Если в пределах дней или недель цены акций предсказать почти невозможно, не будет ли еще труднее предсказывать их на более долгую перспективу? Эмпирические исследования Шиллера показали, что такой вывод был бы неверным. Его исследования волатильности цен акций и долгосрочной предсказуемости содержали важнейшие наблюдения. Во-первых, Шиллер показал, что цены акций колеблются больше, чем можно объяснить на основе свойств потока дивидендов. Базовая теория говорит, что ценность акции должна быть равна ожидаемой ценности дивидендов. Поэтому наблюдаемая волатильность цен выглядит как чрезмерная.

Следствие чрезмерных колебаний цен акций состоит в том, что за большим значением отношения цены к величине дивидендов в один год, вообще говоря, должно следовать падение цен по отношению к дивидендам в последующие годы и наоборот. Это означает, что доходность изменяется по предсказуемой траектории в долгосрочной перспективе. Шиллер и его соавторы продемонстрировали такую предсказуемость на фондовых рынках и рынках облигаций, а другие исследователи позднее подтвердили эти наблюдения на многих других рынках.

Как можно интерпретировать долгосрочную предсказуемость доходности активов? Один из подходов – это опереться на стандартную теорию, говорящую, что инвесторы рационально калькулируют стоимость активов. В основе стоимости актива таким образом должен лежать поток ожидаемых выплат, который он создаст в будущем. Естественно предположить, что эти выплаты нужно дисконтировать. В исходном исследовании Шиллер принимал, что коэффициент дисконтирования будет постоянным и показывал, что совместить чрезмерные флуктуации цен с теорией очень трудно. Однако дисконт может меняться со временем. Если так, даже достаточно устойчивые потоки дивидендов могут вызывать значительные изменения цен активов. Но почему дисконт будет изменяться? И почему он будет изменяться настолько, чтобы вызывать такие значительные колебания цен?

Неадекватность базовой формы модели CCAPM, которая была подтверждена и многими другими исследователями, стимулировала волны новых теоретических и эмпирических работ. Одна линия исследований направлена на улучшение способов измерения риска и отношения к риску. Эта литература разрабатывает теоретические обобщения модели CCAPM, делая упор на то, как инвесторы в плохие времена могут быть более чувствительны к риску, чем в базовой модели. Это соединение новой теории и основанного на GMM эмпирического тестирования очень влиятельна и за пределами исследования ценообразования на активы. Оно породило новые идеи о человеческом поведении вообще.

Другой способ интерпретировать долгосрочную предсказуемость состоит в том, чтобы отбросить представление о полностью рациональном инвесторе. Выход за пределы этого предположения открыл новое поле, называемое «поведенческие финансы» (behavioral finance). Здесь центральное место занимают ошибочные ожидания: высокие цены активов могут отражать завышенную оценку будущих потоков выплат. Другими словами, чрезмерный оптимизм или другие психологические механизмы могут помочь понять, почему цены активов отклоняются от фундаментальных оценок.

Главная проблема поведенческого подхода – как объяснить, почему более рациональные инвесторы не гасят чрезмерные колебания цен, играя (betting) против менее рациональных. Обычный ответ состоит в том, что более рациональные инвесторы могут сталкиваться с институциональными ограничениями (например, недостаточной доступностью кредита), не позволяющими играть против рынка в достаточно больших масштабах.

В результате новый поведенческий подход фокусируется на институциональных ограничениях и конфликтах интересов, в то время как новый рационалистический подход – на риске и отношении к риску. Каждый из этих подходов породил важные наблюдения. Вместе они позволили серьезно продвинуться в понимании волатильности и долгосрочной предсказуемости цен активов.

Эти работы повлияли не только на академические исследования, но и на рыночную практику. Тот факт, что фондовый рынок вряд ли предсказуем в краткосрочной перспективе, и что выбор между различными ценными бумагами очень затруднен и для коротких, и для длинных периодов, привел к пристальному анализу деятельности совместных фондов. Исследования в целом не обнаружили, что совместные фонды создают доходность выше того, что соответствует уровню риска, а если учесть выплаты их персоналу, то их управление активами часто дает относительно негативные результаты. Последующий рост индексных фондов, которые объединяют активы в пассивно управляемые портфели, был следствием этого наблюдения. Более того, успешные специализированные фонды часто основаны на учете новых факторов – «размера» и «book-to-market», которые включены в расширенную версию модели CAPM.

Полученные результаты о предсказуемости производят большое впечатление и продолжают порождать большой объем последующих исследований, сочетающих эмпирическую работу и развитие теории.