

**Д-р Боян Иванчев**

---

**Всеки може да инвестира успешно**

*ако избегне*

*илюзиите и ирационалното поведение*

**София, 2013**

Всички права запазени. Нито една част от тази книга не може да бъде размножавана или предавана по какъвто и да било начин без изричното съгласие на автора и на издателство „Изток-Запад“.

© Боян Иванчев, автор, 2013  
© Издателство „Изток-Запад“, 2013

ISBN 978-619-152-197-5

**БОЯН ИВАНЧЕВ**

**ВСЕКИ  
МОЖЕ  
ДА ИНВЕСТИРА  
УСПЕШНО**

*АКО ИЗБЕГНЕ ИЛЮЗИИТЕ И  
ИРАЦИОНАЛНОТО ПОВЕДЕНИЕ*





# СЪДЪРЖАНИЕ

За мен .....9

За книгата .....13

## Глава 1. **Професионалисти vs. Самородни таланти**

Калибриране (експертност на прогнозите):	
Професионалисти vs. Непрофесионалисти .....	20
Евристики при мисленето .....	22
Задача 1 за самостоятелна работа.....	22
Има ли професионалисти? .....	23
Задача 2 за самостоятелна работа.....	24
За финансовите експерти.....	27
Но хората говорят, че.....	29
„Бягство от свободата“ – да се засраим.....	30
„Аз съм по-добър от другите“ .....	32
„Аз съм по-добър от другите“ vs. „Средния инвеститор“ .....	33
„Guess Right Ratio“ .....	33
За самородните таланти и даровитите хора.....	40
„Изключителните“ (историята на успеха) .....	40
Експериментът на Ериксон .....	41

Различно ли се става финансов експерт и професионалист?.....	42
„Душевно здравото общество“ и индивидите.....	45
Къде са бихейвиористичните финанси в този процес?.....	47
Полупрофесионалистите (Внимание! Навсякъде са).....	47
А после идва страданието... ..	48
Скалистите планини – ефект на приписване в политиката .....	49

## Глава 2. Поведенческите финанси: произход, предмет, теория

Бихейвиоризъм.....	51
Когнитивна психология .....	53
Бихейвиористични финанси.....	56
Бихейвиористични финанси vs. Неокласическа икономическа школа .....	57
Какво изучават бихейвиористичните финанси?.....	61
Теория на перспективите.....	63
Функция на стойността.....	63
Кумулативен подход в Теория на перспективите.....	67

## Глава 3. Илюзиите, с които всекидневно живеем

3.1. Око да види.....	69
<i>Експеримент 1 (за самостоятелна работа)</i> .....	71
<i>Зрителните илюзии, с които живеем всеки ден</i> .....	73
<i>Физиологията</i> .....	74
<i>Емоциите</i> .....	75
<i>Илюзиите</i> .....	77
<i>Експеримент 2 (за самостоятелна работа)</i> .....	78
<i>Експеримент 3 (за самостоятелна работа)</i> .....	84
<i>Експеримент 4 (за самостоятелна работа)</i> .....	84
<i>Собственият експеримент „Златен кръст“</i> .....	85
<i>Изводи</i> .....	88
3.2. Ръка да пипне .....	91
<i>Физиологията</i> .....	91
<i>Илюзиите</i> .....	92
<i>Експеримент 5 (за самостоятелна работа)</i> .....	93

3.3. Ушите не стоят по-горе от очите.....	98
<i>Физиологията</i> .....	98
<i>Емоциите</i> .....	99
<i>Илюзиите</i> .....	101
<i>Експеримент 6 (за самостоятелна работа)</i> .....	102
<i>Христо Ботев и законите на физиката</i> .....	102
<i>За чуването и за секса</i> .....	103
3.4. Където очите не вярват на ушите, а ушите на очите, там последната надежда е носът .....	103
<i>Физиологията</i> .....	103
<i>Илюзиите</i> .....	104
<i>Експеримент 7 (за самостоятелна работа)</i> .....	105
<i>Усеицане за секс</i> .....	106
3.5. Неопитаната гозба не е сладка .....	108
<i>Физиологията</i> .....	108
<i>Илюзиите</i> .....	109
<i>Експеримент 8 (за самостоятелна работа)</i> .....	110
<i>Емоциите</i> .....	112

#### **Глава 4. Икономическият човек и ефективните пазари**

4.1. Ефективните пазари.....	115
<i>Финансовият трилър Enron</i> .....	116
<i>Финансовият трилър Bear Stearns</i> .....	120
<i>Гръцка трагедия (класика в жанра)</i> .....	125
4.2. Hot Markets and IPOs (Горещи пазари и първично публично предлагане). По света и у нас.....	128
<i>По света</i> .....	128
<i>У нас</i> .....	129
4.3. Собствено изследване: Hot Markets в България и IPOs.....	129
<i>Избор на бенчмарк</i> .....	130
<i>Времеви период</i> .....	130
<i>Компании, отговарящи на времевия период от изследването</i> .....	130
<i>Селекция на компаниите</i> .....	131
<i>Начин за сравнение на доходността</i> .....	132
<i>Математически изчисления и сравнение на доходността</i> .....	133
<i>Резултати и изводи от изследването</i> .....	133

## Глава 5. Ирационалните склонности.

### Експерименти и доказателства „По света и у нас“

5.1. Склонността „Нежелание да загубиш“ (loss aversion).....	138
<i>Експериментът „Нежелание да загубиш“</i>	
<i>с юристи от СУ „Св. Климент Охридски“</i> .....	138
<i>Изводи</i> .....	139
5.2. Склонността към сигурност (Certainty Effect).....	140
Експериментът: Избирам сигурното .....	140
<i>Изводи</i> .....	141
<i>Сега да поиграем ТОГО</i> .....	141
5.3. Склонността към рамкиране (Framing effect) .....	144
Експериментът рамкиране.....	144
<i>Изводи</i> .....	146
5.4. Склонността към свръхувереност (overconfidence bias).....	146
<i>Свръхувереност в икономиката и при инвестициите: ....</i>	147
<i>Свръхувереност в други професионални области:.....</i>	147
<i>Свръхувереност в машините и технологиите: .....</i>	148
<i>Свръхувереност при управление на моторни</i>	
<i>и въздухоплавателни превозни средства.....</i>	149
<i>Изследване на ПТП, на ППС и самолетни катастрофи ...</i>	151
<i>Изводи</i> .....	153
<i>Свръхувереност при трудовете злополуки</i>	
<i>„По света и у нас“ .....</i>	154
<i>Изследване на трудови злополуки в България.....</i>	154
<i>Изводи</i> .....	156
<i>Свръхувереност</i>	
<i>при инвестиране на финансовите пазари .....</i>	157
<i>Изследване „Мъже vs. Жени“ на БФБ АД.....</i>	157
<i>Изводи</i> .....	159
За тези, които четеха чак дотук.....	160
Приложение 1.....	166
Приложение 2.....	168
Литература.....	171



## ЗА МЕН

---

**Д**а мислиш по различен начин, контролирайки собствени-  
те си илюзии, заблуди и ирационално мислене, е изключи-  
телно трудно и изисква много време, енергия и мъчителна  
себедеконструкция – или помощ от съветници.

Себедеконструкция е термин, който използвам не точно  
вместо самоанализа (*introspection*). В голяма степен, въввеж-  
дайки това понятие, съм повлиян от деконструктивизма на  
Жак Дерида. Това, което имам предвид, е, че за да избегнем  
ирационалното мислене при вземане на решение и правене на  
избор при алтернативи, би следвало, след като изгледаме це-  
лия „филм“, т.е. процес, да го направим още веднъж – кадър  
по кадър. Гениалният филм на Милош Форман „Полет над  
кукувиче гнездо“, получил 5-те главни Оскари, е с продължи-  
телност 133 минути. Колко от нас са способни да изгледат  
целия филм вместо за 133 минути за времето, необходимо  
да се видят всичките 24 кадъра в секунда или  $24 \times 7980 = 191$   
 $520$  кадъра? Колко време ще отнеме тази деконструкция?  
Пълната деконструкция на процесите или пълната себедек-  
онструкция води до лудост (да си спомним Ницше), но все пак  
рационалното мислене без деконструкция на процеса или се-  
бедеконструкция на мисловните ни процеси е невъзможно.

Ако пък се обърнем за помощ към съветник, то той трябва  
да бъде или приятел – „Приятелят трябва да е специа-  
лист по досещане и запазване на спокойствие“ (Ницше), или  
добре калибриран експерт в конкретната област – скъп и  
ефективен; но не търсете приятелство с него.

Много от нас се заблуждават, че спортистите използват само тялото си и физическата си сила. Много от нас не разбират и не разпознават различията в мисленето при професионалистите и при аматьорите в спорта. Спортистите аматьори използват много повече мозъка си в самата игра, при техниката и управлението на тялото в сравнение с професионалистите. На един от турнирите „Труд Мастърс“, играейки по двойки срещу Ивайло Йорданов и добре известния Григор Димитров (Гришо), всичките ми умения бяха насочени към овладяване на тялото и вкарване на топката по най-добър начин в полето на противника. А Гришо връщаше топката съвсем спокойно и така, че да не ни затруднява – без по никакъв начин да проличи колко добър тенисист е и без да проявява каквато и да било емоция.

Професионалните тенисисти нямат никакви затруднения при управление на тялото си и техническото изпълнение на ударите (вж. как Гришо изпълнява сервис със завързани очи: [http://www.youtube.com/watch?v=kGmJt\\_Kgbws](http://www.youtube.com/watch?v=kGmJt_Kgbws)).

Професионалните спортисти използват мозъка и мисленето предимно, за да разберат собствените си грешки в играта, за да вникнат в стратегията на противника и за да изградят собствената си успешна стратегия – за да могат да го надиграт. Цената на този професионализъм са десетки хиляди часове тренировки и състезателна игра, чрез които се усъвършенства физиката и техниката на състезателя, позволявайки му в състезателни условия да мисли за стратегия и тактика и за спечелване на мача. Разбира се, ако играете футбол със стратегия и тактика от тениса, ще загубите така, както ще загубите, ако играете шах със стратегия и тактика от го.

Подобен е процесът и при други професии и разликите между професионалисти и аматьори са подобни на тези при спортистите. Механичното пренасяне на умения от една сфера в друга води до крах. Добрата калибрация и професионализъм се постигат изключително и само в конкретната сфера на дейност. Тъй като е почти невъзможно да сме добре калибрирани в множество сфери на дейност – можем да усвоим рационалното мислене, да избягваме ирационалните

склонности и систематичните грешки и да усвоим себедеконструкцията.

*Поведенческите финанси могат да ви помогнат да постигнете тези цели и да станете по-успешни инвеститори или да се вслушвате в добре калибрирани съветници-експерти.*

*Моят път към поведенческите финанси и опитът ми да осмислям икономиката чрез психологията и ирационалното започна през 1987 г., докато четях Маркс и Фройд, опитвайки да ги обединя в икономиката. Стана случайно – под влиянието на една-две напитки. Същата година посетих родното място на великия Фройд – Пржибор, а по-късно и родното място на Маркс – Трир. След години брокерски и дилърски опит в различни финансови институции, започнах да чета Амос Тверски и Даниъл Канеман за поведенческите финанси, за експерименталната психология и икономика. Във Виена се запознах лично с водещия невролингвист Джордж Лейкърф, започнах да се интересувам от последните новости при изследване на менталните процеси чрез ядрено-магнитен резонанс и започнах да изграждам собствено разбиране за деконструкцията на мисловния процес и човешките решения и поведение.*

*В тази книга ще представя това, което разбрах и научих за финансовите пазари и ирационалността от собствената си практика, от икономическата теория – тази която е общоприета, и от поведенческите финанси – науката, която ни разкрива Истината.*

д-р Боян Иванчев



## ЗА КНИГАТА

---

*Защо пиша по тази тема?*

*Към кого е насочена книгата и каква е нейната цел?*

Написах тази книга, защото съм убеден, че т.нар. съвременна икономическа теория, финанси и парадигма вече не работят. Най-малкото те се нуждаят от преосмисляне през призмата на поведенческите финанси, които ни показват какво всъщност е нашето поведение в различни икономически ситуации, а не какво трябва да бъде нашето поведение, съгласно елегантните математически модели на „съвременните финанси“ и „икономическата теория“.

Книгата отразява мнението ми, че всекидневно живеем в различен вид заблуди и илюзии – сетивни и когнитивни. Тези илюзии и ирационални психологически склонности водят до систематични грешки в съжденията и решенията ни. И то не само във всекидневието, в битовите и семейните отношения, но и при инвестициите на финансовите пазари и при всички наши икономически решения.

Книгата е насочена към широк кръг читатели. Наред със специфичната материя, която изисква икономическа подготовка, в работата има и множество достъпни примери за всеки, който има желанието да инвестира на финансовите пазари – и инвестициите му да бъдат успешни.

## Структура на книгата

**Глава 1, „Професионализъм vs. Самородни таланти“**, въвежда в темата чрез представяне на разликите между добрата калибрация, експертното съждение и липсата на експертно мнение и цената за придобиване на професионализъм и експертност. Ще бъдат изброени необходимите условия във всекидневната ни работа, на които трябва да отговаряме, за да бъдем добре калибрирани.

Темата изисква първоначално използване на две от важните ирационални психологически склонности при хората: свръхувереност (*overconfidence bias*), която ще бъде изследвана експериментално и с множество примери в **Глава 5**, и склонността към приписване (*attribution bias*), която ще бъде анализирана в **Глава 1** с помощта на различни примери от практиката и живота.

Ще видим дали финансовите специалисти могат да бъдат добре калибрирани професионалисти. Всеки от читателите, който мисли че е професионалист в областта на финансите, ще има възможност сам да си направи проверка със задачи за самостоятелна работа.

Ще бъдат разисквани разликите между професионалисти и самородни таланти и заблудите в това отношение и ще представя доказателства за истинската история на успеха.

Ще видим защо поведенческите финанси помагат да разберете повече за себе си, да бъдете по-успешни инвеститори, да имате по-добра преценка и възприятие за заобикалящата ви действителност и ви правят по-добри и по-щастливи хора.

Разбирайки повече себе си, няма да загубите парите си и близките си хора и няма да станете за смях пред себе си и другите.

**Глава 2, „Поведенческите финанси“**, проследява възникването и развитието на поведенческите финанси и съставните части на тази интердисциплинарна наука. Читателят ще бъде въведен в понятието склонност (*bias*) и значението ѝ за ирационалността на хората.

Ще видим какви са конфликтите на поведенческите финанси с *homo economicus* и неокласическата икономическа школа и т.нар. съвременни финанси – Теория за полезността, Теория за избор на портфейл (Modern Portfolio Theory-MPT), CAPM (Capital Asset Pricing Theory-CAPM), Теория за ефективните пазари (Efficient Market Hypothesis-EMH).

Ще разберете кога е положено началото на тази наука и кои са нейните създатели. Ще се запознае и с Теория на перспективите (Prospect theory, PT) и Функцията на стойността (Value function) – фундаменти на съвременните поведенчески финанси.

**Глава 3, „Илюзиите, с които живеем всеки ден“,** ще ни запознае с илюзиите на нашето възприятие – зрителни, тактилни илюзии, слухов апарат и неговите илюзии, обонятелни илюзии, вкусови илюзии. Илюзии, с които живеем всеки ден, без да им обръщаме внимание и без да знаем, че те са широк път към ирационалното, когнитивните илюзии и заблуждения и систематичните грешки в поведението и съжденията ни – и то не само в областта на финансите и икономиката.

Ние, хората, срещаме трудности да се себедеконструираме и самоатакуваме с неприятни въпроси и да не вярваме на очите и ушите си. Затова, за по-голяма убедителност в тази глава, читателят ще прочете и види множество експерименти и илюзии на възприятията. Някои от тях са създадени и използвани преди векове и препотвърдени чрез изследвания от мен, извършвайки експерименти с български респонденти. Други от експериментите са за самостоятелна работа от читателя – ако сте търпеливи, в края на краищата, евентуално ще промените миогледа си за ваше добро.

В Глава 3 ще представя оригинални, създадени от мен експерименти при български респонденти. Създаването на тези експерименти ми отне години, за да ги конструирам и да направя максимално коректни изводи, които да са правилни.

**Глава 4, „Икономическият човек и ефективните пазари“,** представя критика на *homo economicus* и Теория за ефективните пазари (Efficient Market Hypothesis – EMH). На базата на реално случили се събития от световните финансови

пазари ще покажа неефективността на финансовите пазари, рейтинговите агенции и ирационалността на пазарните участници и инвеститори.

Ще бъде разгледан случаят на „Гореици пазари и първично публично предлагане“ (Hot Markets and IPOs). Разгледани са емпирични изследвания на бази данни за различни континенти и страни. Ще представя направеното за пръв път в България изследване на доходността на IPOs на българския капиталов пазар, сравнена с максимално коректен и подходящ benchmark.

Резултатите ще бъдат от голяма полза за индивидуалните инвеститори и фонд мениджърите на институционалните инвеститори в бъдещата им дейност на родния капиталов пазар – и не само. В същото време резултатите ще изненадат и накарат много от инвеститорите да се почувстват нещастни, а някои фонд мениджъри – дори глупаво. Съжалявам.

В тази глава ще представя и „Guess Right Ratio“, което ще ни покаже каква е средната успеваемост на „познаване“ на пазара от индивидуалните инвеститори – съответно при възходящ и низходящ капиталов пазар.

**Глава 5, „Ирационалните склонности и ефекти. Експерименти и доказателства „По света и у нас“,** разглежда по-задълбочено ирационалните склонности (biases): нежелание да се загуби (loss aversion); склонност към сигурност (certainty effect); склонност към рамкиране (framing effect); склонност към свръхувереност (overconfidence bias).

В тази глава отново използвам множество експерименти, извършени в областта на поведенческите финанси. Чрез експериментални доказателства от изследвания с български респонденти, продължили от три до пет години, препотвърждавам изводите и резултатите, получени в други страни резултати, служещи като отправна точка за ирационалните склонности в науката за поведенческите финанси.

За пръв път в България разглеждам свръхувереността чрез изследване на бази данни в областта на катастрофи с ППС, авиокатастрофи и трудови злополуки.



*По същия начин се изследва и свърхувереността при индивидуалните инвеститори и половите разлики в честотата на извършваните от тях сделки на капиталовия пазар на БФБ АД. Резултатите от изследването на честотата на извършваните сделки е особено важна за индивидуалните инвеститори в единични капиталови инструменти и при придобиване на дялове от инвестиционни фондове – от гледна точка на ограничаване на трансакционните разходи и като пряко следствие – повишаване на нетната доходност на инвестиционните портфейли, най-вече на индивидуалните инвеститори.*



## ГЛАВА 1.

# ПРОФЕСИОНАЛИСТИ VS. САМОРОДНИ ТАЛАНТИ

---

Според авторите Де Бонд и Талер „Може би най-здравото откритие на психологията на преценката<sup>1</sup> (Psychology of Judgment) е, че хората са свръхуверени“ (De Bondt, Thaler, 1995:389). Една от възможните дефиниции на склонността към свръхувереност (overconfidence bias) е следната: неоправдана увереност в човешкото интуитивно мислене, разсъдък и когнитивни способности.

Изключително важно е да се знае и уточнението, направено от Даниъл Канеман и Марк Райп<sup>2</sup>, че свръхувереността трябва да се очаква като психологическа склонност и проявление „...и при експертите, и при тези, които нямат експертни знания“ (Kahneman, Riepe, 1998:3).

На склонността към свръхувереност (overconfidence bias) ще отделим по-голямо внимание в Глава 5, където ще разгледаме емпирични доказателства от оригинални мои изследвания.

---

<sup>1</sup> Всички преводи в настоящата работа са мои.

<sup>2</sup> Съавторът на научната статия Марк Райп е вицепрезидент „Инвестиционни продукти и инвестиционни фондове“ в „Чарлс Шуоб“.

## **Експертност на прогнозите (калибриране): Професионалисти vs. Непрофесионалисти**

Двамата автори – Канеман и Райп – изброяват следните условия и изисквания в дейността на хората (Kahneman, Riepe, 1998:3), при които е възможно да се постигне добро калибриране на съжденията и съответно да се противодейства на склонността към свръхувереност и най-вече на прогнозната свръхувереност:

- когато хората срещат сходни проблеми в работата си всеки ден;
- когато хората правят изрично вероятностни предвиждания;
- когато хората получават бързи и точни резултати, чрез които се проверява точността на направените вече предвиждания.

По-горе изброените условия за добро калибриране „...могат да бъдат изпълними за някои финансови специалисти, но те никога не са изпълними за непрофесионалните инвеститори, които поради това са предразположени да показват свръхувереност“ (пак там: 3).

Типични представители на професионалисти, които изпълняват по-горе изброените условия и могат да бъдат отнесени в групата на експертите, са метеоролозите.

За всеки един от нас, който гледа телевизия, чете вестници, слуша радио и се информира чрез интернет, е обичайно да получава краткосрочна, средносрочна и дългосрочна информация за метеорологичната обстановка и в повечето случаи да се съобразява с нея. Специализираната метеорологична информация трайно е изтласкала т.нар. частна информация – например мнението на бай Ставри от село Делян за това какво ще е времето според него утре по пладне. Ако мнението на бай Ставри се приема за меродавна прогноза, то това се случва при ограничен кръг хора – примерно възрастни, уседнали. Помислете за други определения за тези хора и ги впишете:

.....  
 .....

Когато става въпрос за финансови предвиждания и прогнози, изказани и представени от финансови експерти, ситуацията е по-различна от тази при метеорологията. Дейността на финансовите експерти и консултанти се разпространява и е достъпна чрез специализирани издания и рубрики или пък се заплаща индивидуално от заинтересованите и тя е значително по-сложна за разбиране от всички нас. Още по-трудно за непрофесионалистите е сравнението, оценката и верификацията на правилността на професионално направените прогнози и дадените препоръки за къс или дълъг период от време. Още по-сложно става тогава, когато при оценка на информация се намеси оценката и свръхреакцията<sup>3</sup> при получаване на т.нар. частна информация от областта на финансовите пазари. Например информацията от оперативния счетоводител – леля Пенка – със стаж от две години в счетоводството на Н-ската публична компания, която във фризьорския салон ни препоръча да си купим акции от компанията веднага, защото щели да се качат много. След като вече сме купили акциите в тримесечните резултати на компанията се появява информация, че компанията няма възможност да изплати 10 млн. лева на падежа на емитираните от нея корпоративни облигации и следва срив в цената на акцията.

Сега всички вие, които сте купували и продавали след получаване на „вътрешна, достоверна или частна информация от уста на ухо“, моля да напишете по-долу името си и с тире добавете за себе си същите думи, които написахте за хората, които вярват на прогнозата за времето от бай Ставри:

.....  
.....

Неприятно ви е, нали?

---

<sup>3</sup> „Теорията (нашата) приема, че инвеститорите свръхреагират на сигнали от частна информация и реагират по-слабо на сигнали от публична информация“ (Daniel, Hirshleifer, Subrahmanyam, 1998:1865).

## **Евристики при мисленето**

Съгласно една от теориите за човешкото мислене мозъкът мисли по съществуващи карти и когато не разпознае конкретната карта за разсъждение (а това става, когато не разбира информацията или изпитва затруднение в осмислянето ѝ и се изискват време и усилие), той прилага наличните карти за мислене или кратки ментални пътища – евристики – при вземане на решения. Евристиката е еволюционно изграден мисловен механизъм за бързи и приблизителни оценки, които опростяват сложните за решение от мозъка задачи.

Ако в ежедневието ни евристиката доведе до отговор „След пладне“ (вместо 14:39 ч.) на въпроса „Колко е часът?“, то това не застрашава парите и имотите ни. Но такава приблизителна оценка на финансовите пазари или приблизителна оценка за вероятността от печалба или загуба, или приблизителна оценка за риска и доходността на две алтернативни инвестиции е пагубна.

Липсата на калибрация в сфера, за която тя е задължителна, води до евристики в мисленето и разсъжденията (heuristic reasoning). Мислене и разсъждение, което използва кратки пътища за бързо разрешаване на проблема или вземане на решение, без да бъде оценена цялата възможна и достъпна информация (вж. Kahneman, Slovic, Tversky, 1982). Такъв тип мислене, разсъждение и действие водят до груби и систематични грешки при човешкото мислене и решения. Нека видим един пример за това по-долу.

### *Задача 1 за самостоятелна работа*

Кой резултат от хвърляне на монета изглежда по-вероятен?

**Поредица А:** ЕЗИ ТУРА ТУРА ЕЗИ ЕЗИ ТУРА

**Поредица Б:** ЕЗИ ЕЗИ ЕЗИ ТУРА ТУРА ТУРА

Представената задача, която показва евристиката „Представителност“ е включвана от мен в експерименти през последните повече от три години с общо над 200 респонденти. Отговорите, които преобладават са в полза на поредица А. Това е така, защото на пръв поглед поредица А изглежда като по-типичен случай на случайно разпределение на резултати от хвърляне

на монета, отколкото поредица Б. Повечето хора не се замислят достатъчно за простите постулати от теория на вероятностите, които са изучавали, и за това, че всъщност правилният отговор е, че вероятността е еднаква – по 0,5 и за двете поредици.

Категорични отговори за еднаква вероятност получих само при експеримент в института по математика при БАН – където респондентите бяха с добра експертност в областта на математиката и вероятностите.

### *Има ли професионалисти?*

Много от четящите тази книга са завършили висше икономическо образование и работят по специалността си. Те вероятно ще се подразнят, ако не ги нарека икономически експерти или пък не разпознаят себе си в този текст като икономически или финансови експерти.

Нека сега видим колко от четящите този текст и мислещи се за експерти, могат да се справят с една не толкова сложна задача за изчисление на ГПР (годишен процент на разходи) на два ипотечни кредита и съответно да преценят кой от двата кредита е по-изгоден.

Защо точно задача за ипотечни кредити ли? Защото този тип кредит е един от най-обсъжданите в България. Кредит, който сега тормози десетки хиляди българи, взели ипотечен кредит по време на бума на ипотечното кредитиране в периода 2005–2008 г.

В края на декември 2012 г. жилищните кредити (в лева и валута) вече достигат сумата от 8,904 млрд. лева (БНБ) и са с общ брой 160 465. Както виждате, сумата и броят на този тип кредити са проникнали в над 160 000 български семейства и са им донесли безкрайни безсънни нощи и семейни скандали и разправи<sup>4</sup> и безкрайни обвинения към банковата система, че ги е излъгала. (За протокола аз не съм от взелите ипотечен кредит!)

---

<sup>4</sup> Вж. интервюто ми: „Жилищата са мъртви активи и убиват предприемчивостта ни“: <http://www.investor.bg/borsa/10/a/b-ivanchev-jilishtata-sa-myrtvi-aktivi-i-ubivat-predpriemchivostta-ni,128557/>

Динамиката на отпуснатите жилищни кредити за този период е показана на таблица 1.

Таблица 1. Кредити на населението (млн. лева)

	2005	2006	2007	2008
Кредити на населението	6927,9	9044,5	13769,1	18091,5
В левове	5861,9	7324,2	11008,2	12800,5
Овърдрафт	491,0	758,4	1190,2	1719,1
Потребителски	3581,1	3734,7	5510,9	6360,8
Жилищни	1310,9	2232,2	3517,7	3975,0
Други	478,9	598,9	789,4	745,6
Във валута*	966,0	1720,3	2760,9	5291,0
Общо жилищни кредити – лева и валута <sup>4</sup>		3 419.8	5 609.9	

Източник: НСИ, КЗК<sup>5</sup>

\* Показателят включва овърдрафт, потребителски кредити, жилищни кредити и други кредити.

## Задача 2 за самостоятелна работа

Кредит А – 40 000 евро за срок от 30 години, анюитетни вноски:

- лихва – 6,85%;
- такса оценка на имота – 60 евро;
- такса кандидатстване – 1,5% от размера на кредита;
- годишна такса управление – 0,4% годишно върху остатъка на кредита;
- месечна такса обслужване 1,50 евро;
- без такса предсрочно погасяване със собствени средства;
- задължително се сключва застраховка имот, която не е включена в изчислението на ГПР;

ГПР = ?<sup>6</sup>

<sup>5</sup> Според изчисления на Комисията за защита на конкуренцията (Секторен анализ на конкурентната среда при банкирането на дребно, ноември 2008 г.).

<sup>6</sup> Вж. отговора на стр. 62 (бележка под линия).



Кредит Б – 40 000 евро за срок от 30 години, анюитетни вноски:

- лихва за първите 3 години – 6,15%;
- лихва за останалия срок – 7,50%;
- такса оценка на имота – 60 евро;
- такса кандидатстване – 1,5% от размера на кредита;
- годишна такса управление – 0,4% годишно върху остатъка на кредита;
- месечна такса обслужване 1,50 евро месечно;
- такса за предсрочно погасяване със собствени средства за първите три години – 3% и без такса за останалия срок на кредита;
- задължително се сключва застраховка имот, която не е включена в изчислението на ГПР.

ГПР = ?<sup>7</sup>

*Въпрос: Кой от двата кредита е по-изгоден?*

Кредит А;

Кредит Б;

Оградете правилното.

Двете изчисления и сравнението на ГПР на двата кредита няма да бъдат по силите на всекиго. И то не защото не сме достатъчно умни, а защото финансовите изчисления или финансовата математика не са нашата конкретна работа и дейност и не сме експерти в съответната област. Това е нормално и разбираемо за всеки. Не е нормално обаче този, който иска да получи кредит, да не се допита до експерти в съответната област за разходите и спецификите на конкретния ипотечен кредит и да не поиска сравнение с условията на друг кредит или кредитна институция. Дори повечето от кредитополучателите не изчитат целия договор, преди да го подпишат. Впоследствие е най-лесно да бъдат обвинени банките, че най-важното било написано с „малки букви в договора“ или да се

---

<sup>7</sup> Вж. отговора на стр. 159 (бележка под линия).

говори за „световната конспирация – банките срещу всички нас“. Дори и така да е, народът казва: „Къорав карти не играе.“ Но тази българска народна максима, която е повик към рационалното и към вглеждането в детайлите, за съжаление е по-слаба от българската народопсихология. От убеждението на българите, че причини извън нас самите водят до неуспех, загуба и т.н., а не причините, свързани с нашето незнание, ирационалност и липса на опит. Тоест в чист вид имаме проявление на психологическата склонност към приписване (self-attribution bias). Тази склонност на хората е те да „... приписват успехите на собствените си знания и умения, а неуспехите на лошия късмет“ (Scheffrin, 2002: 101).

Както виждаме на пръв поглед, решаването на горната задача и необходимата експертиза не е нещо изключително, но когато трябва да се извърши конкретната специфична дейност, тя не е по силите на всеки от нас; така както не е по моите сили да ремонтирам сам алтернатора на автомобила и поради това се обръщам винаги към специалисти.

Проблематиката в областта на ипотечното кредитиране е широко обсъждана в семейството, сред приятели и познати, от медиите и ако можем да се поучим от грешките на много хора („Не питай старило, а патило!“), то какво би станало, ако говорим за експертност и вземане на конкретно решение в областта на валутните пазари. Например трябва ли да сключим опционна сделка върху EUR/USD с цел да се хеджира валутният риск USD/BGN и да предпазим от загуби притежаваните от нас облигации с номинал 10 млн. щ.д. – облигациите са деноминирани в щатски долари, но платими в лева по фиксинг на БНБ?

Ако трябва да направим хедж, как точно да конструираме сделката, за да бъде възможно с най-ниска цена на опционната премия и хеджингът да покрие целия период до падеж (31 месеца) на облигацията заедно с лихвените плащания (два пъти годишно) по нея? Колко от вас могат да дадат конкретен отговор на този въпрос?

## ***За финансовите експерти***

Дейността на финансовите експерти, или по-конкретно дилърите на финансовите пазари, в много от случаите отговаря на по-горе описаните от Канеман и Райп условия за добро калибриране на прогнозите. Следователно склонността на добре калибрираните дилъри-експерти към свръхувереност е под по-голям контрол, отколкото при непрофесионалистите. Въз основа на собствения си опит като дилър в областта на капиталови и валутни пазари в продължение на повече от 15 години категорично мога да кажа, че всекидневната дейност на дилърите отговаря на условия, които могат да бъдат резюмирани по-следния начин:

- Ежедневно се срещат еднакви или сходни проблеми и задачи, характерни за финансовите пазари, както и видът сделки и инструменти, търгувани там.
- Финансовите експерти правят прогнози и съответно откриват позиции на базата на различни вероятностни модели, а не просто на възможността за печалба, което е характерно за непрофесионалистите и принизява експертната финансова дейност до нивото на чистия хазарт. С това, разбира се, не казвам, че финансовите експерти не грешат, тук говорим единствено и само за по-добра степен на калибрация и увеличен контрол върху склонността към свръхувереност.
- Всяка една отворена позиция в зависимост от нейната срочност се верифицира много точно и изводите са съвсем ясни и количествено измерими – сделката е печеливша и е ясно точно каква сума е спечелена или сделката е губеща и е видно точно каква сума е загубена.

Част от дейността ми на финансовите пазари – управлението на собствения ми портфейл от акции на Българска фондова борса – може да бъде представена като дейност, свързана с ежедневни и сходни проблеми с конкретно измерим резултат.

Управлението на портфейл от ценни книжа е свързано с покупко-продажба на различни акции или инструменти с фикси-

ран доход, или синтетични инструменти, чийто резултат в по-дълъг период е измерим чрез печалбата или загубата от множеството отворени и затворени сделки. Коректното представяне на резултата от тази дейност се измерва чрез доходността на управлявания портфейл, който в моя случай нараства за периода от 30.06.2002 г. до 30.09.2004 г. с 521.67%.<sup>8</sup>

Друг пример от практиката ми на професионален дилър, който потвърждава лесната измеримост, верификация на правилността на направените прогнози и сделки, ежедневната сходност на сделките на финансовите пазари, е следният: в периода юни-октомври 2009 г. като главен дилър на Алфа Банка София имам отворени 109 дилърски сделки на EUR/USD с цел печалба на валутния пазар (от Dealing Slip N FC0000799 до FC0001741).<sup>9</sup> Съответно сделките са затворени и резултатът от дейността за шестмесечния период е лесно и конкретно измерим и проверим – сделка по сделка или общо за целия период.

При неспециалистите във финансовата сфера такъв тип дейност и подобна интензивност не са възможни.

От тук следва и неизпълнението на описаните от Канеман и Райп необходими условия за добра калибрация и невъзможността непрофесионалистите да постигнат добра калибрация и да бъдат неподвластни на склонността към свръхувереност и други психологически склонности, водещи до ирационално мислене и систематични грешки и в края на краищата до финансови загуби.

По същия начин финансовите специалисти нямат експертността на опитния риболовец, който дълги години излиза в бурно или тихо море, вършейки достойната си работа като професионалист, без да показва склонност към свръхувереност. Работа и дейност, която за финансовия специалист е непостижима и свръхувереността му директно би довела до смърт.

---

<sup>8</sup> Удостоверение, издадено от ИП Карол АД на 22.10.2004 г. (личен архив).

<sup>9</sup> „Proven Track Record“ (личен архив).