

Содержание

Предисловие	9
Часть первая. Поведенческий инвестор	
Глава 1. Социология	13
Глава 2. Инвестирование и мозг	25
Глава 3. Физиология	47
Часть вторая. Психология инвестора	
Глава 4. Эго	73
Глава 5. Консерватизм	99
Глава 6. Внимание	117
Глава 7. Эмоции	137
Часть третья. Становление поведенческого инвестора	
Глава 8. Поведенческий инвестор преодолевает свое эго	161
Глава 9. Поведенческий инвестор сражается с консерватизмом	187
Глава 10. Поведенческий инвестор оттачивает внимание	215
Глава 11. Поведенческий инвестор управляет эмоциями	237
Часть четвертая. Формирование поведенческого портфеля	
Глава 12. Инвестирование по третьему пути	257
Глава 13. Правила поведенческого инвестирования	271

Поведенческое инвестирование

Глава 14. Поведенческое инвестирование всегда связано с риском	291
Глава 15. В поведенческом инвестировании нет места гениям	313
Глава 16. Факторы, влияющие на поведенческое инвестирование	323
Эпилог. Не сворачивайте с пути	347

Предисловие

Уважаемые читатели, я ставил перед собой цель написать самое полное руководство по психологии управления активами из когда-либо созданных. Эту цель можно считать нескромной, но я убежден, что только дерзкая мечта должна лежать в основе такой иррациональной затеи, как написание книги.

Для того чтобы полностью оправдать заявленную цель, «Поведенческое инвестирование» делает обширный экскурс в область человеческой природы, прежде чем перейти к специфике формирования инвестиционного портфеля. Только поняв, почему люди принимают те или иные решения, мы можем рассчитывать на получение подсказки относительно того, как надо инвестировать.

Книга разделена на четыре части:

- **В первой части** излагаются социологические, неврологические и физиологические факторы, препятствующие принятию правильных инвестиционных решений. Читатели получают более глубокое понимание того, как внешние обстоятельства влияют на выбор, а также, возможно, испытают экзистенциальное потрясение, вызванное утратой веры в свободу воли.
- **Вторая часть** посвящена четырем основным психологическим тенденциям, которые влияют на инвестиционное поведение. Хотя психика человека, несомненно, устроена намного сложнее, в инвестиционном контексте наш выбор в значительной степени определяется одним из

Поведенческое инвестирование

этих четырех факторов. Читатели лучше поймут подоплеку собственных действий, перестанут считать себя пупом земли и укрепятся в желании творить добро в мире.

- **Третья часть** наполняет конкретным содержанием положения, изложенные в первой и второй частях, и предлагает практические упражнения для преодоления проблем, выявленных в предыдущих главах. Читатели завершат чтение третьей части со значительно ослабленной верой в себя и с тревожным осознанием непредсказуемости окружающего мира. Впрочем, не беспокойтесь, в конце концов это пойдет только на пользу. Я обещаю.
- **В четвертой части** я познакомлю вас с «третьим путем» инвестирования, который отличается от популярных пассивных и активных подходов, а также с основными принципами управления состоянием в соответствии со своими реальными контекстуальными и поведенческими недостатками. У читателей появится более глубокое понимание психологических основ популярных инвестиционных подходов, основанных на стоимости активов и инерции их движения. Они поймут, почему в основе всех видов успешного инвестирования лежит психология. Закончив чтение этого раздела, вы, возможно, ощутите желание полностью изменить свое нынешнее отношение к инвестированию, что во многих случаях будет совершенно правильным шагом.

Подлинное богатство при ближайшем рассмотрении имеет, по меньшей мере, такое же отношение к психологическому благополучию, как и к финансовому. Я надеюсь, что эта книга обогатит вас в любом смысле этого слова и что вы овладеете знаниями, которые позволят повысить доходность вложений и сделают вас весьма интересным гостем на вечеринках.

К новым свершениям!

Дэниел Кросби

Часть первая
ПОВЕДЕНЧЕСКИЙ
ИНВЕСТОР

Глава 1

Социология

До завтрака мне удавалось поверить в шесть самых невозможных невозможностей.

ЛЬЮИС КЭРРОЛЛ. АЛИСА В ЗАЗЕРКАЛЬЕ

Представьте себе на минутку, что вы сидите в салоне первого класса роскошного авиалайнера, который скоро унесет вас в долгожданный отпуск на Гавайи. В последнее время вы работали без передышки и сейчас чувствуете, как ваша шея и плечи постепенно избавляются от напряжения. Вы устраиваетесь поудобнее на своем месте и принимаете предложение стюардессы выпить бокал игристого. Вдобавок рядом с вами оказывается симпатичная попутчица, которая, не обращая внимания на обычную предстартовую суматоху в самолете, сразу же вовлекает вас в разговор, благодаря чему первая часть путешествия пролетает незаметно.

Через час после начала полета самолет попадает в зону турбулентности, что не так уж и плохо, поскольку это позволяет вашим рукам случайно соприкоснуться, когда вы оба хватаетесь за подлокотники, и общий смех рассеивает страх. Но турбулентность не утихает, и у вас закрадывается подозрение, что это не обычный шторм. Осмотрев салон, вы видите такое же беспокойство на лицах стюардесс, которые

Поведенческое инвестирование

теперь все заняты делом. Ветер и дождь, кажется, усиливаются с каждой секундой, и с каждым новым толчком на вас накатывает тошнота. Если раньше капитан обращался к пассажирам с уверенностью, основанной на немалом опыте, то теперь в его голосе слышна озабоченность: «Наклоните головы! Приготовьтесь к удару!» — кричит он, и вы чувствуете, что самолет начинает крениться и трястись еще сильнее.

Вы приходите в себя, лежа на земле примерно в 100 метрах от дымящихся обломков самолета. Быстро осмотревшись, вы убеждаетесь, что дела — хуже некуда. Других выживших нет. Обхватив голову руками, вы начинаете лихорадочно продумывать тысячу сценариев, состоящих из запутанных обрывков происшедшего и прогнозов на будущее. Но ваши размышления вдруг прерывает какой-то необычный звук.

Скрежет, который становится все сильнее. А потом — БУМ!

Вы озираетесь в поисках источника грохота, и ваш взгляд останавливается на сильно помятой клетке с маленькой табличкой: «Собственность зоопарка Атланты». По крайней мере, вы теперь знаете, как зовут обитателя клетки, — это обезьяна колобус родом из Анголы.

Человек против животного

Ради нашего мысленного эксперимента предположим, что пройдет 18 месяцев, прежде чем поисковая партия обнаружит необитаемый остров, где вы потерпели катастрофу, и убедится, что вы с обезьяной — единственные выжившие. Все это время вам придется жить бок о бок с ней. Как вы думаете, кто будет в лучшей форме к моменту прибытия спасателей — вы или обезьяна? Если быть честным с самим собой, то придется признать, что когда вас заносит неизвестно куда и перед вами встает необходимость выживания, у обезьяны куда лучшие перспективы, чем у вас. Вполне

Глава 1. Социология

возможно, что спасатели обнаружат лишь ваши выбеленные солнцем кости, в то время как обезьяна будет радоваться тому, что избавилась от надоедливого внимания школьников, пришедших на экскурсию.

Юваль Ной Харари предлагает рассмотреть более странный и чуть менее правдоподобный вариант этого эксперимента в своем превосходном выступлении на конференции TED «Бананы на небесах»¹. Представьте, что на вашем самолете летели 1000 людей и 1000 обезьян, которые пережили катастрофу и оказались на необитаемом острове. Будут ли результаты такими же, когда спасатели высадятся на берег полтора года спустя? Скорее всего, нет. Во втором сценарии люди имеют преимущество по причине, которая лежит в основе нашей способности создавать великие цивилизации и функционирующие рынки капитала. Это наше умение гибко сотрудничать друг с другом.

Конечно, Харари признает, что у некоторых животных типа пчел и муравьев тоже существует сотрудничество, но оно построено на очень жестких иерархических принципах. Как отмечает историк, невозможно представить себе ситуацию, когда пчелы замышляют переворот против пчелиной королевы и убивают ее, пытаясь создать пчелиную республику. Пчелы и муравьи могут добиваться невероятных результатов, но у них отсутствует когнитивная гибкость, что ограничивает их восхождение по пищевой цепи. Обезьяны, с другой стороны, обладают высоким интеллектом и имеют сложную социальную структуру, но они ограничены в плане количества социальных взаимодействий, которые способны осмысленно поддерживать. Психологи считают, что у людей это число составляет около 150, что качественно отличает нас от наших собратьев-приматов. Круг общения обезьян ограничивается примерно 100 особями. За его пре-

¹ Yuval Noah Harari, 'Bananas in heaven,' TEDx (2014).

Поведенческое инвестирование

делами они уже недостаточно хорошо знают своих сотоварищей, чтобы делать точные суждения об их поведении, характере и намерениях, а это фактически ограничивает численность и сложность обезьяньего общества.

Если пчелы организуют свою деятельность на основе заложенной в них от природы программы, а шимпанзе за счет тесного социального взаимодействия, то чудо возвышения человека в животном царстве объясняется его склонностью вести себя в соответствии с социальными нарративами. Проще говоря, мы придумываем истории о мире, а затем ведем себя так, будто они реальны. Вот что пишет Харари в своей книге «Сапиенс»: «Насколько нам известно, только сапиенсы могут обсуждать между собой целые категории объектов, которых они никогда не видели, не трогали и не нюхали»². Обезьяна может подумать: «У реки стоит олень», но ей никогда не придет в голову утверждать, что «олень у реки — это духовный хранитель нашего города».

Способность включать в свою коммуникацию нереальные вещи позволяет людям создавать разнообразные социальные структуры, которые способствуют предсказуемости их поведения и порождают взаимное доверие. Штат Алабама, католическая церковь, Конституция Соединенных Штатов Америки, неотъемлемые гражданские права человека — ни одно из этих понятий не является реальным в строгом смысле этого слова, но наша общая вера в их реальность и вытекающее из нее поведение приводят к созданию упорядоченных цивилизаций, основанных на взаимном доверии. Эта способность формировать коллективные фикции и верить в них лежит в основе того, что «сапиенс правит миром, в то время как муравьи доедают то, что остается после нас, а шимпанзе сидят в клетках в зоопарках»³.

² Yuval Noah Harari, *Sapiens* (Harper, 2015), p. 24.

³ Harari, *Sapiens*, p. 25.

Глава 1. Социология

Если доминирование нашего биологического вида является функцией нашего общего доверия к вымыслам, то необходимо сказать и об одном из главных вымыслов — о деньгах. Харари прямо говорит: «Деньги — это самая универсальная и самая эффективная система взаимного доверия из когда-либо придуманных»⁴. Разумеется, в этих бумажках нет никакой внутренней ценности, ради которой стоило бы всю жизнь работать, мечтать и переживать. Деньги и рынки капитала — это объединяющие нас галлюцинации, имеющие скорее психологическую, нежели физическую природу. Человеческий разум породил финансовые рынки, и было бы крайне глупо пытаться разобраться в них без учета их происхождения. Невозможно понять рынки без понимания людей.

Благословение и проклятие

Лишь немногие вещи в жизни можно однозначно считать положительными: рождение ребенка означает бессонные ночи, а финансовый успех сопровождается появлением жадных родственников. То же самое и с величайшим даром человечества. Ведь та же самая вера в придуманные истории, которая порождает фондовые рынки, может стать причиной плохих решений, которые мы принимаем на этих самых рынках! В своей книге «Загадка разума» Хьюго Мерсье и Дэн Спербер утверждают, что человеческий разум эволюционировал не для того, чтобы докапываться до «истины» в строгом смысле этого слова, а скорее для того, чтобы предпочесть ей незыблемость общих убеждений, которые являются краеугольным камнем успеха нашего вида⁵.

⁴ Harari, *Sapiens*, p. 180.

⁵ Hugo Mercier, *The Enigma of Reason* (Harvard University Press, 2017).

Поведенческое инвестирование

Чтобы лучше понять эту концепцию, целесообразно рассмотреть на примерах, как убеждения могут сказываться на поведении людей и животных. Человек может столкнуться с фактом, который противоречит глубоко укоренившемуся убеждению, что «члены политической партии, за которую я голосую, — умные и хорошие люди», и это может вызвать болезненный когнитивный диссонанс. Доказательства могут быть вполне убедительными и объективными: неудачная политика, некомпетентное руководство, несоответствие партийной линии научным реалиям. Однако политические пристрастия часто не так-то легко поменять. Поскольку общие убеждения являются тем клеем, который удерживает людей вместе, разрушение этих уз представляет собой очень трудную задачу даже перед лицом убедительных фактов. Если приверженец той или иной партии поменяет свое мнение, это будет стоить ему больших социальных издержек. Это может привести к разрыву отношений и социальных связей. Он будет вынужден открыто признать: «Я был неправ». Такая перемена взглядов, какой бы логичной она ни была, разъедает все то, что делает нас людьми.

А теперь представьте себе газель, которая живет в полном убеждении, что в округе нет никаких львов. Тем не менее, если эта газель услышит какой-то шорох в кустах, она немедленно убежит. Животные способны лишь на буквальную коммуникацию, построенную по принципу «или-или». Либо лев, либо не лев. Либо бежать и прятаться, либо стоять и продолжать кормиться.

У людей мышление устроено значительно сложнее, и это приводит порой к иррациональным решениям. Если бы газель рассуждала, как человек, то могла бы объяснить шорох в кустах множеством самых различных причин, в результате чего попала бы в пасть ко льву. Такие газели не жили бы настолько долго, чтобы успеть произвести потомство, и поэтому не смогли бы сохранить свою популяцию.

Глава 1. Социология

У людей все иначе. Их коллективизм и склонность к иррациональным решениям могут, наоборот, привести к большему расцвету их биологического вида. Поскольку мы предпочитаем преданность своей группе почти всем остальным факторам, люди, которые занимаются самовозвеличиванием, принижают окружающих и отвергают науку, могут обрести большую власть и авторитет. Как писали Мерсье и Спербер, «Привычки ума, которые покажутся “интеллектуалу” странными, бестолковыми или попросту глупыми, могут оказаться весьма дальновидными, если рассматривать их с точки зрения социального взаимодействия»⁶.

Исключение из правила

Рынки акций представляют собой исключение из правила, согласно которому социальная сплоченность превосходит логику. Вы рождены, чтобы влиться в общество, но инвестирование требует от вас выделиться. Вы созданы для того чтобы оберегать свое эго, но для успеха на рынке его приходится подавлять. Вы запрограммированы на вопрос «Почему?», но необходимо предпочесть ему вопрос «Почему бы и нет?». Существованием наших городов, религий, конституций и даже рынков капиталов мы обязаны тому, что верим невозможному. Можно сказать, что именно вера в общие мифы делает нас людьми. Но чтобы стать успешным инвестором, надо научиться не верить.

Черепахи до самого низа

В своей книге «Краткая история времени», вышедшей в 1988 году, покойный ныне Стивен Хокинг вспоминает одну извест-

⁶ Elizabeth Kolbert, 'Why facts don't change our minds,' *The New Yorker* (February 27, 2017).

Поведенческое инвестирование

ную историю, которая хорошо отражает как наше желание узнать о том, что представляет собой мир, так и порой надуманные умозаключения, которые мы делаем в ходе этих поисков:

«Как-то один известный ученый читал публичную лекцию по астрономии. Он рассказывал, как Земля обращается вокруг Солнца, а Солнце, в свою очередь, обращается вокруг центра огромного скопления звезд, которое называют Галактикой. Когда лекция подошла к концу, с задних рядов поднялась невысокая пожилая леди и сказала: “Все, что вы нам рассказывали, чушь. На самом деле наш мир — плоская тарелка, которая держится на спине гигантской черепахи”. Снисходительно улыбнувшись, ученый спросил: “А на чем стоит черепаха?” — “Не умничайте, молодой человек, — ответила пожилая леди. — Черепаха — на другой черепахе, та — тоже на черепахе, и так далее до самого низа”»⁷.

Ученые, священники и философы с незапамятных времен занимались поиском первопричин, и хотя этот процесс не отличался совершенством, он приносил порой впечатляющие результаты, если брать за основу достаточно длительную временную шкалу. Взять хотя бы алхимию. Мы сегодня ошибочно считаем ее всего лишь попыткой превратить неблагородные металлы в золото, но на самом деле главная цель алхимика заключалась в том, чтобы найти «самую нижнюю черепаху». Вот что пишет Льюис Томас:

«Алхимия зародилась давным-давно как выражение самого глубокого и древнего из человеческих желаний: обнаружить истинный смысл мира. Алхимики исходили из рабочей гипотезы, что все на земле должно быть создано из единого, первозданного вида материи. Результатом стали столетия напряженной работы, направленной на выделение

⁷ Stephen Hawking, *A Brief History of Time* (Bantam, 1998).

Глава 1. Социология

исходного материала и его перестройку по желанию алхимиков. Если бы его удалось найти, для человеческого разума уже не существовало бы никаких границ»⁸.

Таким образом, в самом широком смысле можно утверждать, что каждый, кто занимается финансами, должен быть своего рода алхимиком, ищущим первопричины наблюдаемых рыночных явлений.

Поиск непреложных истин о фондовых рынках — это не просто философские изыскания. Напротив, понимание того, из чего (или, в данном случае, из кого) состоят рынки, является необходимым первым шагом к совершенствованию инвестирования. В ранних представлениях физиков атом напоминал некую замкнутую твердую сферу вроде маленького шарика от подшипника. Последующие концепции подчеркивали его неделимость, и когда появились первые идеи о субатомных частицах, их признали ошибочными. Что касается электронов, то первоначально считалось, что они обращаются вокруг положительно заряженного ядра подобно планетам в нашей Солнечной системе. В принципе, все сводилось к тому, что Вселенная состоит из маленьких вселенных. Это была прекрасная идея, отвечающая человеческой потребности в порядке и симметрии, но, к сожалению, бесполезная для построения моделей, на которых можно было основывать какие-то дальнейшие предположения.

Так же, как и изучение атомов на раннем этапе, изучение финансовых рынков сопровождалось появлением теорий, для которых была больше характерна математическая элегантность, нежели применимость к реальному миру. Традиционная финансовая парадигма основывается на вере в «рациональность» участников рынка, которая исходит из двух

⁸ Lewis Thomas, *Late Night Thoughts on Listening to Mahler's Ninth Symphony* (Penguin, 1995).

Поведенческое инвестирование

основных предпосылок. Во-первых, рациональные участники рынка имеют доступ к информации и обновляют свои убеждения сразу после ее получения. Во-вторых, рациональные участники рынка принимают решения в соответствии с субъективной ожидаемой полезностью. Идея субъективной ожидаемой полезности была изложена Л. Дж. Сэвиджем в его книге «Основы статистики», опубликованной в 1954 году⁹. В соответствии с ней, мы оцениваем личную полезность каждого данного выбора и вероятность, с которой он может быть реализован.

Отрадно думать о том, какими благородными людьми мы могли бы стать, придерживаясь положений неоклассической экономической теории. Мы принимали бы разумные решения в области питания, что укрепило бы наше здоровье на долгие годы. Мы игнорировали бы ежедневные взлеты и падения фондового рынка, имея в виду долгосрочную перспективу, отвечающую нашим личным целям и потребностям. И мы отбросили бы племенные устои и предрассудки, чтобы избрать политических лидеров, которые будут работать во имя всеобщего блага и разговаривать с нами на основе фактов и деталей. Я бы хотел, чтобы человечество было именно таким, но в этой модели поведения людей и рынков примерно столько же описательной и предсказательной пользы, как в планетарной модели атома. Вместо этого мы представляем собой толпу склонных к панике ожиревших обывателей, избирающую лидеров, которые превозносят все худшее, что есть в человечестве, забывая о величии нашей природы.

Только увидев атомы такими, какие они на самом деле, мы смогли по-настоящему использовать их мощь. Наша способность осветить город или полностью сравнять его с землей стала следствием того, что мы отказались от более

⁹ Leonard J. Savage, *The Foundations of Statistics* (Wiley, 1954).

Глава 1. Социология

элегантных моделей описания атома в пользу более точных. Аналогичным образом изучение рынков, не учитывающее людей, которые ими управляют, будет малоэффективным. Атомы являются фундаментальными единицами материи. Клетки представляют собой фундаментальные единицы живых организмов. Слова — это фундаментальные единицы языка, а люди — фундаментальные единицы рынков.

В следующей главе мы подробно рассмотрим биологические, неврологические и психологические аспекты животного под названием «человек», чтобы понять, как они влияют на принятие инвестиционных решений. Я полагаю, вас удивит, позабавит и, возможно, расстроит то, что вы узнаете. Но я надеюсь, что вы глубоко проникнетесь этими идеями, потому что только начав познавать себя, вы сможете приумножить свое богатство.

Главное вкратце

- Главным капиталом человечества является его способность создавать взаимное доверие на основе общности убеждений в общественные фикции.
- Рынки капиталов и деньги являются, пожалуй, самыми общими и действенными из социальных нарративов.
- Доминирование общих нарративов означает, что мы принимаем решения, повинаясь скорее общественным сообщениям, чем фактам.
- Люди являются фундаментальными единицами рынка капитала.
- Таким образом, наши теории относительно рынков имеют смысл лишь при условии познания человеческой природы.