

Zrod nového paradigmatu finančních trhů

The birth of a new paradigm of financial markets

Rafik BETRETDINOV

Abstract

This article is devoted to the problem of search of a new paradigm for financial markets. The author after reviewing their structures and functions transferred to the study of the dominant paradigm of modernity (striving for balance) and preconditions and reasons of the emergence of the new paradigm. The cornerstone of the article is the essence and main characteristics of the emerging paradigm of financial markets.

Key words: balance, crisis, exogenous and endogenous factors, financial markets, paradigm, science, strategy

Anotace

Článek je věnován problému hledání nového paradigmatu finančních trhů. Autor po uvedení jejich struktury a funkcí přechází k charakteristice převládajícího paradigmatu současnosti (konvergence k rovnovážnému stavu), k předpokladům a příčinám zrodu nového paradigmatu. Stěžejní problém, který se řeší je poznání podstaty a základních rysů vznikající nového paradigmatu finančních trhů.

Klíčová slova: rovnováha, krize, exogenní a endogenní faktory, finanční trhy, paradigma, věda, strategie.

JEL classification: L1, G21

1. Místo úvodu : východiska současných paradigmat finančních trhů

Finanční trh (z lat. *finance* – hotovost, příjem) v ekonomické teorii je chápán jako systém vztahů vznikajících v procesu výměny ekonomických statků prostřednictvím peněz (aktiva). Na finančních trzích probíhá akumulace kapitálu, poskytování úvěrů, provádění směnných finančních operací a alokace finančních prostředků ve výrobě.

Historicky se zformovaly dva základní typy finančních trhů: finanční systém orientovaný na bankovní financování (bank based financial system), tak zvaný *kontinentální model*, a finančnictví zaměřené na trh cenných papírů a institucionální investory (pojišťovací společnosti, investiční a penzijní fondy aj.), tj. tzv. market based financial system neboli *anglo-americký model*, pro který je specifické zaměření na veřejnou alokaci cenných papírů a vysokou vyspělost druhotných trhů. Pro *kontinentální model* je charakteristická vysoká úroveň koncentrace akciových kapitálů při relativně nevelkém počtu akcionářů. Na konci XX. – na začátku XXI. století v některých evropských státech finanční trhy čím dál, tím více získávaly rysy anglo-amerického typu, tj. probíhá konvergence obou modelů finančních trhů.

Struktura finančního trhu ve zkratce je tradována jako (a) Trh peněz - trh krátkodobých finančních nástrojů (dluhopisů) s dobou oběhu do 1 roku, (b) Kapitálový trh - trh střednědobých (od 1 do 3 - 5 let) a dlouhodobých aktiv - akcie, obligace (s kompenzační lhůtou více než rok) a úvěry (s lhůtou návratnosti více než rok) a (c) Kreditní trh - trh krátkodobých, střednědobých a dlouhodobých úvěrů. V praxi mezi nimi neexistuje přesná hranice.

Fungování finančního trhu těsně spjata s definováním úrokových sazeb, tj. ceny peněz, prodávaných v podobě kreditu. Utváření soustavy úrokových sazeb - jedna z nejdůležitějších funkcí finančního trhu, která ovlivňuje úroveň efektivnosti celé ekonomiky.

Funkce světového finančního trhu jsou tradičně definovány takto:

- přerozdělování a přelévání kapitálu;
- úspory oběhových nákladů;
- akcelerace koncentrace a centralizace kapitálu;
- obchodování, snižující náklady ekonomických cyklů;
- podpora procesu nepřetržité reprodukce.

System finančních vztahů, fungování finančního trhu předpokládá zavedení specifického pojmu „finanční stav“ ekonomiky, jejích sektorů a subjektů ekonomické činnosti. Na konkrétní mikroekonomické a makroekonomické úrovni se finanční stav zjišťuje pomocí konkrétního souboru ukazatelů. *Finanční stav* představuje klíčový index efektivnosti činnosti finančního trhu.

Na makroekonomické úrovni obvykle pro určení finančního stavu se používají následující ukazatele:

- příjmy a výdaje státu;
- schodek nebo přebytek státního rozpočtu;
- státní dluh;
- saldo platební bilance;
- míra inflace;
- hladina úrokových sazeb;
- devizový kurz;
- objem peněžní masy;
- kurz cenných papírů;
- objem úspor a objem dluhů ekonomických subjektů.

Základním cílem finančního trhu je distribuce přebytku prostředků nebo úspor, jejich mobilizace a redistribuce mezi sférami a sektory ekonomiky. Hlavní funkcí finančního trhu je transformace volných prostředků v úvěrový kapitál.

Fungování finančního trhu je podřízeno činnosti určitého ekonomického mechanismu. K základním prvkům, které definují stav a vývoj jak finančního trhu jako celku, tak i jednotlivých jeho typů, patří poptávka, nabídka a cena.

Mechanismus fungování finančního trhu směřuje k zajištění jeho **rovnováhy** (zdůraznil R. B.), které lze dosáhnout prostřednictvím vzájemné vazby jednotlivých jeho prvků. Tato rovnováha je dosahována v podmínkách ekonomik tržního typu jednak pomocí samoregulačního mechanismu finančního trhu, jednak díky státnímu regulování. Nicméně v reálné praxi absolutní rovnováha finančního trhu, čili plné vybalancování jednotlivých jeho prvků, je dosahována krajně zřídka, a pokud je dosažena, pak jen na velmi krátké období.

2. Převládající paradigma finančního trhu

Mechanismus fungování finančního trhu je zaměřen na zajištění **rovnováhy**. Právě rovnováha dosud je hlavním a dominujícím paradigmatem finančního trhu.

Především si ujasněme pojem „rovnováha“. Je to situace, ve které nikdo nemá bezprostřední důvod měnit své chování, v důsledku čehož se v systému může udržovat - alespoň dočasně - status quo. Daná koncepce našla široké použití v ekonomické teorii. V mikroekonomii je jednoduchým tvarem analýzy rovnováhy zkoumání rovnovážného stavu jednoho trhu. V daném případě vliv všech ostatních sektorů ekonomiky se vylučuje; tato analýza se označuje za analýzu dílčí rovnováhy (partial equilibrium). V makroekonomické teorii pod rovnováhou je chápán stav, kdy hladina podnikatelské aktivity a cenová hladina si navzájem neodporují. **Rovnováha** (zdůraznil R.B.) na finančním trhu – je situací, kdy množství poskytovaných finančních prostředků a kvantum financí, které chce mít ve svých rukou obyvatelstvo a podnikatelé, jsou stejné. Rovnováha na finančním trhu je důsledkem vzájemného působení poptávky a nabídky financí. Prozatím se nebudeme zabývat otázkou, jakým způsobem lze dosáhnout podobného stavu a do jaké míry je tento stav dlouhodobý. O mnoho důležitěji je konstatace, že toto chápání rovnováhy a je hlavním paradigmatem moderních finančních trhů.

Nyní nastala chvíle ujasnit si pojem „paradigma“. Řecké slovo „paradeigma“ znamená vzor, příklad. Jinak řečeno – je souhrnem teoretických a metodologických zásad, přijatých a uznávaných vědeckým společenstvím v určité etapě rozvoje vědy a používaných jako vzoru, modelu, standardu pro vědecký výzkum, interpretaci, vyhodnocení a systematizaci vědeckých údajů. Pojem „paradigma“ zavedl do moderní vědy T. S. Kuhn (1922 – 1996) – americký historik a filozof. Vývoj vědy před vznikem, stanovením a dominancí konkrétní paradigmy se charakterizuje přítomností spousty teoretických směrů, mnohotvárností metodologických přístupů. Na této etapě chybí jednotná, dominantní koncepce, která má orientovat vědeckou činnost. Utváření, konstituování a přijetí paradigmatu vědeckým společenstvím znamená, že na jedné straně jsou vylučovány a nejsou uznávány teorie a metody, které se s ním neshodují; na druhé straně se vědecké společenství orientuje na nové výzkumy v souladu s obecně známým paradigmatem. Zárukou stability ve vědě se tak stává konzervatismus: všechny výzkumy jsou prováděny v rámci uznávaného paradigmatu.

Před finanční krizí dominovala a ještě dnes převládá paradigma všeobecného trendu k rovnováze. Ovšem krize byla spojena se vznikem anomálních jevů: například riskantní snížení diskontní sazby, které v USA provedl FED (Federal Reserve System) v červnu roku 2003; pak následovalo zlevnění peněz, růst cen nemovitosti, růst hypotečních kontraktů, narůstání finančních operací spekulativního charakteru. Cožpak všechny uvedené jevy nesvědčily o nastávajícím otřesu a úpadku existujícího paradigmatu? Anomální jevy způsobily, že se začalo hledat vysvětlení krizových jevů v jeho rámci. „Každá krize začíná tím, že paradigma se stává nejasným, a tím se uvolňují pravidla normálního výzkumu“ [1.135] z existujících paradigmatických pout (toto doplňují: R. B.). Moderní finanční trh se nachází v takové etapě, kdy současné paradigma se zapotácelo, a již není s to plnohodnotně vysvětlit vzniklé anomálie a tendence hospodářského rozvoje, ale ještě setrvačně dominuje. Dověření krize by mělo znamenat vítězství vědecké revoluce, podstatou které je vznik nového paradigmatu finančního trhu. „Krise může skončit jen tehdy, kdy vznikne nová teorie, aspirující na roli paradigmatu, a začne boj o jeho uznání“ [1.136]. V současné době krize pokračuje a nemůže skončit do té doby, dokud se nezrodí nová teorie – budoucí paradigma.

3. Některé předpoklady zrození nového paradigmatu

Začneme s tvrzením praktického experta v oblasti finančního trhu, amerického finančníka George Sorose: „...teorie racionálních očekávání zcela mylně vykládá způsob, jak finanční trhy fungují. Ačkoli akademické kruhy již tuto teorii neberou vážně, představa, že finanční trhy korigují samy sebe a mají sklon k **rovnováze** (zdůraznil R. B.), zůstává převládajícím paradigmatem, na kterém jsou založeny různé syntetické nástroje a modely hodnocení, hrající právě na finančních trzích dominantní roli. „[2. 25]. Samozřejmě že nemusíme zcela přijmout radikální názor amerického finančníka a investora, nicméně, stává se čím dál, tím jasnější, že nastává období nového přístupu k pochopení zákonitosti fungování finančního trhu.

Samo sebou se rozumí, že předběžně je nutno vyřešit otázku: co je příčinou vzniku a formování paradigmatu? Struktura samotné objektivní reality nebo vývoj našeho poznání? Podle našeho názoru je základem změna objektivní skutečnosti. Na tuto změnu reaguje lidské poznání, které po zjištění, že stávající metody nejsou v souladu se změněnou realitou, začíná

hledat nové, adekvátní způsoby jejího odrazu. Nové paradigma je zároveň i novou teorií, novou metodou reflexe.

Pro začátek se pokusíme rekonstruovat komplex idejí, spjatých se stávajícím paradigmatickým, pomocí deskripce některých názorů ekonomů, tak či onak apelujících na ně. Logicky a historicky první představa, která je základem ideje rovnováhy, souvisela s takovým stavem ekonomického systému, který mu umožňuje zůstat **životaschopným**. Jestliže pro Aristotela systémem, který je s to udržet rozmanité hospodářské zájmy v stabilním (rovnovážném) stavu, byla komunita – polis, pak pro F. Quesnaye byl to celý stát [viz 3.27]. V každém případě rovnovážný stav uspokojuje potřebu systému po rozšířené reprodukci.

Následující krok je spojen s vyhledáním charakteristik a podmínek, při kterých se takový stabilní stav stává dosažitelným. První a hlavní charakteristika rovnováhy (zároveň však historicky původní) je redukována na to, že je nutno, aby systém takového stavu dosáhl samostatně, při absenci „abnormálních“ vnějších účinků – buďto ze strany státu, nebo monopolů. Odtud pramení klíčová institucionální podmínka rovnováhy – přítomnost **konkurence** (zdůraznil R. B.) na trhu. Co umožňuje konkurence? S intuitivního hlediska, konkurence předpokládá, že rovnovážný stav systému je dosahován a podporován stálou aktivitou jejích prvků. Intuitivní představa o rovnováze má téměř pro všechny ekonomy takovou podobu, že existují nějaké síly, které efektivně působí v různých směrech, a mezi nimi je možný **kompromis, rovnováha** (zdůraznil R.B.). Rovnováha se stává výsledkem vyvažování a, přesněji, ustálení – určitých protikladných (různě-směřovaných, navzájem doplňujících) trendů, například, **poptávky a nabídky** (zdůraznil R. B.).

Pro klasiky politické ekonomie je mechanismus „neviditelné ruky“, princip samoorganizování tržní ekonomiky, těsně spjat s představou o rovnováze. Ve XX. století se rovnováha stala klíčovou organizační zásadou ortodoxní ekonomické teorie. Nicméně hned od začátku rozvoje marginalismu se objevilo principiální rozhraničení dílčí a všeobecné rovnováhy. Dílčí rovnováha, kterou již v XIX století rozpracovali A. Cournot (1801-1876) a A. Marshall (1842-1924), byla spojena s pojetím tzv. „jiných rovných podmínek“, které musely zůstat neměnnými. Oproti tomu všeobecná rovnováha v sobě zahrnovala veškeré ekonomické parametry a vzájemné vztahy mezi nimi. V době vzniku „Zásad...“ – základního díla A. Marshalla [4.II.49], myšlenka všeobecné rovnováhy již byla zformulována. Zakladateli

Cambridgeské školy tato idea byla známa, a jeho koncepce je důsledkem vědomého odmítnutí použití pojmu „rovnováha“ v celém ekonomickém systému kvůli přehnané abstraktnosti a bezobsažnosti takové analýzy. Jestliže u L. Walrase (1834-1910) a jeho nástupců je do centra zkoumání kladen celý souhrn navzájem propojených trhů, pak u Marshalla rovnováha byla vázána na konkrétní trh, a působení dalších trhů (konkrétně, efekty blahobytu) se mu jevily nepatrné. Úloha teorie všeobecné rovnováhy pro ekonomické vědy spočívala především v tom, že v ní na formální úrovni byla ukázána teoretická možnost **univerzální koordinace** (zdůraznil R.B.) jako výsledek tržní konkurence, přičemž na základě tradičních předpokladů racionálního chování. Zjednodušeně řečeno, pro ekonomy bylo důležité pochopit, že když intuitivní a pro ně srozumitelné mikroekonomické zásady (například, myšlenka maximalizace užitku nebo zisku, různé verze postulátu o hospodárnosti, posloupnost přijetí rozhodnutí) jsou správné, pak lze poukázat na to, že i na makroekonomické úrovni je možno dosáhnout rovnováhy pomocí univerzálního kritéria (Paretovské efektivnosti).

Jak vidíme, teoreticko-metodologický statut pojmu „rovnováha“ není jednoznačný. Rovnováha je i pojem, i postulát, i nakonec metoda analýzy. Daný pojem funguje v teoretickém výzkumu jak nějaký **ontologický** (parametry modelového obrazu světa) a **epistemologický** (kánony poznávání daného světa) princip. Výše uvedený postulát slouží jako vzorná základní zásada, zadávaná zvenčí, často za účelem dosažení provázanosti a posloupnosti v teoretickém systému. Jako metoda analýzy při hledání rovnováhy předpokládá zvláštní formy zkoumání chování agentů a jejich vzájemné koordinace.

Věda před poslední krizí vycházela, a nyní setrvačně vychází z převládajícího paradigmatu „rovnováhy“, ve které jsou obsaženy nejrozumnější prostředky a modely, hrající hlavní roli na finančním trhu. Ontologické parametry modelového obrazu objektivního finančního světa se změnily, ale epistemologický model poznání zůstal starý. Vzniklý rozpor vede k nejistotě a nerozhodnosti, která týká se účastníků finančního trhu, finančních autorit, odpovídajících za provádění makroekonomické politiky a úřadů, kontrolujících a regulujících finanční trh.

4. Nové paradigma

Je pochopitelně, že stávající paradigma zůstává v platnosti, jako skutečnost, která se postupně transformuje v něco jiného. „Finanční trh a jeho jednotlivé segmenty již nikdy nebudou takové, jako dosud, ale již navždy na nich bude patrný otisk současné komplexní krize, která jistě v budoucnosti dostane svůj specifický název. »[5. 208]. A tento nový název bude spojen s novým paradigmatem.

Je zřejmé, že realita finančního trhu je určitým způsobem strukturována. Stávající trh, který byl reflektován v předcházejícím paradigmatu, se změnil a soustavně se mění; a tento přeměněný fenomén lze adekvátně poznat a prakticky regulovat pouze prostřednictvím nového paradigmatu, které je nutno vytvořit a uznat. A to je velmi složitý úkol. Svého času Joan Robinson napsala: « „Nové myšlenky je obtížně pochopit, právě proto, že jsou nové. Opakování, jakýmsi záhadným způsobem zakryje mezery a nesrovnalosti ve starých teoriích a nové myšlenky nemohou prorazit. K tomu je zapotřebí silného buldozeru, tak silného jako byl Keynes [6. 62]. Kdo jím bude v současné době? Podle mého mínění, v určité míře tuto roli může zvládnout G. Soros, který trvá na tom, že „...Na finančních trzích, kde důležitou roli hrají očekávání, však tvrzení, že trhy směřují k rovnováze, neodpovídá realitě. »[2. 53]. Ovšem to je málo. Jeho teorie reflexivity se prozatím neujala a není paradigmatem.

V souladu s očekáváními, končící finanční krize nebyla vyvolána jakýmsi exogenním faktorem (například katastrofickým rozpadem nějakého společenského celku, lokálním vojenským konfliktem aj.). Stala se výsledkem fungování samotného finančního systému – projevil se endogenní faktor. Tímto je vyvráceno tvrzení o tom, že finanční trhy usilují o rovnováhu, a odklon od rovnováhy vyvolávají výhradně vnější otřesy. Ať je tomu jakkoli, v současné době nové paradigma finančních trhů je prozatím ještě ve fázi zrodu. Není vyloučeno, že jeho základem bude syntéza ekonomie chování a teorie evoluce systémů. Otevírá ekonomie chování dalekosáhlé vyhlídky tím, že odkrývá zákonitosti účelného a racionálního chování ekonomických subjektů? Zde však existuje oprávněná otázka: a co když člověk nejedná racionálně? Co s tím? Na druhé straně v rámci teorie evoluce systémů vznikla hypotéza AMH (Adaptive Markets Hypothesis), která posuzuje finanční trhy jak svérázný ekosystém, ve kterém účastníci používají různé strategie konkurenčního boje, zaměřené na maximalizaci zisku. Přitom

jsou přípustné jakékoliv strategie zajišťující úspěch, což je hlavním cílem. Bylo by však logičtější a užitečnější využít výsledky, dosažené teorií her k pochopení daného fenoménu. Uvedené výše přístupy v procesu budování nového paradigmatu mají, bohužel, i své záporné stránky, protože nivelizují lidskou činnost a fungování přírodních mechanismů.

Závěrem lze konstatovat: přechod od jednoho paradigmatu k druhému, je dlouhodobým, těžkým a rozporným procesem.

Literatura

1. Kuhn, T.S.: Struktura vědeckých revolucí. Nakladatelstvo Pravda, Bratislava
Nakladatelstvo Pravda, Bratislava 1982, 75- 035 – 82
2. Soros, G.: Nové paradigma pro finanční trhy. Úvěrová krize 2008 a co dalo, Praha 2009,
ISBN 978-80-7021- 997 - 3
3. Quesnay, F.: Ekonomická tabulka a jiné ekonomické spisy, SNPL, Praha 1958.
4. Marshall, A.: Principles of economics II., The Macmillan Press Ltd.
5. Pavlát, V.- Kubíček, A.: Regulace a dohled nad finančními trhy. VSFS, o.p.s., 2010, ISBN
978-80-7408- 036 - 4
6. Robinson, J.: Ekonomická filozofie, Professional Publishing, 2001., ISBN 80-86419- 08 – 8.

Kontakt:

PhDr.Rafik Bedretidinov,CSc.

Faculty of economic studies, University of Finance and Administration

Estonská 500, 101 00 Praha 10

e-mail: Bolingbroke@seznam.cz