



Si pietele mai pot gresi in sentimentele lor, este una dintre expresiile favorite ale guvernatorilor bancilor centrale, de la Alan Greenspan la Mugur Isarescu, in incercarea lor de a justifica o politica monetara discretionara, si nu una bazata pe reguli. Asset bubble-urile nu mai au explicatii reale sau monetare, ci mai mult unele sentimentale. Drept urmare, solutiile la crize nu trebuie sa urmeze o reteta clasica (bazata pe increderea in fortele de autoreglare a pietelor), ci una impresionista (bazata pe manipularea anticipatiilor actorilor economici). Insa cat de irrationale sunt pietele in momentul absorbtiei unor noi informatii? Surprinzator, fotbalul ne poate da o mana de ajutor. Un studiu efectuat de doi economisti de la Oxford pe meciurile din Premier League releva rapiditatea si eficienta cu care cotele la pariuri live online absorb fiecare informatie relevanta, de la un gol marcat pana la un jucator eliminat.

„S-a vorbit nu numai in Romania - s-a vorbit in general, pe plan mondial - despre faptul ca investitorii internationali nu au mai facut o evaluare corecta a riscului. De fapt, asta este discutia care are loc in prezent pe plan mondial. Au intrat in aceasta exuberanta irationala si au considerat, cum se intampla de regula, ca toate lucrurile merg numai in sus, numai spre bine“, era diagnosticul pus la finalul anului trecut de guvernatorul BNR Mugur Isarescu evolutiilor economice nationale si internationale. Sintagma „exuberanta irationala“ a fost utilizata pentru prima data de presedintele Fed pe 5 decembrie 1996, in cadrul unui discurs tinut la un dineu sponsorizat de American Enterprise Institute. Sintagma era inclusa in cadrul unei intrebari retorice: „Cum ne dam seama cand un sentiment de exuberanta irationala impinge in mod nejustificat valorile activelor in sus, valori care mai apoi inregistreaza scaderi neasteptate si prelungite?“

Erorile - regula sau exceptii?

Nimeni nu neaga erorile antreprenoriale, care pot avea diferite cauze (mesaje eronate transmise prin politica monetara, distorsionarea preturilor relative de catre politica fiscala sau pur si simplu nepricepere manageriala). Dar sunt acestea regula sau doar niste exceptii? Ar juca sentimentalismul, „spiritul animalic“ al lui Keynes sau „exuberanta irationala“ a lui Greenspan un rol important pe o piata libera, in absenta discreionarismului autoritatilor monetare sau fiscale? Pe o piata cat mai libera, capitalistii si-ar plasa investitiile in sectoarele

economice si in zonele geografice in care ar anticipa o maximizare a profitului - aceasta este activitatea speculativa. Ei ar achizitiona companii, le-ar dezmembra, restructura, ar concedia personal si ar angaja alti indivizi. Pentru a proceda in mod profitabil, ei nu si-ar putea permite sa amestece in acest proces sentimentele, fie ele si patriotice. A recompensa intreprinderile de succes este ideea de baza a capitalismului - un proces dinamic, pe care Joseph Schumpeter il numea „distrugere creatoare“.

Ce au in comun golurile si actiunile

Asta spune teoria, dar cum ar putea fi aceasta verificata in practica? Autorii a doua studii au optat pentru un domeniu surprinzator ca sa verifice rapiditatea si eficienta absorbirii informatiilor relevante de catre actorii economici: pariurile online live pe meciurile de fotbal. Economistii R. Gill si S. Levitt („Testing the efficiency of markets in the 2002 World Cup“, 2006) trag concluzia ca pariarii reactioneaza intarziat la evenimente precum inscrierea unui gol sau eliminarea unui jucator, in timp ce doi profesori de la Oxford, Karen Croxon si James Read („Information and efficiency: Goal arrival in soccer betting“, 2008) ajung la rezultate contrare.

Pana in prezent, analistii au incercat sa verifice aplicabilitatea teoriei fie prin reactia pretului unor actiuni la publicarea unor date financiare importante pentru firme listate (prezentarea rezultatelor companiei, a unor achizitii si fuziuni sau a unor variabile macroeconomice precum cresterea masei monetare), fie prin simularea unor piete in laborator, unde variabilele sunt controlate strict. In primul caz insa este extrem de dificil de inclus toate variabilele si de sincronizat anunturi diferite despre companii diferite. Niste rezultate financiare foarte bune ale unei companii au efecte diferite asupra pretului actiunilor acestora in functie de cat de bune sunt si rezultatele celorlalte companii listate. Si de momentul in care au fost anuntate si unele, si celelalte. Sau de usurinta cu care informatiile pot fi comunicate publicului. Sa nu mai vorbim de mediul macroeconomic in care ele sunt anuntate. Rezultate care in mod normal ar fi considerate foarte bune in vremuri neinflationiste pot fi cel mult mediocre in timpuri caracterizate de bani ieftini. Experimentele de laborator au si ele deficientele lor: chiar daca elimina unele incertitudini, ridica in mod artificial altele: Ce experienta de tranzactionare au subiectii experimentului? Sunt ei motivati ca un actor de pe o piata libera?

O piata mai tranzactionata decat bursa londoneza

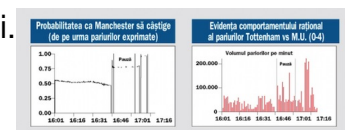
Piata pariurilor live online are mai multe avantaje fata de orice alta piata ce ar putea fi studiata: este o piata reala, si nu simulata in laborator, este foarte putin distorsionata de interventiile guvernamentale, se apropie cel mai mult de o piata libera, nu este suprainpozitata, nu este suprareglementata, cererea se intalneste in mod direct cu oferta (organizatorii nu ofera propriile cote si percep doar un comision din valoarea castigurilor - 5% comisionul standard, 2% - pentru clientii grei in cazul Betfair - cea mai importanta companie din domeniu). Un alt argument este dat de intensitatea tranzactiilor. Cei doi autori, Croxon si Reade, isi motiveaza alegerea pentru analiza pariurilor pe meciurile din English Premier League, prin faptul ca Betfair proceseaza doua milioane de tranzactii pe zi, de cinci ori mai mult decat London Stock Exchange, de exemplu. Pe fiecare meci din Premier League se pariaza, in medie, 8 milioane de dolari.

Clientii stabilesc mai bine cotele decat expertii

Pana in 2000, cotele la pariurile sportive erau stabilite exclusiv de casele de pariuri, pe baza unor programe informatice care luau in calcul locurile in clasament, forma din ultimele partide, ultimele rezultate dintre cele doua echipe. Expertii caselor de pariuri analizau apoi variabilele subiective greu de inclus in model (suspendari, importanta jucatorilor suspendati etc.) si modificau cotele pentru fiecare meci in parte. Munca de Sisif, comparabila cu un sistem de planificare centrala, daca luam in calcul sutele, daca nu miile de meciuri zilnice in diferitele competitii sportive. In 2000, Betfair a revolutionat sistemul, introducand pariurile online, prin care cotele erau „stabilite“ exclusiv de clienti, compania oferind doar un spatiu de intermediere unde se intalnesc cererea si oferta clientilor. Cotele rezulta din sumele pariate de clienti pe o echipa sau alta. In plus, s-au introdus si pariurile live online. Clientii pot urmari un meci si paria in functie de ce se intampla in timp real pe teren - un gol marcat, un jucator eliminat etc. Cotele stabilite direct de intalnirea cererii si ofertei sunt mai corecte decat cele stabilite de case, rezulta dintr-o analiza a pietei. Cotele Betfair sunt cu 20% mai generoase pentru clienti decat cele ale caselor de pariuri obisnuite.

Studiu de caz

Analizand pariurile pe meciurile de la Cupa Mondiala din 2002, americanii R. Gill si S. Levitt au ajuns la concluzia ca pariorii nu reactioneaza rapid si eficient la marcarea unui gol. Concluzia lor se bazeaza pe observatia ca, dupa inscrierea unui gol, cota echipei care a marcat, chiar daca creste, nu se stabileste la un nivel de echilibru, ci continua sa se majoreze, mai lent, ce-i drept. Cei doi economisti cred ca aceasta este dovada faptului ca pariorii reactioneaza intarziat la noile informatii. Englezii Croxon si Reade, mai priceputi la fotbalul european, probabil, ii contrazic si explica majorarea ulterioara a cotei echipei marcatoare prin faptul ca timpul curge in favoarea sa, sansele adversarilor sa modifice rezultatul scazand cu fiecare minut scurs. Ei si-au testat teoria pe analiza evolutiei cotelor la meciurile in care o echipa a marcat exact inainte de pauza, in minutul 45. Sa luam ca exemplu meciul Tottenham - Manchester United din februarie 2007. La inceputul meciului, pariorii considerau ca Manchester avea 55% sanse sa castige. Cu cat se scurgea timpul din prima repriza fara ca favoriti sa marcheze, cota lor a scazut sub 50%. In minutul 45 insa, Cristiano Ronaldo a deschis scorul pentru Manchester. A urmat suspendarea tranzactiilor pentru 50 de secunde (asa se intampla la fiecare gol marcat, pentru procesarea noilor pariuri si rezultarea noilor cote), dupa care pariorii au considerat ca Manchester are 75% sanse sa se impuna in acel meci. Apoi arbitrul a pus capat primei reprize. Dupa teoria celor doi americani, in timpul pauzei, reactia intarziata a pariorilor ar fi dus la cresterea cotei lui Manchester. Numai ca, desi volumul tranzactiilor pe minut din timpul pauzei a fost mai ridicat decat cel din cursul reprizei, cota lui Manchester a ramas constanta, dovada faptului ca, in lipsa unor noi informatii (in pauza nu se intampla nimic relevant), cota rezultata dupa marcarea golului era una de echilibru. Evident ca apoi cota favoritilor a crescut odata cu trecerea timpului in favoarea lor si cu fiecare nou gol marcat de Vidic, Scholes si Giggs. Spre finalul meciului s-a intamplat un eveniment senzational: portarul lui Manchester, Van der Saar, s-a accidentat grav si, cum managerul Ferguson efectuase toate schimbarile, fundasul John O'Shea a intrat in poarta. Manchester a jucat finalul meciului in inferioritate numerica. Cota favoritilor nu a scazut, ci a si crescut, scorul fiind deja 4-0 pentru ei.



Un eveniment similar s-a intamplat in meciul Manchester - Portsmouth din Cupa Angliei din acest an: la 0-0, in repriza a doua, portarul lui Manchester a fost eliminat, a fost dictat penalty si in poarta a intrat fundasul Rio Ferdinand. Pariorii au reactionat imediat, si pana la excutarea loviturii de pedeapsa Manchester nu mai era considerata favorita meciului, desi juca pe teren propriu. Rezultatul le-a dat dreptate: Portsmouth s-a impus cu 1-0. Cum ar fi putut expertii firmelor de pariuri sa judece ex ante impactul total diferit a doua evenimente similare asupra rezultatului? Numai pariorii, direct interesati, care urmareau meciurile si detineau informatiile relevante in timp real puteau reactiona prompt si stabili noile cote.

Concluzia profesorilor de la Oxford este ca pe piete libere informatiile sunt absorbite rapid si eficient. Asta inseamna ca pietele reactioneaza prompt la modificarea datelor si ca nu vei obtine niciodata castiguri exceptionale tranzactionand pe baza informatiilor din ziarele financiare. Din cauza ca si ceilalti investitori au reactionat citind aceleasi stiri, iar piata ajunge rapid si eficient la un nou punct intermediar de echilibru. Asta daca nu cumva unii investitori cunosteau informatiile cu o zi inainte. {comments on}

Articol publicat in mai 2008 in [Saptamana Financiara](#)