неопытных медиков-участников были разделены и им показали изображения клеток, на основании чего они должны были решить, являются ли эти клетки здоровыми или больными. В каждой паре участников участник А получал точный отзыв относительно своего выбора («правильно» или «неправильно»), что позволяло участнику узнать о двух типах клеток и, в конечном итоге, с довольно высокой точностью в 80% различить их в конце ряда картинок. Однако, одновременно, не зная этого, участник В получал отзыв, который не зависел от его

<sup>1</sup> Люди, принимающие решения, часто «становятся жертвами предубеждений, которые жестко ограничивают их представления о способах проверки гипотез. Вследствие этого, субъектам может последовательно не удаваться удаление ложных гипотез, и вместо этого они будут убеждаться в их верности. Как только это произошло, субъекты могут серьезно заикнуться на своих убеждениях и сопротивляться последующим демонстрациям их ложности»<sup>4</sup>.

собственных диагнозов; вместо этого он отражал правильность выбора *первого* участника. Таким образом, участник В не получал должной информации, на которой можно было бы основывать свое изучение двух типов клеток. Тем не менее участник В также формировал субъективные предположения относительно того, что отличает больные клетки от здоровых. Нечто совсем интригующее произошло, когда обоих участников объединили, чтобы те объяснили свои гипотезы о различиях между здоровыми и больными клетками. В то время, как предположения участника А были просты, конкретны и довольно правильны, участник В выработал очень подробную и сложную теорию, хотя и неправильную, поскольку она основывалась на противоречивой информации. При обсуждении теории, на участника А огромное впечатление произвела подробная и сложная теория участника В; и чем более абсурдной была эта теория, тем более убедительной она казалась участнику А. Большинство пар участников решили, что сложная теория участника В намного превосходит «упрощенную», (но на самом деле верную) теорию участника А<sup>5</sup>.

Фактическая непредсказуемость валютных курсов может привести к еще *более* жаркому поиску объясняющих и предсказывающих моделей. В почти случайных средах, таких как валютный рынок, объяснительные модели не только обещают *понимание* среды, но они также предполагают наличие *руководящих принципов* относительно того, как действовать. Однако зачастую они являются объяснительным домыслом и «иллюзиями контроля», (то есть личными убеждениями, что определенные события являются случайными для других, в то время как они на самом деле таковыми не являются). Помимо своей объяснительной функции, эти теории дают чувство контроля над беспорядочными событиями. Психологические исследования указывают на то, что люди интерпретируют бессистемные последовательности как *настоящему структурированные*, и что они воспринимают модели в совершенно случайном ряду событий<sup>6</sup>. Например, поклонники баскетбола верят в так называемый эффект Монте-Карло (то есть в то, что шанс игрока забросить мяч выше, если текущая попытка забросить следует за удачной попыткой, нежели чем если она следует за промахом в предыдущей попытке). Однако анализ профессиональных баскетбольных команд, таких как «Boston

Celtics», показывает, что между результатами последовательных бросков нет связи.<sup>11</sup>

Сходным образом, теории о биржевой торговле и рынке могут основываться на неверно воспринимаемой реальности и ошибочных субъективных теориях. Как объясняет один трейдер: «ты иногда обнаруживаешь, что кто-то, кто только что вышел на рынок, никогда по-настоящему не терпел убытков – потому что они играли на повышение, и у них было пару хороших попаданий – они пришли и что-то попробовали, оно сработало, возможно, оно сработает и в третий раз. И внезапно человек думает, что он непобедим. Я видел такое очень много раз, и они как раз стоят на пороге серьезного падения, потому что они решили, что они действительно знают, действительно понимают, как будто они обладают контролем над исходом событий. Но я думаю, если ты занимаешься этим достаточно долго, ты понимаешь, что это не так».

Сходным образом, прогнозы погоды важны для людей даже тогда, когда погодные условия абсолютно непредсказуемы; по крайней мере, они уменьшают некоторые сомнения, которые создаются непредсказуемыми средами, дают чувство комфорта в отношении неизведанного будущего<sup>8</sup>. Таким образом, хотя объективная «правда» ограничена, теории относительно рынка, по крайней мере, дают утешительное ощущение того, что у трейдеров есть некоторый контроль над средой. Прогнозы валютных курсов и модели валютного рынка выполняют похожую функцию: они зачастую служат как механизмы обнадеживания в крайне непредсказуемой торговой среде. Сходным образом, один трейдер честно говорит об использовании компьютерных моделей для предсказания рынка, что когда дело доходит до предсказаний, он «не уверен, что настоящая причина, стоящая за этим – получить большой коэффициент попаданий, сделать рынок предсказуемым, или дело просто в человеческой природе – общем желании контролировать все, что происходит!»

<sup>11</sup> Ошибочная вера в подобные «эффекты Монте-Карло», возможно, выражает ложное представление о шансе, которое основывается на репрезентативной эвристике (смотри Главу 2 «Психология торговых решений»). Люди предполагают, что короткие случайные последовательности представляют лежащий в их основе процесс, который дает эти последствия<sup>7</sup>.

В то время как обращение к иллюзиям контроля, когда средой нельзя управлять, с помощью только объективной информации и эмпирического знания, безусловно, не является «рациональным» в экономическом смысле слова, его можно понять психологически. Более того, различия между разными группами рыбаков архипелага Тробриан (юго-восток Новой Гвинеи) показывают, что суеверия помогают снизить беспокойство в ситуациях с неопределенным результатом<sup>9</sup>. В закрытой внутренней лагуне архипелага ловля рыбы проста и безопасна. Поэтому у рыбаков в этих защищенных местах не появилось суеверий и магических ритуалов в отношении рыбалки. В отличие от этой безопасной среды, можно изучить тех рыбаков, которые ежедневно подвергаются воздействию жестокой стихии и работают в вероломных условиях открытого океана, где в любой момент может возникнуть смертельная угроза и где улов в лучшем случае неопределен. У этой группы рыбаков имеется множество суеверий относительно рыбалки, они соблюдают сложные ритуалы, чтобы увеличить свои шансы поймать рыбу. Участники и наблюдатели валютного рынка испытывают на себе такой же неустойчивый климат, как рыбаки, рыбачащие в открытом море архипелага Тробриан<sup>8</sup>. Последующее исследование подтекстов свойственной «открытому морю» природы рынка демонстрирует, что рынок и объяснения колебаний валютных курсов – это постоянно меняющиеся человеческие структуры.

## Рынок как структура и иллюзия

В то время как информация играет центральную роль на валютном рынке, главы этой книги ясно показали, что колебания валютных курсов нельзя просто вывести из отдельных фактов «объективной» рыночной среды и из механической работы экономической данности. Торговыми решениями и проистекающей из них торговой динамикой управляет не сама информация, но восприятия, интерпретации и ожидания участников. «Какие данные сдвинут рынок с места – это зависит от того, что в моде», – утверждает один трейдер. «Часто изменяется именно восприятие важности информации», – прибавляет финансовый журналист.

Насколько сильно уровень занятости влияет на курс валюты? Каково влияние сниженных процентных ставок? Какое значение придается данным по торговому балансу? Ответы на эти вопросы не предопределены экономическими реалиями. Напротив, трейдеры отмечают, что не существует непреложных правил относительно того, какая именно информация определяет валютные курсы и как она их определяет<sup>iii</sup>. Например, трейдеры валютного рынка не считают теорию паритета покупательной силы, то есть стандартное объяснение валютных курсов из учебников, полезной для предсказания валютных курсов<sup>11</sup>. Сегодня теория паритета покупательной силы, по словам одного трейдера, «это несущественный, мертвый атавизм».

Таким образом валютный рынок – это не о реальности, но о том, как факты *воспринимаются* и *интерпретируются* участниками и о том, как участники *взаимодействуют* в связи со своими восприятиями<sup>iv</sup>. Участники рынка не просто пассивно и беспристрастно получают информацию о рынке; напротив, они психологически обрабатывают информацию, и они активно влияют на рынок и формируют его. Поскольку рынок придуман и интерпретируется людьми, то принципы, которые управляют движениями рынка, не действуют отдельно от его участников.

Таким образом, так же как рынок, рыночные модели не представляют объективную реальность, которая независима от участников, которые верят в них и которые их устанавливают.

<sup>iii</sup> Это наблюдение противоречит традиционному экономическому видению, которое рассматривает валютные курсы как механически регулируемые и предопределенные экономическими основами. «Кажется, что место основ в неоклассических исследованиях настолько глубоко укоренилось, что годы накопленного опыта, свидетельствующие об их несовместимости с реальным валютным рынком, привели к тому, что вместо того, чтобы изменить теорию, экономисты просто сфокусировались на тех обстоятельствах, в которых она наименее неуместна», – говорит экономист Джон Харви (John Harvey)<sup>10</sup>.

<sup>iv</sup> Например, важность, приписываемая определенным видам новостей, варьируется в зависимости от того, что участники рынка воспринимают как важное в определенной точке времени. Данные по процентным ставкам, уровням занятости и денежной массе могут в разное время обладать различной важностью.

Вместо этого, все подходы к пониманию и предсказанию рынка формируются *людьми*, и они не должны рассматриваться как действующие отдельно от тех, кто их придерживается и поддерживает. Они часто являются *иллюзиями*<sup>v</sup>, которые становятся реальностью коллективного рынка, когда их подпитывают коллективные восприятия и убеждения. Таким образом, переработанная картина валютного рынка, которая встает перед нами, показывает, что рынок – это как психологическая, так и социальная *структура*. Вместо экономической данности, эта структура формирует основу для меняющихся реалий рынка, как показано в следующем разделе.

## Структуры рынка меняются

На сегодняшнем валютном рынке «растущие экономические данные иногда интерпретируются как ведущие к усилению валюты, а в другие периоды – как ведущие к ее ослаблению», – прозрачно намекает один трейдер во время интервью. Сходная объективная рыночная информация, следовательно, может привести к абсолютно иным реакциям рынка, в зависимости от таких ситуационных факторов, как текущие торговые позиции участников рынка. «Если все играют на повышение, то появление новых хороших новостей заставляет людей продавать», – по словам другого трейдера!

Эта нехватка твердо заданных правил относительно того, *что* движет рынком и *как* им управлять, воспринимается трейдерами более явно сегодня, чем в прошлом; действительно, многие трейдеры отмечают, что рынок стал более непредсказуемым и неустойчивым<sup>vi</sup>.

<sup>v</sup> «The American Heritage Dictionary of the American Language» определяет «иллюзии» как ошибочные восприятия реальности и как обманчивые убеждения.

<sup>vi</sup> Это наблюдение подтверждается систематическим исследованием. В 1995 году Харрис (Harris) и Забка (Zabka) обнаружили, что отчет по занятости в США в течение последних лет заметно вырос, и что обычно неожиданный рост в данных по занятости способствовал росту стоимости доллара США<sup>12</sup>. Эти авторы цитируют более раннее исследование, которое указывает, что в другое время различные данные и переменные были более влиятельными. К

Один трейдер даже говорит, что: «На рынке больше не существует жестких правил». Другой соглашается, утверждая даже, что: «Больше нет никаких правил предсказания – ни математических, ни тех, где используется искусственный интеллект». Таким образом, единственным оставшимся правилом, кажется, является то, что «нет ничего определенного», – по прямым словам одного трейдера.

Однако, трейдеры соглашаются, что подобная информация, которая влияет на покупки или продажи в поведении участников рынка, подвержена систематическим изменениям. Следовательно, трейдеры видят правила, которые управляли колебаниями валютных курсов, не как жесткие и заданные, а как «определенно изменчивые», и они воспринимают эти изменения на разнообразных уровнях. К примеру, трейдеры отмечают, что веские макроэкономические данные изменяются среди участников рынка. Один трейдер отмечает, что «время от времени» они смотрят только на процентную сторону рынка. Затем они смотрят только на данные по занятости... Всегда нужно менять то, что ты на самом деле ищешь».

Трейдеры цитируют много примеров этих меняющихся взаимоотношений между экономическими детерминантами валютных курсов и реакцией рынка в течение последних лет: рынок попеременно фокусировался на денежной массе, уровне занятости, данных по торговле и так далее. В 1970-х, торговые балансы считались особенно важными, в то время как в 1980-х доминирующими были данные по денежной массе. Сегодня колебания спроса и предложения, создаваемые участниками коммерческого и финансового рынка, выглядят как самые важные. Один трейдер иллюстрирует, как современный рынок отличается в своих реакциях от рынка нескольких лет назад с помощью примера, говоря, что: «В США появились цифры и они были совершенно ужасные. Доллар упал примерно на тридцать пунктов, а затем появились хорошие цифры – и он восстановился. Это поразительно! Четыре или пять лет назад, если бы вышли такие цифры, доллар взорвался бы». Более того, трейдеры отмечают, что в то время как важность рыночных ожиданий выросла, важность реальной

примеру, из переменных, рассмотренных Хаккио (Hakkio), Пирсом (Pearce) и Хардувелисом (Hardouvelis) в 1980-х, только новости по денежной массе неизменно оказывают значительное влияние на стоимость доллара США<sup>13,14</sup>.

информации *снизилась*. Сходным образом, в то время как новая информация ранее оказывала длительное воздействие на рынок, на современном рынке корректировки происходят практически одновременно с новостями.

Помимо изменений, произошедших с течением времени, трейдеры описывают рынок как иначе интерпретирующий события в различных частях света. Это наблюдение предполагает, что «правила» относительно того, что определяет рынок, варьируются также географически. «Факты... когда европейские рынки остаются спокойными, могут всколыхнуть восточно-азиатский рынок и наоборот», – утверждает один трейдер. Другой трейдер решительно утверждает, что «рынок не только применяет различные методы интерпретации различных событий, но он также интерпретирует идентичные события абсолютно по-разному». Эти наблюдения подтверждаются систематическим сравнением результатов европейского и североамериканского исследований. Сотни валютных трейдеров оценили информацию, важную для их торговых решений. Один вопрос звучал так: «Какую информацию вы считаете наиболее влиятельной для своих торговых решений: количественные данные (цифры и котировки) или качественную (слова)?»

Возможные ответы ранжировались от 1=только количественная информация до 7=только качественная информация; трейдеры, которые выбрали 4, считают количественную и качественную информацию равнозначными. При среднем полученном значении в 3,9, ответы 718 трейдеров близки к середине. Однако разделение трейдеров по различным географическим местам биржевой торговли выявило значительные различия. В то время как 407 трейдеров из США и Канады считали *количественную* информацию более важной (средняя оценка – 3,6), 311 трейдеров из Европы оценили *качественную* информацию как более важную для их торговых решений (средняя оценка – 4,4).

Каковы же причины этих различий? Мы можем только строить предположения, что в США социальные данные и статистика, возможно, в целом более важны, что можно видеть в значениях общего уровня спортивных болельщиков или средних баллах студентов-выпускников. В любом случае, эти числа явно показывают различия между тем, как «рынок» воспринимает

информацию, открытие, которое также было подтверждено ответами трейдеров на другой вопрос: «Какую информацию вы считаете наиболее влиятельной для своих решений на валютном рынке: частную информацию (не доступную всем подряд) или общественную информацию (потенциально доступную всем)?»

И снова проявились различия в том, какая информация воспринимается, как важная. По шкале от 1=только частная информация до 7=только общественная информация, наблюдалась более сильная тенденция европейских трейдеров считать частную информацию более важной (в среднем 3,4), чем у североамериканских трейдеров (в среднем 3,9).

Это доказательство изменений с течением времени и в зависимости от места, явно выявляет изменчивую природу того, что определяет валютные курсы. Другими словами, трейдеры отмечают, что не существует объективно правильной цены валюты. Таким образом, хотя один трейдер утверждает, что рынок не имеет «реальных, фундаментальных величин, лежащих в основе валют», по природе валютного рынка, как вторичного, который (в отличие от фондового рынка) связан непосредственно с ценой денег, другой трейдер сухо отмечает, что «рынок диктует цену».

Подобные утверждения предполагают понимание валютного рынка, как рынка, на котором участники *активно строят* рынок. В любой заданной точке времени, вместо независимой данности, детерминанты валютных курсов являются действительными только в том случае, если участники рынка явно или скрыто *согласны* с тем, что они действительны, если они действуют соответствующим образом, и если они *взаимодействуют* друг с другом так, что поддерживают эти структуры. По мудрым словам одного трейдера: «Нет правил, кроме тех, которые согласованы». Так экономист Алан Кирман (Alan Kirman) убедительно доказал, что взаимоотношения между фундаментальным базисом и валютными курсами недостаточно хорошо понимаются, и создается впечатление, что они значительно меняются с течением времени. Более того, колебания валютных курсов зависят от того, какими считают эти взаимоотношения участники рынка, и это также придает вес важности роли общения между агентами на рынке<sup>15</sup>. Участники следят только за теми детерминантами, которые достаточно сильно

выражены, поскольку участники *знают*, что за ними следят другие участники рынка.

Поскольку рыночные правила переменчивы, заключение сделок на валютном рынке связано с пониманием того, что именно важно в заданный период времени. Как следствие постоянно меняющейся природы рыночных правил, способность гибко приспосабливать свои стратегии к этим меняющимся правилам незаменима. «Основа для принятия решений будет меняться, потому что рынок будет меняться... Ты должен приспосабливаться», – по словам одного трейдера. Успешные участники валютного рынка, следовательно, характеризуются постоянной открытостью для новых структур рынка и способностью формировать новые теории относительно рынка по мере изменения правил.

Эти трансформации правил относительно того, какие детерминанты управляют валютным рынком, приводят нас к следующим вопросам по поводу их происхождения: кто формирует эти правила и кто может их изменить? Трейдеры отмечают, что правила, в общем, создаются самими участниками рынка, и что наиболее влиятельные участники рынка также обладают большим влиянием в их создании и изменении, как в наблюдении одного трейдера о том, что правительства обладают влиянием, потому что они могут *создавать новые восприятия* на рынке.

Однако то, что делает влиятельного участника рынка влиятельным, изменилось в последние десятилетия. Некоторые из наиболее важных причин этих перемен, возможно, могут быть найдены в фундаментальном изменении режима, переходе с фиксированных валютных курсов на плавающие, и в развитии новых информационных и торговых технологий. Возможно, самым поразительным эффектом этих технологий является повсеместное наличие информации в режиме реального времени, которое минимизировало многие из прежних информационных дифференциалов среди участников рынка. Поскольку участники рынка получают новости одновременно, торговые преимущества, которые ранее базировались на более раннем доступе к новостям, по большей части исчезли. Это, как отмечает один трейдер, значительно «изменило параметры игры». По мере того как скорость повсеместного распространения информации приближается к своему

пределу, необходимо введение новых параметров, которые определяли бы рыночные преимущества.

Поскольку новые информационные технологии сделали корпорации более осведомленными, банки потеряли некоторые из своих информационных преимуществ над своими корпоративными клиентами. Как отмечают трейдеры, банки не могут манипулировать валютными курсами в бизнесе своих клиентов настолько легко как раньше, потому что сами клиенты сейчас видят текущие рыночные ставки на своих экранах. Некоторые трейдеры верят, что это внесло значительный вклад в развитие сложных продуктов валютного рынка; такие продукты представляют собой попытки банков восстановить дифференциал знания и опыта перед своими клиентами.

Более того, снизившиеся спреды в бизнесе их клиентов заставляют банки покупать более крупные биржевые позиции, чтобы достичь такой же прибыли; это может быть одной из причин роста объема заключаемых сделок. «В былые времена ты мог заработать такую же сумму денег на пяти миллионах. Сегодня тебе понадобится пятьсот [миллионов долларов]», – говорит один трейдер об изменениях. Таким образом, поскольку растущие объемы заключаемых сделок все больше определяют рынки, трейдеры также отмечают, что сила крупных фондов значительно выросла.

И последнее интересное следствие появления информационных технологий, позволяющих получать информацию в режиме реального времени, – это сфокусированность рынка на ожиданиях участников, помимо информации об объективных событиях на рынке. Сегодня «то, что всколыхнет рынок, – это нечто, что изменит ожидания», – по словам одного трейдера. На сегодняшнем рынке вездесущей информации в режиме реального времени, «все получают одинаковую информацию в одно и то же время, следовательно тебе нужно найти иной способ получения преимущества над своим конкурентом», – отмечает другой трейдер. Следовательно, чтобы быть впереди других участников, совершенно необходимо предчувствовать ожидания и перемены в ожиданиях других участников. Как откровенно отмечает один финансовый журналист: «Человек, который раньше выигрывал – это был человек, у которого было информационное преимущество. Сегодня трудно

иметь информационное преимущество, так что, возможно, то, что ты пытаешься получить – это преимущество в ожиданиях».

Ключом к новому преимуществу над другими участниками, возможно, является размер, как убедительно рассуждает в интервью один трейдер: «Если средства массовой информации начинают сообщать информацию, которую знают все, или [если] вся информация начинает выходить в тот же момент и все участники рынка начинают действовать на основании одной и той же информации, то появятся другие переменные, которые будут оказывать влияние на валютный рынок. Поскольку когда внезапно все действуют на основании одной и той же информации, то это будет значить, что ни у кого нет преимуществ. И откуда тогда появиться преимуществам? Возможно, они будут связаны с размером рыночного игрока». Это наблюдение соотносится с недавней тенденцией к концентрации рынка все в меньшем количестве рук: число банков, отвечающих за самую большую часть валютного оборота явно снизилось с середины 1990-х годов. В то время как в 1995 году 75% оборота Великобритании производилось 20 банками, к 2001 году их число снизилось до 17 банков. В США число упало с 20 до 13 банков<sup>16</sup>.

Таким образом, структурированная природа валютного рынка в конечном счете заставляет его участников постоянно эволюционировать и приспосабливаться к новым структурам рынка. Более того, участникам рынка приходится не только приспосабливаться к новым правилам, управляющим валютным рынком, но, помимо этого, они *сами* пытаются оказывать влияние на эти правила, чтобы контролировать и формировать рынок по-своему. Как показала Глава 7 «Бороздим просторы рынка на метафорах», участники рынка называют, формируют и создают реальности с помощью метафор. И снова, *психология* может оказаться ключом к пониманию будущего валютного рынка.

### Краткие ссылки

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

1. Anderson, M.A. and Goldsmith, A.H. (1994b)
2. Maital, S. (1982)
3. Meese, R.A. and Rogoff, K. (1983)



4. Evans, J.S.B.T. (1987)
5. Waltzlawick, P. (1976)
6. Hake, H.W. and Hyman, R. (1953)
7. Gilovich, T. et al. (1985)
8. Gimpl, M.L. and Dakin, S.R. (1984)
9. Malinowski, B. (1925)
10. Harvey, J.T. (1996)
11. Cheung, Y.-W. and Chinn, M.D. (2001)
12. Harris, E.S. and Zabka, N.M. (1995)
13. Hakkio, C.S. and Pearce, D.K. (1985)
14. Hardouvelis, G.A. (1988)
15. Kirman, A. (1995)
16. Bank for International Settlements (2002)

*Валютный рынок – это самый чистый рынок... И он открыт почти для любого фактора, влияющего на человеческую жизнь в том, что касается технологии, политики, экономики и географии.*

трейдер валютного рынка

### Функция и зона охвата рынка

Люди, не являющиеся экономистами, часто удивляются, узнав, что валютный рынок – это самый крупный мировой финансовый рынок. Ежедневно, валюты стоимостью 1,2 триллиона долларов США, меняют владельца на валютном рынке<sup>14</sup>. Ни один рынок и близко не стоит к подобным суммам объемов торговли.

Валютный рынок функционирует как любой другой рынок: покупатели и продавцы товара встречаются и заключают сделки. На валютном рынке, как на любом другом рынке, валюта, спрос на которую превышает предложение, вырастает в цене, и наоборот.

Природа товара на валютном рынке, однако, отличает валютный рынок от других рынков. На большинстве рынков товары или услуги обмениваются на деньги. Цены котируются как единицы операционного средства (деньги) за единицу товара. На валютном рынке, однако, один вид денег меняют на другой (например,

<sup>14</sup> 1,2 триллиона долларов США эквивалентны произведению 1200х1 миллиард или 1 200 000 000 000. Объем заключенных сделок примерно за три дня можно приравнять к пачке долларовых банкнот от Земли до Луны.

британский фунт стерлингов на доллар США). И даже в этом случае можно провести точную аналогию между валютными рынками и другими. На каждом валютном рынке одна валюта трактуется как товар, а другая валюта – как операционное средство. Например, на рынке доллара и йены, доллар – это товар, а йена – это операционное средство; следовательно, цены котируются как «йена к доллару».

Доллар США задействован в большинстве (90%) валютных операций либо в качестве операционного средства, либо в качестве товарной валюты. Евро задействован в 38% сделок, японская йена – в 23%. В третьем ряду по важности, стоит фунт стерлингов, задействованный в 13% операций, швейцарский франк – в 6%, а канадский и австралийский доллары – примерно в 4% каждый<sup>111</sup>.

Сделки с долларом заключаются настолько часто потому, что он является движущей валютой рынка. Это означает, что он участвует почти в любом обмене одной «недолларовой» валюты на другую. Чтобы совершить подобный обмен, человек должен сначала приобрести доллары в обмен на первую валюту, а затем продать доллары в обмен на вторую. И что наиболее примечательно, именно такова ситуация с валютами стран с экономикой переходного периода, такими как российский рубль, и с отсталыми рынками, такими как тайский бат, которые называются «экзотикой». Валютные курсы, которые не связаны с долларом, называют «кросс-курсами». Лишь немногие кросс-курсы активно котируются дилерами, и это только основные валюты.

Исторически, самой старой функцией валютного рынка было обеспечение возможности международной торговли. Поскольку у различных стран различные валюты, валютный рынок должен существовать, чтобы мы могли торговать с зарубежными партнерами или путешествовать по всему миру. Второй важной функцией валютного рынка является спекуляция. Когда валютные курсы не поддерживаются искусственно правительствами, люди могут попытаться получить прибыль, приобретая валюту, когда цена низкая, и продавая ее, когда цена высокая. «С либерализацией движения капитала у большего количества людей появился доступ к

деньгам, большее количество людей управляет деньгами, больше людей богаты. И, следовательно, они едут за границу; они переходят из одной валюты в другую. И затем они участвуют в этой чистой спекуляции, мотивация, стоящая за ней, чисто спекулятивна», – объясняет один трейдер валютного рынка.

У «спекуляции» много форм. Иногда она проста: клиент-коммерсант хочет купить валюту завтра, а не сегодня, надеясь, что завтра курс валюты изменится к лучшему. По существу, когда международные инвесторы осознали, что доход зависит от уровней валютных курсов, индивиды косвенно спекулировали на колебаниях курсов, пока капитал шел через границы. Чтобы оценить свой ожидаемый доход, инвесторы обязательно прогнозируют изменения валютных курсов и принимают на себя валютный риск. Когда в фокусе международных инвестиций находится иностранный фонд, иностранная облигация или, возможно, целая фирма, располагающаяся за рубежом, связанную с этим спекуляцию на валютах можно назвать «вторичной» спекуляцией. Иногда, однако, центром спекуляции является сама иностранная валюта; тогда инвесторы трактуют «валюту как класс активов», феномен, который существенно усилился в последние десятилетия.

«Мы потратили уйму времени, пытаясь выяснить, какая часть ежедневного рыночного оборота действительно спекулятивна по природе, а какая – нет... Ты можешь ответить на этот вопрос только в том случае, если ты – тот самый человек, который породил поток. И ты действительно должен опросить всех без исключения участников рынка и выяснить, каковы их ответы на вопрос, почему они движутся», – говорит трейдер о сложностях точного определения степени спекуляции на валютном рынке. Действительно, оборот валютного рынка в десятки раз больше, чем стоимость общемирового экспорта товаров и услуг, что говорит о том, что роль спекуляций значительна. По словам одного трейдера: «Я думаю, это только один процент от ежедневного коммерческого оборота. Так что остается еще очень много, и все это спекуляция, и если рынки просто имеют дело со спекуляцией, то всегда может получиться, что валюта полностью потеряет свою ценность. Это просто вопрос того, насколько велик продавец и насколько велик покупатель». Другой трейдер говорит о значительных последствиях выросшей валютной спекуляции: «Люди более осведомлены, спекуляций намного больше,

<sup>111</sup> Поскольку в каждую операцию на валютном рынке вовлечены две валюты, процентная сумма всех валют составляет 200%.

что, очевидно, вызвало то, что некоторые виды валют обесцениваются или ревальвируются. По мере того, как меняются правила, изменились и экономики стран».

Валютный рынок также отличается от обычных рынков тем, что его *нельзя* идентифицировать с каким-либо одним местом. У вашего супермаркета есть адрес, так же, как и у Нью-Йоркской фондовой биржи. По контрасту, валютный рынок – это децентрализованная всемирная сеть агентов, связанных электронным способом. Можно мгновенно заключить сделку между такими далекими сторонами, как коммерческий банк из США и бразильский экспортер, европейский инвестиционный банк и австралийский инвестиционный фонд, или японский коммерческий банк и центральный банк Венгрии.

Хотя валютные сделки заключаются по всему миру и нет ни одного реального физического места, где бы встречались все трейдеры, сделки не имеют тенденции концентрироваться в определенных городах<sup>1</sup>. Лондон – это столица валютной торговли с 31% от общемирового оборота в 2001 году. Нью-Йорк (16%) и Токио (9%) – вторые по важности. Центры торговли третьего уровня включают в себя Франкфурт (5%), Сингапур (6%), Цюрих (4%) и Гонконг (4%).

Валютная торговля буквально движется вместе с солнцем: торговая сессия начинается в Сиднее; количество сделок увеличивается, когда открывается токийский рынок и рынки других азиатских центров. К концу азиатской торговой сессии открывается Лондон и другие европейские центры, несущие за собой самое большое количество заключаемых сделок. Примерно в середине дня в Европе открываются торги в Нью-Йорке. Объемы торговли в Нью-Йорке сокращаются, когда лондонские трейдеры уходят домой, а в Нью-Йорке тем временем еще довольно светло. Меньше всего сделок заключается, когда в Нью-Йорке вечер, затем в Сиднее наступает утро и заключение сделок снова ускоряется.

Более того, валютный рынок отличается от обычных рынков отсутствием видимого физического проявления того, по чему заключаются сделки. В то время, когда вы несете домой хлеб из супермаркета, когда ваша прическа выглядит иначе после стрижки, на валютном рынке обмен одной валюты на другую проявляется

только новыми числами в различных компьютерах по всему миру. Это может показаться удивительным тем, для кого «валютная торговля» означает, что ты сошел с самолета в Париже и просто поменял доллары США на евро. Однако для профессионалов валютного рынка слово «рынок» относится исключительно к оптовому рынку валюты, где операции обычно превышают 1 миллион долларов, и для участия в котором требуется кредитная линия для каждой потенциальной стороны<sup>111</sup>.

Сравнение валютного рынка с фондовыми рынками, которые лучше знакомы частным инвесторам, выявляет последнее важное отличие. Когда акции определенной фирмы растут относительно рынка, можно автоматически сделать вывод, что о фирме прошла хорошая информация. Однако, когда валюта одной страны вырастает в цене относительно валюты другой страны, нельзя ничего автоматически заключить об этих странах. «На валютном рынке у тебя всегда есть две валюты... а, следовательно, у тебя есть целых два набора данных, которые нужно обработать, чтобы прийти к некоторому правильному решению. А когда ты смотришь на рынок облигаций, или когда ты смотришь на акции без фиксированного дивиденда, ты фокусируешься на единственном фонде», – объясняет один трейдер. Таким образом, заключение сделок на валютном рынке требует понимания взаимодействия между различными экономиками. «Как трейдер валютного рынка, ты естественным образом подвержен воздействию других экономик... Клиенты из клиентской базы, с которыми ты разговариваешь, конкуренты, с которыми ты сталкиваешься, коллеги, с которыми ты работаешь из различных мест по всему земному шару. Так что нужно мыслить в мировых масштабах», – отмечает другой трейдер.

## Инструменты

Как и на большинстве рынков, на мировом валютном рынке идет торговля по многим наименованиям. На рынке присутствует

<sup>111</sup> Кредитные линии – это соглашения, где участники предоставляют определенной стороне определенную сумму необеспеченного кредита. Они принимают на себя риск, что сторона не сможет поставить свою валюту.

более 100 валют. Одним из ключевых параметров заключения сделок по этим валютам является расчетный день, (то есть дата, когда происходит непосредственный обмен валют). В сделках спот расчет обычно происходит через два рабочих дня после даты заключения сделки. Форвардные сделки – это сделки, где расчетный день наступает позднее, чем через два рабочих дня. Например, два участника рынка договариваются поменять 10 миллионов долларов на евро через шесть месяцев, начиная с сегодняшнего дня, по валютному курсу, который они определяют уже сегодня. Каждый день заключаются сделки в среднем на 387 миллиардов долларов на рынке спот на 131 миллиард долларов на форвардном рынке<sup>1,iv</sup>.

Форвардные контракты помогают участникам рынка защищаться от неблагоприятного развития событий на валютном рынке. Возьмем, к примеру, экспортера японских машин в Европу, который надеется получить оплату в евро два месяца спустя. Компания подвергается валютному риску: если йена вырастет по отношению к евро, то будущий платеж в евро будет стоить меньше в йенах, чем сегодня. Чтобы снять валютный риск, компания, возможно, предпочтет продать евро на форвардном рынке, таким образом, зафиксировав определенный курс евро к йене.

Сделки по спот-контрактам и форвардным контрактам заключаются на внебиржевом рынке, что означает – две вовлеченные в сделку стороны, просто оговорив цену, заключают друг с другом контракт, обязательный для выполнения обеими сторонами. Поскольку стороны напрямую, децентрализованно, а не формально заключают сделку друг с другом, у них должна быть значительная кредитная линия друг с другом. Фьючерсные контракты внешне сходны с форвардными контрактами в том, что они включают в себя согласие заключить сделку по определенным суммам валют к

<sup>iv</sup> Дополнительные 656 миллиардов долларов рыночного оборота приходятся на сделки с помощью третьего инструмента валютного рынка, валютных свопов<sup>1</sup>. Свопы подразумевают под собой синхронную продажу и покупку определенной суммы в валюте относительно другой валюты в две разные даты. Обычно они являются комбинацией сделки-спот и более позднего обратного обмена соответствующих валют. Свопы существуют для участников рынка, которые хотят перейти с одной валюты на другую на определенный промежуток времени.

определенной дате в будущем. На этом, однако, сходство заканчивается.

Фьючерсные контракты созданы так, чтобы способствовать краткосрочной спекуляции относительно маленькими рыночными игроками. Сделки по фьючерсам заключаются на официальных биржах, таких как Чикагская товарная биржа и Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов, по стандартным объемам валют и со стандартными датами экспирации. Хотя цена и оговаривается с другим участником рынка фьючерсов, «расчетная палата» биржи немедленно вступает в игру, чтобы служить стороной любого трейдера. Если сторона заключает обратную сделку до даты истечения контракта, то чистая прибыль или убыток, относящиеся к расчетной палате, немедленно подсчитываются и гасятся. И не требуется никаких дальнейших действий.

Последним важным инструментом валютного рынка является валютный опцион. Стандартный опцион «колл» позволяет держателю выбирать – купить ли определенную сумму валюты А в обмен на определенную сумму валюты В до определенной даты. Опцион «пут» похож на опцион «колл», но держатель может продать валюту, вместо того, чтобы купить ее. Поскольку держатель будет исполнять опцион, (то есть проводить операцию), только если это выгодно, держатель должен заранее оплатить опционы. Валютными опционами можно торговать вне биржи, как при спот-операциях, или на официальных биржах, как при торговле фьючерсами. Хотя изначально они были созданы для того, чтобы сократить валютный риск, они также могут использоваться для того, чтобы увеличить прибыли (или убытки) трейдеров, а, следовательно, значительно увеличить риск<sup>v</sup>.

<sup>v</sup> История страхования показывает, что сначала сокращение риска было тесно связано с азартными играми, (то есть с тем, что усиливает риск). В ресторанах Англии XVIII века ставки можно было делать на такие будущие события, как результат войны или жизнь родственников. В то время как пари на жизнь представляли собой зачатки страхования жизни, их вряд ли можно было отличить от других форм пари. Более того, из-за неправильных подсчетов эти страховые контракты действительно превращались в игру случая: в то время как вдовы, которым достаточно «повезло» в том, что их мужья рано умерли, получали барыши, для тех, кто опоздал, денег уже не было<sup>2</sup>.

## Трейдинг

Большинство валютных сделок заключается между трейдерами валютного рынка, работающими в банках. Ежедневно между банками проводятся сделки на 689 миллиардов долларов, по сравнению с примерно 329 миллиардами долларов – между банками и другими финансовыми учреждениями, и 156 миллиардами долларов – между банками и не-финансовыми клиентами<sup>1</sup>.

Банки-маркет-мейкеры готовы покупать у других участников рынка и продавать им. Они публикуют цены, по которым они готовы заключить сделку на экранах электронных дилерских систем и дают котировки, когда с ними связываются другие участники рынка. Рынок движется чрезвычайно стремительно – за день проводятся десятки тысяч операций. Цены могут меняться ежесекундно. Для эффективности котировки предоставляются просто как число из двух цифр, где первая обозначает курс, по которому трейдер хочет продать, а вторая обозначает курс, по которому трейдер хочет купить. Если эти два курса – 1,4630 швейцарских франка за евро при покупке и 1,4635 за евро при продаже, то трейдер скажет: «30-35». Первая часть валютного курса, известная как «крупная цифра» принимается как общеизвестная.

Разница между ценой предложения и ценой продавца называется «спрэдом». «Спрэд» – это один из основных источников валютных прибылей для маркет-мейкеров. В самых часто употребляемых валютных парах, таких как доллар США-евро, спрэды, называемые маркет-мейкером, обычно ниже 5 пунктов и могут даже составлять 2 пункта («пункт» – это последний десятичный разряд валютного курса, самая маленькая сумма, на которую может сдвинуться валютный курс). Спрэды могут быть значительно шире для менее часто используемых валютных пар, на рынках с низким уровнем активности, где не заключается большого количества сделок (например, Нью-Йорк в пятницу вечером) и на неустойчивых рынках. Расширение спрэда может также являться защитной стратегией для трейдеров, которые не хотят заключать сделку, потому что это делает операцию невыгодной для стороны; однако, котирование спрэдов, которые слишком широки, может испортить торговые взаимоотношения, заставляя потенциальных партнеров работать с кем-то другим.

На межбанковском рынке, типичная сделка спот составляет около 10 миллионов долларов. Когда другие участники рынка связываются с маркет-мейкером, они обычно называют сумму желаемой сделки (на основе товарной валюты), но не разглашают, хотят они купить или продать. Тогда маркет-мейкер называет двустороннюю цену. В конце концов, звонивший говорит, хочет ли он купить, продать или переждать.

## Дилерская структура

Существует три типа профессионалов валютного рынка: межбанковские трейдеры, трейдеры-продавцы и частные трейдеры.

Межбанковские трейдеры, как и подразумевает под собой их название, имеют дело почти исключительно с маркет-мейкерами. Обычно разные трейдеры отвечают за операции спот и форвардные операции<sup>2</sup>. Спот-трейдеры основных банков фокусируются либо на одной из основных валютных пар, таких как евро-доллар США, или же они заключают сделки по нескольким менее ликвидным парам. Помимо обеспечения ликвидности, межбанковские трейдеры пытаются спекулировать на основе краткосрочных рыночных возможностей, создаваемых крупными операциями клиентов<sup>3</sup>. Эти позиции обычно закрываются к концу торговой сессии. Напротив, трейдеры, работающие на форвардном рынке, смотрят на рынок с более долгосрочной перспективой, чем спот-трейдеры, и обращают особое внимание на дифференциалы процентных ставок.

По контрасту с межбанковскими трейдерами, которые ведут сделки с крупными банками, трейдеры-продавцы валютного рынка занимаются взаимоотношениями банков с их клиентами. Их первая обязанность – предоставлять котировки существующим клиентам. Клиенты звонят им напрямую, запрашивая котировку на определенную сумму в заданной валютной паре, не указывая направления. Трейдер-продавец запрашивает у соответствующего межбанковского трейдера индикативную котировку для этого клиента, которую она может передать последнему неизменной или же сделать спрэд шире. Обязанности трейдера-продавца также включают установление отношений с корпоративными и финансовыми

клиентами и обеспечение клиентов информацией о важных событиях на валютном рынке. «Будучи продавцом, ты должен быть очень силен в сфере отношений», – утверждает один трейдер.

Банки ожесточенно конкурируют за валютный бизнес корпоративных и финансовых клиентов, поскольку они извлекают многообразную выгоду из этих клиентов. Во-первых, они извлекают выгоду, когда дают своим клиентам котировки с более широкими спредами, чем находят сами на межбанковском рынке<sup>vi</sup>. Помимо этого они извлекают пользу, поскольку информация о торговой деятельности их клиентов очень важна для операционного зала, для трейдеров. Как объясняет один трейдер: «Есть особые клиенты, которые по той или иной причине очень показательны в отношении направления, куда движется валюта. Например, крупный хедж-фонд США может что-то тебе продать и если он продавец, он немного подождет, а затем продаст еще немного, а затем он опять выждет... и опять немного продаст. Некоторые из этих фондов настолько велики, что для того, чтобы хоть что-то заработать, у них должны быть крупные позиции. Каждый банк в отдельности не может предоставить этому хедж-фонду достаточно большую [кредитную] линию на ... все его операции... Так что когда он просит у меня 200 миллионов долларов, я знаю, что он даст мне некоторое время, чтобы избавиться от своей позиции. Но через пять, десять минут, через час, он продаст еще 200 миллионов долларов».

Поскольку заказы крупных клиентов на валюту обладают возможностями, чтобы временно сдвинуть рыночные цены, трейдеры, которые проводят крупные сделки для клиентов, могут получать прибыли с помощью «опережения», что означает, что до выполнения заказа клиента трейдеры параллельно осуществляют заказы от имени банка. Как только сделка клиента сдвинула рыночные цены, трейдеры аннулируют сделку банка, и могут спокойно получить прибыль. В то время как на наиболее хорошо регулируемых финансовых рынках, таких как Нью-Йоркская фондовая биржа, опережение считается противозаконным, валютные

<sup>vi</sup> Поскольку сами клиенты начали получать прямой доступ к межбанковской рыночной информации через телеграфные новостные терминалы, эта практика для банков осложнилась. По словам одного трейдера: «Спрэды сейчас узки, маржа сокращается, и в целом людям сложнее заработать деньги».

рынки в основе своей нерегулируемы. Страны признают, что если бы они пытались ограничить биржевую торговлю в пределах своих границ, то она бы просто переместилась в какое-то другое место.

Различные цели торговых/корпоративных отделов и межбанковских дилерских отделов могут привести к конфликтам между трейдерами-продавцами и межбанковскими трейдерами. Один трейдер-продавец ставит фундаментальный вопрос, которым задаются многие в его положении: «Дал ли трейдер хорошую цену или плохую?» Комментарии другого трейдера-продавца в равной степени выразительны: «Будучи продавцом, я имею дело с клиентом, верно? Так что цель состоит в том, чтобы получить лучшую цену с точки зрения заключения сделки или межбанковского рынка. Так что конфликт в том, если я пытаюсь получить правильную цену для своего клиента, а мой клиент хочет купить у меня валюту – где мой межбанковский трейдер ее закрывает? Действительно ли он дает мне лучшую цену?... У тебя должен быть элемент доверия к трейдеру, чтобы знать, что они дают тебе хороший окончательный курс, курс, который будет эквивалентен тому, который я получу, если я пойду напрямую на межбанковский рынок. Так случается не всегда, поэтому и существует конфликт».

Третий крупный тип профессионалов на валютном рынке – это частные трейдеры. Частные трейдеры совершают спекулятивные сделки в среднем и длинном диапазоне на множестве финансовых рынков. Их позиции обычно крупнее, чем позиции межбанковских трейдеров и делятся намного дольше.

Спот-трейдеры, трейдеры-продавцы и частные трейдеры в дилерском зале поддерживаются персоналом среднего и вспомогательного офисов. Например, экономисты, рыночные аналитики и валютные специалисты в среднем офисе помогают трейдерам анализировать и прогнозировать рынки. «Конечно, у нас также есть своя собственная исследовательская команда, они получают информацию у людей, занимающихся исследованиями. Каковы ожидания, каковы основы?» – объясняет один трейдер. Средний офис также контролирует прибыли и убытки трейдеров. Вспомогательный офис занимается расчетами по сделкам.

За валютными сделками следят сотрудники финансового отдела, которые несут обычную ответственность, и главные дилеры,

которые отвечают за команды трейдеров. Как объясняет один трейдер: «Каждый трейдер играет свою роль, и в операционном зале для трейдеров есть своя иерархия. Имеется управляющий операционным залом, есть глава отдела, есть главный трейдер, есть заместитель главного трейдера, есть старший трейдер и есть младший трейдер. И у каждого человека есть свои позиционные ограничения<sup>vii</sup>, свои собственные обязанности и каждый играет свою собственную роль. Возможно, глава отдела занимается частным заключением сделок или позициями менеджеров или еще чем-то. Главный трейдер заботится о том, чтобы вся группа находилась в пределах лимитов группы, и почти наверняка покупает самые крупные позиции. Старший трейдер осуществляет обычный бизнес. Младший трейдер старается предоставить как можно больше котировок всей команде».

## Рыночные игроки

На современном всемирном валютном рынке доминируют крупные международные банки. Другие важные игроки на рынке – это брокеры, центральные банки, пенсионные и инвестиционные фонды, хедж-фонды, индивиды и средства распространения финансовой информации.

### Коммерческие и инвестиционные банки

Ежегодно такие журналы как «*EuroMoney*», «*FX Week*» и «*Global Investor Magazine*» публикуют списки ведущих валютных банков с такими параметрами как доля на рынке, доходы от заключения сделок или рейтинги качества торговли потребителей. К примеру, «*UBS*», «*Deutsche Bank*», «*Citigroup*», «*J.P.Morgan Chase*», «*HSBC*», «*Goldman Sachs*», «*Barclays Capital*», «*Credit Suisse First Boston*», «*Royal Bank of Scotland*» и «*Merril Lynch*» – это банки с самыми крупными долями на рынке валюты, согласно публикации в «*EuroMoney*» в 2004 году. Это лишь некоторые из самых крупных дилерских банков,

<sup>vii</sup> Позиционные ограничения – это меры, принимаемые организациями для ограничения подверженности трейдеров риску, смотри Главу 3 «Принятие рисков в торговых решениях».

занимающихся чрезвычайно крупными потоками институционального и корпоративного бизнеса; сделками, которые оказывают влияние на валютные курсы. Более мелкие банки торгуют меньшими количествами и обычно в большей степени управляются клиентами.

Клиенты банков традиционно заключали сделки по телефону, но сегодня их валютный бизнес все больше осуществляется с помощью электронных систем, которые автоматически связывают их с отдельными дилерами (такими как WebET «*Goldman Sachs*»). Наряду с подобными системами одного дилера, появились мульти-дилинговые системы, которые соединяют группы ведущих коммерческих и финансовых клиентов с группами дилерских банков. Мульти-дилинговые системы включили в себя «*Atriax*», «*FX Connect*» (которые связывают более 25 банков с сотнями менеджеров по активам), «*Citipech*», и «*FXall*»<sup>viii</sup>. По словам одного трейдера: «Сегодня общение с клиентами становится еще и электронным... Каждый банк пытается разработать свою собственную веб-страницу, они пытаются затаячить клиентов в свои собственные веб-системы».

Когда банковские трейдеры заключают сделки друг с другом напрямую, они обычно пользуются компьютеризированной системой заключения сделок, такой как «*Reuters Dealing 3000 Direct*». Эта система и ей подобные связывают банки друг с другом на индивидуальной основе, сходной с более традиционным телефоном, одновременно позволяя трейдерам проводить намного больше «диалогов» с другими банками. Подобные системы также сокращают возможное недопонимание и позволяют вести автоматический учет осуществленных сделок.

### Центральные банки

Центральные банки, такие как «Федеральный Резерв США», «Европейский Центральный банк», «Банк Японии», «Банк Англии»

<sup>viii</sup> Система «*Atriax*» была сформирована «*Citibank*», «*Deutsche Bank*», «*JP Morgan Chase*» и новостной службой «*Reuters*». Несмотря на то, что раньше в нее входило более 50 банков, сейчас она прекратила свое существование. «*FX Connect*» изначально являлась частной торговой платформой «*State Street Bank*». Общее обсуждение систем одного дилера и мульти-дилинговых систем заключения валютных сделок можно посмотреть у Либенберга (Liebenberg)<sup>6</sup>.

выпускают свои национальные валюты и контролируют спрос и предложение на валюту. Будучи стойкими хранителями своей национальной валюты, центральные банки обычно не спекулируют на валютном рынке (наиболее примечательным исключением является малазийский «Bank Negara» в середине 1990-х)<sup>ix</sup>. Центральные банки, прежде всего, концентрируются на относительно долгосрочных вопросах, таких как инфляция, уровни безработицы и экономический рост. Контролируя процентные ставки, большинство центральных банков косвенно влияют на валютные курсы, независимо от того, делают они это намеренно, или нет. Более высокие внутренние процентные ставки обычно привлекают больше иностранных инвесторов к внутренним облигациям; когда иностранные инвесторы покупают внутреннюю валюту, чтобы купить эти облигации, стоимость валюты будет расти. Иногда центральные банки намеренно вмешиваются в валютные рынки. Покупая или продавая иностранную валюту по отношению к внутренней валюте, они могут напрямую воздействовать на стоимость своей валюты, либо чтобы достичь определенного уровня, либо чтобы «успокоить беспорядочные рынки». Интервенции могут обеспечить ликвидность в кризисные периоды.

Центральные банки также могут влиять на валютные курсы играя свою роль лидеров рыночного мнения. Например, центральные банки могут решить осуществить интервенцию совместно, а не по отдельности, таким образом, демонстрируя свою решимость. По словам одного трейдера: «Если центральный банк приходит в коммерческий банк, чтобы провести валютную интервенцию, и они продают 50 миллионов долларов – то 50 миллионов долларов на рынке – это ничто... Но не забывайте, что все эти валютные

<sup>ix</sup> «Bank Negara» начал агрессивно заключать сделки на валютном рынке после того, как соглашение Plaza в 1985 году привело к значительной утрате стоимости его крупных вложений в долларах США. «Bank Negara» критиковали за то, что он эксплуатировал конкурентные преимущества центральных банков в своих необычных операциях по заключению сделок с целью получения прибыли, такие как доступ к конфиденциальной информации и крупным суммам валют. Однако, другие банки также прилагали усилия для того, чтобы воспользоваться преимуществом своих торговых отношений с «Bank Negara», используя свое знание о сделках «Negara», чтобы разместить параллельные сделки от своего имени<sup>7</sup>.

интервенции – это концентрированные действия. Так что все центральные банки занимаются валютными интервенциями, и если «Банк Японии» и «Bundesbank» и «Fed» ведут интервенцию, тогда в результате получается определенный объем сделок».

Мнения центральных банков относительно необходимой степени валютных интервенций варьировались в зависимости от банка и времени. По Бреттон-Вудскому соглашению, вступившему в силу в 1945 году и действовавшему вплоть до начала 1970-х, центральные банки активно управляли фиксированными паритетами; в конце 1970-х и большую часть 1980-х предполагалось, что валютные курсы свободно плавают без вмешательства центрального банка, но интервенции были обычным делом. С конца 1980-х многие из ведущих национальных валют стали редко проводить интервенции, которые часто координировались между различными центральными банками. Другие, однако, продолжили проводить интервенции часто.

Большинство трейдеров соглашались с тем, что влияние центральных банков на валютные курсы снижается. Как уместно сформулировал один трейдер: «Валютные рынки выросли и стали довольно квалифицированными, так что они получили намного больше возможностей сдвинуть валюты туда, куда нужно, нежели хотел дать им центральный банк».

## Брокеры

Банковские дилеры также могут заключать сделки друг с другом через брокеров. Брокеры валютного рынка не покупают активных торговых позиций; вместо этого они находят лучшие из имеющихся в наличии ставок, и связывают соответствующие друг другу запросы трейдеров на покупку и продажу валют. Чтобы обеспечить честное заключение сделок, брокеры защищают анонимность задействованных сторон до тех пор, пока сделка не осуществляется. За свои услуги брокеры получают комиссию, которая выплачивается равными частями обеими сторонами операции.

По традиции роль брокера выполнялась отдельными «голосовыми брокерами», которые бесперебойно выкрикивали



лучшие ставки предложений по покупке и продаже по открытым телефонным линиям дилерам в различных банках. Сегодня роль и прибыли традиционных голосовых брокеров значительно упали из-за появления электронных брокерских систем, таких как «EBS Spot Dealing System» и «Reuters Dealing 3000». «В 1995 году 14 из нас в среднем зарабатывали по 140 000 долларов комиссионных каждый день. В 2003 году 16 из 18 брокеров, возможно, зарабатывали от 17 000 до 20 000 долларов в день», – отмечает один трейдер. «Reuters» связывает друг с другом более 1000 банков. «EBS», запущенная в 1990 году несколькими маркет-мейкерами в качестве альтернативы «Reuters», сегодня связывает более 750 банков друг с другом; каждый день с помощью ее 2000 рабочих мест заключаются сделки на сумму более 90 миллиардов долларов<sup>х</sup>. Электронные брокерские системы дешевле, они более прозрачны и более эффективны при осуществлении сделок и учете<sup>6</sup>. «Очень много сделок сейчас заключается электронно, а не вербально. Но по большей части то, что люди делали с помощью электронных средств – это пытались копировать голосовое заключение сделок, так что непосредственная механика заключения сделок и операционные процессы стали намного проще, намного модернизированнее и, очевидно, дешевле. Если посмотреть непосредственно на механику, на то, как это работает, то особых различий нет», – объясняет трейдер. Более мелкие банки извлекли особую выгоду от более простого доступа к рынку.

Для трейдеров переход от голосовых брокеров к электронным брокерским системам явился также переходом от более слуховых к более визуальным восприятиям и представлениям о валютном рынке. В то время как прежде трейдеры могли слышать, как другие трейдеры выкрикивают котировки, сегодня они видят котировки на экране компьютера. «Выявление цен было процессом, который действительно занимал некоторое время, и это было частью процесса, ты звонил другим банкам, либо для того, чтобы произвести расчет, который ты мог сделать лучше, потому что они не знали точно, где будет цена, или просто, чтобы выяснить, где будет цена.

<sup>х</sup> Эти числа заимствованы с веб-страниц поставщиков: [http://www.ebs.com/products/spot/docs/spot\\_sheet.pdf](http://www.ebs.com/products/spot/docs/spot_sheet.pdf) и <http://about.reuters.com/productinfo/treasury.asp?seg=1>

Так что там шло много межбанковских звонков, а сегодня обо всем рассказывает тебе машина», – говорит о переменах трейдер. Один трейдер отмечает, что это привело к снижению эмоциональности при заключении сделок. В то время как раньше «никто не знал, где рынок. Какой-то парень выкрикивал 90-95, кто-то выкрикивал 80-85, а кто-то – 10-15, так что все зависело от мнения трейдера», сегодня «мы видим все предложения на покупку и продажу, так что люди не так сильно боятся рынка». Однако, другие трейдеры с этим не согласны. По словам другого трейдера: «Тот факт, что все находится на одном экране... делает все это еще в большей степени психологической игрой».

### Инвестиционные компании, пенсионные фонды и хедж-фонды

Каждый год разнообразные *инвестиционные компании*, такие как «Fidelity and Vanguard» в США, зарабатывают миллиарды для своих клиентов (и для себя), управляя объединенными фондами инвесторов и инвестируя их. За плату, их фонды предлагают инвесторам преимущества простой диверсификации и низких транзакционных издержек по инвестициям. В зависимости от инвестиционных целей и философии инвестиционного фонда, менеджеры фонда могут инвестировать в национальные или международные ценные бумаги или облигации. Поскольку приобретение и продажа международных активов требуют валютных операций, инвестиционные компании являются важными игроками на валютном рынке.

*Пенсионные фонды* управляют деньгами с пенсионных счетов и инвестируют их, часто с очень низким уровнем риска. Подобные пенсионные счета могут спонсироваться индивидуально или устанавливаться корпорациями, профсоюзами или правительствами, быть направленными на обеспечение наемных работников деньгами к пенсии. Некоторые из самых крупных пенсионных фондов – это «ABP», крупнейший европейский пенсионный фонд, «California Public Employees Retirement System», крупнейший пенсионный фонд в США, каждый из которых обладает более чем 100 миллиардами долларов в активах. Многие менеджеры пенсионных фондов вступают в валютные операции, пользуясь

всемирной диверсификацией, чтобы обеспечить определенный доход для своего фонда.

*Хедж-фонды* – это в основном товарищества ограниченного числа закрытых инвесторов. Согласно закону США о ценных бумагах хедж-фонды освобождаются от регистрации и могут заключать сделки по широкому кругу различных финансовых продуктов. Хедж-фонды могут применять агрессивные стратегии заключения сделок, находящиеся за пределами возможностей инвестиционных компаний, оперирующих взаимными фондами. Также как инвесторы во взаимных фондах, инвесторы в хедж-фондах выплачивают зарплату административному персоналу; однако хедж-фонды также берут процент от общих прибылей. Влияние хеджированных фондов стало очевидным, когда «Quantum Fund» Джорджа Сороса (George Soros) заработал больше 1 миллиарда долларов, продавая британский фунт стерлингов в сентябре 1992 года, помогая вытеснить фунт из механизма контроля валют Европейского экономического сообщества.

### Корпорации и мультинациональные компании

Корпорации и мультинациональные компании сходным образом задействованы на валютном рынке либо через банки, либо через свои собственные валютные отделы. Традиционно, корпорации (например, производители потребительских товаров), и организации сферы услуг (например, туристические агентства) рассматривали валютный рынок как неприятную необходимость для осуществления бизнеса по всему миру. Сегодня, однако, ряд международных корпораций стал крайне изощренным в своих валютных операциях, они создали свои собственные торговые отделы, которые гордятся технологиями заключения сделок и информационными технологиями, которые подходят именно этим банкам. Однако обычно корпорации не заключают сделок напрямую на межбанковском рынке, но принимают участие на рынке через банки.

Одной из главных причин подключения корпораций к валютному рынку является валютное хеджирование, (то есть защита бизнеса с помощью нейтрализации риска неблагоприятных колебаний валют). Компании, действующие в международном формате, изучают валютные курсы, когда принимают решение, к

примеру, где разместить свое производство, где покупать сырье и нанимать работников и как определить цену своих товаров. Например, европейский импортер японских машин покупает эти машины на японские йены. Если йена растет в цене, то цена доставки машин через шесть месяцев может оказаться значительно выше, чем сейчас, во время размещения заказа на машины. Чтобы хеджировать этот риск европейский импортер может купить йену на форвардном рынке у своего банка<sup>xi</sup>, (то есть согласовать со своим банком фиксированную цену, по которой он получит необходимую сумму в йенах через шесть месяцев за фиксированную сумму в евро).

Даже более мелкие компании, которые приобретают материалы, нанимают рабочую силу, продают свою продукцию только на внутреннем рынке, возможно, вынуждены разрабатывать стратегии хеджирования, чтобы управлять валютным риском. Часто существуют иностранные конкуренты, которые также задействованы на внутреннем рынке<sup>7</sup>.

Корпорации также могут попытаться увеличить свой бизнес, спекулируя на валютных колебаниях. К примеру, корпорации могут выборочно решить, какие из своих валютных операций они хеджируют, основываясь на своих ожиданиях относительно валютных колебаний. Корпорации могут принять решение управлять своим торговым департаментом как независимым центром получения прибыли, поддерживая, таким образом, свои доходы. Временно некоторые международные корпорации зарабатывают больше денег с помощью своих инвестиций на валютном рынке, нежели чем с помощью коммерческих предприятий.

Поскольку разделительная линия между хеджированием и спекуляцией корпораций размыта, сложно оценить степень, в которой корпорации активно спекулируют на валютном рынке. Независимо от того, является ли причиной заключения валютных сделок защита от рыночного риска или желание получить прибыль от валютных колебаний, эта корпоративная торговая деятельность является источником значительного влияния на колебания валютных курсов. Таким образом, хеджирование корпорациями, возможно,

<sup>xi</sup> Определение форвардных операций смотри в разделе «Инструменты» этой главы.

сыграло большую роль в уходе британского фунта стерлингов из механизма контроля валют Европейского экономического сообщества, нежели такие спекулянты, как «Quantum Fund», упомянутый выше<sup>7</sup>.

### Индивиды

Индивиды играют лишь ограниченную роль на валютном рынке. Их операции, изначально связанные с международным туризмом или приобретением иностранных товаров, обычно слишком малы, чтобы сдвинуть с места рынок. Спекуляция индивидами исторически была ограничена, поскольку это было слишком дорого – спекулировать на уровне розницы, и только чрезвычайно состоятельные люди могли участвовать в оптовом рынке. Однако в последнее время торговые платформы валютного рынка в Интернете (такие как Oanda.com) начали позволять менее зажиточным индивидам спекулировать валютами. Эти услуги часто предлагают советы относительно дневных операций. «Никогда еще играть на валютном рынке не было проще!» – выкрикивает одна служба, ищущая инвесторов. «Можно ли доверять фондовому рынку? Узнайте о стратегическом заключении сделок на валютном рынке. Посмотрите, как 10 000 долларов могут принести 1 250 000 евро», – рекламирует другая. Таким образом, независимые эффекты усиления позволяют инвесторам получать (и, конечно, терять) значительные суммы на малейших колебаниях валютных курсов. Пока не ясно, окажет ли это существенное влияние на рыночную динамику.

### Всемирные агентства финансовых новостей

Помимо трейдеров значительную роль на валютном рынке играют также службы новостей. Как во время интервью отметил один эксперт в области заключения сделок: «Каждый является участником рынка, независимо от того, торгует ли он, или предоставляет информацию». Трейдеры и службы финансовых новостей действительно симбиотически переплетены. Трейдеры основывают свои решения на имеющейся у них информации. Агентства финансовых новостей предоставляют информацию, включая валютные курсы, сообщения о политических новостях,

экономическую статистику и комментарии от высокопоставленных политиков.

Основные всемирные онлайн-поставщики финансовых новостей – это США и Великобритания. «AP-Dow Jones», «Bloomberg News» и «Bridge News» (бывший «Knight-Ridder») – американские, в то время как самый крупный, «Reuters», – британский. Для трейдеров эти электронные, в режиме реального времени, всемирные поставщики новостей являются ключевым «окном» в валютный рынок. Важность этих всемирных финансовых служб новостей выросла вместе с размером самого валютного рынка. Действительно, число новостных терминалов растет даже стремительнее, чем само заключение сделок. К примеру, «Bloomberg» вырос с нуля терминалов в 1983 году, до более чем 70 000 в 1995. «Reuters» вырос с 50 000 терминалов в 1985 году до 300 000 в 1995 году<sup>8</sup>.

Недавно мы стали свидетелями серьезных перемен в роли агентств новостей, где границы с торговыми учреждениями часто пересекаются. Банки пытаются усилить влияние на поставщиков финансовых новостей или даже предоставляют свои собственные новостные услуги. Электронные экраны, предоставляемые службами новостей, позволяют банкам наполнить широкие спектры рынка своей собственной информацией. Службы новостей разработали системы, которые позволяют торговым учреждениям не только собирать рыночную информацию, но также действительно торговать друг с другом.

Таким образом, без всемирных финансовых служб новостей валютный рынок, каким мы его знаем сегодня, не существовал бы. Как пронизательно формулирует это один финансовый журналист: «Без новостей нет и рынка. Не было бы никакого обмена, любого, никаких сделок, если бы не было бы новостей».

### Краткие ссылки

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

1. Bank for International Settlements (2002)
2. Clark, G. (1999)
3. Swiss Bank Corporation (1992)
4. Roth, p. (1996)

5. Newby, A. (2002)
6. Liebenberg, L. (2002)
7. Millman, G.J. (1995)
8. J.P.Morgan (1996)

## Приложение

### Европейский и Североамериканский опрос

В общей сложности 321 трейдер валютного рынка из Великобритании, Германии, Швейцарии и Австрии принял участие в «Европейском опросе» (процент ответивших – 54%). Из принявших участие трейдеров, 92% были трейдерами коммерческих или инвестиционных банков, 5% – трейдерами центрального банка, а 3% указали, что они работают на различные финансовые учреждения. Тридцать два процента трейдеров работают в Швейцарии, 32% – в Великобритании, 18% – в Австрии, а 12% – в Германии. Выборка состояла по большей части из старших трейдеров (75%) и, в меньшей степени, – из младших трейдеров (22%) и стажеров (3%). Относительно используемых инструментов валютного рынка, 51% трейдеров заключали сделки спот, 13% – форвард, 8% – на денежном рынке, 8% торговали деривативами валютного рынка и 19% трейдеров комбинировали эти инструменты. Девяносто один процент трейдеров были мужчинами и 9% – женщинами.

Помимо трейдеров валютного рынка «Европейский опрос» также включил в себя ответы 59 финансовых журналистов, работающих на ведущих поставщиков финансовых новостей (процент ответивших – 30%). Эти журналисты активно работают на телеграфные службы новостей (64%), ежедневные финансовые новости (19%), финансовое телевидение (14%) и финансовые периодические издания (3%). Они являются корреспондентами (56%), редакторами и заместителями редакторов (32%) и другими журналистами финансовых новостей (12%). Семьдесят четыре процента финансовых журналистов были мужчинами, а 26% – женщинами.

Из трейдеров, участвовавших в «Североамериканском опросе», примерно половина (53%) работают в Нью-Йорке, одна треть (33%) – в США, но не в Нью-Йорке, и одна седьмая (14%) – в Канаде. Три четверти трейдеров (73%) по большей части заключали сделки спот, одна треть (33%) – форвард, одна пятая (23%) – по деривативам и 6% – на денежном рынке. Примерно 6 из 10 трейдеров (59%) работают на межбанковском рынке, 3 из 10 (32%) как трейдеры по работе с клиентами или продавцы валютного рынка, а 2 из 10 (20%) как частные трейдеры. Очень маленький процент респондентов (1%) указали, что они работают валютными стратегами и аналитиками. Трейдеры сообщили, что их средний опыт заключения сделок – 12 лет. Выборка опроса состояла по большей части из старших трейдеров (75%), за ними шли приблизительно равные по величине группы младших трейдеров (12%), заведующих финансовыми отделами или менеджеров валютного рынка (12%), и очень маленькая группа стажеров (1%). Также выборка «Североамериканского опроса» отражает превалирование мужчин-валютных трейдеров. Примерно 9 из 10 опрошенных трейдеров (88%) были мужчинами, а примерно 1 из 10 (12%) – женщинами.

Операционные залы для трейдеров в 21 из 26 ведущих банков на валютном рынке Северной Америки приняли участие в «Североамериканском опросе». Ведущие банки валютного рынка были определены как учреждения, включенные в один из приведенных ниже списков:

1. Банки, представленные в «New York Foreign Exchange Committee» в 2001 и/или 2002 году.
2. Упомянутые среди десятки лучших учреждений в «Global Top 50 Foreign Exchange Market Companies by Estimated Market Share», ежегодным списке, опубликованным журналом «Euromoney» в мае 2001 года.
3. Упомянутые среди десятки лучших учреждений в «Annual Ranking of Banks FX Revenues 2001», опубликованном «FX Week» в декабре 2001 года.
4. Упомянутые среди десятки лучших учреждений в «Best Provider of FX Services Overall annual ranking», опубликованном журналом «Global Investor» в марте 2002 года.

5. Упомянутые среди десятки лучших учреждений в ежегодном «Best Bank Overall for FX Dealing ranking», опубликованном «FX Week» в декабре 2001 года.

Триста двадцать шесть валютных трейдеров из этих ведущих валютных учреждений приняли участие в опросе (процент ответивших 60%). Сюда были включены данные о 90 трейдерах, работающих на другие валютные учреждения в Северной Америке, в связи с чем общее число опрошенных трейдеров выросло до 416. (Как в «Европейском», так и в «Североамериканском опросе», процент ответивших был относительно велик по сравнению с другими опросами профессионалов валютного рынка. Например, сообщалось о 8% и 6% ответивших на вопросы почтовых опросов, проведенных среди трейдеров валютного рынка США и Великобритании. Сообщалось о 41% ответивших на анкеты, распространенные среди профессионалов валютного рынка Германии<sup>4</sup>, а анкетирование, проведенное среди трейдеров в Лондоне, получило 60% ответивших<sup>5</sup>.)

Глубокие исследовательские интервью были проведены с 54 экспертами в области валютной торговли (заведующими финансовыми отделов, старшими членами торгового менеджмента, главами торговых отделов и старшими трейдерами) и 16 экспертами в области новостей валютного рынка (редакторами, заместителями редакторов, старшими журналистами), которым было гарантировано, что их личные данные будут защищены.

### Краткие ссылки

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

1. Nicolson, A., ed. (2002)
2. Cheung, Y.-W. and Chinn, M.D. (2001)
3. Cheung, Y.-W. et al. (1999)
4. Menkhoff, L. (1998)
5. Taylor, M.P. and Allen, H. (1992)

## Подробная библиография

- Abelson, R. P. (1976). Social psychology's rational man. In: S. I. Benn and G. W. Mortimore (eds), *Rationality in the Social Sciences* (pp. 58-87). London: Routledge & Kegan Paul.
- Abrams, D. and Hogg, M. A. (1988). Comments on the motivational status of self-esteem in social identity and intergroup discrimination. *European Journal of Social Psychology*, 18(4), 317-334.
- Allais, M. (1953). Rational man's behavior in the presence of risk: Critique of the postulates and axioms of the American school. *Econometrica*, 21, 503-546.
- Allen, F., Morris, S., and Shin, H. S. (2002). Beauty contests, bubbles and iterated expectations in asset markets. Retrieved from the World Wide Web: <http://www.econ.yale.edu/~sm326/beauty.pdf>
- Allen, H. and Taylor, M. P. (1990). Charts, noise and fundamentals in the London foreign exchange market. *Economic Journal*, 100(400), 49-59.
- Allport, G. W. and Postman, L. J. (1947). *The Psychology of Rumor*. New York: H. Holt & Co.
- Altman, M. (1990). How not to do things with metaphors we live by. *College English*, 5(52), 495-506.
- Anderson, J. R. (1990). *Cognitive Psychology and Its Implications* (3rd edn). New York: W.H. Freeman.
- Anderson, M. A. and Goldsmith, A. H. (1994a). Economic and psychological theories of forecast bias and learning: Evidence from U.S. business manager's forecasts. *Eastern Economic Journal*, 20(4), 413-427.
- Anderson, M. A. and Goldsmith, A. H. (1994b). Rationality in the mind's eye: An alternative test of rational expectations using subjective forecast and evaluation data. *Journal of Economics*, 15, 379-403.
- Andreassen, P. B. (1987). On the social psychology of the stock market: Aggregate attributional effects and the regressiveness of prediction. *Journal of Personality and Social Psychology*, 3(53), 490-496.
- Antonides, G. and van der Sar, N. L. (1990). Individual expectations, risk perception and preferences in relation to investment decision making. *Journal of Economic Psychology*, 11(2), 227-245.
- Arkes, H. R. and Blumer, C. (1985). The psychology of sunk cost. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 35(1), 124-140.
- Aronson, E. (2004). *Social Psychology* (4th edn). New York: Pearson/Prentice Hall.
- Asch, S. E. (1951). Effects of group pressure upon the modification and distortion of judgments. In: H. Guetzkow (ed.), *Groups, Leadership, and Men* (pp. 177-190). Pittsburgh: Carnegie Press.
- Bagozzi, R. P. (1978). The construct validity of the affective, behavioral, and cognitive components of attitude by analysis of covariance structures. *Multivariate Behavioral Research*, 13(1), 9-31.
- Banerjee, A. V. (1992). A simple model of herd behavior. *Quarterly Journal of Economics*, 107(3), 797-817.
- Bank for International Settlements (2002). *Triennial Central Bank Survey: Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2001*. Basle, Switzerland: Bank for International Settlements.
- Banz, R. W. (1981). The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of Financial Economics*, 9(1), 3-18.
- Barber, B. M. and Odean, T. (2000). Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors. *Journal of Finance*, 55(2), 773-806.
- Barber, B. M. and Odean, T. (2001). Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment. *Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261-292.
- Barberis, N., Shleifer, A., and Vishny, R. (1998). A model of investor sentiment. *Journal of Financial Economics*, 49(3), 307-343.
- Barkow, J. H., Cosmides, L., and Tooby, J. (1992). *The Adapted Mind: Evolutionary Psychology and the Generation of Culture*. New York: Oxford University Press.
- Baron, J. (2000). *Thinking and Deciding*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Barwick, M. R. and Mount, M. K. (1991). The big five personality dimensions and job performance: A meta-analysis. *Personnel Psychology*, 44(1), 1-26.
- Barnick, M. R., Mount, M. K., and Judge, T. A. (2001). Personality and performance at the beginning of the new millennium: What do we know and where do we go next? *International Journal of Selection and Assessment*, 9(1-2), 9-30.
- Basu, S. (1983). The relationship between earnings' yield, market value and return for NYSE common stocks: Further evidence. *Journal of Financial Economics*, 12(1), 129-156.
- Bazerman, M. H. (2002). *Judgment in Managerial Decision Making* (5th edn). New York: John Wiley & Sons.
- Beach, L. R. (1997). *The Psychology of Decision Making: People in Organizations*. Thousand Oaks, CA: Sage Publications.
- Bechara, A., Damasio, H., Tranel, D., and Damasio, A. R. (1997). Deciding advantageously before knowing the advantageous strategy. *Science*, 275(5304), 1293-1294.
- Beck, A. T. (1967). *Depression: Clinical, Experimental, and Theoretical Aspects*. New York: Hoeber Medical Division, Harper & Row.
- Bell, D. E. (1982). Regret in decision making under uncertainty. *Operations Research*, 30(5), 961-981.
- Belsky, G. and Gilovich, T. (1999). Why Smart People Make Big Money Mistakes--and How to Correct Them: Lessons from the New Science of Behavioral Economics. New York: Simon & Schuster.
- Bennett, A. (1994). Who's news: An economist investigates the irrationality of people. *Wall Street Journal*, July 29, 1.
- Berelson, B. and Steiner, G. A. (1964). *Human Behavior: An Inventory of Scientific Findings*. New York: Harcourt, Brace & World.
- Berkowitz, L. (1986). Situational influences on reactions to observed violence. *Journal of Social Issues*, 42(3), 93-106.
- Bernoulli, D. (1738/1954). *Exposition of a new theory on the measurement of risk*. *Econometrica*, 22(1), 23-36.
- Bernstein, P. L. (1996). *Against the Gods: The Remarkable History of Risk*. New York: John Wiley & Sons.
- Biais, B., Hilton, D., Mazurier, K., and Pouget, S. (2001). Psychological traits and trading strategies. Unpublished manuscript.
- Biek, M., Wood, W., and Chaiken, S. (1996). Working knowledge, cognitive processing, and attitudes: On the determinants of bias. *Personality and Social Psychology Bulletin*, 22(6), 547-556.
- Bikhchandani, S., Hirshleifer, D., and Welch, I. (1992). A theory of fads, fashion, custom, and cultural change in informational cascades. *Journal of Political Economy*, 100(5), 992-1026.
- Black, F. (1986). Noise. *Journal of Finance*, 3(41), 529-544.
- Black, M. (1977). Mehr fiber die Metapher [More about the metaphor]. In: A. Haverkamp (ed.), *Theorie der Metapher* (pp. 379-413). Darmstadt, Germany: Wissenschaftliche Buchgesellschaft [in German].
- Blanz, M., Mummendey, A., and Otten, S. (1995). Positive-negative asymmetry in social discrimination: The impact of stimulus valence and size and status differentials on intergroup evaluations. *British Journal of Psychology*, 34(4), 409-419.
- Bordia, P. and Rosnow, R. L. (1998). Rumor rest stops on the information highway: Transmission patterns in a computer-mediated rumor chain. *Human Communication Research*, 25(2), 163-179.
- Borges, B., Goldstein, D. G., Otmann, A., and Gigerenzer, G. (1999). Can ignorance beat the stock market? In: G. Gigerenzer and P. M. Todd (eds), *Simple Heuristics that Make us Smart* (pp. 59-72). Oxford, UK: Oxford University Press.
- Borman, W. C. and Motowidlo, S. J. (1997). Task performance and contextual performance: The meaning for personnel selection research. *Human Performance*, 10(2), 99-109.
- Bower, G. H. (1981). Mood and memory. *American Psychologist*, 36(2), 129-148.
- Bower, G. H. and Cohen, P. R. (1982). Emotional influences in memory and thinking: Data and theory. In: M. S. Clark and S. T. Fiske (eds), *Affect and Cognition* (pp. 291-331). Hillsdale, NJ: Erlbaum.
- Bower, G. H. and Forgas, J. P. (2000). Affect, memory, and social cognition. In: E. Eich, J. F. Kihlstrom, G. H. Bower, J. P. Forgas, and P. M. Niedenthal (eds), *Cognition and Emotion* (pp. 87-168). Oxford, UK: Oxford University Press.
- Bower, G. H., Gilligan, S. G., and Monteiro, K. P. (1981). Selectivity of learning caused by affective states. *Journal of Experimental Psychology: General*, 110(4), 451-473.
- Boyd, M. (2001). On ignorance, intuition, and investing: A bear market test of the recognition heuristic. *Journal of Psychology and Financial Markets*, 2(3), 150-156.
- Bradley, J. V. (1981). Overconfidence in ignorant experts. *Bulletin of the Psychonomic Society*, 17(2), 82-84.

- Brandstatter, E., Kuehberger, A., and Schneider, F. (2002). A cognitive-emotional account of the shape of the probability weighting function. *Journal of Behavioral Decision Making*, 15(2), 79-100.
- Bray, R. M. and Noble, A. M. (1978). Authoritarianism and decisions of mock juries: Evidence of jury bias and group polarization. *Journal of Personality and Social Psychology*, 36(12), 1424-1430.
- Breckler, S. J. (1984). Empirical validation of affect, behavior, and cognition as distinct components of attitude. *Journal of Personality and Social Psychology*, 47(6), 1191-1205.
- Broemer, P. (1998). Ambivalent attitudes and information processing. *Swiss Journal of Psychology-Schweizerische Zeitschrift fuer Psychologie-Revue Suisse de Psychologie*, 57(4), 225-234.
- Brown, R. (1986). *Social Psychology* (2nd edn). New York: Free Press.
- Brown, R. (2000). Social identity theory: Past achievements, current problems and future challenges. *European Journal of Social Psychology*, 30(6), 745-778.
- Bruner, J. S. and Goodman, C. C. (1947). Value and need as organizing factors in perception. *Journal of Abnormal and Social Psychology*, 42, 33-44.
- Buvinic, M. L. and Berkowitz, L. (1976). Delayed effects of practiced versus unpracticed responses after observation of movie violence. *Journal of Experimental Social Psychology*, 12(3), 283-293.
- Carew, E. and Slatyer, W. (1989). *Forex: The Techniques of Foreign Exchange*. Sydney: Allen & Unwin.
- Cavaglia, S. M. F. G. and Wolff, C. C. P. (1996). A note on the determinants of unexpected exchange rate movements. *Journal of Banking and Finance*, 20(1), 179-188.
- Chan, L. K. C., Hamao, Y., and Lakonishok, J. (1991). Fundamentals and stock returns in Japan. *Journal of Finance*, 46(5), 1739-1764.
- Chang, P. H. K. and Osler, C. L. (1999). Methodical madness: Technical analysis and the irrationality of exchange-rate forecasts. *Economic Journal*, 109(458), 636-Q61.
- Chapman, L. J. and Chapman, J. P. (1967). Genesis of popular but erroneous psychodiagnostic observations. *Journal of Abnormal Psychology*, 72(3), 193-204.
- Cheung, Y.-W., and Chinn, M. D. (2001). Currency traders and exchange rate dynamics: A survey of the US market. *Journal of International Money and Finance*, 20(4), 439-471.
- Cheung, Y.-W., Chinn, M. D., and Marsh, I. W. (1999). How do UK-based foreign exchange dealers think their market operates? Traders, market microstructure and exchange rate dynamics. Unpublished manuscript.
- Chu, J. and Osler, C. L. (2004). Identifying noise traders: The head-and-shoulders pattern in U.S. equities. Unpublished manuscript.
- Clark, G. (1999). *Betting on Lives: The Culture of Life Insurance in England, 1695-1775*. New York: Manchester University Press.
- Clasing, H. and Craig, R. (1990). Deciphering the market's moods and modes. *Futures*, 19(10), 32-34.
- Cohen, D. (2001). *Fear, Greed and Panic*. Chichester, UK: John Wiley & Sons.
- Combs, B. and Slovic, P. (1979). Newspaper coverage of causes of death. *Journalism Quarterly*, 56(4), 837-843.
- Condon, T. (2000). Atriax arrives. *Bank Technology News*, December, pp. 12-18.
- Cosmides, L. and Tooby, J. (1994). Better than rational: Evolutionary psychology and the invisible hand. *American Economic Review*, 84(2), 327-332.
- Costa, P. T. (1996). Work and personality: Use of the NEO-PI-R in industrial/ organizational psychology. *Applied Psychology: An International Review*, 45(3), 225-241.
- Costa, P. T. and McCrae, R. R. (1985). *The NEO Personality Inventory Manual*. Odessa, FL: Psychological Assessment Resources.
- Costa, P. T. and McCrae, R. R. (1992). *Revised NEO Personality Inventory (Neo-PI-R) and NEO Five-Factor Inventory (NEO-FFI)*. Professional Manual. Odessa, FL: Psychological Assessment Resources.
- Crocker, J., Thompson, L., McGraw, K. M., and Ingerman, C. (1987). Downwards comparison, prejudice, and evaluations of others: Effects of self-esteem and threat. *Journal of Personality and Social Psychology*, 52(5), 907-916.
- Czernik, A. and Steinmeyer, E. (1974). Experience of loneliness in normal and in neurotic subjects. *Archiv fuer Psychiatrie und Nervenkrankheiten*, 218(2), 141-159.
- Daniel, K., Hirshleifer, D., and Subrahmanyam, A. (1998). Investor psychology and security market under- and overreactions. *Journal of Finance*, 53(6), 1839-1885.
- Daniel, K. D., Hirshleifer, D., and Subrahmanyam, A. (2001). Overconfidence, arbitrage, and equilibrium asset

- pricing. *Journal of Finance*, 56(3), 921-965.
- Davis, F. D., Lohse, G. L., and Kottemann, J. E. (1994). Harmful effects of seemingly helpful information on forecasts of stock earnings. *Journal of Economic Psychology*, 15(15), 253-267.
- De Bondt, W. F. M., and Thaler, R. (1985). Does the stock market overreact? *Journal of Finance*, 40(3), 793-805.
- De Bondt, W. F. M. and Thaler, R. H. (1994). *Financial Decision-making in Markets and Firms: A Behavioral Perspective (Working Paper 4777)*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- De Long, J. B., Shleifer, A., Summers, L. H., and Waldmann, R. J. (1991). The survival of noise traders in financial markets. *Journal of Business and Psychology*, 64(1), 1-19.
- DiFonzo, N. and Bordia, P. (1997). Rumor and prediction: Making sense (but losing dollars) in the stock market. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 71(3), 329-353.
- DiFonzo, N., Bordia, P., and Rosnow, R. L. (1994). Reining in rumors. *Organizational Dynamics*, 1(23), 47-62.
- Digman, J. M. (1990). Personality structure: Emergence of the five-factor model. *Annual Review of Psychology*, 41, 417-440.
- Dreman, D. (1995). Outpsyching the market-1995 money guide. *Forbes [FBR]*, June 19, 162-168.
- Duchon, D., Ashmos, D., and Dunegan, K. J. (1991). Avoid decision making disaster by considering psychological bias. *Review of Business*, 1-2(13), 13-18.
- Eagly, A. H. (1998). Attitudes and the processing of attitude-relevant information. In: J. G. Adair and D. Belanger (eds.), *Advances in Psychological Science, Social, Personal, and Cultural Aspects* (Vol. 1, pp. 185-201). Hove, UK: Psychology Press/Erlbaum (UK)/Taylor & Francis.
- Eagly, A. H. and Chaiken, S. (1998). Attitude structure and function. In: D. T. Gilbert, S. T. Fiske, and G. Lindzey (eds), *The Handbook of Social Psychology* (Vol. 2, pp. 269-322). New York: McGraw-Hill.
- Earles, J. A., Driskill, W. E., and Dittmar, M. J. (1996). Methodology for identifying abilities for job classification: An application of job analysis. *Military Psychology*, 8(3), 179-193.
- Ederington, L. H. and Lee, J. H. (1993). How markets process information: News releases and volatility. *Journal of Finance*, 48(4), 1161-1191.
- Edwards, D. (1991). Categories are for talking: On the cognitive and discursive bases of categorization. *Theory and Psychology*, 4(1), 515-542.
- Edwards, D. (1997). *Discourse and Cognition*. London: Sage Publications.
- Edwards, W. (1954). The theory of decision making. *Psychological Bulletin*, 51, 380-417.
- Ellis, A. and Harper, R. A. (1961). *A Guide to Rational Living*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Ellisberg, D. (1961). Risk, ambiguity, and the savage axioms. *Quarterly Journal of Economics*, 75, 643-699.
- Etzioni, A. (1988). Normative-affective factors: Toward a new decision-making model. *Journal of Economic Psychology*, 2(9), 125-150.
- Evans, J. S. B. T. (1987). Beliefs and expectations as causes of judgmental bias. In: G. Wright and P. Ayton (eds), *Judgmental Forecasting* (pp. 31-47). New York: John Wiley & Sons.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fama, E. F. (1998). Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. *Journal of Financial Economics*, 49(3), 283-306.
- Fama, E. F. and French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance*, 47(2), 427-465.
- Farr, R. M. and Moscovici, S. (1984). *Social Representations*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Fazio, R. H. (1986). How do attitudes guide behavior? In: R. M. Sorrentino and E. T. Higgins (eds), *Handbook of Motivation and Cognition: Foundations of Social Behavior* (Vol. 1, pp. 204-243). New York: Guilford Press.
- Fazio, R. H. and Towles-Schwen, T. (1999). The MODE model of attitude-behavior processes. In: S. Chaiken and Y. Trope (eds), *Dual-process Theories in Social Psychology* (pp. 97-116). New York: Guilford Press.
- Feather, N. T. (1994). Values, national identification and favouritism towards the in-group. *British Journal of Social Psychology*, 33(4), 467-476.
- Feather, N. T. (1996). Social comparisons across nations: Variables relating to the subjective evaluation of national achievement and to personal and collective self-esteem. *Australian Journal of Psychology*,

- 48(2), 53-63.
- Fenton O'Creavy, M., Nicholson, N., Soane, E., and Willman, P. (1998). Individual and contextual influences on the market behaviour of finance professionals. Unpublished manuscript.
- Ferguson, R. (1989). On crashes. *Financial Analysts Journal*, 45(2), 42-52.
- Festinger, L. (1957). *A Theory of Cognitive Dissonance*. Stanford, CA: Stanford University Press.
- Fischhoff, B. and Beyth, R. (1975). "I knew it would happen": Remembered probabilities of once-future things. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 13(1), 1-16.
- Forgas, J. P. and Bower, G. H. (1988). Affect in social judgments. *Australian Journal of Psychology*, 40(2), 125-145.
- Frankel, J. A. and Froot, K. A. (1986). Understanding the US dollar in the eighties: The expectations of chartists and fundamentalists. *Economic Record Supplementary Issue*, 62, 24-38.
- Frankel, J. A. and Froot, K. A. (1987). Using survey data to test standard propositions regarding exchange rate expectations. *American Economic Review*, 77(1), 133-153.
- Frankel, J. A. and Froot, K. A. (1990a). Chartists, fundamentalists, and trading in the foreign exchange market. *American Economic Review*, 80(2), 181-185.
- Frankel, J. A. and Froot, K. A. (1990b). Exchange Rate Forecasting Techniques, Survey Data, and Implications for the Foreign Exchange Market (Working Paper WP/90/43). Washington, DC: International Monetary Fund.
- Frenkel, J. A. (1981). Flexible exchange rates, prices, and the role of "news": Lessons from the 1970s. *Journal of Political Economy*, 41(89), 665-705.
- Freud, S. (1900). *The Interpretation of Dreams*. New York: Macmillan.
- Freud, S. ([1933] 1965). *New Introductory Lectures on Psychoanalysis* (trans. James Strachey). New York: W.W. Norton & Company.
- Frey, B. S. (1990). *Entscheidungsanomalien: Die Sicht der Ökonomie*. *Psychologische Rundschau*, 41, 67-83.
- Friedman, M. (1953). *Essays in Positive Economics*. Chicago: University of Chicago Press.
- Froot, K. A. and Frankel, J. A. (1989). Forward discount bias: Is it an exchange risk premium? *Quarterly Journal of Economics*, 104(1), 139-161.
- Gardner, J. (1978). *On Moral Fiction*. New York: Basic Books.
- Garland, H. (1990). Throwing good money after bad: The effect of sunk costs on the decision to escalate commitment to an ongoing project. *Journal of Applied Psychology*, 75(6), 728-731.
- Ghiselli, E. E. (1973). The validity of aptitude tests in personnel selection. *Personnel Psychology*, 26(4), 461-477.
- Gigerenzer, G. and Todd, P. M. (1999). *Simple Heuristics that Make Us Smart*. Oxford, UK: Oxford University Press.
- Gilovich, T., Vallone, R., and Tversky, A. (1985). The hot hand in basketball: On the misperception of random sequences. *Cognitive Psychology*, 17(3), 295-314.
- Gimpl, M. L. and Dakin, S. R. (1984). Management and magic. *California Management Review*, 1(27), 126-136.
- Goldberg, J. and Nitzsch, R. v. (2001). *Behavioral Finance* (English edn). Chichester, UK: John Wiley & Sons.
- Goldberg, L. R. (1992). The development of markers for the Big-Five factor structure. *Psychological Assessment*, 4(1), 26-42.
- Goldberg, L. R. (1993). The structure of phenotypic personality traits. *American Psychologist*, 48(1), 26-34.
- Goldstone, N. B. (1988). *Trading Up*. London: Sidgwick & Jackson.
- Golec, J. and Tamarkin, M. (1995). Do bettors prefer long shots because they are risk-lovers, or are they just overconfident? *Journal of Risk and Uncertainty*, 11(1), 51-64.
- Goodhart, C. (1988). The foreign exchange market: A random walk with a dragging anchor. *Economica*, 55(220), 437-460.
- Goodhart, C. and Demos, A. A. (2000). Reuters' screen images of the foreign exchange markets: The yen/dollar and the sterling/dollar spot market. In: C. Goodhart and R. Payne (eds), *The Foreign Exchange Market: Empirical Studies with High-frequency Data* (pp. 75-133). New York: St Martin's Press.
- Goodhart, C., Ito, T., and Payne, R. (1996). One day in June 1993: A study of the working of the Reuters 2000-2 electronic foreign exchange trading system. In: J. A. Frankel, G. Galli, and A. Giovannini (eds), *The Microstructure of Foreign Exchange Markets* (pp. 107-179). Chicago: University of Chicago Press.
- Goodstein, L. D. and Lanyon, R. I. (1999). Applications of personality assessment to the workplace: A review. *Journal of Business and Psychology*, 13(3), 291-322.
- Gotthelf, P. (2003). *Currency Trading: How to Access and Trade the World's Biggest Market*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.
- Gray, J. (1997). Overquantification. *Financial Analysts Journal*, 6(53), 5-12.
- Groysberg, B. (2001). Can they take it with them? The portability of star knowledge workers' performance: Myth or reality. Unpublished manuscript.
- Guion, R. M. and Gotter, R. F. (1965). Validity of personality measures in personnel selection. *Personnel Psychology*, 18(2), 135-164.
- Gump, B. B. and Kulik, J. A. (1997). Stress, affiliation, and emotional contagion. *Journal of Personality and Social Psychology*, 72(2), 305-319.
- Hackman, R. J. (2002). *Leading Teams: Setting the Stage for Great Performances*. Boston: Harvard Business School Press.
- Hake, H. W. and Hyman, R. (1953). Perception of statistical structure of a random series of binary symbols. *Journal of Experimental Psychology*, 45, 64-74.
- Hakkio, C. S. and Pearce, D. K. (1985). The Reaction of Exchange Rates to Economic News (Research Paper No. 8501). Kansas City: Federal Reserve Bank.
- Hall, C. S., Lindzey, G., and Campbell, J. B. (1998). *Theories of Personality*. New York: John Wiley & Sons.
- Hardouvelis, G. A. (1988). Economic news, exchange rates and interest rates. *Journal of International Money and Finance*, 7(1), 23-35.
- Harris, E. S. and Zabka, N. M. (1995). The employment report and the dollar. *Current Issues in Economics and Finance*, 8(1), 1-6.
- Harvey, J. T. (1996). Long-term exchange rate movements: The role of the fundamentals in neoclassical models of exchange rates. *Journal of Economic Issues*, 2(30), 509-516.
- Hastie, R. and Dawes, R. M. (2001). *Rational Choice in an Uncertain World: The Psychology of Judgment and Decision Making*. Thousand Oaks, CA: Sage Publications.
- Hatfield, E., Cacioppo, J. T., and Rapson, R. L. (1993). Emotional contagion. *Current Directions in Psychological Science*, 2(3), 96-99.
- Hatfield, E., Cacioppo, J. T., and Rapson, R. L. (1994). *Emotional Contagion*. New York: Cambridge University Press.
- Hawawini, G. and Keim, D. B. (2000). The cross section of common stock returns: A review of the evidence and some new findings. In: D. B. Keim and W. T. Ziemba (eds), *Security Market Imperfections in Worldwide Equity Markets* (pp. 3-43). Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Herkner, W. (1983). *Sozialpsychologie* (3rd edn). Bern: Hans Huber [in German].
- Hirshleifer, D. (2001). Investor psychology and asset pricing. *Journal of Finance*, 56(4), 1533-1597.
- Ho, T. S. Y. and Michaely, R. (1988). Information quality and market efficiency. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 23(1), 53-70.
- Hodgson, G. M. (1993). The economy as an organism-not a machine. *Futures*, 25(4), 392-403.
- Hoelzl, E., Kirchner, E., and Rodler, C. (2002). Hindsight bias in economic expectations: I knew all along what I want to hear. *Journal of Applied Psychology*, 87(3), 437-443.
- Hofstaetter, P. R. (1956). Color symbolism and ambivalence. *Psychologische Beiträge*, 2, 526-540.
- Hogan, R., Hogan, J., and Roberts, B. W. (1996). Personality measurement and employment decisions: Questions and answers. *American Psychologist*, 51(5), 469-477.
- Hogarth, R. (1981). Beyond discrete biases: Functional and dysfunctional aspects of judgmental heuristics. *Psychological Bulletin*, 2(90), 197-217.
- Hogarth, R. M. (2001). *Educating Intuition*. Chicago: University of Chicago Press.
- Hogarth, R. and Reder, M. W. E. (1987). *Rational Choice: The Contrast between Economics and Psychology*. Chicago: University of Chicago Press.
- Hogg, M. A. and Abrams, D. (1988). *Social Identification: A Social Psychology of Intergroup Relations and Group Processes*. London: Routledge.
- Hogg, M. A. and Sunderland, J. (1991). Self-esteem and intergroup discrimination in the minimal group paradigm. *British Journal of Social Psychology*, 30(1), 51-62.



- Hogg, M. A., Terry, D. J., and White, K. M. (1995). A tale of two theories: A critical comparison of identity theory with social identity theory. *Social Psychology Quarterly*, 58(4), 255-269.
- Huberman, G. and Regev, T. (2001). Contagious speculation and a cure for cancer: A nonevent that made stock prices soar. *Journal of Finance*, 56(1), 387-396.
- Hunter, J. A., Stringer, M., and Coleman, J. T. (1993). Social explanations and self-esteem in Northern Ireland. *Journal of Social Psychology*, 133(5), 643-650.
- Ichheiser, G. (1949). Misunderstandings in human relations: A study in false social perception. *American Journal of Sociology*, 55(Supplement).
- Inwald, R. E. and Brockwell, A. L. (1991). Predicting the performance of government security personnel with the IPI and MMPI. *Journal of Personality Assessment*, 56(3), 522-535.
- Isozaki, M. (1984). The effect of discussion on polarization of judgments. *Japanese Psychological Research*, 26(4), 187-193.
- Ito, T. (1990). Foreign exchange rate expectations: Micro survey data. *American Economic Review*, 3(80), 434-449.
- Jegadeesh, N. and Titman, S. (1993). Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency. *Journal of Finance*, 48(1), 65-91.
- Johnson, M. (1987). *The Body in the Mind: The Bodily Basis of Meaning, Imagination, and Reason*. Chicago: University of Chicago Press.
- Jonas, E., Schulz-Hardt, S., Frey, D., and Thelen, N. (2001). Confirmation bias in sequential information search after preliminary decisions: An expansion of dissonance theoretical research on selective exposure to information. *Journal of Personality and Social Psychology*, 80(4), 557-571.
- JP Morgan (1996). *The Information Revolution in Financial Markets*. Prague: JP Morgan.
- Jungermann, H. and Thuring, M. (1987). The use of mental models for generating scenarios. In: G. Wright and P. Ayton (eds), *Judgmental Forecasting* (pp. 245-266). New York: John Wiley & Sons.
- Kahn, H. and Cooper, C. L. (1993). *Stress in the Dealing Room*. London: Routledge.
- Kahn, H. and Cooper, C. L. (1996). How foreign exchange dealers in the City of London cope with occupational stress. *International Journal of Stress Management*, 3(3), 137-145.
- Kahneman, D. and Tversky, A. (1973). On the psychology of prediction. *Psychological Review*, 80(4), 237-251.
- Kahneman, D. and Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 2(47), 263-291.
- Kahneman, D. and Tversky, A. (1982). The psychology of preference. *Scientific American*, 246, 160-173.
- Kahneman, D. and Tversky, A. (1984). Choices, values and frames. *American Psychologist*, 39, 341-350.
- Katona, G. (1972). Theory of expectations. In: B. Strumpet, J. N. Morgan and E. Zahn (eds), *Human Behavior in Economic Affairs* (pp. 549-582). Amsterdam: Elsevier Scientific.
- Katona, G. (1975). *Psychological Economics*. New York: Elsevier Scientific.
- Kelly, G. A. (1955). *The Psychology of Personal Constructs*. New York: W.W. Norton.
- Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. London: Macmillan.
- Kichuk, S. L. and Wiesner, W. H. (1998). Work teams: Selecting members for optimal performance. *Canadian Psychology*, 39(1-2), 23-32.
- Kirman, A. (1991). Epidemics of opinion and speculative bubbles in financial markets. In: M. P. Taylor (ed.), *Money and Financial Markets* (pp. 354-368). Cambridge, UK: Blackwell.
- Kirman, A. (1995). The behaviour of the foreign exchange market. *Bank of England - Quarterly Bulletin*, 3(35), 286-293.
- Klein, G. A. (1993). A recognition-primed decision (RPD) model of rapid decision making. In: G. A. Klein, J. Orasanu, R. Calderwood, and C. E. Zsombok (eds), *Decision Making in Action: Models and Methods* (pp. 138-147). Norwood, NJ: Ablex.
- Klein, G. A. (1998). *Sources of Power*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Knox, R. E. and Inkster, J. A. (1968). Postdecision dissonance at post time. *Journal of Personality and Social Psychology*, 8(4), 319-323.
- Krieger, A. J. and Claflin, E. (1992). *The Money Bazaar: Inside the Trillion-dollar World of Currency Trading*

- (1st edn). New York: Times Books.
- Kristof, A. L. (1996). Person-organization fit: An integrative review of its conceptualizations, measurement, and implications. *Personnel Psychology*, 49(1), 1-49.
- Kritzman, M. (1998). Risk and utility: Basics. In: P. L. Bemstein and A. Damodaran (eds), *Investment Management* (pp. 27-57). New York: John Wiley & Sons.
- Kubon-Gilke, G. (1996). Institutional economics and the evolutionary metaphor. *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 152(4), 723-738.
- Kyle, A. S. and Wang, F. A. (1997). Speculation duopoly with agreement to disagree: Can overconfidence survive the market test? *Journal of Finance*, 52(5), 2073-2090.
- Lakoff, G. (1987). *Women, Fire, and Dangerous Things: What Categories Reveal about the Mind*. Chicago: University of Chicago Press.
- Lakoff, G. and Johnson, M. (1980). *Metaphors We Live By*. Chicago: University of Chicago Press.
- Lakoff, G. and Johnson, M. (1999). *Philosophy in the Flesh: The Embodied Mind and Its Challenge to Western Thought*. New York: Basic Books.
- Lamont, O. A. and Thaler, R. H. (2003). Can the market add and subtract? Mispricing in tech stock carve-outs. *Journal of Political Economy*, 111(2), 227-268.
- Land, D. (1996). Partial views. In: R. Hutterer, G. Pawlowsky, P. F. Schmid and R. Stipsits (eds), *Client-centered and Experiential Psychotherapy: A Paradigm in Motion* (pp. 67-74). Frankfurt, Germany: Peter Lang.
- Langer, E., Blank, A., and Chanowitz, B. (1978). The mindlessness of ostensibly thoughtful action. *Journal of Personality and Social Psychology*, 36(6), 635-642.
- Lazarus, A. A. (1971). *Behavior Therapy and Beyond*. New York: McGraw-Hill.
- Lee, S. B. and Kim, K. J. (1994). Does the October 1987 crash strengthen the co-movements among national stock markets? *Review of Financial Economics*, 3(1-2), 89-102.
- Leeson, N. W. (1996). *Rogue Trader: How I Brought Down Barings Bank and Shook the Financial World*. Boston: Little & Brown.
- Levin, J. H. (1997). Chartists, fundamentalists and exchange rate dynamics. *International Journal of Finance and Economics*, 2(4), 281-290.
- Liberman, A., de la Hoz, V., and Chaiken, A. (1988). Prior attitudes as heuristic information. Unpublished manuscript.
- Liebenberg, L. (2002). *The Electronic Financial Markets of the Future*. New York: Palgrave Macmillan.
- Long, K. M., Spears, R., and Manstead, A. S. R. (1994). The influence of personal and collective self-esteem on strategies of social differentiation. *British Journal of Social Psychology*, 33(3), 313-330.
- Loomes, F. and Sugden, R. (1982). Regret theory: An alternative theory of rational choice under uncertainty. *Economic Journal*, 92(368), 805-824.
- Lopes, L. L. (1995). On modeling risky choice: Why reasons matter. In: J. P. Cavemi, H. M. Bar-Hillel, H. Barron, and H. Jungermann (eds), *Contributions to Decision Making* (Vol. 1, pp. 29-50). Amsterdam: North-Holland.
- Lovell, M. C. (1986). Tests of the rational expectations hypothesis. *American Economic Review*, 76(1), 110-124.
- Luca, C. (2000). *Trading in the Global Currency Markets*. New York: New York Institute of Finance.
- Lucas, R. E. (1978). Asset prices in an exchange economy. *Econometrica*, 46(6), 1429-1445.
- Lui, Y.-H. and Mole, D. (1998). The use of fundamental and technical analyses by foreign exchange dealers: Hong Kong evidence. *Journal of International Money and Finance*, 17(3), 535-545.
- Lux, T. (1995). Herd behavior, bubbles and crashes. *Economic Journal*, 105(431), 881-896.
- Lyons, R. K. (1998). Profits and position control: A week of FX dealing. *Journal of International Money and Finance*, 17(1), 97-115.
- Maas, P. and Weibler, J. (1990). *Boerse und Psychologie: Plaedoyer fur eine neue Perspektive*. Koeln: Deutscher Institut-Verlag GmbH [in German].
- MacDonald, R. and Marsh, I. W. (1996). Currency forecasters are heterogeneous: Confirmation and consequences. *Journal of International Money and Finance*, 15(5), 665-685.
- MacDonald, R. and Taylor, M. P. (1992). Exchange rate economics: A survey. *International Monetary Fund Staff Papers*, 39(1), 1-57.

- Maital, S. (1982). *Minds, Markets, and Money: Psychological Foundations of Economic Behavior*. New York: Basic Books.
- Malinowski, B. (1925) *Magic, Science, and Religion, and Other Essays*. New York: Doubleday.
- Malkiel, B. (1990). *A Random Walk down Wall Street*. New York: W.W. Norton.
- March, J. G. and Simon, H. A. (1958). *Organizations*. New York: John Wiley & Sons.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *Journal of Finance*, 7(1), 77-91.
- Maslow, A. H. (1962). *Toward a Psychology of Being*. Princeton, NJ: Van Nostrand.
- McCloskey, D. N. (1990). *If You're So Smart: The Narrative of Economic Expertise*. Chicago: University of Chicago Press.
- McCloskey, D. N. (1995). Metaphors economists live by. *Social Research*, 2(62), 215-237.
- McCloskey, J. C. and McCain, B. (1988). Variables related to nurse performance. *Journal of Nursing Scholarship*, 20(4), 203-207.
- McGoun, E. G. (1996). Fashion and finance. *International Review of Financial Analysis*, 1(5), 65-78.
- McNeil, B. J., Pauker, S. G., Sox, H. C., Jr, and Tversky, A. (1982). On the elicitation of preferences for alternative therapies. *New England Journal of Medicine*, 306(21), 1259-1262.
- Meese, R. A. and Rogoff, K. (1983). Empirical exchange rate models of the seventies: Do they fit out of sample? *Journal of International Economics*, 14(1-2), 3-24.
- Meier-Pesti, K. and Kirchler, E. (2003). Attitudes towards the euro by national identity and relative national status. *Journal of Economic Psychology*, 24(3), 293-299.
- Menkhoff, L. (1997). Examining the use of technical currency analysis. *International Journal of Finance and Economics*, 2(4), 307-318.
- Menkhoff, L. (1998). The noise trading approach-questionnaire evidence from foreign exchange. *Journal of International Money and Finance*, 17(3), 547-564.
- Mero, L. (1998). *Moral Calculations: Game Theory, Logic, and Human Frailty*. New York: Springer-Verlag.
- Merton, R. (1948). The self-fulfilling prophecy. *Antioch Review*, 8, 193-210.
- Miller, P. H. (2001). *Theories of Developmental Psychology* (4th edn). New York: Worth.
- Millman, G. J. (1995). *The Vandal's Crown: How the World's Currency Traders Overthrew the World's Central Banks*. New York: Free Press.
- Mitchell, M. L. and Harold, M. J. (1994). The impact of public information on the stock market. *Journal of Finance*, 3(49), 923-949.
- Morris, S. and Shin, H. S. (1998). Unique equilibrium in a model of self-fulfilling currency attacks. *American Economic Review*, 88(3), 587-589.
- Moscovici, S. and Zavalloni, M. (1969). The group as a polarizer of attitudes. *Journal of Personality & Social Psychology*, 12(2), 125-135.
- Mullen, B. and Riordan, C. A. (1988). Self-serving attributions for performance in naturalistic settings: A meta-analytic review. *Journal of Applied Social Psychology*, 18(1), 3-22.
- Muth, J. F. (1961). Rational expectations and the theory of price movements. *Econometrica*, 29, 315-335.
- Myers, D. G. (2002a). *Intuition: Its powers and perils*. New Haven, CT: Yale University Press.
- Myers, D. G. (2002b). *Social Psychology* (7th edn). Boston: McGraw-Hill.
- Neely, C. J. (1997). Technical analysis in the foreign exchange market: A layman's guide. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, September/October, 23-38.
- Neuman, G. A., Wagner, S. H., and Christiansen, N. D. (1999). The relationship between work-team personality composition and the job performance of teams. *Group and Organization Management*, 24(1), 28-45.
- Newby, A. (2002). 2002 Euromoney foreign exchange poll. *Euromoney*, May, p. 58.
- Newcomb, T. M. (1972). Expectations as a social-psychological concept. In: B. Strumpel, J. N. Morgan, and E. Zahn (eds), *Human Behavior in Economic Affairs* (pp. 109-117). Amsterdam: Elsevier Scientific.
- Nicolson, A. (ed.) (2002). *SG Dealers Directory 2002* (45th edn). London: Societe Generale.
- Niederhoffer, V. (1997). *The Education of a Speculator*. New York: John Wiley & Sons.
- Nisbett, R. E. and Ross, L. (1980). *Human Inference: Strategies and Shortcomings of Social Judgment*.

- Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Northcraft, G. B. and Neale, M. A. (1987). Experts, amateurs, and real estate: An anchoring-and-adjustment perspective on property pricing decisions. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 39(1), 84-97.
- Norton, L. P. (1996). The outliers. *Baron's*, May 20, 43-44.
- Oakes, D. W., Ferns, G. R., Martocchio, J. J., Buckley, M. R., and Broach, D. (2001). Cognitive ability and personality predictors of training program skill acquisition and job performance. *Journal of Business and Psychology*, 15(4), 523-548.
- Oberlechner, T. (2001a). Evaluation of currencies in the foreign exchange market: Attitudes and expectations of foreign exchange traders. *Zeitschrift fuer Sozialpsychologie*, 32(3), 18D-188.
- Oberlechner, T. (2001b). Importance of technical and fundamental analysis in the European foreign exchange market. *International Journal of Finance and Economics*, 6(1), 81-93.
- Oberlechner, T. (2003). *Psychology of Trading in the Foreign Exchange Market: Insights from North American Market Participants*. Cambridge, MA: Harvard University.
- Oberlechner, T. (2004a). The alchemists of finance: Personality and trading performance of foreign exchange traders. Unpublished manuscript.
- Oberlechner, T. (2004b). Perceptions of successful traders by foreign exchange professionals. *Journal of Behavioral Finance*, 5(1), 23-31.
- Oberlechner, T. and Hocking, S. (1997). *Market Psychology and the Dynamics of Information: An Interdisciplinary View of the Foreign Exchange Market*. Vienna: Webster University.
- Oberlechner, T. and Hocking, S. (2004). Information sources, news, and rumors in financial markets: Insights into the foreign exchange market. *Journal of Economic Psychology*, 25(3), 407-424.
- Oberlechner, T. and Osler, C. L. (2004). Overconfidence in currency markets. Unpublished manuscript.
- Oberlechner, T., Siuneco, T., and Kronberger, N. (2004). Surfing the money tides: Understanding the foreign exchange market through metaphors. *British Journal of Social Psychology*, 43(1), 133-156.
- Olsen, R. A. (1997). Desirability bias among professional investment managers: Some evidence from experts. *Journal of Behavioral Decision Making*, 10(1), 65-72.
- Osgood, C. E. (1952). The measurement of meaning. *Psychological Bulletin*, 49, 197-237.
- Osgood, C. E., Suci, G. J., and Tannenbaum, P. H. (1957). *The Measurement of Meaning*. Urbana, IL: University of Illinois Press.
- Oskamp, S. (1965). Overconfidence in case-study judgments. *Journal of Consulting Psychology*, 29(3), 261-265.
- Osterberg, W. P. and Wetmore Humes, R. (1993). The inaccuracy of newspaper reports of U.S. foreign exchange intervention. *Economic Review* (Federal Reserve Bank of Cleveland), 4(29), 25-33.
- Ostrom, T. M. (1969). The relationship between the affective, behavioral, and cognitive components of attitude. *Journal of Experimental Social Psychology*, 5(1), 12-30.
- Pennington, N. and Hastie, R. (1992). Explaining the evidence: Tests of the story model for juror decision making. *Journal of Personality and Social Psychology*, 62(2), 189-206.
- Penaud, W. and Vitale, P. (1994). *Information Flows in the Foreign Exchange Market* (Working Paper 9412). Cambridge, MA: University of Cambridge Department of Applied Economics.
- Pieters, R. G. M. and Van Raaij, W. F. (1988). Functions and management of affect: Applications to economic behavior. *Journal of Economic Psychology*, 9(2), 251-282.
- Pious, S. (1993). *The Psychology of Judgment and Decision Making*. New York: McGraw-Hill.
- Polanyi, M. (1962). *Personal Knowledge: Towards a Post-Critical Philosophy*. Chicago: University of Chicago Press.
- Polanyi, M. (1964). *Science, Faith and Society*. Chicago: University of Chicago Press.
- Pring, M. J. (1991). *Technical Analysis Explained: The Successful Investor's Guide to Spotting Investment Trends and Turning Points* (3rd edn). New York: McGraw-Hill.
- Pruitt, S. W., Reilly, R. J., and Hoffer, G. E. (1988). The effect of media presentation on the formation of economic expectations: Some initial evidence. *Journal of Economic Psychology*, 9(3), 315-325.
- Pulford, B. D. and Colman, A. M. (1997). Overconfidence: Feedback and item difficulty effects. *Personality and Individual Differences*, 23(1), 125-133.

- Rabin, M. (1998). Psychology and economics. *Journal of Economic Literature*, 36(1), 11-46.
- Rashes, M. S. (2001). Massively confused investors making conspicuously ignorant choices (MCI-MCIC). *Journal of Finance*, 56(5), 1911-1927.
- Reynolds, R. I. (1982). Search heuristics of chess players of different calibers. *American Journal of Psychology*, 95(3), 383-392.
- Reynolds, R. I. (1991). The application of a search heuristic by skilled problem solvers. *Bulletin of the Psychonomic Society*, 29(1), 55-56.
- Ricoeur, P. (1975). *The Rule of Metaphor*. Toronto: Toronto University Press.
- Riggio, R. E. and Taylor, S. J. (2000). Personality and communication skills as predictors of hospice nurse performance. *Journal of Business and Psychology*, 15(2), 351-359.
- Robertson, I. T. and Kinder, A. (1993). Personality and job competences: The criterion-related validity of some personality variables. *Journal of Occupational and Organizational Psychology*, 66(3), 225-244.
- Rogers, C. (1951). *Client-centered Therapy: Its Current Practice, Implications, and Theory*. Boston: Houghton-Mifflin.
- Rogers, C. (1961). *On Becoming a Person*. Boston: Houghton-Mifflin.
- Rosenberg, B., Reid, K. and Lanstein, R. (1985). Persuasive evidence of market inefficiency. *Journal of Portfolio Management*, 11(3), 9-16.
- Rosenberg, D. (2003). Early modern information overload. *Journal of the History of Ideas*, 64(1), 1.
- Rosnow, R. L. (1991). Inside rumor: A personal journey. *American Psychologist*, 46(4), 484-496.
- Rosse, J. G., Miller, J. L., and Stecher, M. D. (1994). A field study of job applicants' reactions to personality and cognitive ability testing. *Journal of Applied Psychology*, 79(6), 987-992.
- Roth, P. (1996). *Mastering Foreign Exchange*. London: Pearson Education.
- Rubinstein, A. (2003). "Economics and psychology"? The case of hyperbolic discounting. *International Economic Review*, 44(4), 1207-1216.
- Russo, E. J. and Schoemaker, P. J. H. (1989). *Decision Traps-The Ten Barriers to Brilliant Decision-making and How to Overcome Them*. New York: Simon & Schuster.
- Russo, E. J. and Schoemaker, P. J. H. (2002). *Winning Decisions: Getting It Right the First Time*. New York: Doubleday.
- Salgado, J. F. (1997). The five factor model of personality and job performance in the European community. *Journal of Applied Psychology*, 82(1), 30-43.
- Samuelson, W. and Zeckhauser, R. (1988). Status quo bias in decision making. *Journal of Risk and Uncertainty*, 1(1), 7-59.
- Scharfstein, D. S. and Stein, J. C. (1990). Herd behavior and investment. *American Economic Review*, 80(3), 465-479.
- Schmidt, F. L. and Hunter, J. E. (1998). The validity and utility of selection methods in personnel psychology: Practical and theoretical implications of 85 years of research findings. *Psychological Bulletin*, 124(2), 262-274.
- Schmitt, R. (1995). *Metaphern des Helfens [Metaphors of Helping]*. Weinheim: Beltz, Psychologie Verlags Union [in German].
- Schwager, J. D. (1989). *Market Wizards: Interviews with Top Traders*. New York: New York Institute of Finance.
- Schwager, J. D. (1992). *The New Market Wizards: Conversations with America's Top Traders*. New York: HarperCollins.
- Shapiro, Z. (1986). On the implications of behavioral decision making theory to economics. In: A. J. MacFadyen and H. W. MacFadyen (eds), *Economic Psychology: Intersections in Theory and Application* (pp. 621-644). Amsterdam: North-Holland.
- Shefrin, H. (2000). *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*. Boston: Harvard Business School Press.
- Shefrin, H. and Statman, M. (1985). The disposition to sell winners too early and ride losers too long. *Journal of Finance*, 40(3), 777-790.
- Sherif, M. (1936). *The Psychology of Social Norms*. New York: Harper.
- Shiller, R. J. (1984). Stock prices and social dynamics. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2.
- Shiller, R. J. (1989). *Market Volatility*. Cambridge, MA: MIT Press.

- Shiller, R. J. (2000). *Irrational Exuberance*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Shiller, R. J. and Pound, J. (1989). Survey evidence of diffusion of interest and information among investors. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 12, 47-66.
- Shleifer, A. (2000). *Inefficient Markets. An Introduction to Behavioral Finance*. New York: Oxford University Press.
- Shleifer, A. and Summers, L. H. (1990). The noise trader approach to finance. *Journal of Economic Perspectives*, 2(4), 19-33.
- Simon, H. A. (1957). *Models of Man: Social and Rational*. New York: John Wiley & Son.
- Simon, H. A. (1959). Theories of decision-making in economics and behavioral science. *American Economic Review*, 3(49), 254-283.
- Simon, H. A. (1987). Making management decisions: The role of intuition and emotion. *Academy of Management Executive*, February, 57-64.
- Skinner, B. F. (1974). *About Behaviorism*. New York: Knopf.
- Slovic, P. (1986). Psychological study of human judgment. Implications for investment decision making. In: H. R. Arkes and K. R. Hammond (eds), *Judgment and Decision Making: An Interdisciplinary Reader* (pp. 173-193). New York: Cambridge University Press.
- Slovic, P. (1990). Choice. In: D. N. Osherson and E. E. Smith (eds), *An Invitation to Cognitive Science-Thinking* (pp. 89-116). Cambridge, MA: MIT Press.
- Slovic, P., Fischhoff, B., and Lichtenstein, S. (1976). Cognitive processes and societal risk taking. In: J. S. Carroll and J. W. Payne (eds), *Cognition and Social Behavior* (pp. 165-184). Oxford, UK: Lawrence Erlbaum.
- Snyder, W. (1978). Decision-making with risk and uncertainty: The case of horse-racing. *American Journal of Psychology*, 91, 201-209.
- Soros, G. (1987). *The Alchemy of Finance: Reading the Mind of the Market*. New York: John Wiley & Sons.
- Soros, G. (1994). *The Theory of Reflexivity*. New York: Soros Fund Management.
- Stael von Holstein, C. A. (1972). Probabilistic forecasting: An experiment related to the stock market. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 8(1), 139-158.
- Stammer, C. (1993). The psychology of uncertainty in economic theory: A critical appraisal and a fresh approach. *Review of Political Economy*, 5(2), 181-196.
- Staw, B. M. and Ross, J. (1989). Understanding behavior in escalation situations. *Science*, 246(4927), 216-220.
- Steiner, I. D. (1972). *Group Process and Productivity*. New York: Academic Press.
- Steiner, I. D. (1980). Attribution of choice. In: M. Fishbein (ed.), *Progress in Social Psychology*. Hillsdale, NJ: Erlbaum.
- Stemberg, R. J. (2002). *Cognitive Psychology* (3rd edn). Belmont, CA: Wadsworth Publishing.
- Stoner, J. A. (1961). *A Comparison of Individual and Group Decisions Involving Risk*. Cambridge, MA: MIT.
- Svenson, O. (1981). Are we all less risky and more skillful than our fellow drivers? *Acta Psychologica*, 47(2), 143-148.
- Swiss Bank Corporation (1992). *Foreign Exchange and Money Market Operations*. Tajfel, H. (1974). Social identity and intergroup behaviour. *Social Science Information*, 13(2), 65-93.
- Tajfel, H. and Turner, J. C. (1979). An integrative theory of intergroup relations. In: W. G. Austin and S. Worchel (eds), *The Social Psychology of Intergroup Conflict* (pp. 33-47). Monterey, CA: Brooks-Cole.
- Tajfel, H. and Turner, J. C. (1986). The social identity theory of intergroup behavior. In: W. G. Austin and S. Worchel (eds), *Psychology of Group Influence*. Hillsdale, NJ: Erlbaum.
- Taleb, N. N. (2001). *Foiled by Randomness*. New York: Texere.
- Taylor, M. P. and Allen, H. (1992). The use of technical analysis in the foreign exchange market. *Journal of International Money and Finance*, 11(3), 304-314.
- Tett, R. P., Jackson, D. N., and Rothstein, M. (1991). Personality measures as predictors of job performance: A meta-analytic review. *Personnel Psychology*, 44(4), 703-742.
- Thaler, R. (1985). Mental accounting and consumer choice. *Marketing Science*, 4(3), 199-214.
- Thaler, R. H. (1991). *Quasi-rational Economics*. New York: Russell Sage Foundation.
- Thaler, R. H. (1992). *The Winner's Curse: Paradoxes and Anomalies of Economic Life*.

- Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Thaler, R. H. and Johnson, E. J. (1990). Gambling with the house money and trying to break even: The effects of prior outcome on risky choice. *Management Science*, 36(6), 643-660.
- Tokar, D. M., Fischer, A. R., and Subich, L. M. (1998). Personality and vocational behavior: A selective review of the literature, 1993-1997. *Journal of Vocational Behavior*, 53(2), 115-153.
- Tupes, E. C. and Christal, R. E. (1961). Recurrent Personality Factors Based on Trait Ratings (Technical Report 61-97, p. 40). Lackland AFB, TX: USAF Aeronautical Systems Division
- Turner, J. C. (1982). Towards a cognitive redefinition of the social group. In: H. Tajfel (ed.), *Social Identity and Intergroup Relations* (pp. 15-40). Cambridge, MA: Cambridge University Press.
- Turner, J. C. (1985). Social categorization and the self-concept: A social cognitive theory of group behavior. In: E. J. Lawler (ed.), *Advances in Group Processes: Theory and Research* (Vol. 2, pp. 77-122). Greenwich, CT: JAI.
- Turner, R. L. and Killian, L. M. (1957). *Collective Behavior*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Tversky, A. and Kahneman, D. (1971). Belief in the law of small numbers. *Psychological Bulletin*, 76(2), 105-110.
- Tversky, A. and Kahneman, D. (1973). Availability: A heuristic for judging frequency and probability. *Cognitive Psychology*, 5(2), 207-232.
- Tversky, A. and Kahneman, D. (1974). Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *Science*, 185, 1124-1131.
- Tversky, A. and Kahneman, D. (1981). The framing of decisions and the psychology of choice. *Science*, 211(1), 453-458.
- Tversky, A. and Kahneman, D. (1982). Judgments of and by representativeness. In: D. Kahneman, P. Slovic, and A. Tversky (eds), *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Tversky, A. and Kahneman, D. (1988). Rational choice and the framing of decisions. In: D. E. Bell, H. Raiffa, and A. Tversky (eds), *Decision Making-Descriptive, Normative, and Prescriptive Interactions* (pp. 167-192). Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Vanden Abeele, P. (1988). Economic agents' expectations in a psychological perspective. In: W. F. Van Raaij, G. M. van Veldhoven, and K. E. Wilmeryd (eds), *Handbook of Economic Psychology* (pp. 497-515). Dordrecht, The Netherlands: Kluwer Academic.
- Van Raaij, W. F. (1986). Economic phenomena from a psychological perspective: Economic psychology. In: A. J. MacFadyen and H. W. MacFadyen (eds), *Economic Psychology: Intersections in Theory and Application* (pp. 9-23). Amsterdam: North-Holland.
- Van Raaij, W. F. (1989). Economic news, expectations and macro-economic behavior. *Journal of Economic Psychology*, 10(4), 473-493.
- Vigfusson, R. (1997). Switching between chartists and fundamentalists: A Markov regime-switching approach. *International Journal of Finance and Economics*, 2(4), 291-305.
- von Neumann, J. and Morgenstern, O. (1947). *Theory of Games and Economic Behavior*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Wagenaar, W. A. (1971). Appreciation of conditional probabilities in binary sequences. *Acta Psychologica*, 34(2-3), 348-356.
- Wagner, U. and Zick, A. (1990). The psychology of intergroup relationships: The social identity approach. *Gruppendynamik*, 21(3), 319-330.
- Watzlawick, P. (1967) *Pragmatics of Human Communication: A Study of Interactional Patterns, Pathologies, and Paradoxes*. New York: W.W. Norton.
- Watzlawick, P. (1976) *How Real Is Real? Communication, Disinformation, Confusion*. New York: Random House.
- Watzlawick, P. (1984) *The Invented Reality: How Do We Know What We Believe We Know? Contributions to Constructivism* (1st edn). New York: W.W. Norton.
- Weatherall, A. and Walton, M. (1999) The metaphorical construction of sexual experience in a speech community of New Zealand university students. *British Journal of Social Psychology*, 4(38), 479-498.
- Wertlieb, D. L. (1996). Affective development. In: R. J. Corsini (ed.), *Encyclopedia of Psychology* (2nd edn,

- Vol. 1). New York: John Wiley & Sons.
- Wiggins, J. S. and Trapnell, P. D. (1997). Personality structure: The return of the big five. In: R. Hogan, J. A. Johnson, and S. R. Briggs (eds), *Handbook of Personality Psychology* (pp. 737-765). San Diego: Academic Press.
- Williams, A. C. (1966). Attitudes towards speculative risks as an indicator of attitudes towards pure risks. *Journal of Risk and Insurance*, 33, 577-586.
- Yates, F. J. (1990). *Judgment and Decision Making*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Yates, F. J., McDaniel, L. S., and Brown, E. S. (1991). Probabilistic forecasts of stock prices and earnings: The hazards of nascent expertise. *Organizational Behavior and Human Decision Process*, 49(1), 6a-79.
- Zeckhauser, R., Patel, J., and Hendricks, D. (1991). Nonrational actors and financial market behavior. *Theory and Decision*, 31(2-3), 257-287.
- Zeelenberg, M., Beattie, J., van der Pligt, J., and de Vries, N. (1996). Consequences of regret aversion: Effects of expected feedback on risky decision making. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 2(65), 148-158.

Томас Оберлехнер

## Психология рынка FOREX

Перевод Н. Запорович

Научный редактор И. Закарян

Литературный редактор В. Нестерова

Корректор С. Луценкова

Дизайн обложки А. Грачева

Верстка И. Захаров

Формат 60x90/16

ООО "Омега-Л"

123022, г. Москва, Столярный пер., д. 14, под. 2, оф. 23

[www.omega-l.ru](http://www.omega-l.ru)

Тел: (095) 258-08-38