Diss. ETH No. 17085

EXPLAINING POLICY RESPONSES TO SPECULATIVE ATTACKS

The Political Economy of Currency Crises

Dissertation submitted to

ETH Zurich

for the degree of

Doctor of Sciences

Presented by
STEFANIE WALTER

Diplom-Verwaltungswissenschaftlerin, University of Konstanz
born 9 June 1977
citizen of Germany

Accepted on the recommendation of

Prof. Dr. Thomas Bernauer (ETH Zurich), examiner
Prof. Dr. Thomas D. Willett (Claremont Graduate University), co-examiner
Prof. Dr. Katharina Michaelowa (University of Zurich), co-examiner

2007

ZUSAMMENFASSUNG

Diese Dissertation analysiert wie die Politik auf Währungskrisen reagiert. Im Gegensatz zur weit verbreiteten Auffassung, dass die Politik ihre Handlungsautonomie gegenüber internationalen Finanzmärkten verloren habe, zeigt sie sowohl theoretisch als auch empirisch auf dass politische Entscheidungsträger einen gewissen Spielraum haben, um auf solchen Druck zu reagieren. Kapitel I zeigt in einem Literaturüberblick auf, dass die Entscheidung für eine Abwertung oder eine Verteidigung der Währung nicht nur eine wirtschaftliche, sondern auch eine tief politisch motivierte Entscheidung ist.

Die nächsten Kapitel untersuchen welche politischen Faktoren diese Entscheidung im Detail beeinflussen. Kapitel II beginnt mit einer Analyse gesellschaftlicher Präferenzen über den Wechselkurswert und schlägt einen neuen Ansatz vor, mit dem Wechselkurs-Präferenzen durch die Kombination Wettbewerbs- und Finanzierungsabwägungen auf eine genauere Art als bisher möglich bestimmt werden können. Vergleichende Fallstudien von vier Währungskrisen in Hong Kong, Korea, Thailand und Taiwan zeigen nicht nur, dass Verletzlichkeiten gegenüber Zins- und Wechselkursschwankungen Wechselkurspräferenzen erklären können, sondern auch dass die Präferenzen einflussreicher Interessengruppen den Ausgang von Währungskrisen mit beeinflusst hat. Die nächsten zwei Kapitel beschäftigen sich mit dem Einfluss von Institutionen. Kapitel III (ko-autoriert von Thomas Sattler) untersucht den Effekt von Demokratie. Während des formale theoretische Modelle keinen theoretisch eindeutigen Effekt findet, deuten die empirischen Ergebnisse ganz klar in Richtung eines positiven Effekts demokratischer Strukturen auf die Wahrscheinlichkeit einer Verteidigung. Die Resultate der Duration-Selections-Modelle für 106 spekulative Attacken in weniger entwickelten Staaten von 1983-2003 zeigen auch, dass Demokratien nicht signifikant häufiger spekulativen Attacken ausgesetzt sind als Autokratien. Kapitel IV untersucht, ob und bis zu welchem Grad Politiker gewillt sind, Wirtschaftspolitik zu manipulieren um ihre Wahlchancen zu erhöhen – und ob die Wähler die daraus resultierenden Abweichungen von der optimalen Politik honorieren oder bestrafen. Es entwickelt ein rationales politisches Konjunkturzyklus-Modell, bei dem Amtsinhaber einem Trade-Off zwischen ihrem Wunsch, Kompetenz auszustrahlen, und den hohen Kosten einer Verteidigung in Zeiten von Währungskrisen gegenüberstehen. Das Modell sagt voraus, dass Manipulationen bei mittelstarkem Druck auf die Währung wahrscheinlich ist. Die Ergebnisse des empirischen Überprüfung des Modells anhand von 48 Industriestaaten und Emerging Markets (1983-2003) zeigen dass Verteidigungen kurz vor und Abwertungen kurz nach dem Wahltermin am wahrscheinlichsten sind, und dass die Wahrscheinlichkeit einer Abwertung mit steigendem spekulativen Druck zunimmt. Dazu haben Amtsinhaber, die den Wechselkurs kurz vor den Neuwahlen gegen mittelstarken Druck verteidigen, eine höhere Wahrscheinlichkeit wiedergewählt zu werden.

Die Dissertation gibt viele neue theoretische und empirische Einblicke in die politische Ökonomie von Währungskrisen. Sie unterstreicht die Bedeutung der Politik für das Krisenmanagement solcher Krisen und zeigt, dass die Politik auch in Zeiten der Globalisierung gegenüber den internationalen Finanzmärkten einen gewissen Handlungsspielraum besitzt. Innerhalb der durch die Wirtschaftslage gesetzten Grenzen bestimmen politische Präferenzen und Institutionen, wie die Politik auf Währungskrisen reagiert.

SUMMARY

This dissertation analyses policy responses to speculative attacks on national currencies. Contrary to the popular notion that policymakers have lost their policy autonomy to financial markets, it shows both theoretically and empirically that policymakers have some latitude in choosing how to respond to an attack on their exchange rate. Chapter I shows in its literature review that the decision to defend or to devalue the exchange rate is not just an economic, but also a thoroughly political decision.

The subsequent chapters investigate which political considerations influence this decision in detail. Chapter II begins by looking at exchange rate level preferences. By taking into account the impact of monetary policy, the joint effect of competitiveness and balance sheet considerations, and the dynamics of preference formation, this paper proposes a more nuanced and dynamic identification strategy for such preferences. Comparative case studies of currency crises in Hong Kong, Korea, Thailand, and Taiwan show not only that vulnerabilities to exchange rate and interest rate changes can explain actors' exchange rate level preferences, but also that these preferences affected policy outcomes. Focusing on the effect of institutions, the next chapter (co-authored with Thomas Sattler) looks at the effect of democracy per se. While the formal theoretical model finds a theoretically ambiguous impact of democracy on the outcome of currency crises, the empirical results clearly adjudicate in favor of a positive effect of democracy on the likelihood of an exchange rate defense. The estimation results from duration-selection models for 106 speculative attacks in developing and emerging market economies from 1983 to 2003 also suggest that there is no significant difference in the vulnerability of autocratic and democratic countries' currencies to speculative attacks. Chapter IV considers the extent to which politicians are willing to manipulate economic policy in return for better re-election chances and whether voters reward or punish the resulting deviations from economically optimal policy. It develops a rational political business cycle model in which incumbents face a tradeoff between their wish to signal competence and the high cost of exchange rate defense in response to currency crises. The model predicts that manipulation occurs at intermediate levels of exchange market pressure. The model's empirical implications are tested with a sample of 48 emerging market and industrialized democracies (1983-2003). The results show that defense is more likely before and devaluation more likely after elections, and that policymakers are more likely to devalue as the intensity of the crisis increases. In addition, and as predicted, incumbents who defend their exchange rate before elections have a higher probability of being re-elected when pressures on exchange rates are at an intermediate level.

Overall, the dissertation provides many new theoretical and empirical insights into the political economy of currency crises. It underscores the importance of politics in crisis management and demonstrates that globalization has not obliterated policymakers' room to maneuver in response to international capital markets. More importantly, it presents theoretical and empirical evidence that despite increasing globalization policymakers do retain some room to maneuver. Within the limits imposed by the country's macroeconomic situation, policy preferences and political institutions shape policymakers' decisions in response to exchange rate crises.