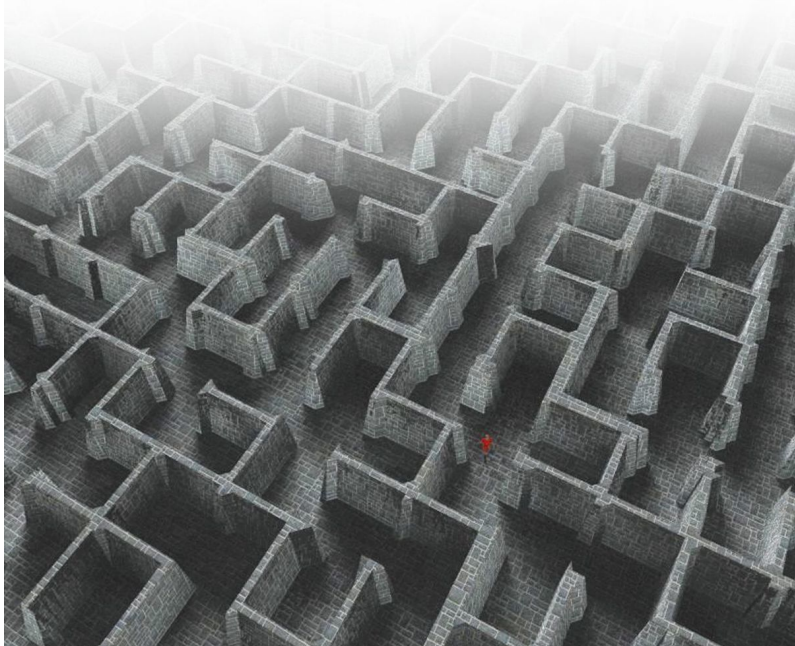


Александр Кургузкин

# ЛАБИРИНТ И ЛЛЮЗИЙ

В ПОГОНЕ ЗА УСПЕХОМ  
НА ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ



**Александр Кургузкин**  
**Лабиринт иллюзий. В погоне за  
успехом на финансовых рынках**

*[http://www.litres.ru/pages/biblio\\_book/?art=30798361](http://www.litres.ru/pages/biblio_book/?art=30798361)*

*ISBN 9785449059871*

**Аннотация**

Финансовые рынки притягивают людей обещанием близкого успеха. Но реальность рушит чересчур оптимистичные ожидания. Биржа оказывается коварным местом, полным опасных ловушек. Поверхностное понимание природы рынков легко делает вас жертвой сил, использующих слабые места человеческой природы, чтобы манипулировать вашими решениями. Эта книга расскажет о скрытых механизмах, пытающихся увести вас в западню, и поможет двигаться вперед к эффективной стратегии работы на финансовых рынках.

# Содержание

Глава 1.	6
Глава 2.	14
Глава 3.	28
Глава 4.	42
Глава 5.	55
Глава 6.	68
Глава 7.	88
Глава 8.	104
Конец ознакомительного фрагмента.	106

**Лабиринт иллюзий**  
**В погоне за успехом на**  
**финансовых рынках**

**Александр Кургузкин**

© Александр Кургузкин, 2019

ISBN 978-5-4490-5987-1

Создано в интеллектуальной издательской системе Ridero

# **Лабиринт иллюзий**

# Глава 1.

## Рынок как шанс: крах ожиданий

Фондовый рынок для широкой публики выглядит как одна большая история успеха. Со стороны кажется, что на нем можно быстро достичь впечатляющих результатов, начав с относительно небольшой суммой денег, и что здесь все зависит от ваших способностей и мотивации.

Большой успех, большие доходности, большие деньги – все, что с этим связано, вызывает живой интерес. Людям нравится думать, что они могут быть причастны к этому великолепию. Все как будто находится на расстоянии вытянутой руки, достаточно открыть биржевой терминал.

Рынок как площадка для приложения сил выглядит потрясающе интересным для человека, готового активно погружаться в тему в надежде на неординарный результат. Все выглядит так, будто эта площадка дает такую грандиозную отдачу на вложенные усилия, какую вряд ли можно отыскать где-нибудь еще. Создается даже впечатление, что люди на бирже зарабатывают направо и налево. Как можно удержаться и не попробовать?

Люди идут на рынок, чтобы стать частью этой большой и красивой истории успеха. Они идут на свет больших возможностей, чтобы бросить в рынок свою энергию, свои на-

дежды.

Однако реальность такова, что в массе своей ожидания неординарной отдачи на вложенные усилия терпят грандиозный провал. Конечно, процесс все же выбрасывает отдельные истории успеха, которые радостно подхватывает информационное пространство, и потому складывается впечатление, что все идет своим чередом. У кого-то получается, у кого-то не очень, как и в любом другом деле.

Масштаб провала ожиданий не виден сразу, он становится для человека более или менее понятным лишь со временем. Информационное поле продолжает тиражировать истории успеха, вы продолжаете видеть вокруг оптимистичных, уверенных в будущем людей, но постепенно начинаете догадываться о масштабах подводной части этого айсберга.

Картина происходящего на рынках оказывается для внешнего наблюдателя чересчур оптимистичной, и в целом понятно почему.

Во-первых, никто не любит говорить о своих неудачах – это не всегда полезно для публичного имиджа. Потерпев поражение, люди предпочитают отойти в сторону, прийти в себя и пойти другой дорогой, стараясь поменьше вспоминать о неприятном опыте.

Во-вторых, истории неудач не так востребованы публикой, как истории успеха. Да, конечно, история провала – это полезная, поучительная история, и, пожалуй, даже более полезная, чем история успеха.

Но в век соцсетей быстрее будет разлетаться информация, имеющая сильный эмоциональный заряд. Истории успеха вдохновляют и воодушевляют, а что делают истории провалов? Портят настроение тем, кто все еще пытается? Информационное поле не будет сильно стараться в распространении того, на что нет спроса.

Возникает переко́с – вы видите много хороших историй и мало плохих.

Поэтому легко возникает иллюзия, будто бы на рынках отдача на усилия чрезвычайно велика, будто бы рынок – это пространство доступных возможностей, которыми грех не воспользоваться. Ведь вы приходите на рынок не с пустыми руками, вы несете туда свой капитал, и для большинства участников этот капитал – результат усилий на другом направлении, где они успешно реализовали какие-то свои таланты. Это лучшее доказательство, что они на что-то способны, что у них есть козыри в схватке с рынком. Поэтому нельзя сказать, что на рынке действует толпа недотеп. Активные, предприимчивые, способные люди приходят на рынок и пытаются реализовать свое мастерство в принятии правильных решений. И в массе своей терпят провал.

Даже если говорить только о доходности, этот провал выглядит удручающе. Но здесь нужно учитывать массу усилий, которые уходят на исследования, на разработки, на работу с информационными потоками и анализ ландшафта возможностей. Нужно учитывать упущенные возможности, ко-

торые эти люди могли бы иметь, если бы рынок не захватил их внимание обещанием исключительной отдачи. Наконец, нужно учитывать напряжение и уровень стресса, которые будут неизбежно сопровождать попытки активно взаимодействовать с рыночной стихией.

Если учесть все это, то довольно печальный результат активного массового участника наводит на сравнение фондового рынка с черной дырой, которая крепко удерживает вас гравитацией больших надежд и пожирает ваши усилия, оставляя взамен только бесценный опыт ошибок и поражений.

Может быть, на рынке нет возможностей и это банальное казино, где выигрыш гарантирован только заведению? Но это очевидно не так. Рынок акций – по большому счету это место, где корпорации распределяют прибыли между акционерами. Процесс имеет положительную сумму, потому что корпорации в среднем зарабатывают деньги. Люди, которые вообще не вкладывают никаких усилий, держатели пассивных портфелей акций, стабильно оказываются в плюсе на многолетних горизонтах. А люди, которые пытаются достичь значительно большего своей активностью, в среднем не менее стабильно от них отстают.

Почему же активные, способные люди, доказавшие умение принимать адекватные решения и создавать прибыль, в массе своей терпят крах эпических масштабов в попытке превратить свои усилия и таланты в достойную доходность?

Масштаб провала ожиданий порождает вопрос: не имеет ли рынок каких-то особенных свойств, которые этому провалу способствуют?

Было бы крайне полезно понимать, какие особенности природы рынков превращают биржевую площадку в черную дыру для усилий и ожиданий.

Ведь понятно, что рынок можно вписать в свои финансовые планы, поскольку он в целом вполне выполняет задачу по превращению капитала в инвестиционный доход. И, пожалуй, можно сказать, что на рынке действительно есть пространство для приложения усилий. Где-то между пассивными инвестиционными портфелями и гиперактивным трейдингом есть способ действия, который окажется оптимальным с точки зрения отдачи на вложенные усилия.

Тем не менее множество людей застревают в неэффективных способах действия, чересчур затратных, рискованных и поэтому не дающих должной отдачи. Почему так происходит?

Если говорить о начинающих участниках рынка, понятно, что они дезориентированы и находятся под влиянием раздутых ожиданий, чужих историй успеха и стереотипов массовой культуры. Со временем разрыв между представлениями и реальностью будет сокращаться. Люди начнут понимать, как эта площадка работает, чего можно на ней ждать, а чего нет. Люди перестроят свои ожидания и представления, станут более эффективны в действиях на рынке.

Но слишком часто процесс этой коррекции к реальности буксует, как будто его что-то блокирует. Да, по мере набора опыта действий на рынке у вас постоянно меняются представления, что такое хорошо и что такое плохо, и поэтому складывается впечатление, что вы прогрессируете. Но во многих случаях эти изменения оборачиваются просто заменой одного неэффективного способа действия другим.

Процесс адаптации представлений оказывается неожиданно сложным. Что-то мешает участникам рынка двигаться в сторону эффективных способов действия.

Рынок словно обладает особыми свойствами, которые наводят морок на массы людей, вполне адекватных и талантливых в других сферах, и концентрируют их действия по направлениям, крайне неэффективным по отдаче.

Есть какая-то сила, которая мешает вам приблизиться к пониманию происходящего, которая манипулирует фокусом вашего внимания так, чтобы вы были вовлечены в игру, но при этом оставались вдали от положения, где ваши действия приносили бы максимальную пользу.

Какая-то сила пытается вами манипулировать – звучит как теория заговора. Но печальная правда, что источник этой силы вы видите в зеркале каждый день. Это вы сами.

Вы сами даете возможность рынку манипулировать вами и крепко держать вас вовлеченным в игру. Завышенные представления о себе, грандиозные фантазии, ваша жажда

финансового успеха – вот составляющие этой силы. Все это незаметно превращает вас в исправную деталь мощного механизма иллюзий, ожиданий и самообмана, что движет рынками.

Эта сила контролирует вас с помощью миражей близкого успеха, которые вы неустанно преследуете, но которые постоянно ускользают. Иллюзии понимания происходящего, иллюзии контроля, иллюзии, что вы вот-вот получите то, что жизнь так долго от вас прятала.

Проблема оказывается не в том, что рынок слишком сложное пространство возможностей, чтобы извлечь из них пользу. Вы вполне можете занять достойное место в логике происходящего. Проблема, что вы не даете себе возможности отыскать это место, вы слишком увлечены преследованием миражей. Тех, что рынок создает для вас и с вашим непосредственным участием. Ведь суть специальных свойств рынка в том, чтобы отражать ваши внутренние проблемы максимально болезненным для вашего кошелька способом.

Рынок становится для вас опасным местом, когда находит дорогу к вашим скрытым потребностям и мотивациям, многие из которых достаточно сильны, чтобы заставить вас верить во что угодно.

Человек, отягощенный иллюзиями, похож на слепого, бродящего с открытым кошельком по базарной площади. И лишь вопрос времени, когда его кошелек опустеет.

Рынок может быть полезным, но может быть и опасным. Все зависит от природы ваших взаимоотношений с ним, насколько ваши слабые места оказываются открытыми для удара. Поэтому критически важно понимать, какое действие оказывает рынок на попавшего туда человека, чтобы не стать очередной жертвой механизма, перемалывающего усилия в труху и оставляющего в итоге только ощущение упущенных возможностей.

Это серьезный клубок вопросов, и у нас впереди целая книга, чтобы попытаться его распутать.

## Глава 2.

# Магия неверных вопросов

Правильно выстроить свои отношения с фондовым рынком – задача нетривиальная, рынок – довольно необычное и местами весьма коварное пространство. Слишком много вещей, которые можно понять неверно, слишком много невидимых с первого взгляда камней, о которые можно споткнуться.

С одной стороны, эти отношения могут быть довольно простыми. Купить индекс акций и ничего больше не делать – долгосрочная стратегия, доказавшая свою эффективность. Никакой сложности, но и доходность не поражает воображение. Ведь мы достойны большего, не так ли?

Но когда вы начинаете хотеть большего и делаете всего лишь этот небольшой шаг вперед, суть ваших отношений с рынком сразу же резко меняется. Рынок становится сложным, опасным, коварным, полным неожиданных ловушек.

Однако он по-прежнему остается простым для действия! Одним нажатием кнопки вы можете купить акцию или индексный фонд, фьючерсы, опционы – все что угодно, все на расстоянии вытянутой руки в биржевом терминале. Эта простота и доступность, безусловно, соблазняет на активность.

Вы мотивированы действовать. Вас толкают вперед истории чужого успеха. Если у других так отлично получается, так чем вы хуже? Вас толкает вперед желание поскорее заработать много денег и показать себе и всем вокруг, чего вы на самом деле стоите.

Эта кажущаяся простота, помноженная на мотивацию действовать, приводит к неприятным последствиям. Ваша активность бежит впереди вашего понимания происходящего.

Вы начинаете активно действовать в среде, которую понимаете недостаточно и которая обладает весьма коварными свойствами.

Может показаться, что это справедливо только для начинающих участников рынка, которые еще не поняли, насколько рынок умеет быть опасным и непредсказуемым. Но нет, от привычки бежать впереди понимания сам по себе опыт не спасает. Вы можете прогрессировать в средствах и методах, с которыми подходите к рынку. Можете постоянно изучать новые подходы и открывать все новые и новые стороны рынка. Но у вас остается желание бросить новые средства в бой как можно скорее, не разобравшись в тонкостях их применения и не изучив тщательно возможные риски.

Возникает нездоровая мотивация незаметно для себя подменять понимание его иллюзией. Средств для этого хватает – достаточно обратиться к информационному пространству вокруг рынков, которое переполнено всевозможными

теориями, практиками и стратегиями. При желании можно подвести мощный теоретический базис практически под любую сделку и под любой способ действия.

Избыточная мотивация вынуждает вас подменять понимание иллюзией и бросаться в активность, не имея твердой почвы под ногами. Ваши усилия направлены не на то, чтобы понять эту среду, а на то, чтобы поскорее выбить из нее деньги. Разрыв между пониманием и действием становится основой неэффективности вашего взаимодействия с рынком.

Этот разрыв легко наблюдать по вопросам, которые люди склонны задавать о рынке.

Вопросы – это важно, потому что они ясно проявляют, как люди понимают свою задачу. Неверно или неэффективно поставленные вопросы обнажают возможные проблемы с постановкой задачи. Задача, поставленная плохо, вряд ли будет решена вами правильно.

Если присмотреться к популярным вопросам, которые участники задают о рынке, изъяны в понимании задачи становятся очевидными.

О рынке можно задать массу вопросов. Что это такое вообще? Это банкомат, который выдает деньги, если вы нажимаете кнопки в правильной последовательности? Или это массовая многопользовательская игра на деньги? Что вообще происходит на этой площадке, какова структура и логика взаимодействий?

Но люди обычно задают совершенно другой спектр вопро-

сов, и они зачастую откровенно показывают, насколько вторичен оказывается в их картине мира собственно рынок.

Значительная доля вопросов касается действия: «Как заработать на рынке?», «Что мне делать?», «Что покупать?», «Когда продавать?», «Как сделать зарабатывающую стратегию?», «Когда менять убыточную систему?». Человеку, задающему такие вопросы, неинтересен рынок. Ему интересно собственное действие, та война против рынка, в которую он по какой-то причине ввязался. Он находится в гуще битвы, ему нужно решать конкретные вопросы, а не заниматься праздным любопытством.

Рынок для него становится некой второстепенной абстракцией, которая обслуживает действие и имеет смысл только в контексте действия. По большому счету, он готов заткнуть дырки в своей картине мира любой ерундой, если она даст ему инструмент действия «здесь и сейчас».

Другой комплекс вопросов сконцентрирован на потребностях самого участника. Вопросы формата «Мне срочно нужно много денег, подскажите хорошую стратегию», «Хочу выйти на пенсию через пять лет миллионером, какую акцию купить?», «Я умею программировать на Python, хочу стать квантом и грести деньги лопатой». Человек смотрит на рынок через призму собственных потребностей, рынок интересен ему только как инструмент для решения своих проблем.

К чему это ведет? Вы получаете однобокое представление о пространстве, в котором приходится действовать, потому

что рынок вам по большому счету оказывается неинтересен сам по себе.

Вы концентрируетесь только на тех его сторонах, которые кажутся максимально адекватными вашим потребностям и задачам.

Но рынок обычно оказывается очень жестким и непослушным инструментом, который никак не дает себя использовать, как вам хотелось бы. В итоге может оказаться, что это рынок использует вас, а не наоборот.

Когда сам рынок вам не очень интересен, оказывается очень удобно воспринимать его через концепцию черного ящика, выплевывающего ценовые данные. Это даст возможность быстро сформулировать свою задачу как поиск некоего ключа, метода или алгоритма, который этот ящик вам взломает и тем самым решит вашу задачу, удовлетворит ваши потребности. Не нужно тратить время на праздное любопытство, не дающее четких и конкретных решений. Быстро поставленная задача позволяет, не откладывая, приступить к действиям.

Другой популярный способ задавать вопросы о рынке – задавать их настолько общим способом, что ответ непременно оказывается «Ну конечно же!». Например: «Можно ли заработать на рынке?», «Можно ли заработать чудовищно много?», «Можно ли раскрутиться с небольшого депозита?», «А теханализ (алготрейдинг, нейросети) работает?».

На такие вопросы сложно ответить что-нибудь, кроме

«да», потому что за всю историю рынка на нем работало много разных людей, применявших очень много разных методов, и какую тему ни возьми, непременно найдется соответствующая история успеха.

Смысл таких вопросов очевиден: дать себе индульгенцию на то, чтобы скорее броситься в бой и начать принимать решения направо и налево, размахивая произвольно подобранным арсеналом средств.

Вы неявным образом полагаете, что если у кого-то что-то получилось, то вы легко можете воспроизвести успех, потому что ничем не хуже. Таким образом, вы неверно вписываете себя в уравнение, потому что в картине мира, которую получите, задавая слишком общие вопросы, не будут отражены ваши личные ограничения. Да, кто-то смог, у кого-то получилось, но из этого никаких надежных допущений лично для вас не возникает.

Все эти проблемы с вопросами показывают, насколько легко и просто манипулировать собственным фокусом внимания. Для этого не нужны никакие теории заговора, не нужны никакие злонамеренные люди, целенаправленно вводящие вас в заблуждение. Участники рынка прекрасно справляются сами.

Что происходит, когда человек концентрируется на своих потребностях в ущерб пониманию происходящего? Он не видит сути происходящего, механизмов, движущих рыночными процессами. Он не видит себя как критическую

часть взаимодействия с рынком. Он не понимает до конца собственные ограничения или даже вообще игнорирует их. Он поглощен собственными фантазиями, как хорошо все будет, когда найдется наконец подходящий ключ к этому черному ящику.

Именно так человек превращается в слепого, бродящего по базарной площади с открытым кошельком.

Задача, которая может быть поставлена из таких условий, будет чрезмерно сконцентрирована на практике, на активности и будет пренебрегать попытками разобраться в сути игры.

Возникает серьезная опасность упустить из виду массу критически важных деталей.

Приведу пример важного фрагмента понимания происходящего, который очень часто остается в тени. Большая часть активности на рынке происходит за своего рода игровыми столами, где игры имеют отрицательную сумму. По сути, это перекладывание денег из карманов одних игроков в карманы других, за минусом издержек, которые берут брокеры и биржа за то, чтобы игра существовала.

Здесь появляется очень важная деталь: на этих столах идет игра людей против людей. Положив рынок в черный ящик, очень легко упустить из виду этот простой факт. Да, есть алгоритмы, но за алгоритмами тоже на каком-то этапе оказывается человек со своими решениями.

Для активного участника с большими амбициями рынок

перестает быть средством превращения сбережений в инвестиции, а превращается в большую многопользовательскую игру на выживание. И поскольку игра происходит в едином пространстве, где сталкиваются и профессионалы, и непрофессионалы, в этой игре оказывается очень непросто развить устойчивое преимущество, которое позволило бы вам генерировать устойчивый финансовый результат.

Напрашивается очередной излишне общий вопрос: «Можно ли научиться хорошо играть?» И ответ, конечно же, будет «да». Но печальная правда, что только узкая прослойка чемпионов может зарабатывать достаточно устойчиво, чтобы участие в жесткой игре с отрицательной суммой имело финансовый смысл.

Когда вы понимаете, что игры на рынке – это игры людей с людьми, то становится очевидным один неприятный факт: в этих играх нет и не может быть суперметода, суперстратегии, супералгоритма, позволяющего устойчиво генерировать существенное преимущество перед кем угодно. Потому что все оппоненты – люди, а людям свойственно думать, понимать и адаптироваться к изменениям. Появись однажды такой суперметод, он довольно быстро стал бы общеизвестным и перестал работать. Это соображение поднимает неприятные вопросы к постановке задачи как поиску ключа к черному ящику.

В таких играх, конечно, будут игроки, которые играют лучше, и те, которые играют хуже. В чем секрет успеха чем-

пионов? В том, что они понимают суть происходящего на более глубоком уровне, чем их оппоненты. Эти элементы глубокого понимания обычно принято называть инсайтами.

Неприятное свойство инсайта в том, что его сложно вырастить и сложно передать. Он появляется как функция опыта, и он крепко зацеплен своими корнями за весь предыдущий опыт. Если попытаться его оторвать от этого опыта и завернуть в некую компактную форму конкретного алгоритма, то в процессе упаковки эти корни неизбежно оторвутся.

Далеко не факт, что из полученного обломка кто-то другой сможет извлечь существенную пользу.

Чемпионы находятся на прибыльной стороне игрового стола, потому что владеют достаточно толстой пачкой накопленных инсайтов по поводу происходящего на игровой доске. Для всех остальных игра превращается в банальное казино, где можно иногда выиграть, иногда проиграть, но в целом поток денег устойчиво идет заведению и узкой прослойке чемпионов.

Можно ли устойчиво и много зарабатывать на бирже? Теоретически да. Если станете чемпионом в таких играх. Можно ли стать чемпионом? Теоретически да. Если наберете достаточно инсайтов по поводу происходящего.

Очередные общие вопросы, которые лично вам ничего не дают, и в итоге все упирается в по-настоящему ключевой и значимый вопрос – вопрос экономического смысла. Он почему-то практически никогда не всплывает в наборе

популярных вопросов, которые люди задают о рынке, и даже понятно почему. Когда люди формулируют свою задачу как поиск волшебного ключа к рынку, то совершенно очевидно, что ее решение с лихвой отобьет все предпринятые усилия, ведь успех будет непременно оглушительным.

На самом же деле вопрос экономического смысла, вопрос отдачи на усилия – это центральный вопрос во взаимодействии с рынком. Даже если вы продвинетесь в своем мастерстве, накопите какие-то инсайты, которые позволяют вам генерировать положительную доходность, нет никаких гарантий, что эти результаты будут в достаточной степени компенсировать вложенные усилия.

Когда вы начинаете смотреть на свои отношения с рынком через призму экономического смысла, вы уже не можете задавать вопросы в формате «Можно ли?..».

Вам нужно точно знать, есть ли смысл пытаться. Причем не для абстрактного теоретического индивидуума, а конкретно для вас.

Потому что все люди разные, обстоятельства у всех разные, поэтому стоимость таких сложно оцениваемых ресурсов, как время, здоровье, упущенные возможности, будет индивидуальной.

Поэтому вы не сможете правильно поставить задачу, задавая вопросы «Можно ли?..». Хорошая формулировка задачи будет находиться где-то рядом с ответом на вопрос: «Есть ли в моих конкретных обстоятельствах экономический смысл

пытаться?» Этот формат выглядит не так изящно, но только такие вопросы приведут вас к полезному ответу.

Когда вы вводите в уравнение экономический смысл, вы упираетесь в одно неприятное свойство инсайтов как ключевого фактора успеха на рынке. Вы не можете надежно спрогнозировать отдачу от усилий по наработке инсайтов. Вы можете биться головой о задачу довольно долго, но так и не перепрыгнуть какого-то назначенного вам природой уровня. А когда усилия инвестируются без определенного экономического смысла, возникает вопрос: не является ли такая инвестиция банальной лотереей?

Чтобы было более наглядно, я приведу одно сравнение, которое может показаться довольно неожиданным. Сравним рынок с шахматами. Да, рынок не слишком похож на шахматы, ведь на рынке много случая, хаоса, шума. Однако в долгосрочной игре краткосрочный шум мало что меняет, он просто создает дополнительную преграду для вашего ума, скрывая суть происходящего.

Попробуем спросить о шахматах то же самое, что люди спрашивают о рынке.

«Можно ли заработать, играя в шахматы?»

Да, конечно. Чемпионаты мира имеют фонды в несколько миллионов долларов, и их регулярно кто-то выигрывает. Да и прочих возможностей играть на деньги немало.

«Как обыгрывать всех в шахматы?»

Простого и доступного способа нет, а если кто-то вам пы-

тается его продать, то он шарлатан.

«Что стоит за успехом в шахматах?»

Глубокое понимание ситуации на игровой доске.

«Есть ли книга, прочитав которую я сразу научусь глубоко понимать ситуацию на шахматной доске?»

Вы можете прочитать сотню книг, но так и не пройти в своем понимании дальше определенного уровня. Потому что все упирается в плохо передаваемые элементы персонального опыта – инсайты.

«Есть ли стратегия игры, позволяющая выигрывать в шахматы достаточно надежно, чтобы стабильно зарабатывать этим деньги?»

Нет, такой стратегии нет.

«Стоит ли мне начать играть в шахматы, чтобы зарабатывать на этом деньги?»

Только ради денег, пожалуй, не стоит. Это экономически нецелесообразное вложение усилий.

Все эти ответы довольно очевидны, когда речь идет о шахматах. Но почему они должны выглядеть по-другому, если речь идет о рынке? Так же как и шахматы, рынок – это взаимодействие людей, одновременно смотрящих на общую для всех игровую доску.

Взгляд на рынок как на игру людей с людьми довольно важный фрагмент понимания происходящего, но при этом мимо него оказывается так легко пройти! Это хороший пример того, сколько важных деталей можно упустить, если с са-

мого начала неверно выстраивать отношения с рынком, если ставить свои потребности и свое эго впереди попыток приблизиться к пониманию сути игры.

В этом может быть ключевая причина неэффективности – слишком агрессивные действия при недостаточном понимании сути игры. Когда вы ставите чересчур амбициозные задачи и сходу пытаетесь их реализовать, вы можете в итоге оказаться за игровыми столами, где против вас играют профессионалы с другим, более глубоким уровнем пониманием происходящего, с другой структурой издержек, с более мощным набором преимуществ.

Пытаясь использовать рынок как инструмент решения собственных проблем, вы можете оказаться в положении, когда используют вас. Стать кормовой базой в чужой игре, которую вы даже не вполне понимаете.

Итак, проблема в том, что задача слишком часто ставится неверно, потому что ставится слишком рано, и в задаче оказывается слишком много вашего эго и слишком мало понимания происходящего.

Чтобы хорошо поставить задачу и получить эффективное решение, нужно вынести понимание впереди действия. Сначала должны идти вопросы о том, как устроен рынок, и лишь после вопросы, как всем этим воспользоваться. На первом этапе нужно убрать свое «я» из картины происходящего и попытаться оглядеться с позиции независимого наблюдателя. На этом этапе наша задача – получить максимально глу-

бокие ответы на вопрос «Что это за место и как оно работает?». И только имея, насколько возможно, последовательную картину происходящего, можно осторожно добавлять себя, задавая вопросы, как эффективно в эту картину вписаться.

Ландшафт возможностей рынка достаточно богат, и на нем действительно можно найти свое место, ту оптимальную точку, где ваши способности и усилия принесут максимальный эффект. Но чтобы ее отыскать, нужно приложить немало усилий, чтобы научиться этот ландшафт видеть максимально близким к тому, каков он есть на самом деле. Это непростая задача. Но решать ее надо, и в следующих главах мы попробуем ответить на вопрос «Что здесь происходит?», попробуем заглянуть внутрь черного ящика и рассмотреть внутреннюю логику рыночного механизма.

# Глава 3.

## Что скрывается за ценой

Чтобы выстроить отношения с рынком оптимальным образом, нам нужно понять логику работы этого пространства хотя бы в самых общих чертах. Любой фрагмент этого понимания может оказаться ценным и укрепить основание нашей системы допущений, с которой мы выйдем против жесткой реальности рынков.

Первое, что бросается в глаза на рынке, – это цена, ее движения, ее волатильность. Поэтому очень легко поддаваться соблазну думать о цене как о ключевом понятии рынка и представлять себе рынок как некую машину по производству ценовых потоков.

Рыночная цена – практически идеальный гипнотизирующий объект. Он раскачивается из стороны в сторону, создает яркие события экстремальных выбросов. Захватывая ваше внимание, цена навязывает способ интерпретации рыночной реальности, ориентированный на динамику цены, на волатильность.

Какой график ни открой, везде вы увидите поток интересных явлений, которые хотят, чтобы вы разгадали стоящие за ними силы. Каждое уже случившееся движение – это укор только что упущенной возможности. И каждое движе-

ние, которое, как кажется, вот-вот случится, – это обещание новой возможности, которую никак нельзя пропустить.

Если мы позволяем себе думать, что цена – это корень всего, напрашивается следующий логический шаг – закрыть весь рынок черным ящиком и свести все к задаче разгадывания некоего кода, к задаче взлома черного ящика, производящего сильно зашумленный сигнал.

Если вы сконцентрированы на цене, оказывается очень удобно считать рынок черным ящиком, а цену – закодированным сигналом. Это позволяет скорее сформулировать цели, выбрать инструменты и броситься в работу. Но это не очень хорошая постановка проблемы.

Предположение, что к этому ящику непременно должен быть ключ, исходит из допущения, что у этого черного ящика есть некие внутренние свойства, которые будут более-менее устойчиво держаться со временем. Это предположение выглядит интуитивно верным, но по факту оказывается довольно слабым, и в одной из следующих глав мы увидим почему. Слабость этого предположения делает усилия по взлому черного ящика довольно сомнительным по экономической эффективности занятием.

Поэтому есть смысл попытаться заглянуть за цену и понять логику механизма, который цену порождает. Возможно, эта логика поможет нам делать более осмысленные и более крепкие предположения.

По сути, цена – это солнечный зайчик, а зеркало, кото-

рое заставляет зайчик двигаться, находится в другом, более глубоком слое рыночной реальности. Можно бегать за зайчиком, а можно оторваться от этого увлекательного занятия и попытаться узнать больше о зеркале.

Мне придется начать с вещей, которые для многих будут очевидными. Я видел достаточно людей, настолько сконцентрированных на краткосрочной динамике цены, что за годы присутствия на рынке их представления, чем собственно рынок занимается, оставались причудливыми. Поэтому мне представляется важным не пропустить эти очевидные для кого-то вещи, чтобы в итоге картина происходящего получилась достаточно основательной.

Когда вы сконцентрированы на цене, вам по большому счету все равно, чем торговать: акциями, облигациям, валютами, сырьевыми фьючерсами, – лишь бы были ценовые потоки с потенциально интересными особенностями.

Но мы будем говорить об акциях. Почему? Да потому, что акция – это инвестиционный инструмент. Это значит, что к акции привязан некий поток доходов, который достается вам как акционеру. И акции предлагают самую интересную доходность в сравнении с другими классами инвестиционных инструментов.

Доход акционера предоставляет заманчивую возможность начать игру против рынка с положительной территории, и от этой возможности нет смысла отказываться. Работая с акциями, вам придется приложить усилия, чтобы все ис-

портить.

Откуда берется доход акционера?

Акция – это кусок бизнеса некой компании. Компания ведет деятельность, и в среднем те компании, что смогли вырасти достаточно большими, чтобы выйти на биржу, получают прибыль. Компания делится своей прибылью с акционерами разными способами: в виде дивидендов, обратного выкупа акций или реинвестированием в свой бизнес. Так возникает поток доходов акционера. Он не ограничен явным образом по времени и поэтому уходит в туман будущего насколько хватает глаз – это весьма важный момент.

Цена оказывается проекцией такого явления, как поток доходов. У акции есть цена, потому что поток доходов на акцию чего-то стоит для тех, кто хотел бы поменять наличность на относительно регулярный и даже потенциально бессрочный поток доходов.

Рынок – это площадка, где множество игроков пытаются прийти к единому мнению по поводу, чего может стоить этот поток. В результате действия механизма, сводящего продавцов и покупателей, рождается консенсусная оценка этого потока доходов в виде рыночной цены.

Поскольку поток долгосрочный и уходит в туман полного опасностей будущего, то ключевым параметром в оценке полезности становится риск. О будущем с уверенностью ничего нельзя сказать, и при оценке полезности этого потока приходится делать не слишком надежные предположения. В буду-

щем может случиться масса неприятных событий, которые сильно повлияют на поток доходов. Компания может потерять долю рынка. Сегмент рынка, на котором компания работает, может схлопнуться в результате развития новых технологий или разных глобальных изменений.

Поэтому акционер вынужден томиться неопределенностью, и это может быть довольно некомфортно. Покупатель акции, соглашаясь на дискомфорт, будет ожидать адекватной компенсации в виде достойной «премии за риск».

Таким образом, мы видим триаду взаимосвязанных понятий «риск» – «премия» – «цена». Механизм рынка сводит все интересы участников воедино, и в результате возникает цена как балансирующий элемент этой триады. Механизм рынка, таким образом, это механизм балансировки всех элементов триады. И цена оказывается всего лишь деталью механизма балансировки.

Большинство участников рынка, возможно, смотрят на рынки как на набор инструментов с прицепленными к ним ценовыми потоками. Но теперь у нас есть другой взгляд на происходящее. За каждым инвестиционным инструментом стоят определенные риски владения им и соответствующая премия за риск. Мы можем смотреть на рынок как на ландшафт рисков и соответствующих им премий; как на ландшафт опасностей, которые несет будущее, и доходностей, которые компенсируют контакт с этими опасностями.

В определенном смысле рынок пытается предсказать бу-

дущее, и в результате ландшафт рыночных инструментов превращается в ландшафт соображений рынка по поводу тех или иных элементов будущего.

Что дает нам этот формат интерпретации происходящего?

Самое важное – мы обнаруживаем контекст, где можно ожидать логически обоснованный возврат к среднему. Я буду для краткости называть такие контексты возвратными.

Возьмем нашу триаду «риск» – «премия» – «цена» и посмотримся к первому компоненту – к «риску». Что такое здесь риск? Это не те опасности, что непременно произойдут, потому что будущего никто не знает. Это всего лишь представление публики о них, которое консенсусный механизм рынка проецирует на цену.

У нас есть хорошие основания полагать, что представление публики об опасностях будущего на многолетнем горизонте колеблется вокруг неких средних значений. Есть периоды, когда публика страшится будущего, есть периоды, когда она излишне благодушна и расслаблена. Но предположение, что все экстремальные отклонения рано или поздно вернуться к некой норме, к некому обычному представлению об опасностях будущего, – это довольно надежное предположение.

Премии за риск – это проекции рисков, и если риски находятся в возвратном контексте, того же можно ожидать и от премий. Здесь, конечно, мы говорим о реальных премиях, в которых учтена инфляция. Премии – это компенсация

за риск, и раз представление о рисках возвращаются к некоей норме, то и премии за риск тоже возвращаются к некоей норме. Это тоже неплохое, устойчивое предположение.

Эти возвратные контексты, может быть, сложно разглядеть на графике цены, потому что их скрывает краткосрочная волатильность. Но когда мы отрываемся от гипнотической концентрации на цене и пытаемся смотреть сквозь нее на детали рыночного механизма, мы начинаем видеть слой реальности, по поводу которого можно делать более устойчивые предположения, чем предположения по поводу краткосрочных ценовых движений.

Другое следствие этого взгляда на вещи: становится ясно, что существует способ взаимодействия с рынком, где мы не пытаемся агрессивно вытрясти из него деньги, не пытаемся встать в боевую стойку, чтобы показать рынку, кто здесь главный. Мы видим, что можно просто держать контакт с неким риском и получать свою премию. В этом способе взаимодействия нет никакого конфликта, оно взаимовыгодное – каждый получает свое. Вы берете риск и получаете премию, ваш оппонент на рынке платит вам премию, чтобы избавиться от риска, и все расходятся довольные собой и друг другом.

К этому следствию тоже сложно прийти, просто разглядывая графики.

Не менее интересна мысль, что мы можем разделить всю реальность происходящего на рынках на слои явлений, свя-

занных некими механизмами проекции. Верхним слоем оказывается цена, но она оказывается лишь проекцией неких более глубоких явлений. Важно, что по поводу этих явлений можно делать более устойчивые предположения, чем по поводу собственно ценовых движений. Конечно, вы не сможете полностью уйти от неопределенности, но отношение сигнала к шуму там может оказаться значительно лучше.

У вас появляется альтернатива, куда направить взгляд, на чем концентрировать свое внимание, какой слой явлений изучать и по поводу какого слоя делать предположения. И может оказаться, что тот самый верхний слой явлений, где царят волатильность и хаос ценовых движений, – это не самое благодарное место по соотношению результата к усилиям.

У вас появляется выбор, как воспринимать саму цену. Вам уже не обязательно видеть в ней единственный источник возможностей. Вы можете смотреть на цену как на явление вторичное и, может быть, даже не очень позитивное, учитывая связанный с нею шум. Вы можете смотреть на необходимость взаимодействовать с ценой как на неизбежное зло, с которым приходится мириться.

Это довольно контринтуитивный момент, потому что закономерно встает вопрос взаимодействия с ценой. Какой смысл делать предположения по поводу более глубокого слоя явлений, если взаимодействовать приходится с самой ценой? Вы можете смотреть на поток корпоративных прибы-

лей, но покупать и продавать его вы все равно будете по рыночной цене.

Но по большому счету нет настойчивой необходимости взаимодействовать с ценой постоянно. Вы вполне можете выстроить работу так, чтобы делать это на ваших условиях, тогда, когда вам это выгодно.

Возможно, вы каждый день, а может, даже каждую свободную минуту привыкли смотреть оценку вашего счета по рыночным ценам и принимать близко к сердцу то, что вы при этом видите. Но это ваш личный выбор, основанный на ваших психологических установках или, может быть, на непонимании всей широты вашего спектра возможностей. Ощущение значимости, истинности рыночной оценки – это всего лишь следствие гипнотической концентрации на цене.

Цена может двигаться достаточно свободно в определенных пределах, но она так или иначе привязана к логике более глубокого слоя явлений. Цена – это лишь деталь механизма проекции. Если вы смотрите не на отдельную деталь, а пытаетесь работать с механизмом как целым, вы можете просто подождать, когда конфигурация нужных вам деталей механизма окажется в вашу пользу.

Попробуем немного обобщить. Вы можете поделить реальность рынков на некие слои явлений, связанные механизмами проекции. На самом верхнем слое находится то, что мы видим на графиках, – движения цены, волатильность.

Проекция со слоя на слой добавляет какие-то новые явления, которые не связаны с явлениями более глубокого слоя, но как бы существуют сами по себе. Например, заметная часть рыночной волатильности не имеет отношения к явлениям мира корпоративных финансов, а является продуктом самовозбуждения рыночной толпы, то есть существуют как побочный эффект, как следствие несовершенства механизма проекции.

Эти новые явления увеличивают уровень шума, и чем выше слой явлений, тем больше шума в нем получается, и этот шум мешает видеть, что, собственно, происходит внутри механизма. На самом верхнем слое находится рыночная цена, посредством которой мы вынуждены взаимодействовать с механизмом в целом, и это, как окончательный уровень всех этих проекций, очень шумное явление, этот шум лезет в глаза и пытается навязать представление о собственной важности.

Для участников рынка этот шум создает иллюзии возможностей, но по факту выходит, что для подавляющего большинства преследование этих возможностей превращается в черную дыру, поглощающую ресурсы.

Если мы смотрим сквозь цену и сквозь этот шум на более глубокий слой происходящего, мы получаем возможность видеть менее зашумленный слой явлений и делать более устойчивые предположения по поводу происходящего. Если строить систему действий опираясь на эти предполо-

жения, мы сможем увеличить нашу эффективность и нашу отдачу на вложенные усилия.

Можно ли углублять эту картину дальше? Есть ли слои более глубокие, чем слой корпоративных прибылей?

Корпоративные прибыли можно понимать как проекцию явлений более глубокого слоя активов. Корпорации применяют определенные бизнес-схемы над располагаемыми активами. Активы порождают добавленную стоимость, маржу и поток прибылей. Если брать сходные по сути активы, то в среднем по разным корпорациям похожие активы должны приносить похожую норму прибыли. По крайней мере, это довольно неплохое предположение.

Если компания реализует какую-то интересную схему над своими активами и получает норму прибыли устойчиво большую, чем все остальные, то у нее быстро появятся конкуренты, которые будут пытаться эти активы и эту схему, которая, по сути, тоже актив, воспроизвести и повторить успех. Если активы воспроизводятся относительно несложно, то норма прибыли на такие активы в процессе конкурентной борьбы упадет до среднерыночной.

Если же компания плохо справляется с использованием своих активов, то эти активы, скорее всего, отойдут другой компании, с лучшими способностями по их использованию. Это случится в рамках, например, поглощения или выделения и продажи тех активов, с которыми у компании плохо получается работать.

Просматривается еще один возвратный контекст, который описывает возврат к среднему показателю нормы прибыли на активы.

Мы посмотрели сквозь слой корпоративных явлений на более глубокий слой реальности, слой активов, и обнаружили возможность делать еще какие-то устойчивые предположения.

Пойдем еще глубже?

Возможность получать прибыль на активы обеспечена механизмом свободного рынка. Люди изобретательны, люди постоянно ищут возможности, и механизм свободного рынка превращает человеческую предприимчивость в общественную пользу.

Но общество и бизнес существуют в контексте некоего политического и общественного устройства, которое в зависимости от того, насколько удачно оно выстроено, может способствовать предпринимательскому таланту или сдерживать его. Удачно выстроенная система может работать вместе с бизнесом в направлении смягчения опасностей, которые несет будущее. А неудачно выстроенная система может сама являться источником опасностей.

Корпорации могут привлекать капитал у публики, превращать его в активы, нанимать специалистов, реализовывать над активами свои бизнес-схемы, свободно распоряжаться своими активами, наращивать на протяжении десятилетий свои конкурентные преимущества. Все это происходит по-

тому, что отдельные общества смогли выстроить такие отношения с крупным бизнесом, которые не мешают бизнесу работать.

Наверное, это самый базовый слой – слой экономической среды и общественных институтов.

Каждый слой рыночной реальности позволяет делать определенные предположения, вокруг которых можно строить какие-то подходы.

Например, довольно надежным выглядит допущение, что в нормальной экономической среде норма прибыли на активы будет положительной. Вокруг этого предположения выстроена стратегия индексного инвестирования в индексы развитых стран, которые доказали временем, что их политические и экономические институты способны нормально переваривать разнообразные шоки. В рамках этой стратегии просто не делается никаких дополнительных предположений, кроме того что, если бизнесу не мешать, он приносит прибыль.

Если вы поднимаетесь на уровень активов, возникают дополнительные возможности, потому что вы можете строить разные подходы к оценке активов. Вокруг понятий этого уровня строится такое направление в инвестировании, как стоимостное (value) инвестирование. Есть достаточно свидетельств, что этот подход имеет преимущество над индексным инвестированием, однако здесь у участника уже появляется возможность своими предвзятыми интерпретациями

пустить под откос все преимущество подхода.

Если вы поднимаетесь еще выше, вы попадаете на уровень корпоративных финансов, где пытаетесь оценить перспективы конкретной компании по использованию своих активов. Это уровень фундаментального анализа, который пытается учитывать такие вещи, как рост. На этом уровне начинается массовый провал аналитических попыток участников рынка. Потому что публика начинает сваливаться в разные поведенческие ловушки типа наивной экстраполяции краткосрочных трендов.

Наконец, когда вы попадаете на самый верхний уровень цены и связанной с ней волатильности, наблюдается просто эпических масштабов провал попыток работать с этим слоем рыночной реальности. Потому что по мере проекции со слоя на слой нарастает объем дополнительных явлений.

И по поводу этих явлений можно с уверенностью сказать только то, что они агрессивно пользуются слабостями человеческой природы, чтобы облегчить ваш кошелек.

## Глава 4.

# Волатильность как вещь в себе

В предыдущей главе мы увидели рынок как механизм, который пытается оценить опасности будущего и назначить за контакт с ними определенные премии. Динамика цены – волатильность – возникает в результате работы этого механизма.

Редкий механизм полностью идеален. Зачастую есть какие-то люфты, где-то что-то дребезжит. Иногда все настолько разладилось, что механизм начинает существовать отдельно от своей исходной функции, в него словно вселяются духи, ведущие собственную жизнь. При этом механизм может даже худо-бедно выполнять свою работу, но создается впечатление, что его внутренняя жизнь куда богаче изначального предназначения.

Насколько адекватно рынок акций выполняет свою функцию механизма оценки рисков? Ведь рынок – это открытая площадка, и публика абсолютно любого профессионального уровня может участвовать в его работе. Можно ли ожидать, что рыночный механизм консенсуса с участием широких масс участников окажется способен давать адекватные оценки, учитывая многообразие используемых публичной мнением взглядов, подходов и стратегий?

Пожалуй, можно сказать, что в среднем на долгосрочных горизонтах этот механизм со своей работой справляется. Но в процессе его работы возникает такое количество дребезга, его внутренняя жизнь настолько гремит и сверкает, что для многих становится откровением факт, что у рынка есть функции за пределами всего этого грохота и шума.

Цена как продукт консенсуса оказывается слишком изменчивой, слишком волатильной. Волатильности просто слишком много. Почему так происходит? В чем причина этой избыточности?

Начнем с того, что некоторая волатильность в механизме просто отражает способ его существования. Прощупывание ценой границ текущего консенсуса – это естественный процесс поиска рынком баланса между покупателями и продавцами, процесс «открытия цены».

Ведь, какой бы ни была цена, всегда будет широчайший спектр мнений по поводу дешево или дорого. Какой бы ни была цена, всегда найдутся покупатели и продавцы. Даже если вы опираетесь на такие серьезные вещи, как фундаментальные количественные модели оценки цены, длинный горизонт оцениваемых потоков сделает результат очень чувствительным к входящим в модель факторам. Поэтому вы получите не конкретное значение, а достаточно широкий диапазон более-менее обоснованной оценки.

Поэтому рынок как целое никогда полностью не уверен, что текущая цена идеальна, и поиск консенсуса происходит

в режиме колебаний цены. Рынок пытается нащупать границы зоны, за которыми быки или медведи начинают убедительно настаивать, что цена слишком высокая или слишком низкая.

Это может объяснить некоторую часть избыточной волатильности.

Еще один источник в том, что далеко не все участники пытаются работать в рамках логики механизма оценки рисков.

Никто не помешает вам смотреть на рынок не как на механизм оценки будущих рисков, а как-то иначе. Богатство явлений ценовой динамики может заставить вас думать, что волатильности самой по себе вполне достаточно, чтобы взять от рынка то, что вам нужно.

Поэтому неудивительно, что существенная часть участников рынка ставят себе задачи в системе понятий, ничего общего не имеющей ни с оценкой долгосрочных рисков, ни со слоем корпоративных финансов. Многие уверены, что волатильность – это и есть самая главная и самая интересная возможность рынков. Своими попытками поставить волатильность себе на службу эти участники в своей массе создают еще больше волатильности и еще больше шума, потому что в среднем их ставка на собственное мастерство проваливается.

Но они продолжают пытаться, и на смену одним приходят другие, потому что в бой их толкает серьезный мотиватор –

эффект сверхуверенности.

Суть эффекта в том, что человек не может адекватно оценить собственные способности относительно среднего оппонента. Свои способности всегда кажутся пусть немного, но выше среднего. Это дает ощущение превосходства, некоего заведомого преимущества. Поэтому люди легко оказываются вовлеченными в рыночные сделки, легко ставят деньги на свое видение будущего, ведь они чувствуют, что правда на их стороне, и в конечном итоге их заведомое преимущество будет так или иначе реализовано.

Эффект сверхуверенности заставляет верить, что у вас совершенно определено есть преимущество перед всеми этими недотепами по ту сторону биржевого терминала. Просто глупо не попытаться реализовать свое превосходство на таком прекрасном полигоне, как краткосрочная волатильность.

Пытаясь ее оседлать, люди ставят амбициозные цели и в массе своей проваливаются, потому что пытаются достичь слишком много слишком быстро. Общая сумма фантазий, запросов и ожиданий, сконцентрированных на волатильности участников рынка, настолько велика, что просто не может быть удовлетворена рынком. Весь этот объем избыточных ожиданий так или иначе обваливается, и краткосрочную волатильность вполне можно понимать как грохот рушащихся ожиданий.

Эти процессы сами по себе способны создавать волатиль-

ность, без всякой связи с логикой более глубокого уровня корпоративных финансов.

Но даже если вы честно пытаетесь действовать в рамках логики, связанной с оценкой рисков и слоем корпоративных явлений, может оказаться не так просто адекватно справиться с этой работой.

Главный элемент в рыночном механизме – это отдельный его участник, а он человек и ничто человеческое ему не чуждо. Он несовершенен, он может быть эмоционален, субъективен и предвзят, и несовершенство ключевого элемента, несомненно, будет отражаться на точности работы всего механизма.

Ключевой проблемой здесь становится эмоциональное вовлечение. Вы не можете быть на сто процентов объективным и рациональным, когда речь идет о вашем будущем финансовом успехе. Ведь именно финансовый успех многие видят смыслом присутствия на рынке. Вы инвестируете на рынке не только ваш капитал, но и ваше эго, ваши представления о себе как человеке не без талантов, способном принимать правильные, прибыльные решения и достигать отличных результатов. В результате становитесь слишком эмоционально вовлеченным в то, что происходит с вами на рынке. Вас цепляют шансы близкого успеха, задевают упущенные возможности, крепко бьют решения, обернувшиеся убытками. Все это действует на вас сильнее, чем нужно, потому что эмоциональную сторону полностью от-

ключить невозможно.

Одно из следствий избыточного эмоционального вовлечения – слишком короткий горизонт, который участник рынка воспринимает как значимый.

Фондовый рынок как пространство возможностей будет в вашем полном распоряжении довольно долго – скажем для определенности, десятки лет.

Но горизонт в десятки лет просто не помещается в ваше восприятие. Вы можете его описать чисто интеллектуально, но когда на рынке начинают разворачиваться сильные, эмоциональные вещи, ум часто оказывается отодвинут в сторону. В результате сцена, на которой реально происходит действие, тот горизонт, который реально закладывается в ориентиры участников рынка, оказывается значительно короче тех десятков лет.

Если вы пытаетесь иметь какое-то отношение к слою корпоративных явлений, то не можете игнорировать факт, что у этих явлений есть определенное характерное время и оно измеряется годами. Вы не можете раскрутить большой бизнес с надежными конкурентными преимуществами и устойчивым потоком прибыли за год или за два. Это процессы других временных масштабов. И если вы пытаетесь работать на рынке от целей и задач, определенных на коротких горизонтах, вы отрываетесь от более глубокого слоя явлений, теряете логическую связь с ним. Концентрируясь на происходящем «здесь и сейчас», вы теряете возможность делать

предположения, опирающиеся на более устойчивую логику нижнего уровня.

Короткий горизонт становится проблемой. Слой явлений, который рынок пытается оценивать, имеет довольно длительное характерное время процессов. Но существенная часть публики действует в рамках более коротких, «эмоциональных» горизонтов, потому что фокус внимания оказывается под давлением эмоциональных факторов.

Еще одна проблема в том, что предсказание будущего оказывается в принципе слишком сложной задачей для механизма консенсуса, сводящего мнения массы несовершенных, эмоциональных участников. Ведь это именно то, чем занимается рыночный механизм, – пытается оценить шоки будущего и те проблемы, которые они могут вызвать, для стабильности потока доходов.

С предсказаниями будущего кто только не проваливался, о чем ходит множество анекдотических историй. Тех немногих, кому все же посчастливилось разглядеть в тумане будущего хоть что-то, публика восторженно награждает короной провидца.

Почему будущее так сложно предсказать? Потому что самые важные вещи, способные вызвать критические изменения, либо никогда еще не происходили, либо же происходили так давно, что риски их повторения никто всерьез не принимает.

Но рынку нужно как-то выполнять свою работу и давать

видение будущего в режиме реального времени. Участники рынка не могут сказать: задача слишком сложная, давайте не будем морочить себе голову и разойдемся по домам. Рынок вынужден давать оценку постоянно, даже когда в тумане будущего вообще ничего не видно.

Чтобы хоть на что-то опираться в деле предвидения шоков, которые несет нам будущее, люди слишком часто обращаются к способу, который представляется интуитивно верным. Они пытаются вывести будущее из прошлого.

Этот подход на первый взгляд выглядит довольно разумным. Просто посмотрим, какие неприятности случались в прошлом, и будем полагать, что шоки будущего окажутся плюс-минус такими же. Ведь прошлое хорошо известно и доступно, его легко перевести в потоки цифровых данных, в которых можно покопаться, найти интересные особенности и закономерности. Раскопки прошлого выглядят профессионально, квантифицируемо, проверяемо, респектабельно. В ценность прошлых данных верят все.

Однако с прошлым не все так просто. Вы видите в прошлом те шоки, которые имеют небольшие шансы на повторение, потому что у финансовой системы к ним, возможно, уже есть иммунитет. С другой стороны, вы не видите самого главного – вы не видите тех шоков, которых никогда раньше не было. А эти события как раз наиболее опасны, потому что иммунитета от них нет и их мало кто способен разглядеть.

Кроме того, в прошлом вы видите массу событий, которые

легко принять за шоки, но которые, по сути, являются ценовыми эксцессами внутри возвратных процессов. Они могут выглядеть устрашающе, но то, что происходит в рамках возвратного контекста, не всегда переходит в невозвратные изменения, которые, собственно, и есть настоящий долгосрочный риск.

Склонность выводить будущее из прошлого совместно с краткосрочным фокусом внимания порождают еще один эффект, ответственный за ценовые эксцессы и избыточную волатильность. Это наивная экстраполяция краткосрочных трендов.

Этому же способствуют эффекты эмоционального заражения и конформизма – склонности участников синхронизировать собственное мнение с мнением остальных.

Узкий эмоциональный горизонт, концентрирующий фокус внимания на происходящем, работает не только в будущее, но и в прошлое. То, что случилось давно, легко выпадает из фокуса внимания. Вы не воспринимаете всерьез далекое прошлое, так же как не воспринимаете далекое будущее.

Поэтому человеку свойственно, может быть даже незаметно для себя, слишком обобщать, что происходило в последнее время. Недавние события, в которые вы оказались эмоционально вовлечены, становятся для вас своего рода нормой и начинают проецироваться на ваши представления о будущем. Если рынок уверенно рос, вы найдете массу убедительных соображений, почему рост продолжится и даль-

ше. Если рынок сильно падал – вам будет сложно бороться с мыслями о неминуемом ужасном крахе всей системы.

Наивная экстраполяция недавних состояний ответственна за ценовые эксцессы. Когда рынок растет, публика продолжает покупать даже тогда, когда оценки сильно оторвались от фундаментально обоснованных. О том, какие эксцессы возникают на паниках, пожалуй, рассказывать излишне.

Ценовые эксцессы оказываются ключевым явлением, смещающим фокус внимания публики с долгосрочных рисков на краткосрочную волатильность. Они бывают очень яркие, привлекают всеобщее внимание и часто становятся частью биржевой мифологии.

Неудивительно, что именно эксцессы формируют представления публики о возможных рисках. Попытки вывести будущее из прошлого непременно ведут к тому, что реализовавшиеся ценовые эксцессы воспринимаются как наглядные примеры шоков и становятся мерилем опасностей будущего.

Но правильно ли это?

Существенная часть ценовых эксцессов случается в рамках циклической логики неких возвратных контекстов. Если мы понимаем риск как невозвратные потери на действительно значимых горизонтах, то большая часть этой цикличности не переходит в невозвратные потери. Большая часть ценовых эксцессов откатывается обратно каким-нибудь механизмом возврата к среднему.

Тем не менее публика предпочитает смотреть на реализо-

вавшуюся волатильность, как на меру долгосрочного риска. Это очень удобный подход, потому что прошлую волатильность легко измерить и все прошлые эксцессы оказываются как на ладони. Вам ничто не мешает набрасывать на прошлые данные какие угодно модели и получать оценки с кучей значащих цифр после запятой. Все это выглядит профессионально, обоснованно и создает приятную иллюзию контроля.

Публика идет дальше – она начинает смотреть на рыночную премию не как на вознаграждение за долгосрочный риск инструмента, а как на вознаграждение за волатильность инструмента. Требовать премию за риск волатильности может показаться логичным для того, кто активно вовлечен в происходящее и вынужден поддерживать постоянный контакт с ценами. Но по большому счету это ограничение, которое вы накладываете на себя сами.

Рынок, концентрируясь на волатильности как на мере долгосрочного риска, таким образом, проваливает задачу адекватной оценки хоть чего бы то ни было. Потому что с предсказаниями краткосрочной волатильности публика тоже постоянно не угадывает.

Получается, что волатильность создает не только иллюзию возможностей, но и иллюзию риска. Вы видите больше риска, чем есть, потому что смотрите на ценовые эксцессы, возникающие в рамках циклических контекстов, как на воплощение опасностей будущего.

Возникает парадоксальная ситуация. Принимая волатильность за риск, рынок начинает требовать премии именно за волатильность. Но волатильность – это последствия плохой работы рынка как механизма оценки долгосрочного риска. Рынок фактически требует премию за то, что плохо справляется со своей задачей.

Пытаясь оценить будущее, он производит такой дребезг, что нередко сам его пугается и начинает принимать грохот собственного провала за звуки приближающейся из будущего катастрофы.

Таким образом, волатильность становится вещью в себе, способной поддерживать собственное существование в отрыве от любой внешней логики.

Тем временем концентрация на краткосрочной волатильности мешает биржевой публике видеть настоящие опасности. Значимость реализовавшихся шоков прошлого, попавших в эмоциональное краткосрочное окно происходящего, будет переоцениваться. Напротив, самые опасные шоки будущего станут недооцениваться, потому что находятся в слепой зоне фокуса внимания.

Короткий временной горизонт, эмоциональное заражение, наивная экстраполяция трендов – все это будет способствовать накоплению публикой необоснованных ожиданий, которые будут периодически рушиться, вызывая всплески волатильности и новые ценовые эксцессы.

Как видно, на рынке возникает масса условий, где цепи

положительной обратной связи могут приводить к раскрутке избыточной волатильности.

К чему же мы пришли?

В попытке правильно спроецировать будущие потоки корпоративных прибылей на рыночную цену консенсусный механизм рынка порождает целый слой новых явлений, мало относящихся к изначальной задаче. И большая часть происходящего на этом слое имеет корни в несовершенстве человека, как главного элемента рыночного механизма. По большому счету, вклад иррационального поведения масс людей в волатильность настолько велик, что текущую рыночную цену вряд ли стоит считать чем-то большим, чем массовой фантазией по поводу будущего.

Тем не менее щедрая на явления ценовая динамика и яркие периодические эксцессы создают впечатление богатых возможностей.

Но так ли просто ими воспользоваться?

В следующей главе мы увидим главную ловушку для тех, кто недооценивает сложность задачи.

## Глава 5.

# Опасное обаяние прошлых данных

В предыдущих двух главах мы попробовали понять, что, собственно, происходит на рынке, какая логика лежит в основе процессов, порождающих хаос ценовых движений. Получилась очень приблизительная картина, но и она уже что-то проясняет. Можно сделать попытку шагнуть дальше и прикинуть, каковы наши возможности вписаться в происходящее.

Но сначала нужно будет удержаться от концентрации усилий на наиболее очевидном направлении действий. Мимо этой ловушки, впрочем, мало кому удастся пройти, потому что она очень соблазнительна своей очевидностью и интуитивной понятностью.

Это попытки разгадать закон движения цены.

Когда вы начинаете считать рынок черным ящиком, генерирующим потоки ценовых данных по неведомому пока закону, то ваша цель быстро принимает конкретные очертания. Вы начинаете искать в этих данных некий волшебный ключ к рынку через анализ ценовых потоков, через наблюдение графиков, через поиск закономерностей, повторяющихся особенностей и паттернов. Вы начинаете инвестировать свои ресурсы в эти поиски, потому что волшебный

ключ от черного ящика, который вы рисуете в своем воображении, – он настолько мощный, что любые вложения времени и усилий кажутся совершенно обоснованными.

Но с такой постановкой задачи есть серьезные проблемы. Все выглядит слишком очевидным и соблазнительным, и вас это должно насторожить. Когда что-то очевидно и соблазнительно одновременно, проблемы неизбежны.

Чтобы понять степень опасности, придется сначала обратиться к своего рода философскому вопросу: что, собственно, происходит, когда участник выходит на борьбу против рынка?

Любая активность на рынке акций имеет в своем основании какие-то предположения о рыночной реальности, о том, что за игра разворачивается на этой огромной доске. Когда вы делаете ставку на свое видение происходящего, в ее основе лежит набор определенных допущений. Может быть, даже таких, которые не вполне осознаются, поскольку выглядят слишком очевидными, чтобы в них сомневаться.

Вы выстраиваете свою систему допущений и ставите ее против будущего с его непредсказуемыми шоками. Если вы оказались недостаточно хороши, шоки будущего ломают вашу конструкцию из допущений и отправят вас за пределы игровой доски. Чтобы оставаться на плаву в этой игре, нужно делать сильные предположения, которые окажутся достаточно устойчивыми, чтобы выдержать испытание потоком будущих изменений.

Одна из причин того, что участники рынка в среднем так неэффективно выступают в этой игре: они полагаются на допущения, которые выглядят для них сильными или даже очевидными, но по факту оказываются слабыми. В результате будущее своими неожиданными поворотами сюжета периодически обрушивает систему допущений участника и забирает его деньги.

Какое допущение лежит в основе подхода, основанного на анализе прошлых данных? То, что особенности поведения цены, которые вы обнаружите в прошлом, будут в той же степени действовать и в будущем. Фактически вы предполагаете, что черный ящик рынка выдает ценовой поток согласно какой-то формуле. Вы смотрите на ценовой поток как на некий зашумленный сигнал, видите свою задачу в его расшифровке. Вы предполагаете, что сигнал действительно есть, и задача расшифровки имеет для вас экономический смысл.

Это очень удобное допущение, потому что, когда вы принимаете его за основу, вам сразу становится понятно, что нужно делать: в меру своих способностей анализировать данные, изучать графики, искать особенности, паттерны, модели, параллельно овладевая все новым и новым инструментарием по раскопке данных.

А копать есть что: рынки производят совершенно ошеломляющие объемы данных. Они все очень интересные и разнообразные, полные паттернов, особенностей и явле-

ний. Как назло, в вашем распоряжении имеется богатейший арсенал методов по интерпретации ценовых явлений, от лучей Ганна до нейросетей глубокого обучения. Копание в прошлых данных предлагает просто бездну возможностей по растрате своего времени и усилий.

Можно навсегда застрять в этой увлекательной игре, перебирая данные и инструменты и пребывая в полной уверенности, что будущие результаты, которых вы неизбежно достигнете, стоят потраченных усилий.

Но есть определенная логика, которая дает основания сомневаться в эффективности этого направления действий. Все ли хорошо с предположением, что ключ к будущему лежит в прошлом? Действительно ли оно достаточно обоснованно, чтобы все эти инвестиции времени и усилий были оправданны?

Давайте рассмотрим альтернативную точку зрения на исторические ценовые данные. Если цена – это производный элемент работы рыночного механизма, то запись дребезга этой детали может и не иметь особенной ценности. Что, если это просто своего рода информационные отходы и там нет ничего, что могло бы помочь понять будущую динамику процессов внутри механизма? Караван прошел, остались следы на песке и кучи верблюжьего помета. Насколько полезным будет анализ этих последствий, если ваша реальная цель уже скрылась за горизонтом?

Что, если прошлые данные уже учтены рынком полно-

стью, а все, что могло бы дать вам в руки инструмент для сильных допущений, – это знания о будущих шоках, которых ни у кого нет, потому что будущее неизвестно? Все, что может быть полезным для вашей системы сильных допущений, – это такая информация о будущем, которую нельзя извлечь из прошлого. Все остальное – просто бесполезный мусор.

Эта точка зрения выглядит довольно пугающей для подавляющего большинства участников рынка. Настолько пугающей, что никто ее не будет рассматривать всерьез. В самом деле, очень легко подобрать возражения такому пониманию вещей – назовем его нулевой гипотезой. Кто-то вспомнит примеры, как люди зарабатывают годами, уверенно обгоняя бенчмарки. Кто-то сошлется на исследования по факторному анализу из академических работ. Каждый в меру своих способностей будет цепляться за убеждение, что будущее не такое уж непредсказуемое.

Конечно, нулевая гипотеза – это крайняя точка зрения, которая, как все крайние точки зрения, скорее всего, перебор.

Если говорить о крайностях, то на противоположном от нулевой гипотезы конце спектра будет находиться предположение, что все особенности, которые вы найдете в прошлых данных, будут в том же виде работать и в будущем.

Но это предположение тоже выглядит сомнительным, эта крайность тоже оказывается перебором. Чем больше вы на-

блюдаете за рынком, тем больше видите примеров, как он меняется. То, что работало раньше, перестает работать. Появляется то, чего раньше не было.

Поэтому допущение об устойчивом переходе особенностей поведения цены из прошлого в будущее нельзя назвать сильным. Есть определенные механизмы, определенная логика вещей, которая бьет по основаниям такого допущения.

Ценовые данные обезличены, поэтому легко упустить из внимания факт, что они создаются в результате взаимодействия людей. Окно биржевого терминала обезличено, поэтому легко начать думать, что вы взаимодействуете с неким бездушным автоматом, который будет выдавать вам деньги, если вы правильно нажимаете определенную последовательность кнопок.

На самом деле на конце взаимодействий между участниками всегда находятся люди. Даже если между ними большая цепочка из алгоритмов-посредников. Эти алгоритмы включаются, выключаются и модифицируются людьми.

Когда вы выставляете вашу систему допущений против рынка, то выходите не против таинственных сил природы, действующих по твердым, пусть и пока непонятным, законам, вы выходите против людей. У них есть глаза, мозги и полное нежелание отдавать вам свои деньги.

Эти люди видят примерно то же, что и вы. Вы видите особенности? Они их наверняка тоже видят. Вы смотрите на графики, делаете предположения, принимаете решения?

Они делают то же самое.

Динамика цены порождается текущей конфигурацией игроков, консенсусом их представлений по поводу будущего, конкретной структурой их ставок и стратегий действия. Меняется рынок или информационный фон – меняется и конфигурация игроков, их баланс, меняются особенности в поведении цены.

Когда вы вовлечены в игру людей с людьми, то нет и не может быть заведомых правил, инструкций, алгоритмов, владея которыми вы могли бы стабильно и постоянно обыгрывать ваших оппонентов.

Возьмите шахматы. Разве может существовать стратегия, позволяющая ее обладателю выигрывать у кого угодно? Разве может дать подавляющее преимущество просто анализ сыгранных партий в ситуации, когда вы не знаете, с кем вам придется играть в следующий раз?

Люди видят ту же доску, что и вы. Люди адаптируются к изменениям и меняют способ действия так же, как это делаете вы. Если вы считаете, что обгоните их в этом процессе, вам нужны крепкие обоснования для такого допущения. Если вы изучили доступные всем данные с помощью доступных всем методов и нашли что-то, что мог найти любой, – это довольно слабая заявка на уверенное преимущество перед конкурентами.

Если появляется устойчивая особенность, повторяющийся паттерн, то ваше лучшее предположение состоит в том,

что это видят все. Ощущение, что вы нашли что-то уникальное, питается эффектом сверхуверенности и наверняка избыточной сложностью, которой вы сами себя запутали.

Регулярная, предсказуемая особенность в ценовом поведении означает, что какая-то группа участников оставляет деньги на столе. Но поскольку эта ситуация открыта для всех, то логично предположить, что капитал начнет двигаться в те стратегии, которые эти особенности эксплуатируют. Потому что капитал перетекает туда, где видит возможности, а чужие деньги на столе – это прекрасная возможность. В результате этого перетока конфигурация игроков вокруг этой особенности изменится, и вместе с ней изменится поведение рынка, и особенность уже не будет проявляться так отчетливо, потому что чужие деньги будут делиться уже на большее число желающих их забрать.

Возникает своего рода балансирующий механизм, который «стирает» устойчивые особенности из поведения цены. Конечно, как и все рыночные механизмы, он функционирует не идеально. Но важно, что есть определенная логика, которая работает против предположения о переходе особенностей из прошлого в будущего. В конце концов, за этой логикой прячется принцип «Не бывает денег из воздуха». Нет гарантированных способов отбирать деньги у других людей, пользуясь доступными для всех данными и известными всем инструментами.

Таким образом, конфигурация участников рынка, порожд-

дающая ценовые особенности, постоянно меняется, а причин для этого может быть много и за пределами логики балансирующего механизма.

На рынок влияют институциональные и технологические изменения. Скорость информационных процессов сильно возросла по сравнению с тем, что было 10 или 20 лет назад, появилась и захватила рынки алгоритмическая торговля. Рынки реагируют на события по-другому. Постоянно происходят такие вещи, которых раньше никогда не было.

Таким образом, если вы делаете ставку на устойчивость перехода особенностей из прошлого в будущее, то принимаете серьезные риски. Процесс постоянного изменения рынка может ломать ваши допущения быстрее, чем они будут оправдывать ваши затраты.

Поэтому недостаточно просто знать, что будут особенности, которые перейдут из прошлого в будущее. Это необходимое условие, чтобы ставить на этот факт деньги, но далеко не достаточное. Вам критически важно знать, какая именно доля особенностей погибает по дороге. Важно знать, насколько быстро свойства рынка меняются. Это именно тот параметр, который определяет осмысленность вложений времени и усилий.

Ведь вам в итоге нужно, чтобы ваш набор допущений оказался достаточно сильным, чтобы результат его работы перепрыгнул барьер транзакционных издержек, да еще и оправдал бы вложенные усилия. Их будет вложено предостаточно,

раскопка данных может быть весьма трудоемким занятием.

Кроме того, он должен компенсировать дополнительные риски, которые создает для вас работа балансирующего механизма, постоянно висящего дамокловым мечом и грозящего стереть в порошок те особенности, на которые вы ставите деньги. Эти риски оценить очень сложно, если вообще возможно. Но это именно те риски, которые обрушивают бизнес подавляющего большинства участников, подсевших на раскопки прошлых данных.

Мы не можем толком оценить степень изменчивости рынка или определить риски, связанные с этой изменчивостью. Мы не можем определить наши способности работать с этой проблемой. Более того, многие будут настойчиво отрицать, что такая проблема вообще есть.

В результате совершенно неясно, оправдаются вложения наших усилий или нет. А раз так, то чем наша система допущений отличается от банального казино?

Люди предпочитают отворачиваться от проблемы, потому что предпочитают верить во что им удобно: относительно несложная работа принесет им успех и богатство. Ведь использование стандартных инструментов над общедоступными архивами данных – это не такая уж сложная работа, какой может показаться. Да, она может быть трудоемкой, но это не делает ее сложной. Копание канавы лопатой тоже трудоемкое занятие, но никто не ожидает от такого рода усилий золотых гор, потому что по большому счету этим может за-

ниматься любой, кому хватит талантов освоить владение лопатой.

Раскопка данных кажется сложным высокопрофессиональным трудом только для тех, кто плохо владеет инструментами анализа данных. Они выдают свои усилия по освоению инструментария за некий труд, который рынок обязан им сторицей возместить. Но, если разобраться, какое отношение имеет рынок к их личным проблемам с инструментарием?

С задачей распознавания паттернов на графиках с успехом справится любой голубь. Набросить нейросеть на ценовой поток сможет любой студент технического вуза. Если в этих занятиях и имеется некий высокоуникальный компонент, способный обеспечить опережающую доходность, то он заключается вовсе не в задаче самой по себе, а в неких дополнительных к ней знаниях и допущениях.

Таким образом, все упирается в инсайты по поводу того, как использовать инструменты и где находятся границы применения методов, за пределами которых они становятся бесполезны. В конечном итоге все превращается в сложный и рискованный бизнес, очень сильно зависящий от уровня наработанного мастерства.

Конечно, теоретически вы можете наработать инсайты, занимаясь любым направлением, но, как мы много раз увидим на протяжении книги, это неэффективная по ресурсам стратегия для человека без заведомых преимуществ. Ресур-

сы вы потратите в любом случае, а каков будет результат заранее – неизвестно. Чем не лотерея?

Изначально проблема кажется менее суровой, чем она есть, и задача кажется вполне решаемой. Эффект сверхуверенности проявится и здесь, он будет мотивировать на агрессивное вложение ресурсов в направление раскопки данных в надежде быстро получить волшебный ключ от рынка и все разом оправдать. Эти потраченные ресурсы лягут грузом на вашу маневренность, создав утопленные издержки (sunk costs), которые вы уже не сможете вернуть. Гиперконцентрация на одном направлении приведет к сужению фокуса внимания и представлений о рынке и его возможностях. Это создает дополнительные риски, которые делают ловушку прошлых данных еще опаснее.

Таким образом, раскопки прошлых данных не создают пользы сами по себе. В конечном итоге отдача от этой работы упрется в ваши персональные инсайты. Очевидно, что для среднего участника наработка этих самых инсайтов просто не будет иметь экономического смысла.

Эта ловушка вносит свой вклад в проблему неэффективности действий и растраты ресурсов. Люди идут туда, куда им идти проще, удобнее и понятнее, по дороге накручивая себя ожиданиями, как рынок возместит их старания. Ведь так заманчиво поверить, что рынок – это волшебная страна, где каждый шаг должен оплачиваться кучей денег. Заманчиво отмахнуться от необходимости разбираться, что происхо-

дит, подменив предмет изучения черным ящиком, на который можно набросить количественные методы.

Это ловушка для тех, кто поддается соблазну сразу перейти к вопросу «Как заработать?», минуя вопрос «Что происходит?». Закономерный результат – конструкция из слабых допущений, которая рано или поздно будет раскатана тяжелым катком рыночных изменений.

Но вопрос «Как заработать?» продолжает стоять перед нами, и в следующей главе мы попробуем наконец прикинуть, как можно вписаться в ландшафт возможностей рынка.

## **Глава 6.**

# **Источники доходности: кто оплачивает успех?**

В прошлой главе мы рассмотрели пример, как можно создать себе проблему, пытаясь быстрее получить способ извлечения денег из рынка. Рыночная реальность часто оказывается коварной. Когда понимание происходящего не слишком глубокое, решения, которые будут казаться очевидными, имеют все шансы оказаться ловушками.

Тем не менее, поскольку в предыдущих главах мы несколько прояснили ландшафт происходящего, можно попробовать задать вопрос: как же все-таки подходить к рынку с целью извлечения из него денег? Как можно вписаться в происходящие процессы так, чтобы вложения усилий принесли максимальную пользу?

Ранее был упомянут важный факт, который легко упустить из виду: рынок – это прежде всего люди. Конечно, охвативший рынки процесс алгоритмизации может создать впечатление, что теперь это уже не совсем так, но за алгоритмами все равно на каком-то этапе стоят люди, принимающие решения.

Рынок – это люди, постоянно передающие друг другу деньги. Если вы планируете удачно вписаться в этот процесс,

вы должны понимать суть вашего взаимодействия с остальными участниками рынка.

Наша цель, очевидно, выстроить стратегию, которая извлекает доходность из этих взаимодействий – для краткости я буду называть их играми. Для начала вам придется объяснить самому себе, что за люди будут отдавать вам свои деньги и по каким причинам они будут так странно себя вести.

Удивительно, насколько часто этот простой вопрос обходят вниманием. Если закрыть рынок черным ящиком, он станет похож на некий банкомат, который теоретически будет давать деньги, если нажимать кнопки в правильной последовательности. Но черный ящик почему-то постоянно пытается вывернуться и не только не дать вам денег, но и забрать ваши. Поэтому придется копнуть глубже и задаться вопросом: на чем, собственно, основаны ваши претензии к рынку, почему он должен вам платить деньги?

Начнем с самого понятного. Очевидный способ извлекать доходность на рынке акций – просто быть акционером и получать свою часть потока доходов, что генерирует бизнес компаний. Что здесь происходит? Вы согласны терпеливо держать некомфортный, волатильный инвестиционный инструмент, рассчитывая, что поток доходов акционера компенсирует ваши, обычно временные, неудобства.

Ваша игра состоит в том, что вы принимаете условия терпеть дискомфорт и получать за это премию. У вас есть определенный оппонент в этой игре. Каковы ваши взаимоотно-

шения?

Он передает вам инструмент и привязанный к нему поток выплат. Вы получаете наличные. Почему вы делаете так, а он по-другому? Потому что у вас разные ситуации, вам поток платежей выгоднее наличных, а оппоненту – наоборот. В терминах риска – вы берете риск и получаете премию, оппонент сбрасывает ненужный ему риск. Каждый получает в сделке то, зачем пришел. Это взаимовыгодная ситуация. Ваши решения оптимизируют пользу для вас обоих и таким образом создают стоимость.

Как видно, на рынке есть способ получать доходность, просто ничего не делая! Более того, ничего не делать в определенном смысле и оказывается вашей работой. Вы терпеливо пересидживаете временные неудобства и получаете за это премию.

Премия за риск акционера – это элементарный и самый очевидный пример, но таких ситуаций обмена «премия за риск» на рынке, конечно же, больше.

Например, вы можете получать премию за поставку ликвидности. Здесь вы поставляете оппоненту определенный сервис, принимаете связанные с поставкой сервиса неудобства и риски и получаете за это определенную премию в виде дисконта к цене.

Если смотреть на рынок как на ландшафт рисков и соответствующих премий, то он превращается в своего рода «магазин премий». Вы приходите на рынок, выбираете тот риск,

который вам по душе, и тем или иным способом получаете связанные с этими рисками премии.

Но есть загвоздка: рынок сам вешает ценник на тот или иной риск, и вы мало что можете с этим сделать. Вам остается только принять риск с той премией, что рынок вам предлагает, или стоять в стороне, ожидая более удобного момента для покупки риска – например, очередного ценового эксцесса.

Да и сами размеры премий относительно невелики в глазах тех, кто мотивирован на достижения, кто пришел на рынок за оглушительным финансовым успехом. Например, реальная (за вычетом инфляции) премия за риск акционера на американских акциях исторически была в районе 7% годовых. Не слишком впечатляющая цифра для тех, кто готов активно инвестировать в рынок свои усилия в надежде на достойную отдачу.

Другая особенность таких игр: в этом магазине премий не только доходности, но риски тоже просматриваются достаточно хорошо. Покупая акции, вы примерно представляете, насколько большой дискомфорт вам могут создать волатильность и макроэкономические шоки. Те, кто чересчур близко к сердцу принимает оценку портфеля по рыночной стоимости, подверженной ударам ценовых эксцессов, вряд ли найдут эти условия особенно привлекательными. На графике индекса акций США S&P 500 за последние 25 лет сложно не заметить два мощных медвежьих рынка,

с глубокими просадками до 50%.

Неудивительно, что многие активные участники, заряженные энтузиазмом и верой в себя, проходят мимо «магазина премий» с понятными и прозрачными условиями по доходности и риску. Доходности слишком низкие, риски слишком высокие – все это неприятно контрастирует с внутренней убежденностью в собственном финансовом таланте. Поэтому множество людей находятся в постоянном поиске таких вариантов, где рисков мало, а доходности зашкаливают. В глубине души они верят, что это именно то, чего они достойны. И конечно же, находятся варианты, которые именно так и выглядят.

Что останется, если из всех рыночных взаимодействий убрать взаимовыгодные сделки «премия за риск»? Останется борьба «пауков в банке», где побеждает сильнейший, деньги проигравших делят победители, а общая сумма по всем игрокам, если учесть транзакционные издержки, отрицательна.

В таких играх взаимодействие между оппонентами имеет характер конфликта. Один выигрывает, другой проигрывает. Стабильно побеждать в такого рода играх можно, только если вы настолько хороши, что получаете и удерживаете существенное преимущество перед вашими оппонентами.

Это может быть аналитическое преимущество – способность более глубоко понимать рынок и происходящие на нем процессы и делать более сильные допущения.

Это может быть поведенческое преимущество – способность сопротивляться иррациональным, поведенческим эффектам в эмоционально напряженной среде рынка.

Это может быть технологическое преимущество – возможность использовать специальные инструменты или оборудование, которое делает что-то недостижимое для среднего оппонента.

В общем, преимущество должно позволять вам быть конкурентоспособным в схватке с вашими оппонентами по игре.

Таким образом, на рынке одновременно происходят взаимодействия двух совершенно разных видов. Будем называть их «взятием риска» и «борьбой за преимущество». Зачастую в каждой конкретной сделке игрок может быть вовлечен в обе игры одновременно.

И все же крайне важно понимать разницу между этими играми.

В первую очередь бросается в глаза разная установка игрока по отношению к рынку. В играх взятия риска эту установку можно называть сотрудничающей, взаимовыгодной. Участвуя в сделке за взятие риска, вы предоставляете оппоненту, или, более абстрактно, рынку, своего рода сервис, услугу. Есть участники, которым хочется уменьшить свой риск, и вы даете им такую возможность. Ваше взаимодействие с рынком идет не по пути конфронтации, а по пути поиска взаимной пользы. В пространстве такого рода игр об-

щая польза увеличивается, ведь обе стороны в сделке получили то, чего хотели.

Напротив, в случае игры за преимущество ваша установка против рынка – это конфронтация. Вы находитесь в агрессивной позиции и собираетесь в жестком столкновении отобрать у кого-то деньги. Это довольно ресурсоемкое взаимодействие, потому что, кроме транзакционных издержек, сторонам приходится нести еще и неденежные издержки: в виде времени и усилий, потраченных на этот конфликт, в виде психологических последствий, ведь «эмоциональная прибыль» у победившего будет ниже, чем «эмоциональный убыток» у проигравшего.

Можно с уверенностью утверждать, что игры за преимущество уничтожают стоимость, а не создают ее. Хотя по денежным ресурсам всех вовлеченных сторон (включая посредников) сумма и выходит нулевая, но с учетом неденежных ресурсов, времени, усилий, упущенной выгоды и психической энергии зона игр за преимущество становится площадкой для уничтожения общей стоимости. В масштабах всего рынка игры за преимущество превращаются в черную дыру для слива ресурсов.

Участие в таких играх для среднего участника имеет негативное ожидание, но мало для кого это выглядит серьезной проблемой, ведь каждый уверен, что его таланты обеспечат входной билет в когорту зарабатывающих. Но зарабатывающие и проигрывающие делятся далеко не поровну.

Долгосрочно устойчивым бизнесом такие игры становятся только для узкой прослойки профессионалов – называйте их «шаманы», «чемпионы» или как вам удобнее. «Чемпионы» используют «пушечное мясо» для извлечения прибыли за счет мощности наработанных преимуществ и более выгодной структуры издержек. Для всех остальных этот процесс превращается в банальное казино.

Есть масса причин, почему люди склонны проходить мимо зоны игр взятия риска, где ожидание среднего игрока положительное, и намеренно или нет попадать в зону игр за преимущество, где ожидание среднего игрока отрицательное.

Во-первых, это слепота по отношению к происходящему, восприятие рынка как черного ящика непонятной природы. В этих условиях вы просто не можете контролировать, в какой зоне вы находитесь, да и, по большому счету, вы даже не ставите себе такой задачи. Вы не можете сознательно ограничивать свою активность только играми взятия риска.

Попытки взлома рынка как черного ящика – это все-таки взаимодействие конфронтационное, поэтому вы имеете все шансы в результате оказаться в зоне игр за преимущество. Ведь вы исходите из предположения, что внутри черного ящика есть некие устойчивые свойства, которые вы можете превратить в доходность выше стандартной премии за рыночный риск.

Но по сути это означает предположение, что на рынке есть

группа людей, которые по каким-то причинам неспособны адаптироваться и поэтому теряют деньги при одних и тех же условиях. Но суть даже не в том, правда это или нет, суть, что слепота по отношению к происходящему внутри черного ящика практически неизбежно приведет к переоценке мощности этого допущения и той пользы, которую вы из него можете извлечь. В результате появятся воздушные замки избыточных ожиданий, которые обречены рано или поздно рухнуть с плохо предсказуемыми последствиями.

Люди попадают в зону игр за преимущество еще и потому, что зона «премий за риск» не устраивает их своими честными оценками рыночного риска. Неприятие риска находится в ряду психологических особенностей человека, и, безусловно, оно не может не давить на оценки. Поэтому взятие честного рыночного риска и связанные с этим для многих неудобства будут выглядеть неприемлемо.

Напротив, в зоне игр за преимущество имеется огромный арсенал средств обмануть себя по поводу реального риска в таких играх или своих способностей. Игры за преимущество оказываются привлекательными именно по этой причине: они создают иллюзию контроля по отношению к риску, предлагают шанс на доходность без существенных просадок.

Еще одна причина появляется, когда вы серьезно мотивированы на экстремальную доходность. Конечно же, доходности в «магазине премий» не будут вас устраивать, и вам ничего не останется, как пытаться наработать серьезное пре-

имущество и прорваться в когорту «чемпионов».

И все же главная движущая сила, толкающая людей на участие в играх за преимущество, – это мощь эффекта сверхуверенности. Именно он порождает большую часть проблем для участника.

В играх за преимущество правильная оценка собственного преимущества оказывается критически важной. Ваши результаты будут крайне чувствительны к ошибкам в оценке. Если вы немного недооцените своих оппонентов, это приведет не к тому, что вы станете чуть меньше зарабатывать, а к тому, что вы станете проигрывать. Стоит немного выйти за пределы своей компетенции, и вы оказываетесь на проигрывающей стороне стола.

По большому счету, нет способов более-менее достоверно оценить собственное преимущество перед рынком. Поэтому люди обращаются к наивной экстраполяции собственных недавних успехов, к другим субъективным прикидкам и попадают в ловушки психологических эффектов.

Об эффекте сверхуверенности мы уже говорили, но этим набор эффектов не ограничивается. Например, можно отметить эффект Даннинга – Крюгера, который описывает склонность непрофессионалов переоценивать свой профессиональный уровень и действовать чересчур дерзко и опасно там, где нужна осторожность.

Еще один эффект, который повышает привлекательность участия в играх за преимущество, связан с неправильным

восприятием отдачи на усилия. Человеку свойственно интуитивно полагать ее линейной, но в играх людей против людей эта логика сбивает. Усилия превращаются в результат довольно непредсказуемым образом.

Участвуя во взятии премий за риск, вы никаких усилий не прилагаете. Вы просто приходите на рынок, берете тот риск, что вам по душе, и получаете за это вашу премию.

Но если вы готовы активно инвестировать свои усилия, вы можете думать так: если на рынках даже бездействие приносит доходность и если я буду активно инвестировать на рынке свое время и усилия, это наверняка увеличит мою доходность в разы!

Логика «Чем агрессивней давишь, тем выше результат» кажется интуитивно верной и поэтому превращается в ловушку. Пытаясь найти больше возможностей, больше точек для приложения усилий, участник неизбежно выходит за пределы территории «премий за риск» и попадает на столы для игр за преимущество. А там оказывается, что энтузиазм и усилия ничего не стоят, если они не поддержаны глубиной понимания происходящего. Даже наоборот, чем больше участник дергается, тем больше ошибок он делает и тем быстрее его деньги перетекают брокерам и профессионалам.

Получается парадоксальный, совершенно контринтуитивный результат. Вы можете иметь положительное ожидание результата, практически ничего не делая, но чем больше вы вкладываете усилий, тем хуже оказываются ваши шан-

сы на успех, потому что эти усилия растрачиваются в играх за преимущество.

Отдача на усилия на рынке оказывается очень нелинейной, потому даже если вам удалось наработать определенную компетенцию, то стоит сделать шаг за ее границы – и отдача начинает резко падать. Рынок и ваша собственная субъективность вкупе с поведенческими искажениями генерируют очень много иллюзий по поводу ваших возможностей и границ вашей компетенции.

Вы предполагаете, что, ввязываясь в игры за преимущество, рано или поздно наберете соответствующий опыт, который позволит вам успешно извлекать прибыль с низкими рисками, и вы, наверное, даже согласны на первых порах терять больше, потому что верите, что эти издержки будут в итоге покрыты.

Таким образом, вы ожидаете линейного нарастания преимущества, которое перейдет в вашу способность уверенно извлекать доходность в играх за преимущество против среднего оппонента. Оно также базируется на вашем допущении, что преимущество нарастает линейно и что результат этого преимущества – только вопрос времени и усилий.

Но это не так. В сложных играх против людей отдача на усилия упирается в плохо просчитываемые понятия, такие как инсайт или талант. По большому счету, любая ставка на то, что инвестиции ваших усилий в один прекрасный момент обернутся уверенным преимуществом на рынке, – это

чистой воды лотерея.

По отношению к играм за преимущество существует определенный набор иллюзий, который мотивирует массу участников стремиться в них в надежде обеспечить доходность к риску большую, чем в прямом взятии рыночного риска. Разрыв между ожиданиями и реальностью оказывается столь велик, что все выливается в массовую растрату ресурсов, от которой пользу извлекают только посредники и немногочисленные талантливые «чемпионы».

Почему игры за преимущество оказываются сложнее, чем представляется?

Одна из причин: рынок – это очень «плоское» поле возможностей с очень жесткой конкуренцией, где в принципе сложно развить какое-то устойчивое преимущество перед оппонентами.

Для участников, работающих собственным капиталом, рынок выглядит очень привлекательной площадкой для ведения трейдерского бизнеса. Вы сидите за мониторами у себя дома, ни от кого не зависите, ваши доходы потенциально неограниченны. Казалось бы, мечта, да и только.

Но у этой площадки есть одно неприятное свойство как у пространства для бизнеса. Оно открыто для всех, и поэтому конкуренция на ней огромна. Одновременно друг против друга торгует огромное количество самых разных участников с самыми разными возможностями и преимуществами.

Это могут быть частные трейдеры с небольшим капита-

лом, могут быть хедж-фонды, за которыми стоят сотни миллионов долларов и команды профессиональных исследователей. И все эти участники взаимодействуют на одной площадке, пытаясь утащить деньги из карманов друг друга.

Обезличенность биржевого терминала позволяет вам фантазировать о своих оппонентах все, что угодно. Эффект сверхуверенности вынуждает вас представлять по другую сторону биржевого стакана толпу недотеп, которые не понимают, что творят. Но печальный факт, что на той стороне ваших сделок слишком часто могут оказываться люди, которые уверенно бьют вас по объему накопленных преимуществ и по структуре издержек.

Зачастую частному игроку просто невыгодно пробиваться в «чемпионы» на площадке, потому что ресурсы для него стоят выше, чем они могут стоить для профессиональных участников. Хедж-фонды могут тратить кучу денег на исследования только ради того, чтобы прибавить несколько процентов годовых доходности. Может ли позволить себе такое частный игрок – большой вопрос. Его время и упущенная выгода стоят намного дороже, и это создает определенный барьер.

Другая причина провала ожиданий в играх за преимущество – масса скрытого и непрозрачного риска.

Например, это риск непредсказуемого изменения условий, в рамках которых проходят игры. Можно говорить об этом как о неустойчивости «игрового стола».

При взятии риска игровой стол устойчив, потому что нет сил, критически заинтересованных в кардинальном изменении условий игры. Продавая и покупая риски, люди получают примерно то, на что рассчитывают, и они в целом не против, чтобы условия оставались прежними.

В случае игры за преимущество игровой стол оказывается неустойчив. В прошлой главе упоминался балансирующий механизм, приводящий к постоянному изменению игровых условий. Успешно выступающие игроки привлекают больше капитала под следующие свои сделки, к тому же свет их успеха привлечет на их сторону больше игроков, отслеживающих игровое пространство в поисках возможностей. Напротив, потерпевшие неудачу игроки получают меньше возможностей для продолжения противостояния, кто-то совсем покидает игровой стол, кто-то уменьшает капитал под разочаровавшую стратегию.

Конфигурация игроков, таким образом, постоянно находится в движении, условия игры постоянно меняются. Взятые игроками риски, дисбаланс ожиданий, накопившееся напряжение регулярно выходят на поверхность, опрокидывая игровой стол и вызывая масштабное перераспределение денег. То, что раньше стабильно работало, в один прекрасный момент может начать приносить убытки, потому что конфигурация игроков изменилась и игра теперь идет по другим правилам.

Даже если вы оказываетесь успешны какое-то время, нет

никаких гарантий, что за ваш стол не придут более сильные игроки и не перевернут сложившуюся структуру взаимодействий так, что вы окажетесь на проигрывающей стороне.

Эта неустойчивость создает для вас риски, которые сложно оценить.

Как видно, вы не можете полностью убежать от рисков, чем бы вы ни занимались на рынке, вопрос только, какие это будут риски и в каком виде они реализуются. Пытаясь реализовать свое преимущество, вы все равно берете какие-то риски. Но на этот раз рынок не может дать вам подсказку, какова премия за риск и есть ли она вообще.

Вы можете искренне верить, что ваше мастерство гарантирует вам достаточную премию за этот риск, но у вас есть масса способов обманывать себя по этому поводу, выдавая желаемое за действительное.

Есть вопросы, на которые в принципе невозможно ответить достаточно точно, и каждый такой вопрос порождает дополнительный риск.

Вы ввязываетесь в игру, где ключевым понятием является преимущество. Откуда вы знаете, что оно у вас есть и что оно достаточно велико, чтобы держать вас на плаву в постоянно меняющемся окружении? Вы получаете риск, что переоценили свою компетенцию.

Может быть, вы ожидаете, что инвестиции ресурсов в разработку этого преимущества, безусловно, хорошая мысль и полученное мастерство все оправдает, когда наконец по-

явится?

Но в играх людей против людей мастерство нарабатывается сложно и нелинейно. Инсайты по поводу игровой реальности – это вещи, в отношении которых очень сложно делать предположения, любые такие предположения заведомо будут слабыми.

С этой стороны вы получаете риски, что ваше мастерство, даже если и окажется на каком-то этапе достаточным, обойдется слишком дорого в терминах вложенных ресурсов. Кроме того, вы получаете риски, что в принципе не сможете подняться выше определенного уровня, как бы ни старались; что не сможете наработать пачку инсайтов достаточно толстую, чтобы устойчиво конкурировать с вашими оппонентами по игре.

Поскольку отвечать на вопросы подобного рода очень сложно, то риски эти по большому счету не просчитываются, их неопределенность дает вам возможность подойти субъективно к их оценке. Ваша свехуверенность и другие поведенческие сдвиги позволяют вам легко отмахнуться от этих порой неприятных вопросов или подкрутить понимание ситуации так, что она станет простой и понятной, а риски куда-то исчезнут из поля зрения.

Скрытые риски становятся платой за то, что участник пытается добиться максимальной отдачи на свои усилия. Развитие преимущества над рынком видится очевидным способом реализовать свою мотивацию на максимальный резуль-

тат.

Однако так же как игру за преимущество можно рассматривать как форму взятия риска, так и игры взятия риска оставляют пространство для вложения своих усилий в разработку профессионализма и мастерства.

Взятие рисков похоже на бизнес страховой компании, которая выпускает полисы и получает определенный поток страховых премий. Периодически будущее обрушивает какие-то шоки, и компании приходится эти шоки как-то перерабатывать, разгребая последствия. Если стратегия переработки шоков выстроена грамотно, то на долгосрочном горизонте все эти шоки не превращаются в критические проблемы, бизнес компании оказывается устойчив.

Те игры взятия риска, что предлагает вам рынок, ничем особенно не отличаются от страхового бизнеса. Ваша долгосрочная доходность оказывается результатом того, что вы берете чужие риски и успешно перерабатываете реализации рисков, которые приносит вам будущее.

Вы, как человек со своими индивидуальными возможностями и особенностями, обычно чем-то отличаетесь от среднего участника рынка, чье представление о рисках отражается в рыночной цене. Вы можете использовать эту разницу в представлениях и возможностях, оптимизируя собственную стратегию взятия рисков.

Если вы ставите себе задачу превратить процесс переработки шоков в долгосрочно устойчивый и прибыльный биз-

нес, то в этой задаче есть достаточное пространство для приложения усилий.

Игры за преимущество изначально видятся очевидным способом убежать от риска и очевидным способом получить максимум от своих усилий. Но взятие риска тоже дает возможности минимизировать долгосрочный риск и оставляет пространство для вложения усилий. Совсем не очевидно, какой из вариантов в итоге окажется надежнее.

Разница между этими типами игр вовсе не в том, что одни дают заработать больше, чем другие. Ключевая разница – в отношении к риску.

Игры взятия риска за премию принимают риск как часть реальности, они работают с ним и не пытаются от него правдами и неправдами убежать. Именно риск делает эти игры возможными, и в каком-то смысле риск – это положительное явление, потому что создает возможность работы с ним и получения премий.

Напротив, в играх за преимущество игрок пытается уйти от рисков всеми силами. Риск превращается в нежелательное явление, врага, против которого игрок выставляет силу своего мастерства.

Однако по факту рыночный риск оказывается слишком сложным и упорным явлением, от которого не так просто избавиться. Попытки убежать от риска для большинства игроков заканчиваются обменом понятного и прозрачного риска на скрытый и непросчитываемый, который рано или поздно

обрушивает на них свои реализации с какой-нибудь неожиданной стороны.

Нужно действительно глубокое понимание происходящего и мощные инсайты, чтобы успешно бороться с таким всепроникающим явлением, как рыночный риск.

В этих двух главах мы увидели, как много существует возможностей неправильно позиционировать себя по отношению к рынку.

Рынок легко превращается в ловушку для тех, кто торопится заработать, кто слишком сильно сконцентрирован на собственных потребностях, чтобы понимать в достаточной степени, что происходит. Можно стать жертвой иллюзии, что рынок – это механическое устройство, которое нужно взламывать количественными методами. Можно оказаться в плену фантазий о себе как о супергерое-победителе, способном задавить оппонентов силой своей мотивации на успех.

Тем не менее вполне возможно найти баланс между собственными способностями и ландшафтом рыночных возможностей. В следующих главах мы попробуем ближе подойти к пониманию, как нам лучше выстраивать отношения с рынком, чтобы долгосрочная польза оказалась максимальной.

## Глава 7.

# Рынок как бизнес: элементы схемы

На рынке постоянно что-то происходит, рынок постоянно бомбардирует вас предложениями, которые выглядят как отличные возможности, как шансы на большой скачок к заветной цели. Если вы поддаетесь магнетизму этих возможностей, вы можете превратить свою деятельность в непрерывную гонку от шанса к шансу в попытке обнаружить наконец спрятанное сокровище.

Все эти прекрасные шансы и отличные возможности заставляют вас искать, исследовать, принимать решения, пробовать то или другое и таким образом максимально плотно вовлекаться в игру. Этот процесс крепко захватывает ваш фокус внимания.

Чтобы проявлять активность на рынке, по большому счету никакая стратегия действий не нужна. На вашем радаре всегда есть какие-то возможности, вы можете просто выложить их перед собой и принять какое-нибудь решение.

Если вы принимаете чересчур близко к сердцу каждую открывшуюся возможность, вас легко поглощают тактические задачи, обещающие быструю отдачу. Погружаясь в захваты-вающий вихрь тактических сражений, вы можете не заметить, что проигрываете войну.

Когда вы действуете от возможности к возможности, от решения к решению, у вас не складывается целостного видения взаимодействия между собой и рынком. Какие будут последствия?

В первую очередь – вы слишком концентрируетесь на краткосрочных временных горизонтах. Из всего спектра возможностей – или того, что вы принимаете за возможности – вам наверняка захочется выбрать то, что обещает быструю отдачу. Какой смысл ждать, если всегда отыщутся варианты, позволяющие решить дело быстро? Всегда будут возможности, позволяющие пробиться к заветной цели одним мощным рывком. Конечно же, если вы мотивированы на успех, то не сможете остаться равнодушным к таким шансам.

Такое отношение к пространству возможностей создает своего рода фильтр, который будет пропускать лишь то, что выглядит ярким и многообещающим. Остальное будет меркнуть на этом фоне и оставаться без должного внимания.

Между тем подавляющее большинство ярких возможностей оказываются на поверку не более чем лотерейными шансами с кучей скрытых рисков, таящихся в темных углах. Наиболее надежные инструменты и стратегии, действительно решающие ваши долгосрочные задачи, не слишком бросаются в глаза обещаниями быстрого и яркого успеха. Поэтому у них есть все шансы оказаться вне вашего внимания.

Другая проблема краткосрочного восприятия – перерас-

ход ресурсов. Надеясь одним сверхусилием добиться победы, вы легко переоцениваете близость решения и недооцениваете ресурсоемкость задачи.

Вы пытаетесь решить ваше дело с рынком генеральным сражением, но рынок ускользает и маневрирует. И чем дальше, тем более очевидным становится факт, что ваша война против рынка – война позиционная. А в позиционной войне перерасход ресурсов оказывается самым разрушительным явлением. Вы можете принять массу верных решений, но выдохнуться, так и не дойдя до цели. Может быть, вам не хватит денег, может быть, времени, может быть, терпения, а может быть, вам надоест воевать и вы захотите, чтобы этот кошмар наконец закончился и вы смогли бы вернуться к нормальной жизни.

Позиционная война – это игра на долгосрочное выживание. Допуск на неэффективность в такой игре оказывается очень узким. Немного ошиблись с оценками собственных возможностей, с затратами ресурсов – и ваша цель окажется не достигнутой, многолетние усилия придется списать.

Ресурсы человека всегда ограничены, но этот неудобный факт можно игнорировать достаточно долго – энтузиазм и вера в близкий и неминуемый успех могут творить чудеса. Но чем дальше, тем более значимым становится факт, что у ваших возможностей есть свои пределы.

Вы всегда действуете в рамках определенных ограничений. Ваши ресурсы всегда имеют цену. Вы не супер-

мен и не можете тратить столько ресурсов, сколько нужно, лишь бы достичь заветной цели. Игнорируя этот простой факт, легко превратить проект по завоеванию рынка в банальную черную дыру для растраты весьма ценных ресурсов: времени, усилий, упущенных возможностей.

Для позиционной игры, которая ведется на многолетних временных горизонтах, критически важным становится хорошее понимание структуры ваших ресурсов и способов использовать их для движения к вашей цели.

Очередная проблема, которая возникает в результате растраты ресурсов, связана с понятием утопленных издержек (sunk costs), когда уже сделанные вложения денег, времени и усилий начинают диктовать вам свои правила. Груз утопленных издержек убивает вашу маневренность, становясь тормозом на пути дальнейшего развития. Однажды выбранное направление действия требует все больших и больших ресурсов для движения вперед, а опыт поражений начинает представляться ценным активом. Все ваше предприятие превращается в чемодан без ручки, который тяжело нести, но жалко бросить. Неэффективность цементируется, потому что не остается возможности что-то сильно изменить, не списав в утиль существенную часть багажа.

Вы наверняка слышали, как профессор Макс Базерман продает студентам МВА из Harvard Business School двадцатидолларовую купюру. По условиям аукциона проигравший теряет свою ставку. Поэтому аукцион постоянно за-

канчивается совершенно нереальными цифрами: рекорд – \$204 за эту двадцатку. Участники оказываются не в силах смириться с потерей уже вложенных денег и продолжают вкладывать все больше и больше в надежде дойти наконец до цели, какой бы она не была.

Прекрасная демонстрация силы утопленных издержек, вынуждающих тянуть ляжку неэффективного направления даже тогда, когда это потеряло всякий смысл! На рынке это случается сплошь и рядом. Вы покупаете шанс на успех ценной вложения усилий, и чем больше вы вкладываете, тем призрачней становится путь к отступлению, и в конце вы вынуждены идти вперед, хотя бы уже и было понятно, что успех всей сделанной работы не оправдает.

Все эти проблемы возникают потому, что тактический уровень происходящего на рынке держит фокус вашего внимания и вы оказываетесь чересчур вовлеченными в преследование того, что выглядит как близкая цель.

Неплохо было бы поднять голову от этой захватывающей активности и попытаться сформулировать некое стратегическое понимание того, как нам взаимодействовать с рынком.

Вы можете видеть ландшафт возможностей рынка, но этого недостаточно, чтобы определить вашу конкретную стратегию действий. Рынок – это лишь половина картины. Вторая половина – это вы сами, ваши персональные особенности, ресурсы и ограничения.

Наша задача, по большому счету, сложить эти два элемен-

та картинки – потенциал рынка и возможности игрока, – чтобы найти некое оптимальное, сбалансированное положение игрока по отношению к рынку. Такое положение, которое позволит ему наиболее эффективным способом инвестировать свои ресурсы и наиболее полно использовать возможности рынка.

Именно такое понимание задачи я считаю рациональным: поиск оптимальных способов вложения своих ресурсов в рамках имеющихся у вас ограничений для достижения настоящей стратегической и долгосрочной цели.

Эту формулировку можно обозначить как «бизнес-схему», ведь в эффективном использовании ресурсов и состоит суть бизнеса. Важно выстраивать свои отношения с рынком именно как бизнес, а не пытаться вытянуть из него выигрышный лотерейный билет с шансом на оглушительный успех.

Теперь, когда мы понимаем, чем собственно занимаемся, можно конкретизировать детали бизнес-схемы: цель, горизонт, ресурсы, ограничения.

Что нам нужно от рынка? Какова наша цель?

С этим все достаточно просто. Мы приходим на рынок за прибылью, мы хотим обеспечить достойную доходность на наш капитал.

Сама цель вполне ясна, но основные проблемы возникают с восприятием временного горизонта этой цели.

Многие планируют открыть в себе финансовый талант,

красиво выстрелить и уйти на покой молодыми и богатыми. Но по мере того, как связанные с этим ожидания разбиваются о бетонную стену реальности, становится все более очевидным, что цель взаимодействия с рынком оказывается достаточно долгосрочной. Ведь рынок – это пространство возможностей, которое находится рядом с вами всегда. У вас впереди может быть много десятилетий активной финансовой жизни, когда вы сможете принимать инвестиционные решения.

Однако чем более активен участник рынка, тем больше его «практический» горизонт отрывается от горизонта его настоящей цели. У многих участников рынка ожидания на ближайшие год-два зачастую целиком определяют образ действий и систему взглядов на рынок.

Но по большому счету нет никакой необходимости самому себе так обрезать временной горизонт. Если красиво выстрелить на краткосрочном горизонте никак не получается, это не значит, что нельзя отыскать другую, более спокойную точку баланса с рынком. Возможно, ваша бизнес-схема впоследствии будет корректироваться по мере развития вашего мастерства и по мере изменения ваших обстоятельств и приоритетов, но эффективную точку контакта с рынком можно будет отыскать всегда.

Поэтому ваша реальная цель находится по горизонту довольно далеко – значительно дальше тех года-двух, на которых вы концентрируетесь, чересчур вовлекаясь в происходя-

щее.

Долгосрочность реального горизонта имеет важные следствия, которые легко упустить.

Когда вы вовлечены в процесс с высокой степенью неопределенности, вы будете получать на выходе некое распределение исходов. На правом конце этого распределения будут приятные для вас исходы, где вы красиво заработаете, а левый конец распределения будет определяться рисками плохих или даже ужасных вариантов развития событий.

Людам свойственно поддаваться гипнотизирующей магии правого конца распределения. Яркие, позитивные, заряжающие мотивацией исходы правого конца захватывают внимание, но это всего лишь часть распределения, и только по ней нельзя судить о целесообразности участия в игре.

Когда вы смотрите на это распределение с точки зрения по-настоящему долгосрочного горизонта, то понимаете, что за долгое время все красивые реализации правого конца будут размазаны в общей массе исходов и красота каждого отдельного выброса существенного влияния на окончательный результат не окажет. С другой стороны, значительная часть рисков левого конца так или иначе реализуются.

Это крайне важная мысль: вы должны предполагать, что все возможные риски вашей бизнес-схемы на вашем реальном долгосрочном горизонте реализуются. Вы не можете себе позволить отмахиваться от рисков на основании, что их шансы проявиться невелики.

Поэтому важно концентрироваться не на ярких реализациях экстремально положительных исходов, а на адекватной оценке ожидания всей игры. Кроме того, важно хорошо понимать риски дальнего левого конца. Шоковые реализации этих рисков должны укладываться в ваши возможности их переварить.

Рынок очень часто будет предлагать вам некие ситуации, которые будут обещать красивые реализации неких возможностей, но недостаточно четко говорить, что произойдет, если все пойдет не так. Вы можете оказаться зачарованы привлекательностью шансов и пойдете за ними, недостаточно оценив все распределение возможных исходов.

Но если вы не можете толком определить ожидание игры и ее риски, нужно иметь смелость признаться себе, что эта игра идет против вашей долгосрочной цели, что вся эта игра не более чем банальное казино, что вы просто покупаете лотерейный билет с шансом на реализацию некого приятного события. Но покупка лотерейных билетов – это не бизнес. Это просто растрата ресурсов на приятные вещи, которые щекочут нервы, удовлетворяют не вполне здоровые эмоциональные потребности.

Другое важное понятие схемы – это ресурсы.

Для достижения цели мы вкладываем в задачу ресурсы. Мы вкладываем в проект свои усилия, тратим свое время, может быть, даже рискуем своим здоровьем, подвергая себя стрессам. Пытаясь глубоко погрузиться в рынок в поисках

возможностей, мы инвестируем в него часть своей жизни.

Долгосрочная ориентация означает, что у каждого действия должна быть отдача по ресурсам, которая оправдывала бы их вложение. Кроме того, оказывается важным учитывать все ресурсы, в том числе те, которые в ближнем бою не выглядят как ресурс, потому что их значимость проявляется в полной мере только в многолетней позиционной борьбе.

Что же является вашими ресурсами?

Чем больше вы осознаете реальную длину вашего горизонта действий, тем значимее вопрос отношения ко времени как к ресурсу.

Вы можете получать какую-то доходность от рынка и без дополнительных вложений времени и усилий. Собрать классический «пассивный» портфель из индексов акций и гособлигаций и балансировать его раз в год – вполне рабочая стратегия, требующая совершенного минимума усилий.

Но многие ожидают, что, инвестируя дополнительное время и усилия на какую-то рыночную активность, можно будет обеспечить прибавку к доходности над таким простым подходом.

В результате человек обнаруживает себя тратящим силы на освоение рыночных возможностей, на исследования разных инструментов, разных способов интерпретации того, что он видит на графиках, на чтение каких-то информационных потоков, на изучение чужих мнений в надежде найти

в них крупницы полезной информации.

Что будет, если посмотреть на ситуацию с точки зрения бизнес-схемы, с точки зрения нашего желания добиться эффективной отдачи на ресурсы?

Время и усилия – это невозполнимый ресурс, и у них всегда есть возможность альтернативного применения, поэтому появляется понятие упущенной выгоды.

Если человек пришел на рынок с капиталом, логично предположить, что у него есть определенные способности, которые помогли ему этот капитал как-то заработать. Почему бы ему не вложить те самые время и усилия в направление, которое уже доказало свою работоспособность? Рынок не единственная площадка, где можно превратить усилия в деньги. Всегда есть какие-то альтернативы. И поэтому время всегда имеет какую-то ценность. Оно может стоить довольно дорого, если вы хороший специалист.

Хороший специалист в одной области нередко переоценивает свои возможности добиться успеха в другой. Поэтому люди, успешные за пределами рынка, находясь под гипнозом собственного таланта, могут легко поверить, что и на рынок они могут прийти, увидеть и победить.

Сможете ли вы выбить из рынка настолько большую доходность, чтобы она оправдала стоимость упущенных возможностей? Хороший вопрос, на который вам придется как-то отвечать, если вы стремитесь к эффективности.

Таким образом, точка эффективного баланса между вами

и рынком должна зависеть от того, насколько ценны ваши время и усилия.

Другой важный ресурс – это психика. Взаимодействие с хаосом рынка может быть эмоционально чрезвычайно напряженным. Это напряжение может разрушить вашу жизнь. Разводы, неврозы, алкоголизм, суицид – печальное закулисное любой деятельности, связанной с риском, и рынок здесь не исключение. Гоняясь за миражами близкого успеха, вы рискуете получить букет проблем со здоровьем и психикой.

С высоты долгосрочного горизонта довольно хорошо заметно, что большинство людей просто физически не смогут постоянно быть вовлечены в эмоционально изматывающую активность на протяжении многих лет, если выберут слишком плотный контакт с рынком.

Психический ресурс тоже сильно зависит от человека: кто-то нормально перерабатывает стрессы, кто-то теряет на этом здоровье. Поэтому психика неизбежно становится другим важным фактором, который войдет в уравнение вашего долгосрочного баланса с рынком.

Близко к психическому ресурсу находится вопрос о дисциплине как о возможном ресурсе. Если человек считает себя волевым, он может поддасться соблазну считать это за дополнительный ресурс или даже за преимущество. Ему может показаться хорошей идеей взять какую-то систему правил из книг и дисциплинированно следовать ей.

Хорошая дисциплина отличается от плохой только тем,

что хорошая ломается реже, но больше. С высоты долгосрочного горизонта есть основания полагать, что ваша дисциплина будет ломаться не раз, какой бы сильной вы ее себе ни представляли.

Если ставить на дисциплину как на преимущество или пытаться заменить дисциплиной глубину понимания происходящего, то долгосрочный позитивный эффект совершенно не очевиден. Вы в результате все равно получите добавку к доходности, связанную с масштабами собственного непонимания происходящего, разница будет только в том, как часто рыночные шоки будут ломать вашу волю и каким объемом психического ресурса вам придется за это заплатить.

Вопрос взаимодействия с шоками и ваших ограничений, неизбежно проявляющихся в экстремальных ситуациях, — крайне важный для долгосрочного успеха.

Ограниченными оказываются не только ресурсы, ограниченным оказывается само поле действия, то игровое пространство, где человек может маневрировать без ущерба для себя.

Контактируя с рынком, участник оказывается под ударом со стороны шоков, которые подкидывает ему непредсказуемое будущее. И любой человек имеет определенные ограничения по возможностям нормально работать в такой среде.

Человек неизбежно формирует некие рамки, некий фрейм ожиданий по поводу своего взаимодействия с рынком и выходит с этим фреймом против будущего. Пока ситуация

развивается внутри этих границ, все идет в русле «бизнес как обычно». Да, какие-то неприятности периодически происходят, и участник их мужественно преодолевает, но это происходит в рамках более или менее понятной ему модели действий. Рынок может быть волатильным, но есть некие объемы волатильности, которые он готов принимать. Стратегии могут показывать просадки и длительные периоды разочаровывающих результатов, но он готов с этим мириться, принимая это за неизбежную часть игры.

Но у территории «бизнес как обычно» всегда есть границы. Границы, за которыми участник по большому счету оказывается не готов действовать.

Будущее неизбежно оказывается более разнообразным, чем можно предполагать, и оно будет обрушивать разные шоки на фрейм ожиданий участника. Когда достаточно сильные шоки выводят ситуацию на эти границы, происходит коллапс ожиданий и представлений, участнику приходится в авральном режиме пересматривать свои представления и стратегии действий.

Поскольку мы говорим о многолетней экспозиции этого фрейма ожиданий против рынка, то хорошим предположением будет, что эти рамки неоднократно будут испытываться на прочность шоками непредсказуемого будущего. Другое хорошее предположение будет таким, что изначально эти рамки слишком узкие, ожидания от рынка завышены, а способность перерабатывать шоки недостаточна.

Удары по фрейму ожиданий будут заставлять вас маневрировать на условиях, которые для вас невыгодны. Придется принимать решения в состоянии фрустрации, стресса, внезапных озарений по поводу собственной некомпетентности. В таком состоянии вы неспособны воспринимать реальность и себя адекватно, потому что возникает множество негативных психологических эффектов.

Ваш талант может блистать в нормальном режиме, но под сильным стрессом вы можете начать делать глупости: убегать и прятаться, когда нужно стоять, или, наоборот, пускаться во все тяжкие в попытке отыграться.

Результаты этих ударов могут тяжелым грузом повиснуть на окончательной долгосрочной доходности. Может быть, они даже составят основной негативный вклад в доходность и опрокинут результаты, полученные от работы внутри фрейма ожиданий, в нормальном режиме.

В результате ограничения оказываются критически важным элементом в уравнении баланса между вами и рынком.

Поэтому, когда участник рынка ставит себе задачу максимизации доходности, важной частью работы будет минимизация взаимодействия с фреймом ограничений. Это очень сложная задача, потому что это своего рода метазадача, где вы должны делать предположения о качестве собственных предположений. Делать предположения об объеме рисков, которых вы не видите. Делать предположения о силах, которые заставляют вас видеть возможности не такими, каковы

они есть.

Этот элемент тоже оказывается очень индивидуальным. У всех разная способность понимать и принимать собственные границы; способность маневрировать в состоянии стресса и фрустрации; способность адекватно корректировать картину мира, когда она частично разрушена каким-то шоком. Все это будет сильно зависеть от конкретного человека.

В этой главе мы в общих чертах сформулировали систему понятий, в которой нужно рассматривать взаимодействие с рынком – в терминах эффективности вложения ресурсов, в терминах баланса между участником и рынком. В пространстве возможностей где-то должна быть та оптимальная точка, которая позволяет участнику в полной мере использовать свои способности.

Но чтобы не промахнуться мимо этой точки, вы должны хорошо видеть рынок и хорошо видеть себя как часть взаимодействия с рынком. Здесь появляется самая большая проблема: ни один человек не идеален настолько, чтобы видеть всю эту картину достаточно четко и непредвзято. Природа человека просто не позволяет видеть вещи такими, каковы они есть.

В следующей главе мы попробуем оценить масштабы этой проблемы.

## **Глава 8.**

# **Источник неэффективности и Лабиринт Иллюзий**

В предыдущей главе мы в общих чертах определились, чем занимаемся на рынке. Мы не пытаемся любыми средствами получить экстремальную доходность, потому что эти попытки не укладываются в определение хорошего бизнеса, а пытаемся выстроить эффективную схему по превращению доступных нам ресурсов в долгосрочную доходность. Мы, по сути, реализуем некую бизнес-схему над нашими ресурсами.

Мы пытаемся сбалансировать две части картины. С одной стороны, это ландшафт рыночных возможностей. С другой – собственно человек с его ресурсами, ограничениями, персональными особенностями. Наша задача – найти такой баланс между человеком и рынком, когда ресурсы используются эффективно в рамках персональных ограничений.

В поисках этого баланса мы должны очень хорошо понимать обе части картины: и то, что касается нас самих и наших качеств, и то, что касается возможностей рынка. От того, насколько четко мы их видим, зависит, насколько эффективным будет наше взаимодействие с рынком. На долгосрочном горизонте допуск на неэффективность оказывается не таким

уж большим. Что-то слегка недооценив или переоценив, вы легко можете превратить рынок из пространства возможностей в черную дыру, пожирающую ваши ресурсы.

В этой связи важным понятием оказывается фокус внимания. Вы не можете видеть абсолютно все. Что-то вы видите хорошо, но что-то непременно остается в тени.

Когда фокус внимания направлен исключительно на рынок, на его явления, возможности, инструменты, задача начинает пониматься как поиск нужного инструмента, стратегии, алгоритма. При этом сам пользователь инструментов неявно предполагается идеальным наблюдателем, идеальным актором и вообще сверхчеловеком.

# Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «ЛитРес».

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

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