Метарациональный инвестор: как обуздать поведенческие искажения

Мария ТАТКИНА,
инвестиционный советник,
реестр ЦБ № 230,
независимый
финансовый эксперт

Российский фондовый рынок демонстрирует новые реалии: количественный рост частных инвесторов сопровождается качественным изменением структуры рынка. По данным Московской биржи, на сентябрь 2025 г. открыто 72.86 миллиона брокерских счетов, количество уникальных клиентов оценивается в 39 млн[1], при этом, согласно обзору Банка России «ключевых показателей брокеров за II квартал 2025 года», розничных инвесторов с активами на счетах всего 5.1 млн человек, суммарные активы инвесторов составляют порядка 11 трлн руб.

На рынке зарегистрировано 918 тыс. квалифицированных инвесторов, но это не значит, что квалификация равна глубине знаний

Средний портфель инвестора на Московской бирже — около 2.2 млн руб. На рынке зарегистрировано 918 тыс. квалифицированных инвесторов, но это не значит, что квалификация равна глубине знаний — часто статус «квалифицированного» определяется по формальным признакам (объем активов или оборот), а не по уровню профессионализма. При этом большая часть счетов — это «верхушка айсберга»: по данным Банка России, распределение счетов по суммам показывает множество пустых счетов, а также небольших в диапазонах от 0.01 руб. до 10 тыс. руб., от 10 тыс. до 100 тыс., от 100 тыс. до 1 млн и далее более крупные счета, в сухом остатке только около 2% брокерских счетов имеют суммы свыше 1 млн руб. (Рисунок 1[2]).

Согласно исследованию инвестиционной грамотности Банка России, среди инвесторов преобладают мужчины и люди с высшим образованием. Половина инвесторов — в возрасте от 31 до 45 лет. Как правило, это семейные люди (71% в браке или состоят в отношениях, 70% имеют детей). Почти треть инвесторов проживают в Москве (30%), 12% — в Санкт-Петербурге. Большинство инвесторов работают, более трети из них — служащие или специалисты, а каждый десятый руководит бизнесом. Материальное положение у большинства опрошенных среднее или выше среднего, у квалифицированных инвесторов оно ожидаемо лучше.

Основные источники информации для принятия инвестиционных решений — это телеграм-каналы и социальные сети (37%), обсуждения со знакомыми (30%), рекомендации блогеров (29%). Это может стать причиной искажений, а также

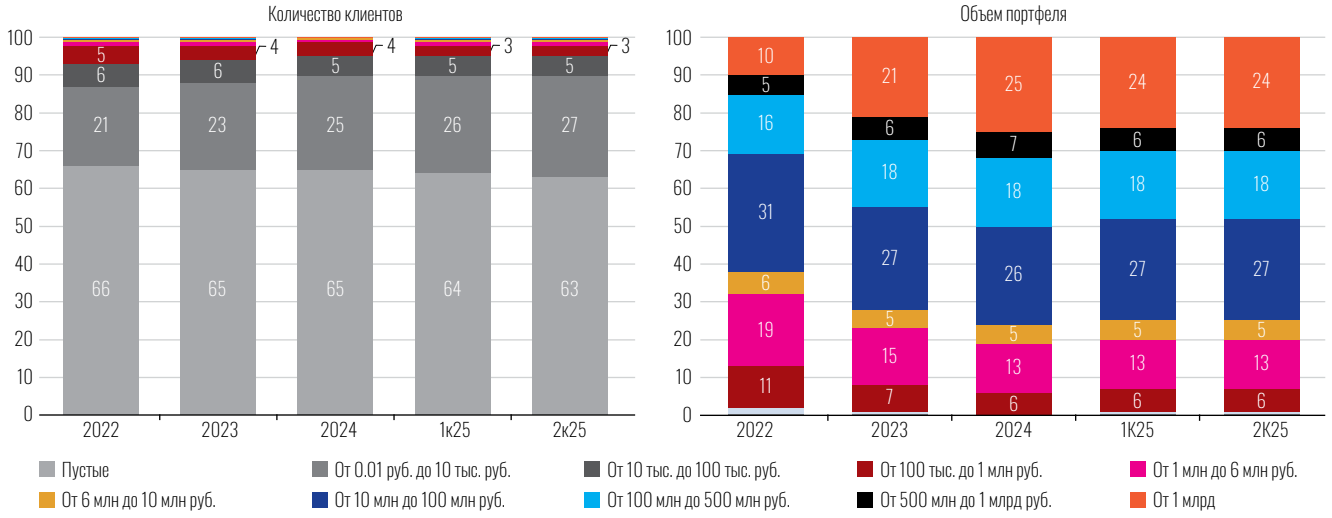
[1] Https://www.moex.com/s986.

[2] Https://cbr.ru/analytics/rcb/review_broker.

Рисунок 1

Концентрация количества физических лиц — резидентов и объема активов на брокерском обслуживании

Источники: Банк России, данные опросов крупнейших брокеров, формы отчетности по брокерам



манипуляций со стороны недобросовестных советчиков[1] (Рисунок 2).

В настоящее время изменилась структура рынка, несколько лет назад значительную роль в ценообразовании играли нерезиденты: до санкций и ограничений около 60–80 %[2] торгуемых российских акций находилось в собственности иностранных институциональных инвесторов. Сегодня большая часть этих активов либо заморожена, либо ушла с местного рынка. В результате основную торговую активность создают частные инвесторы, которые не обязаны следовать институциональным правилам риск-менеджмента, инвестиционным меморандумам и регламентам. Это меняет динамику — народные эмоции, нарративы и когнитивные искажения начинают определять структуру спроса и формирование цен. Это яркий сигнал того, что рынок становится по-настоящему розничным — управляемым не моделями, а настроениями людей.

Сегодня мы поговорим о самом важном активе каждого инвестора — об инвестиционном мышлении. Систематические ошибки мышления, заложенные в нейробиологии, формируют поведение рынков, создают и лопают пузыри, и именно они мешают частным инвесторам зарабатывать. Понимание нейробиологических основ поведения — первый шаг к более рациональным финансовым решениям.

Труды нобелевских лауреатов Даниэля Канемана и Амоса Тверски, Ричарда Талера, Роберта Шиллера, работы журналиста Джейсона Цвейга и размышления практиков, включая идеи Джорджа Сороса, дают нам инструменты, чтобы посмотреть на российский рынок 2025 г. под другим углом. Успех в инвестициях это не всегда про интеллект в математическом смысле, но и про умение контролировать эмоции и инстинкты.

Мы наблюдаем уникальный феномен: доступ к информации и аналитике у рядового инвестора сегодня беспрецедентный — скринеры, ИИ-инструменты, масса открытых данных. И при этом поведение розницы всё точнее описывается моделями поведенческой экономики,

[1] Https://cbr.ru/analytics/szpp/fin_literacy/issledovanie-investicionnoy-gramotnosti.

[2] Https://www.finam.ru/publications/item/inostrannye-fondy-vladeyut-bolee-80-free-float-rossiiyskogo-rynka-akciiy-mosbirzha-20210729-143047.

Рисунок 2

Источники информации для принятия инвестиционных решений

Источник: исследование НАФИ по заказу Банка России. Метод: онлайн-опрос (CAWI)

разработанными несколько десятилетий назад. Российский рынок стал своего рода лабораторией поведенческой экономики.

Канеман выделил две системы мышления: Система 1 — быстрая, интуитивная, эмоциональная; Система 2 — медленная, аналитическая и требующая усилий. Система 1 — наш внутренний трейдер: она подталкивает покупать на пике под страхом упустить прибыль (FOMO) и продавать в панике во время обвала.

Система 2 — наш внутренний аналитик: она должна включаться при расчете справедливой стоимости, анализе квартальных отчетов и оценке долговой нагрузки. Проблема в том, что внутренний аналитик ленив и часто уступает место интуиции. На этом поле и действуют когнитивные искажения.

Применим это к российскому рынку в 2025 г.

1. Эвристика доступности — яркие истории окрашивают целые сектора.

Люди склонны оценивать вероятность событий по тому, насколько легко они вспоминаются. Один громкий корпоративный скандал или делистинг надолго остаются в ленте и в памяти — и сразу весь сектор попадает «под подозрение».

В российских реалиях 2022–2025 гг. случаи вроде истории с Петропавловском, добровольного делистинга GDR Globaltrans, Polymetal, а также скандальных историй ЮГК, Соликамского магниевого завода долго гуляли по медиа- и телеграм-каналам. Новости о проблемах одной компании (доступная информация) заставляют нас бежать из бумаг всех компаний схожего профиля. Резонансные кейсы не делают весь сектор плохим — сверяйте громкие новости с финансовыми показателями конкретных эмитентов и ищите контрпримеры в отрасли. Хотя понятно, что эти риски наложили мощный отпечаток на инвесторов и дали много разочарования в корпоративной этике и фондовом рынке.

2. Эффект якоря — старые цены мешают смотреть на настоящее.

Мы застали времена, когда доллар стоил 100 руб., — этот уровень становится ментальным якорем. Инвесторы сравнивают текущие цены с прошлой «нормой» и ждут «возврата», игнорируя изменение фундаментальных условий: экспортные ограничения, расходы, налоги и стоимость капитала. Еще пример — акции «Норникель», память о прошлых пиках цен на металлы подталкивает часть инвесторов ждать возвращения к историческим уровням, хотя условия для этого изменились.

3. Неприятие потерь — держим убыточное и торопимся продавать прибыльное.

Теория перспектив. Это, пожалуй, самая разрушительная для инвестора эмоция. Боль от убытка в 50 тысяч руб. психологически значительно сильнее, чем удовольствие от прибыли в те же 50 тысяч. Что это порождает на практике?

Мы отказываемся продавать очевидных «аутсайдеров», надеясь «отбить» убытки, и фиксируем прибыль по «чемпионам» роста, лишая себя потенциала.

Склонность к риску в убытке. Оказавшись «в минусе» по позиции, частный инвестор склонен не фиксировать убыток, а, наоборот, докупать, усредняться, надеясь на отскок. Это классическое проявление иррациональности: стремление избежать гарантированной боли от фиксации убытка заставляет принимать еще более рискованные решения. Канеман и Тверски показали, что это ключевая причина, по которой многие инвесторы терпят системные потери.

В 2025 г. это проявлялось, например, в секторе угля и металлургии. Мечел испытывал заметное давление по выручке и операционной прибыли в первой половине 2025 г.; часть держателей продолжала докупать акции в попытке «сбить среднюю», хотя долговая нагрузка и операционные проблемы говорили о риске. Усреднять имеет смысл только при признаках реального восстановления бизнеса — иначе вы просто удлиняете проблему.

4. Эффект владения — «моя» акция кажется дороже, чем она есть.

Ричард Талер объяснил это как эмоциональную привязку к владению, как только акция в портфеле, мы начинаем искать оправдания для ее удержания.

Пример 2025 г. — НЛМК: снижение маржинальности и выручки привело к пересмотру прогнозов, но часть инвесторов держала бумаги «по привычке», ожидая дивиденды. Простой тест — если бы у вас не было этой бумаги сейчас, купили бы вы ее по текущей цене? Если ответ «нет», подумайте о фиксации части позиции — это снижает риск и помогает управлять эмоциональной привязанностью.

5. Теория рефлексивности (Джордж Сорос). Как нарративы создают новую реальность: золото и крипта как рефлексивные активы.

Сорос утверждал, что цена и фундамент взаимно влияют друг на друга: цена формирует ожидания, а ожидания влияют на фундамент. Нарративы становятся самоподдерживающимися циклами: ожидание → спрос → улучшение финансовых условий → подтверждение ожидания.

Пример — динамика рынка золота. Это классический цикл рефлексивности: цена не только отражает реальность, она ее формирует.

Мы наблюдаем уникальный феномен: доступ к информации и аналитике у рядового инвестора сегодня беспрецедентный — скринеры, ИИ-инструменты, масса открытых данных

Механизм.

Фаза 1. Триггер: центральные банки (например, Китай, Турция, Польша) наращивали закупки золота в резервы на фоне геополитической неопределенности, волатильности валют и инфляционных рисков. Фактором-триггером могут стать также резкие движения валютных курсов или неожиданные политические события, которые повышают спрос на безопасные активы.

Фаза 2. Формирование нарратива: медиа, аналитики и влиятельные телеграм-каналы формируют простую историю: «золото — надежное убежище в эпоху нестабильности». Этот нарратив делает тему понятной широкой аудитории, розничным инвесторам.

Фаза 3. Действие, меняющее реальность: нарратив привлекает реальные деньги — центральные банки, крупные фонды и розничные покупатели начинают приобретать физическое золото, фьючерсы и ETF. Рост спроса приводит к подъему цены, что в свою очередь подтверждает первоначальную гипотезу и привлекает новых участников.

Фаза 4. Укрепление базиса: рост цен и положительные публикации стимулируют дополнительный интерес, появляются очереди на покупку физического золота, и мы видим публикации в сети огромных очередей из Китая, Вьетнама, Австралии и др. Люди штурмуют кассы. На первый взгляд — это просто ажиотаж. Но на самом деле — симптом куда более глубокий: растущее недоверие к валютам, страх перед нестабильностью и стремление «спрятать» деньги в том, что кажется вечным.

Фаза 5. Замыкание петли и риск «перегрева»: когда энтузиазм достигает пика, в медиапространстве начинают появляться радикальные прогнозы цены 8000 долларов за унцию JP MORGAN[1], которые еще сильнее привлекают новых «верующих». До тех пор, пока приток новых покупок продолжается, цикл поддерживается; однако если приток ослабевает или появляются контртриггеры (например, резкое улучшение макроситуации, интервенции или продажи центральными банками), нарратив разрушается и цена может столь же быстро отскочить вниз.

Цена золота в январе 2022 г. составляла около 1797 долларов/унция, последующий рост до уровней порядка 4400 долларов — 145 % за 3 года — служит примером того, как нарратив может ускорить движение цены, но при этом вызвать сильную волатильность. Сейчас мы видим коррекцию цен на золото до 4002 долларов за унцию (цена 01.11.2025).

Bitcoin в 2025 г. тоже не просто актив, а идея. Ценообразование всё больше зависит от силы убеждений миллионов инвесторов и институциональных решений, таких как решения по запуску спотовых ETF в США или политические сигналы Дональда Тампа. Нарративы способны материализоваться в ценовых движениях — и это делает крипторынок типичным полем рефлексивности.

6. Нарративы и иррациональный оптимизм (Шиллер).

Если Джордж Сорос описывает механизм рыночных пузырей через свою теорию рефлексивности, то нобелевский лауреат Роберт Шиллер предлагает их точный психологический диагноз. Его концепция «иррационального оптимизма» (irrational exuberance) — это описание коллективной эйфории, когда нарративы начинают доминировать над фундаментальными показателями.

На российском рынке это проявляется в нескольких нарративах: «суверенное развитие и импортозамещение», «поворот на Восток» и ожидания, что господдержка обеспечит быстрый рост отраслей. Эти истории часто опережают реальные темпы роста прибыли компаний, что создает риск резкого отката при сломе нарратива или проблемах в реализации проектов.

7. Стадное поведение и ограниченность выбора.

Российский рынок концентрирован: капитал приходит в узкий круг «голубых фишек» и квазигосударственных компаний. При доминировании частных инвесторов тренды усиливаются, а уход из позиции может встретить низкую ликвидность и значительную просадку цены.

Примеры 2025 г.:

— Переток средств розницы в облигации и ОФЗ на фоне ожиданий изменения ключевой ставки снизил долю акций в портфелях, но усилил концентрацию в отдельных историях.

— Усреднение на проблемных бумагах в металлургии: инвесторы докупали на падении, надеясь на быстрый отскок, несмотря на признаки долговой и операционной слабости.

ЧЕК-ЛИСТ РАЦИОНАЛЬНОГО ИНВЕСТОРА. 10 ПРАВИЛ ПОВЕДЕНИЯ НА ВОЛАТИЛЬНОМ РЫНКЕ 2025

1. Иметь письменный инвестиционный план (цели, горизонты, допустимая просадка).

2. Ограничить долю спекуляций в портфеле — четко отделить спекулятивную часть: не менее 5–10 % от активов.

3. Не следовать идее без проверки: прежде чем покупать, прочитайте отчет эмитента.

4. Использовать условные заявки (stop-loss, take-profit), таким образом можно ограничить свои убытки.

5. Диверсифицировать: не менее 7–10 активов в портфеле — минимальный стандарт для снижения несистемного риска, плюс распределение портфеля по циклическим и нециклическим секторам.

6. Проверять источник доходности; высокая доходность — сигнал риска. Если доходность кажется слишком высокой — это сигнал о повышенном риске, а не о «гениальности стратегии».

7. Не усреднять убытки механически; усреднение — только при признаках восстановления бизнеса. Средняя цена входа не гарантирует выхода в плюс. Прежде чем «докупать на просадке», проверьте, не изменились ли фундаментальные причины падения.

8. Следить за макроэкономикой (ключевая ставка ЦБ, курс рубля, данные Росстата, инфляция и доходы населения).

9. Управлять эмоциями через правила, а не через прогнозы (например, «фиксирую убыток при –10 %»). Когда рынок резко падает, эмоционально хочется «вернуть потери». Это ловушка. Решения должны быть основаны на заранее установленном алгоритме (например: «фиксирую убыток при –10 %», «перехожу в кэш при росте ставки >2 п. п.»).

10. Думать о вероятностях, а не о «правоте». Ваша цель — не «угадать рынок», а увеличить вероятность положительного результата на длинной дистанции.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Успех на фондовом рынке сегодня всё меньше зависит от того, кто точнее рассчитывает мультипликаторы, и всё больше — от того, кто глубже понимает психологию толпы и, что важнее, механизмы работы собственного сознания. Современный рациональный инвестор должен быть «метарациональным», осознавать свои системные когнитивные ошибки и выстраивать жесткую дисциплину для их нейтрализации через осознание поведения толпы.

[1] Https://economictimes.indiatimes.com/news/international/us/gold-price-to-touch-8000-jpmorgan-predicts-gold-rally-to-double-by-2028-latest-gold-price-forecasts-from-goldman-sachs-deutsche-bank-ubs-and-more/articleshow/124764950.cms.