

Schriften des Vereins für Socialpolitik

Band 261

zugleich Beiheft 7

Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften

Jahrestagung 1997

**Finanzmärkte im Spannungsfeld
von Globalisierung, Regulierung
und Geldpolitik**

Herausgegeben von

Dieter Duwendag

und

Johann-Heinrich-von-Thünen-Vorlesung:

Werner Hildenbrand

**Zur Relevanz mikroökonomischer Verhaltenshypothesen
für die Modellierung der zeitlichen Entwicklung
von Aggregaten**



Duncker & Humblot · Berlin

Schriften des Vereins für Socialpolitik
Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften
Neue Folge Band 261

zugleich Beiheft 7

Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften

SCHRIFTEN DES VEREINS FÜR SOCIALPOLITIK

Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften

Neue Folge Band 261

zugleich Beiheft 7

Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften

Jahrestagung des Vereins für Socialpolitik
Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften
in Bern
vom 23. - 26. September 1997



Duncker & Humblot · Berlin

Jahrestagung des Vereins für Socialpolitik
Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften
in Bern 1997

Finanzmärkte im Spannungsfeld von Globalisierung, Regulierung und Geldpolitik

Herausgegeben von

Dieter Duwendag

und

Johann-Heinrich-von-Thünen-Vorlesung:

Werner Hildenbrand

Zur Relevanz mikroökonomischer Verhaltenshypothesen
für die Modellierung der zeitlichen Entwicklung
von Aggregaten



Duncker & Humblot · Berlin

Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

[Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften / Beiheft]
Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften. Beiheft. –
Berlin : Duncker und Humblot
Reihe Beiheft zu: Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften
ISSN 0942-623X

7. Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften:
Jahrestagung des Vereins für Socialpolitik, Gesellschaft für
Wirtschafts- und Sozialwissenschaften
1997. Finanzmärkte im Spannungsfeld von Globalisierung,
Regulierung und Geldpolitik. – 1998

Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften:
Jahrestagung des Vereins für Socialpolitik, Gesellschaft für
Wirtschafts- und Sozialwissenschaften. – Berlin : Duncker und
Humblot
(Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften : Beiheft ; ...)
Früher Schriftenreihe
1997. Finanzmärkte im Spannungsfeld von Globalisierung,
Regulierung und Geldpolitik. – 1998

**Finanzmärkte im Spannungsfeld von Globalisierung, Regulierung
und Geldpolitik** : [in Bern vom 23. - 26. September 1997] / hrsg.
von Dieter Duwendag. Und Johann-Heinrich-von-Thünen-Vorlesung:
Werner Hildenbrand, zur Relevanz mikroökonomischer
Verhaltenshypothesen für die Modellierung der zeitlichen Entwicklung
von Aggregaten. – Berlin : Duncker und Humblot, 1998
(Jahrestagung des Vereins für Socialpolitik, Gesellschaft für
Wirtschafts- und Sozialwissenschaften; 1997) (Zeitschrift für
Wirtschafts- und Sozialwissenschaften : Beiheft ; 7) (Schriften des
Vereins für Socialpolitik, Gesellschaft für Wirtschafts- und
Sozialwissenschaften ; N.F., Bd. 261)
ISBN 3-428-09632-0

Alle Rechte, auch die des auszugsweisen Nachdrucks, der fotomechanischen
Wiedergabe und der Übersetzung, für sämtliche Beiträge vorbehalten
© 1998 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Fremddatenübernahme und Druck:
Berliner Buchdruckerei Union GmbH, Berlin
Printed in Germany

ISSN 0505-2777
ISBN 3-428-09632-0

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

Vorwort

Die internationalen Finanzmärkte haben in den letzten Jahrzehnten ein rasantes Wachstum vorgelegt. Es sind die Märkte für Geld, Kredit, Portfoliokapital, Devisen und Derivate, die hinter dieser Dynamik stehen, national und weltweit. Schrittmacher dieser Entwicklung waren die Liberalisierung des Kapitalverkehrs, der Durchbruch zu neuen Kommunikationstechnologien und das rasche Vordringen innovativer Finanzprodukte. Funktionstüchtige Finanzmärkte erfüllen unverzichtbare Aufgaben für die Entwicklung und Wohlstandssteigerung der Volkswirtschaften. Aber sie neigen auch zu Verzerrungen und Übertreibungen, verleiten Anleger, Banken und Finanzintermediäre nicht selten zu riskanten Dispositionen. Einige Segmente der Finanzmärkte haben sich bereits vom realwirtschaftlichen Unterbau abgekoppelt. Starke Schwankungen der Preise für Finanzaktiva (insbesondere Zinsen und Wechselkurse), ausgelöst durch die zunehmende Mobilität der internationalen Finanztransaktionen, können tief in die realwirtschaftliche Sphäre hineinwirken und dort zu Verwerfungen führen. Das ist auch der Grund, weshalb die Politiker den Dimensionen und der Volatilität der Finanzmärkte inzwischen hohen Respekt zollen und den Disziplinierungsdruck der Kapitalmobilität fürchten gelernt haben.

Vor diesem Hintergrund kommt den „Kern“-Themen der Berner Jahrestagung 1997 des Vereins für Socialpolitik grundsätzliche wie aktuelle Bedeutung zu. Aus dem weiten „Spannungsfeld“, innerhalb dessen die Finanzmärkte stehen, wurden drei Eckpunkte ausgewählt: Die Finanzmärkte (1) im Kontext der Globalisierung, (2) im Suchprozeß nach einer „Balance“ zwischen Finanzinnovationen, Wettbewerb und Bankenregulierung sowie (3) im Vorhof der bevorstehenden Europäischen Währungsunion.

Die erfreuliche Resonanz auf diese thematischen Schwerpunkte – erkennbar an der intensiven Plenumsdiskussion – ist zuallererst das Verdienst der Referenten, denen an dieser Stelle für ihre engagierten Vorträge ausdrücklich gedankt sei. Herzlich bedanken möchte ich mich ferner bei den beiden anderen Mitgliedern der Kommission zur wissenschaftlichen Vorbereitung der Kerntagung, den Herren Kollegen *Ernst Baltensperger* (Bern) und *Günter Franke* (Konstanz), für die konstruktive Zusammenarbeit. Herrn Kollegen *Werner Hildenbrand* (Bonn), der die ehrenvolle Tradition der Thünen-Vorlesung fortgesetzt hat, bin ich verbunden, daß er sein mit Spannung erwartetes Referat für diesen Tagungsband zur Verfügung gestellt hat.

Speyer, im März 1998

Dieter Duwendag

Inhaltsverzeichnis

I. Referate zum Tagungsthema

1. Plenum: Globalisierung der Finanzmärkte

International Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability

By *Frederic S. Mishkin*, New York 11

Disziplinierung der nationalen Wirtschaftspolitik durch die internationale Kapitalmobilität

Von *Horst Siebert*, Kiel 41

2. Plenum: Finanzinnovationen, Wettbewerb und Regulierung von Banken

Bank-Risikomanagement mit internen Modellen

Von *Wolfgang Bühler* und *Andreas Schmidt*, Mannheim 69

Systemische Risiken im Finanzsektor

Von *Martin Hellwig*, Mannheim 123

3. Plenum: Europäische Geld- und Währungspolitik

Core-Periphery Relations in EMU

By *Paul De Grauwe*, Leuven 153

Die Europäische Zentralbank – Das Problem der Glaubwürdigkeit

Von *Otmar Issing*, Frankfurt/M. 179

II. Johann-Heinrich-von Thünen-Vorlesung

Zur Relevanz mikroökonomischer Verhaltenshypothesen für die Modellierung der zeitlichen Entwicklung von Aggregaten

Von *Werner Hildenbrand*, Bonn 195

III. Liste der Referate der offenen Tagung	219
Verzeichnis der Referenten der Kerntagung	245
Sponsoren der Jahrestagung 1997	246

I. Referate zum Tagungsthema

International Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability

By *Frederic S. Mishkin**, New York

Abstract

This lecture outlines an asymmetric information theory of financial instability which describes the fundamental forces which harm both the financial sector and economic activity. This asymmetric framework is then used to demonstrate that although international capital movements and financial volatility can play a role in destabilizing the economy, their role is frequently overstated.

I. Introduction

In the last twenty years, almost all countries throughout the world have experienced major episodes of financial instability, sometimes with devastating effects on economic activity. At the same time, we have seen increased liberalization of financial systems with lower barriers to capital flows and a greater role played by financial markets. Linking these developments together has led to increasing concern that the international capital movements and financial volatility may prove to be harmful to the economy. How justified are these fears?

To answer this question, we need a general framework for understanding the role of financial volatility, by which I mean increased volatility of asset prices, and international capital flows in producing financial instability and resulting effects on economic activity. In this lecture, I lay out an asymmetric information theory of financial instability which outlines the fundamental forces which harm both the financial sector and economic activity.

* Graduate School of Business, Columbia University, and National Bureau of Economic Research.

This lecture has been prepared for the Annual Conference 1997 of the German Economic Association, Bern, Switzerland, September 24 - 26, 1997. Any views expressed in this paper are those of the author only and not those of the National Bureau of Economic Research or Columbia University.

With this framework, we will be able to see that although international capital movements and financial volatility can play a role in destabilizing the economy, their role is frequently overstated.

The lecture starts by outlining the role that asymmetric information plays in our financial system. The next section then uses the asymmetric information analysis to develop a theory of financial instability. Then this theory is used in the subsequent section to evaluate how important international capital movements and financial volatility are in producing financial instability and resulting contractions in economic activity. The final section contains some concluding remarks.

II. Asymmetric Information in the Financial System

Financial markets and institutions perform the essential function in an economy of channeling funds to those individuals or firms that have productive investment opportunities. If the financial system does not perform this role well, then the economy cannot operate efficiently and economic growth will be severely hampered. Indeed, the economics literature on financial repression demonstrates that an important reason why many poor countries remain poor is that their financial sectors remain underdeveloped.¹

A crucial impediment to the efficient functioning of the financial system is asymmetric information, a situation in which one party to a financial contract has much less accurate information than the other party. For example, borrowers who take out loans usually have much better information about the potential returns and risk associated with the investment projects they plan to undertake than lenders do. Asymmetric information leads to two basic problems in the financial system: adverse selection and moral hazard.

Adverse selection is an asymmetric information problem that occurs before the transaction occurs when potential bad credit risks are the ones who most actively seek out a loan. Thus, the parties who are the most likely to produce an undesirable (*adverse*) outcome are most likely to be *selected*. For example, those who want to take on big risks are likely to be the most eager to take out a loan because they know that they are unlikely to pay it back. Since adverse selection makes it more likely that loans might be made to bad credit risks, lenders may decide not to make any loans even though there are good credit risks in the marketplace. This outcome is a feature of the classic “lemons problem” analysis first described

¹ For example, see *Roubini and Sala-i-Martin (1995)* and the references therein.

by *Akerlof* (1970). Clearly, minimizing the adverse selection problem requires that lenders must screen out good from bad credit risks.

Moral hazard occurs after the transaction takes place because the lender is subjected to the *hazard* that the borrower has incentives to engage in activities that are undesirable (*immoral*) from the lender's point of view: i.e., activities that make it less likely that the loan will be paid back. Moral hazard occurs because a borrower has incentives to invest in projects with high risk in which the borrower does well if the project succeeds but the lender bears most of the loss if the project fails. Also the borrower has incentives to misallocate funds for her own personal use, to shirk and just not work very hard, or to undertake investment in unprofitable projects that increase her power or stature. The conflict of interest between the borrower and lender stemming from moral hazard (the agency problem) implies that many lenders will decide that they would rather not make loans, so that lending and investment will be at suboptimal levels.² In order to minimize the moral hazard problem, lenders must impose restrictions (restrictive covenants) on borrowers so that borrowers do not engage in behavior that makes it less likely that they can pay back the loan; then lenders must monitor the borrowers' activities and enforce the restrictive covenants if the borrower violates them.

Another concept that is very important in understanding the impediments to a well-functioning financial system is the so-called free-rider problem. The free-rider problem occurs because people who do not spend resources on collecting information can still take advantage of (free ride off) the information that other people have collected. The free-rider problem is particularly important in securities markets. If some investors acquire information that tells them which securities are undervalued and then buy these securities, other investors who have not paid for this information may be able to buy right along with the well-informed investors. If enough free-riding investors can do this, the increased demand for the undervalued securities will cause their low price to be bid up to reflect the securities' full net present value given this information. As a result of all these free riders, investors who have acquired information will no longer be able to earn the entire increase in the value of the security arising from this additional information. The weakened ability of private firms to profit from producing information will mean that less information is produced in securities markets, so that the adverse selection problem, in which overvalued securities

² Note that asymmetric information is not the only source of the moral hazard problem. Moral hazard can also occur because high enforcement costs might make it too costly for the lender to prevent moral hazard even when the lender is fully informed about the borrower's activities.