

Entre o Capital e o Voto: Disciplina de Mercado e Eleições na América Latina

DANIELA CAMPELLO

RESUMO

■ A securitização da dívida soberana de países latino-americanos, ocorrida no contexto do Plano Brady, produziu uma rápida expansão do mercado credor desta dívida a partir dos anos 1990. Esta expansão, ocorrida em paralelo à desregulamentação das contas de capital, facilitou a entrada de classes mais amplas de investidores e viabilizou a crescente internacionalização deste mercado desde então. Este ensaio argumenta que estas mudanças estruturais alteraram drasticamente as relações entre credores internacionais e os governos da região e discute os mecanismos que fundamentam estas novas relações, entendidas como um “jogo de confiança” entre estes atores. Após colocar a globalização financeira em perspectiva histórica e revisar as literaturas teórica e empírica sobre relação governo-mercado em países emergentes, o texto discute a forma como o mercado “vota” em eleições latino-americanas e explora as condições que explicam a influência deste voto sobre a agenda dos governos. Meu principal argumento é que condições econômicas internacionais determinam, em grande parte, esta influência. A disciplina do mercado é mínima sob cenários favoráveis – quando altos preços de commodities coincidem com baixas taxas de juros internacionais – e máxima quando essas relações se invertem. Essa lógica explica não apenas o ressurgimento da esquerda latino-americana na década passada, em tema amplamente debatido na literatura, como também o retorno da agenda neoliberal que começa a se delinear na região.

ABSTRACT

■ Latin American sovereign debt securitization that occurred in the context of the Brady Plan led to a rapid expansion of the debt market in the 1990s. This expansion, in parallel with the deregulation of capital accounts, facilitated the entrance of broader classes of investors and enabled the growing internationalization of this market since then. This essay argues that these structural changes drastically altered the relationship between international creditors and the governments of the region and discuss the mechanisms underlying these new relationships, understood as a “trust game” between these actors. After placing financial globalization in a historical perspective and reviewing the theoretical and empirical literature on government-market relations in emerging countries, the text discusses how the market “votes” in Latin American elections and explores the conditions that explain the influence of this vote on the agenda of governments. My main argument is that international economic conditions largely determine this influence. The discipline of the market is minimal under favorable scenarios – when high commodity prices coincide with low international interest rates – and maximum when these relations are reversed. This logic explains not only the resurgence of the Latin American left in the last decade, in a theme widely debated in the literature, but also the return of the neoliberal agenda that begins to be delineated in the region.

INTRODUÇÃO

■ A década de 1990 testemunhou uma importante mudança nos mercados de dívida soberana da América Latina. Após a prevalência do financiamento público via empréstimos bancários privados nas décadas de 1970 e 1980, a securitização da dívida latino-americana gerou um mercado expansivo para títulos soberanos (Gooptu 1993, Kahler 1998, Stallings 2006, Griffith-Jones 2000). A desregulamentação das contas de capital dos países da região facilitou a entrada de classes mais amplas de investidores e incentivou a crescente integração dos mercados de capitais latino-americanos desde então.

Estes processos alteraram drasticamente as relações entre o mercado financeiro internacional e os governos da região. O fenômeno não passou despercebido na literatura da economia política internacional, e uma nova agenda de pesquisa vem se desenvolvendo na tentativa de compreender os novos termos dessa relação (Santiso & Martínez 2003, Santiso 2003, Block, Vaaler & Schrage 2005,

Jensen & Schmith 2005, Block, Vaaler & Schrage 2006, Renno & Spanakos 2009, Campello 2010). Estudiosos dos efeitos políticos da globalização financeira, em particular, têm se dedicado a compreender as mudanças na forma como as preferências políticas de credores se manifestam no novo cenário, bem como as condições sob as quais essas preferências influenciam a formulação de políticas públicas.

Em comparação com décadas anteriores, quando banqueiros e instituições multilaterais exerceram pressões diretas para moldar a agenda de políticas dos governos, a influência do mercado se faz sentir através de um mecanismo muito mais sutil, que ocorre no contexto do que se convencionou chamar de um “jogo de confiança”. Neste jogo, a fuga de capitais (“exit”) é a resposta mais comum de investidores não coordenados frente a perspectivas de políticas governamentais desfavoráveis (Hirschman 1977).¹ Uma reversão súbita na confiança do mercado, como se observa freqüentemente na história recente da América Latina, acarreta graves conseqüências econômicas e políticas. Em função disso, os governos desses países, nos quais a baixa poupança interna cria uma alta dependência do capital internacional, têm se tornado cada vez mais conscientes e sensíveis aos sinais que revelam o “sentimento do mercado”.

De sua parte, os governos muitas vezes enviam sinais com o objetivo de promover ou restaurar a confiança dos investidores. Esses sinais podem incluir desde a nomeação de tecnocratas bem vistos pelo mercado para posições chave tais como ministro da Fazenda, ou presidente do Banco Central, até a adoção de uma política específica; seu objetivo é comunicar o compromisso da gestão com uma agenda pró-mercado. Há outras ocasiões, no entanto, em que presidentes podem revelar completo desinteresse pela confiança dos investidores, sugerindo, como fez um recém-eleito Rafael Correa no Equador em 2006, que “os investidores nervosos tomem um Valium”.² Dada a influência política que o mercado pode chegar a exercer, é surpreendente que os fatores que explicam as variadas respostas dos governos às preferências dos investidores na América Latina ainda sejam um tema tão pouco explorado pela literatura de economia política.

1 Veja Santiso (2003) para uma discussão abrangente sobre o uso alternativo dos mercados de “voz” para expressar as preferências políticas.

2 Nas palavras de Correa, “não me importo com o risco-país que aumenta porque os especuladores se preocupam com nossa capacidade de pagar a dívida. O risco-país que me interessa é o sofrimento das crianças. Se eles estão nervosos, deixe-os tomar um Valium. O que mais posso fazer?” (Fonte: AFX News Asia, 12/01/2006)

Os mecanismos que fundamentam o jogo de confiança entre o governo e os mercados em um cenário de maior mobilidade de capital são o principal objetivo deste ensaio. O trabalho está organizado da seguinte forma: a primeira seção coloca as mudanças recentes nos mercados financeiros latino-americanos em perspectiva histórica. A seção seguinte revisa teorias sobre as consequências políticas da internacionalização dos mercados financeiros domésticos e discute como essas teorias podem iluminar a experiência das economias emergentes da região. Em seguida, examino importantes descobertas empíricas sobre as consequências da integração financeira no caso particular dos países latino-americanos. A seção subsequente passa das consequências macro da mobilidade de capital para seus micro-fundamentos, discutindo as conclusões de pesquisas mais recentes sobre a forma como o mercado “vota” em eleições latino-americanas e explorando as condições sob as quais esse voto influencia a formulação de política econômica. A última seção apresenta a conclusão e propõe possíveis caminhos para essa agenda de pesquisa.

CONTEXTO

■ No período que vai da Grande Depressão – e dos defaults generalizados da década de 1930 – até o final da década de 1960, o capital financeiro internacional esteve praticamente ausente da América Latina (Edwards 1998). Após o primeiro choque do preço do petróleo de 1973, no entanto, os esforços para reciclar os petrodólares, juntamente com as fortes pressões sobre as contas de capital dos importadores de petróleo, pavimentaram o retorno dos empréstimos privados para a região. Ao contrário da “dança dos milhões” que ocorreu na década de 1920, quando os bancos serviram como intermediários que vendiam títulos de governos latino-americanos para investidores individuais, nesse período os bancos se tornaram os financiadores diretos da dívida dos governos (Drake, 1989, Sachs, 1989, Dornbusch, 1989).

Entre 1971 e 1981, os empréstimos líquidos para a América Latina somaram US\$ 61,3 bilhões, comparados a US\$ 7,3 bilhões entre 1961 e 1970. O excesso de oferta de crédito internacional tornou o financiamento excepcionalmente barato, com taxas de juros chegando a níveis negativos (Thorp, 1998). Como resultado da competição acirrada entre os credores, os empréstimos foram oferecidos com pouca supervisão e sem condicionalidades, deixando os governos livres para usar o capital a seu próprio critério. Da totalidade dos empréstimos realizados para a América Latina na década, 83% foram ca-

nalizados para o setor público, 36% daqueles diretamente para os governos (Stallings, 1987).

Após o aumento acentuado das taxas de juros americanas em 1979 e o pânico generalizado causado pela inadimplência mexicana em 1982, no entanto, os fluxos de capital para a América Latina reverteram drasticamente. As taxas de juros reais médias passaram de 6% em 1981 para 14,6% em 1982. As transferências líquidas de recursos caíram de 30% em 1977 para 40% das exportações da região em 1987 (Thorp, 1998).

Em contraste com o boom do crédito dos anos 1970, quando os políticos tinham autonomia para decidir o destino do dinheiro emprestado, nos anos 1980 houve uma dramática deterioração da margem de manobra (conceito conhecido como “policy space”) dos governos.³ Em seus esforços para rolar a dívida corrente e levantar novos recursos de credores de última instância, como o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial (BIRD), os governos da América Latina estiveram sujeitos a condições rigorosas. Estas, se iniciaram com um foco restrito ao ajuste macroeconômico no início dos anos 1980, mas logo evoluíram para incluir reformas estruturais profundas a partir de 1985 (Stallings 1992). Apesar de algum debate a respeito da eficácia das condicionalidades na década de 1980 (Kahler, 1992), há pouca dúvida de que a região experimentou um profundo ajuste econômico desde então.

Nesse período, um cartel de credores, composto de alguns grandes bancos e com o apoio de governos credores e do FMI, enfrentou um grupo de países devedores que se mostraram incapazes de coordenação. A assimetria de poder resultante deixou os governos latino-americanos com autonomia muito limitada na formulação de sua agenda econômica (O'Donnell, 1985, Drake, 1989). A implementação generalizada de reformas estruturais e o número limitado de defaults soberanos, particularmente surpreendentes quando comparadas às respostas dos países à crise de 1930, evidenciam o enorme poder de influência dos credores nos anos 1980 (Drake, 1989, Lindert & Morton, 1989).

Foi necessária quase uma década, após o colapso de 1982, para que os países latino-americanos pudessem retornar aos mercados financeiros internacionais. Esse retorno finalmente aconteceu com a securitização dos empréstimos internacionais, realizada como parte do Plano Brady, de 1989 em diante. Esse processo, que facilitou a venda de ativos problemáticos por parte dos bancos e permitiu

3 “Policy space”, ou margem de manobra, é aqui definido como um sub- espaço do universo de opções de políticas disponíveis para um país em um mundo ideal sem restrições de políticas.

que os países devedores voltassem a tomar empréstimos e a emitir títulos, criou as condições para a retomada de um mercado de bônus para a dívida soberana dos países da América Latina.

O impacto do Plano Brady foi dramático; em 1997, US\$ 305 bilhões em empréstimos e US\$ 2,403 bilhões em bônus Brady foram negociados, em comparação com o valor nominal de US\$ 70 bilhões de empréstimos negociados em mercados secundários em 1989. A securitização de empréstimos permitiu que os bancos retirassem dívidas em dificuldades de seus balanços e liberassem seu capital para usos mais produtivos (Buckley, 2008). A criação de um mercado para a dívida soberana da América Latina e a ampla liberalização das contas de capital dos países da região, ocorrida em paralelo, criaram as condições para uma nova onda de influxos de capital para as economias latino-americanas, que se materializou no início dos anos 90.

A liberalização financeira, aliada à nova estrutura dos mercados financeiros, teve importantes conseqüências para as economias latino-americanas. Entre elas, houve um aumento significativo na volatilidade dos influxos de capital para a região e um aumento da suscetibilidade destas economias a crises financeiras.⁴ Como resultado, no intuito de amortecer as graves conseqüências de fugas de capitais, os governos da região passaram a acumular níveis sem precedentes de reservas internacionais (Obstfeld, Shambaugh & Taylor, 2008).

Do ponto de vista da economia política, o aumento da dispersão e da mobilidade do mercado credor afetaram também os mecanismos através dos quais as preferências dos investidores influenciam a formulação de políticas públicas na América Latina. Esse é o tema explorado na próxima seção.

CONSEQUÊNCIAS DA INTERNACIONALIZAÇÃO DOS MERCADOS FINANCEIROS DOMÉSTICOS

■ As conseqüências políticas da integração econômica são um tema central da literatura em economia política internacional. Nas últimas décadas, a maior parte deste debate centrou-se no que se convencionou chamar de “hipótese de eficiência” e “hipótese da compensação” para descrever padrões de resposta dos governos à essa integração.⁵

4 Griffith-Jones (2000) mostra que, embora o valor médio dos fluxos tenha permanecido estável, o desvio padrão desses fluxos dobrou entre 1975-81 e 1991-98.

5 Veja Cohen (1996) e Mosley (2003) para uma extensa revisão desta literatura.

A hipótese da eficiência sustenta que, quanto mais fácil for para os investidores movimentar seu capital internacionalmente, mais fortes se tornam os incentivos para que os governos implementem políticas orientadas a aumentar a rentabilidade do investimento, de forma a atrair e manter recursos na economia doméstica (Strange, 1986, Cerny, 1995, Garrett, 1998, Dryzek, 1996, Drezner, 2001). No caso particular da integração financeira, estudiosos argumentam que políticas que potencialmente diminuiriam o retorno esperado do investimento seriam sujeitas aos “efeitos disciplinadores” do mercado de capitais. Na medida em que os investidores antecipam a implementação dessas políticas, eles respondem diminuindo sua exposição ao país. Dependendo da magnitude da fuga de capitais, governos (e empresas) podem experimentar desde aumentos no custo de financiamento até pressões severas no balanço de pagamentos, entre outros efeitos econômicos indesejados.

Conforme estabelecido nos estudos sobre voto econômico, sabe-se que o mau desempenho da economia reduz significativamente o apoio popular aos governos. Nos países emergentes da América Latina, esse desempenho é altamente dependente dos fluxos internacionais de capital (Calvo, Leiderman & Reinhart, 1996, Izquierdo, Romero & Talvo, 2008, Campello & Zucco Jr., 2016) e, portanto, da confiança dos investidores; por essa razão, o efeito de fugas de capital na economia é necessariamente uma preocupação para todos os governos da região, independentemente de sua inclinação ideológica.⁶

À medida que a mobilidade do capital aumenta, espera-se que a capacidade dos mercados de “disciplinar» os governos também deva aumentar, e por isso os defensores da hipótese da eficiência argumentam que a liberalização financeira promoveria um consenso nas agendas econômicas na direção do modelo neoliberal de estado mínimo e desregulamentação, preferidos pelo mercado. Esse consenso aconteceria não apenas entre diferentes países, como entre partidos de diferentes ideologias dentro de um mesmo sistema partidário.

Teóricos da compensação, ao contrário, argumentam que o aumento da influência do mercado é compensado pelo aumento da demanda dos eleitores por proteção contra as rupturas típicas de uma economia aberta. Essas demandas, por sua vez devem criar incentivos para os políticos promoverem políticas de proteção social, a fim de manter a estabilidade econômica e social de seu país (Rodrik, 1998, Garrett, 1998, Boix, 2000). Como esses incentivos devem

6 Veja Lindblom (1982) e Przeworski (1988) para discussões sobre o estrutural do capital no contexto de economias fechadas.

afetar principalmente os partidos de esquerda, que tradicionalmente têm apoio entre a população mais pobre, os teóricos da compensação não antecipam que a globalização financeira leve a uma convergência ideológica entre partidos de um mesmo sistema. Segundo autores desta vertente, os governos de esquerda, diferentemente daqueles de direita, aceitariam pagar custos mais altos de capital, e possivelmente até mesmo reduzir as taxas de crescimento econômico, a fim de manter a rede de proteção social que atende a seus eleitores. Diferentes portfólios de financiamento, por sua vez, levariam a diferentes posições de países no sistema internacional.

Os proponentes da hipótese da compensação encontraram considerável suporte empírico em estudos voltados aos países desenvolvidos. Estes mostram que, em muitos casos, o tamanho do estado cresceu com a globalização (Quinn, 1997, Rodrik, 1998), e que importantes diferenças entre regimes de bem-estar permanecem existindo entre economias desenvolvidas (Kitschelt, Lange, Marks & Stephens, 1999). Com relação à convergência ideológica dentro dos países, alguns autores observam que ela ocorre na macroeconomia, mas que governos de distintas ideologias mantêm agendas microeconômicas distintas (Garrett, 1998). Outros afirmam que nem mesmo as políticas macroeconômicas convergem, quando adequadamente controladas pelo regime cambial (Oatley, 1999). É importante notar, entretanto, que em muitas análises, a variação da política entre e dentro dos países parece diminuir a partir dos anos 90 (Oatley, 1999, Boix, 2000), sugerindo que a convergência pode vir ocorrendo depois disso, em particular depois da adoção do euro. Curiosamente, com o boom econômico que marcou os anos 2000, os estudos das tensões entre Estado e mercado permaneceram esquecidos na última década, com os mais otimistas (ou inocentes) argumentando que essa tensão nem mesmo existisse. Não surpreende que esses estudos venham sendo retomados depois da Grande Recessão de 2008, com um tom bem mais pessimista.

É importante notar que a maioria dos estudos citados acima parte implicitamente da premissa de que a decisão de um governo de adotar estratégias de eficiência ou compensação depende de um equilíbrio entre a capacidade de mobilização por parte dos cidadãos e a capacidade dos mercados de impor sua disciplina. Sendo este o caso, há muitas razões para esperar que as hipóteses de compensação não se apliquem à realidade dos países emergentes, em particular aos latino-americanos.

Por um lado, a falta de sindicatos nacionais (com a exceção do Uruguai), baixos níveis de mobilização da sociedade civil e práticas como o clientelismo

apontariam para uma limitada capacidade do cidadão de influenciar a agenda política (Kurtz, 2004, Weyland, 2004). Por parte dos investidores, a baixa poupança interna e, portanto, a alta dependência do capital internacional aumentam potencialmente a influência no mercado na formulação de políticas, em comparação com as economias desenvolvidas. Não é de surpreender que os estudiosos observem que a crescente insegurança e deslocamentos resultantes da abertura econômica venham a capacidade dos cidadãos latino-americanos de exigir, menos ainda de obter, maior proteção social (Kurtz & Brooks, 2008).

Nota-se também que a mobilidade de capital tem sido associada a um aumento na volatilidade das entradas de capital para a América Latina (Griffith-Jones, 2000), e que esses fluxos são geralmente pró-cíclicos em países menos desenvolvidos (Reinhart, & Rogoff, 2009). Com base nessas evidências, a literatura sugere que a frequência mais alta de crises financeiras, aliada ao acesso limitado desses países aos mercados internacionais durante essas crises, seria um mecanismo adicional através do qual a globalização limitaria a capacidade dos governos de expandir políticas de proteção social (Wibbels 2006).

A pesquisa empírica sobre o impacto político da globalização financeira na América Latina é modesta em comparação àquela dedicada a nações desenvolvidas, e é também mais inclinada a reforçar a “hipótese de eficiência”. A maioria dos estudos transnacionais que investigam o impacto da globalização comercial e o tamanho do estado encontram uma associação negativa (Kaufman & Segura-Ubiergo, 2001, Rudra, 2002) que independe do posicionamento ideológico dos governos (Huber, Mustillo & Stephens, 2008). No que diz respeito à globalização financeira, a abertura das contas de capital se mostra inversamente relacionada a gastos sociais e à tributação de empresas. De forma geral, entretanto, os efeitos observados são fracos ou nulos (Kaufman & Segura-Ubiergo, 2001, Wibbels & Arce, 2003, Avelino, Brown & Hunter, 2005).

Vale ressaltar, entretanto, que indicadores de integração financeira pouco satisfatórios e a falta de dados confiáveis, especialmente no caso dos países menos desenvolvidos, sugerem que esses estudos esgotaram sua contribuição para o entendimento das relações entre Estado e mercado em tempos de globalização financeira. Em resposta a isso, pesquisas mais recentes têm se afastado de análises macro e buscado entender os micro-fundamentos da influência política dos investidores em um cenário de maior mobilidade de capital. Esta literatura é examinada na seção seguinte.

OS MICROFUNDAMENTOS DO JOGO DE CONFIANÇA ENTRE INVESTIDORES E GOVERNANTES

■ Após os esforços iniciais para capturar os padrões gerais que associam a globalização financeira ao tamanho do Estado e a políticas econômicas e sociais, a literatura mais recente vêm buscando identificar os mecanismos que efetivamente traduzem maior mobilidade do capital em influência sobre políticas públicas.

Mosley (2003) foi pioneira ao afirmar que o primeiro passo nessa agenda de pesquisa consiste em determinar as preferências políticas do mercado, para aí então entender o processo através do qual elas influenciam a agenda pública. Por meio de entrevistas com investidores institucionais, a autora conclui que estes consideram conjuntos distintos de políticas ao tomar decisões de alocação de capital em economias desenvolvidas e emergentes. No primeiro caso, as preocupações dos investidores se restringem às políticas macroeconômicas; no segundo, no entanto, as políticas microeconômicas também se mostram relevantes.⁷

Esses diferentes critérios decorrem do fato de que as economias emergentes estão sujeitas não apenas a riscos cambiais e inflacionários, mas também ao risco de não-pagamento (default). Esse risco cria incentivos para que gestores avaliem não apenas a capacidade, mas também a disposição dos governos para pagar suas dívidas. Ao estimar a capacidade de pagamento dos governos, investidores levam em consideração políticas microeconômicas, como a destinação dos gastos do governo ou a estrutura dos sistemas tributários. A fim de avaliar a disposição de pagar, que não é assumida a priori nas economias emergentes, o cenário político, incluindo resultados eleitorais, ideologia dos partidos e o perfil dos principais tecnocratas, mostram-se fatores relevantes.

Além disso, observa que o mercado percebe maior volatilidade de políticas públicas em mercados emergentes: enquanto alguns governos adotam políticas francamente favoráveis a investidores, outros podem ser extremamente hostis ao capital internacional. Essa maior volatilidade aumenta a incerteza sobre lucros futuros, e torna necessário examinar cada sinal, emitido pelos governo, que permita antecipar o programa que será adotado e seus efeitos sobre a rentabilidade dos investimentos.

7 Ver Cohen (1996) para uma revisão dos argumentos sobre os diferentes impactos que a globalização deve ter sobre as políticas macro e microeconômicas.

No caso particular da América Latina, vários fatores contribuem para explicar essas percepções e para justificar a atenção dos investidores à política. A baixa poupança interna e a concentração das exportações em produtos básicos aumentam drasticamente a exposição dos países a choques externos, criando ciclos de bonanças e crises que só tendem a se acelerar com a liberalização dos fluxos de capital (Gavin, Hausmann & Leiderman, 1995, Calvo, Leiderman & Reinhart, 1996, Eichengreen & Mody, 1998, Izquierdo, Romero & Talvo, 2008). Esses ciclos não apenas geram incertezas sobre o desempenho econômico, mas também afetam a necessidade de recorrer ao mercado e, portanto, a capacidade dos investidores de influenciar a formulação de políticas.

Durante as bonanças, os governos, particularmente os da esquerda, têm fortes incentivos para promover políticas redistributivas. Isto, não apenas por conta de preocupações com a justiça social; a brutal desigualdade de renda que caracteriza a região aumenta o retorno eleitoral de tais políticas (Campello, 2014). Em períodos de crise, ao contrário, governos de todas as inclinações ideológicas tendem a adotar ajustes pró-cíclicos e políticas econômicas ortodoxas na tentativa de atrair o capital internacional. Por fim, a concentração do poder político nas mãos dos presidentes, típica dos sistemas políticos latino-americanos, contribui para aumentar ainda mais a volatilidade das políticas econômicas e a percepção de risco associada às economias da região.

A expectativa de que os investidores acompanhem e reajam a eventos políticos encontra suporte empírico na literatura. Um número crescente de estudos vem se concentrando no comportamento do mercado durante eleições presidenciais, na tentativa de explorar as preferências políticas dos investidores com base em seu comportamento real, ao invés de suas preferências declaradas. Assumindo-se que partidos políticos promovam políticas minimamente consistentes com as preferências de seu eleitorado (Hibbs, 1977, Alesina, 1987), a antecipação dessas políticas deveria ser observável no comportamento do mercado durante as eleições. Seria de esperar que os investidores reduzissem sua exposição em países onde se antecipa uma vitória de governos considerados desfavoráveis ao capital. Esse comportamento, por sua vez, seria observável em uma variedade de índices de mercado.

No caso dos mercados acionários, mudanças nas expectativas sobre o desempenho futuro das empresas causadas por um novo governo se refletiriam nos preços das ações. Por exemplo, a expectativa de que um novo governo aumente os impostos ou a regulamentação do setor privado repercutiria em uma queda nos preços dos ativos. Índices do mercado de ações, uma cesta ponderada ou não

ponderada de ações de empresas individuais, deveriam refletir essas perspectivas e seriam, portanto, uma boa medida da avaliação dos investidores sobre as políticas dos futuros governos.

Além disso, eventos políticos que afetam a percepção de risco de um determinado país por parte de investidores também afetariam o custo de captação de empresas do país.⁸ Essa relação é ainda mais clara nos mercados de títulos soberanos, onde as medidas dos governos afetam diretamente a percepção do mercado sobre sua solvência.

É razoavelmente estabelecido entre estudiosos que governos de direita priorizam o crescimento econômico em detrimento da igualdade de renda e promovem políticas amigáveis ao capital, como a redução da tributação e dos gastos públicos, e a desregulamentação dos mercados de trabalho (Lopez de Silanes, Botero, Djankov & La Porta, 2004), além do conservadorismo monetário e fiscal (Oatley, 1999). Essas políticas aumentam a rentabilidade do negócio e beneficiam os detentores de capital, ao menos no curto prazo.⁹

Por outro lado, os governos de esquerda tendem a conviver com níveis mais altos de inflação e a expandir o setor público com o intuito de reduzir o desemprego. É documentado que eles são menos propensos a priorizar o equilíbrio orçamentário e mais inclinados a aumentar os gastos sociais e os impostos para financiá-los, e a cancelar pagamentos da dívida pública. Com base nessas premissas, supõe-se que o mercado devesse antecipar perdas na medida em que candidatos de esquerda vençam eleições presidenciais, e por conseguinte reduzir sua exposição a essas economias.

Vários trabalhos acadêmicos documentam a “punição” de governos de esquerda por parte do mercado na América Latina. A eleição presidencial brasileira de 2002 se destaca como um exemplo típico desse fenômeno (Santiso & Martínez, 2003, Jensen & Schmith, 2005, Renno & Spanakos, 2006, Campello, 2014, Campello, 2015). Seis meses antes das eleições, as expectativas de que o

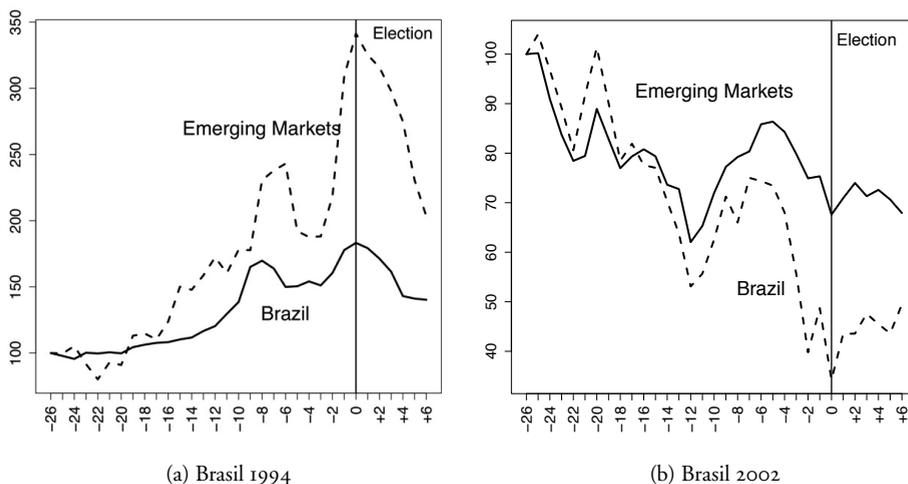
8 Note-se que embora a literatura ofereça forte suporte teórico para a afirmação de que a ideologia do governo afeta os mercados financeiros de uma maneira distinta, isto não implica necessariamente que todos os setores da economia experimentem tais efeitos da mesma maneira. Por exemplo, veja Den Hartog & Monroe (2008) para um estudo de como uma mudança do controle dos republicanos para os democratas do Senado dos EUA produziu efeitos diferenciados nos retornos das ações de petróleo e gás, mesmo considerada uma tendência geral de queda no mercado resultante do mesmo evento.

9 O efeito de longo prazo dessas políticas é discutível. Os teóricos do crescimento endógeno, por exemplo, alegariam que gastos sociais em saúde e educação tendem a aumentar a rentabilidade do investimento no longo prazo.

Partido dos Trabalhadores (PT) fosse vitorioso e com isso revertesse a agenda de oito anos de um governo de centro-direita levaram a uma queda de mais de 50% no mercado acionário do país, provocaram uma fuga de capitais que precipitou uma desvalorização de 40% do Real, e dobraram a avaliação de risco do país. Embora Lula da Silva tenha vencido a eleição, a crise de confiança provocou mudanças importantes dentro do partido e influenciou decisivamente a agenda econômica de seu governo .

A Figura 1 compara o comportamento da Bovespa durante a eleição de Fernando Henrique Cardoso em 1994 (Figura [bra94]) e de Lula em 2002 (Figura [bra02]), respectivamente. Ela mostra que a Bolsa acompanha de perto o índice agregado de mercado emergentes por pelo menos dois anos, até que ocorre um descolamento nos meses que antecedem cada pleito. O forte aumento nos índices brasileiros evidencia o apoio do mercado à agenda de Cardoso em 1994, e a queda brutal em 2002 revela as expectativas negativas em relação a Lula.

FIGURA 1. "Voto" do Mercado em Duas Eleições Brasileiras (Bovespa)



Fonte: Índice Bovespa e agregado de Mercados Emergentes (IFC).

Uma dinâmica semelhante ocorreu na eleição de Carlos Menem na Argentina, cujo programa prometia manter a propriedade estatal de indústrias pesadas, propunha um pacto social para lidar com a inflação e a suspensão do serviço da dívida externa (Stokes, 2001). A Bolsa argentina, que havia entrado em colapso nos meses anteriores à eleição, retomou a trajetória ascendente assim que Menem anunciou um ministério inesperadamente conservador e lançou um

rígido programa de austeridade explicitamente criticado durante a campanha. O Equador e a Venezuela também experimentaram reações negativas dos investidores à eleição de líderes esquerdistas, Carlos Andrés Perez em 1989 e Lúcio Gutierrez em 2002, que foram revertidas quando os presidentes moderaram suas políticas após a posse (Campello, 2015).

Essas experiências não são exclusivas desses países, no entanto. Vários estudos documentam reações do mercado a eleições, que diferem dependendo da ideologia do governo vencedor todo. Block, Vaaler & Schrage (2006) mostram que as agências de rating estão mais propensas a rebaixar os títulos soberanos de países emergentes durante as eleições quando se espera que a direita perca, e o risco-país sobe quando é antecipada a vitória da esquerda (Block, Vaaler & Schrage, 2005, Mosley, 2003, Campello, 2014).

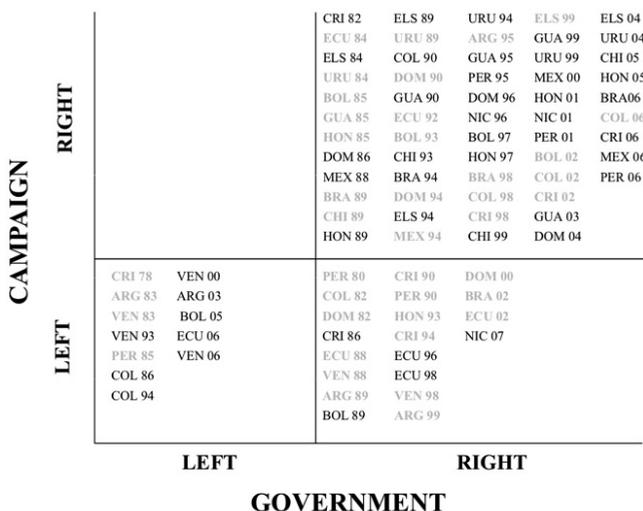
Com relação ao impacto da fuga de capitais na agenda dos governos, Campello (2014) investiga eleições presidenciais latino-americanas desde a redemocratização e revela que (1) candidatos de esquerda eleitos em meio a uma fuga de capitais tendem a fazer um giro à direita uma vez no governo, na tentativa de restaurar a confiança do mercado e atrair capital para a economia, e (2) fuga de capitais acontecem mais frequentemente quando candidatos de esquerda são eleitos. Estes últimos resultados reforçam pesquisas anteriores em amostras mais amplas de países em desenvolvimento (Leblang, 2002).

A Figura 2 ilustra essa regularidade, e exhibe um padrão típico das democracias latino-americanas, nas quais os candidatos que fazem campanhas de esquerda, mas mudam para um programa neoliberal logo após o início do governo (Drake, 1991, Roberts, 1996, Stokes, 2001). As eleições marcadas em cinza são aquelas realizadas sob fuga de capitais.

Todas essas evidências apontam para um aparente paradoxo. Se é verdade que investidores possuem preferências claras sobre políticas de governo, e que a fuga de capitais seja uma permanente ameaça aos governos (Mosley, 2003), a simples antecipação da punição dos mercados deveria ser suficiente para que presidentes nunca desviassem significativamente destas preferências. O mercado, sabendo que independentemente do que seja prometido em campanha suas preferências prevalecerão, não teria razão para reagir à eleição de candidatos de esquerda. Simplificando, nem as reações negativas dos investidores à esquerda nem os “giros à direita” deveriam persistir caso todos os atores envolvidos no “jogo de confiança” possuíssem informações completas, menos ainda em um período de três décadas (Drake, 1991, Roberts, 1996, Stokes, 2001, Campello, 2014). Assim, qualquer explicação para os padrões bastante peculiares observados nas econo-

mias políticas da América Latina, precisa necessariamente considerar algum nível de incerteza sobre como as reações dos investidores influenciam a agenda dos governos na região.

FIGURA 2. “Giros à Direita” (Policy Switches) na América Latina



Notas: A Figura representa eleições presidenciais na América Latina, classificadas entre esquerda e direita de acordo tanto com as promessas de campanha do candidato vencedor (eixo y) quanto com as políticas iniciadas pelo governo no primeiro ano (eixo x). Eleições marcadas em cinza ocorreram sob fuga de capitais (refletidas em forte depreciação da moeda e/ou forte perda de reservas internacionais).

Essa incerteza, eu proponho aqui, tem dois componentes principais. Um deles resulta do fato de que a liberalização dos mercados financeiros é um fenômeno relativamente recente na América Latina, o que implica que investidores e governos ainda estão “aprendendo” como interagir nesse cenário – a potencial vitória do esquerdista Antonio Manuel Lopez Obrador, nas eleições de 2018 no México, é o exemplo mais recente de muitos. A literatura revela que países desenvolvidos passaram por crises financeiras imediatamente após a liberalização de suas contas de capital, e casos na França, a Austrália e a Nova Zelândia ilustram como as eleições da esquerda foram o gatilho de tais crises. O segundo componente é bastante típico da América Latina e está associado à alta exposição dos países da região a choques externos. Esses choques alteram as perspectivas econômicas dos países, afetando tanto a disposição dos investidores quanto as necessidades de fi-

nanciamento dos governos. Este argumento, desenvolvido em profundidade em Campello (2015), é explorado na próxima seção.

CHOQUES EXTERNOS E DISCIPLINA DE MERCADO NA AMÉRICA LATINA

■ Os economistas há muito debatem a importância relativa dos fatores internacionais (“push”) e domésticos (“pull”) na determinação dos fluxos de capital para países em desenvolvimento (Eichengreen & Mody, 1998). No caso particular da América Latina, em um trabalho muito influente Gavin, Hausmann & Leiderman (1995) demonstraram que 50% das entradas de capital podem ser atribuídos a fatores externos, confirmando estudos anteriores sobre o tema.

Uma década mais tarde, replicaram estes resultados em uma amostra atualizada, confirmando que tanto os fluxos de capital quanto o crescimento econômico na região são fundamentalmente determinados por mudanças nos custos internacionais de capital e por variações nos preços das commodities. As economias latino-americanas, em níveis variados, tornam-se mais atraentes para o capital quando as taxas de juros internacionais são baixas e quando os preços das commodities estão em alta.

Análises empíricas mostram que a queda das taxas de juros no mundo desenvolvido encoraja os investidores a buscar melhores oportunidades de investimento nos mercados emergentes, que tendem a oferecer maiores taxas de retornos. Os booms de crédito dos anos 1970 e início dos anos 1990 são exemplos desse processo (Edwards, 1998). Por outro lado, quando as taxas de juros internacionais encontram-se altas, os investidores tendem a “voar para a qualidade” (“fly to quality”), redirecionando seu capital para economias desenvolvidas em busca de segurança. Esse fenômeno foi observado no início da década de 1980 e também na segunda metade da década de 1990.

Um boom nos preços das commodities, como ocorreu entre 2004 e 2008, é outro determinante importante dos fluxos de investimento e do desempenho econômico nos países latino-americanos, onde as exportações estão concentradas principalmente em produtos primários. Preços de exportação ascendentes aceleraram o crescimento econômico e têm um efeito positivo sobre a economia doméstica como um todo. Uma queda repentina nesses preços, ao contrário, diminui as receitas de exportação e as taxas de crescimento.

Esses ciclos de expansão e contração, impulsionados externamente, a meu ver contribuem para explicar por que a disciplina de mercado não levou, até

agora, à convergência ideológica na América Latina. Em outras palavras, eles desvendam a lógica por trás das reações dos investidores à ideologia durante as eleições e também a persistência de “giros à direita” da parte da esquerda.

Meu argumento é simples. Os fluxos de capital tendem a ser pró-cíclicos nos países da América Latina. Portanto, durante os booms, não apenas os investidores se tornam mais complacentes com as políticas dos governos, mas também os governos se tornam menos dependentes destes investidores. Mesmo que o mercado reaja negativamente às perspectivas de uma virada à esquerda no governo, em tempos de prosperidade os presidentes podem mandar investidores “tomar um Valium”, como fez Rafael Correa no Equador. Dado o alto retorno eleitoral de políticas redistributivas, há um incentivo claro para que os governos esquerdistas as promovam na medida em que possam ignorar as pressões do mercado. A isso se soma o fato de que a fuga de capitais é menos provável durante booms econômicos, quando a alta rentabilidade dos investimentos aumenta a complacência do mercado com relação a políticas desfavoráveis. Nesse contexto, por exemplo, a ascensão da esquerda que tanto atraiu a atenção dos analistas desde o início dos anos 2000, não pode de forma alguma ser dissociada do aumento da margem de manobra dos governos proporcionado por uma bonança sem precedentes no preços de commodities, aliada a juros internacionais historicamente baixos.

No cenário oposto – altas taxas de juros e preços em queda – esta relação se inverte. Governos sob pressão em seu balanço de pagamentos tornam-se mais dependentes do financiamento internacional. Para evitar desvalorizações acentuadas da moeda em regimes de câmbio flutuante ou perdas de reservas internacionais sob taxas de câmbio fixas, os líderes têm incentivos para sinalizar a investidores sua intenção de promover uma agenda pró-mercado e, assim, atrair capital para a economia. Da mesma forma, a disposição dos investidores de direcionar o capital para os países da América Latina também diminui durante essas crises, aumentando a importância dos esforços dos governos para a recuperação da confiança. Nesse contexto, Santiso & Martínez (2003, p. 27) observam que “a febre da reforma da América Latina na década de 1990 deve ser vista no contexto da necessidade urgente de novos influxos de capital”.

Portanto, o fato de que os governos de esquerda às vezes (mas nem sempre) são capazes de manter o programa apresentado na campanha explica por que suas promessas continuam críveis aos olhos de eleitores e investidores – caso elas nunca fossem cumpridas isso não aconteceria. A questão crucial é que, embora a incerteza associada à recente liberalização financeira deva desaparecer à medida

que os investidores e os governos interagem repetidamente, as incertezas causadas por choques externos são estruturais e mais persistentes. Não há razões para esperar que estas desapareçam, pelo menos enquanto as economias latino-americanas permanecerem dependentes da poupança externa e concentradas nas exportações de commodities.¹⁰

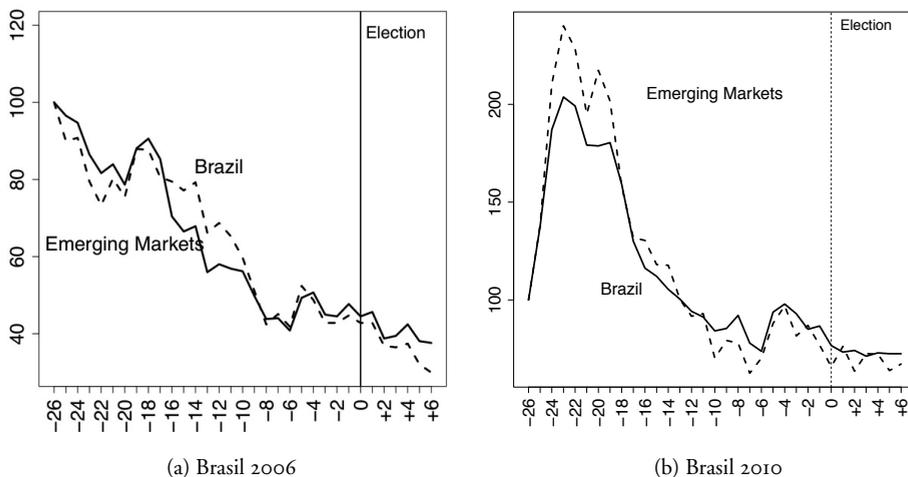
Por fim, é importante considerar que os países latino-americanos possuem níveis variados de exposição a choques externos, portanto espera-se que as perspectivas de convergência ideológica em resposta à “disciplina” dos mercados financeiros também deva variar. Em países menos expostos, nos quais as incertezas nas relações dos governos e dos mercados resultam principalmente da liberalização recente, é mais provável que a convergência ideológica venha a ocorrer ao longo do tempo, e partidos de esquerda estabilizem em uma agenda mas centrista. Contrariamente, em países nos quais a exposição a choques exógenos é alta, a capacidade dos governos de rejeitar a agenda do mercado deve variar bastante com o tempo. Governos de esquerda nesses países são mais propensos a seguir um padrão de redistribuição radical em “bons tempos” e giros à direita em “tempos ruins”.

O Brasil e o Equador fornecem bons exemplos de um e outro cenários. Após a crise desencadeada pelas eleições brasileiras de 2002 e a mudança de política dos governos, na eleição de 2006 os discursos políticos de esquerda e direita convergiram em torno de políticas favoráveis ao mercado e os mercados reagiram com indiferença (Campello, 2010), como mostrado na Figura [convergence]. No Equador, onde as reações negativas¹¹ e uma reversão de agenda também ocorreu em 2002, não resultou em convergência nas eleições de 2006 (Figure [divergence]), realizada em no meio de um boom de commodities. Ao contrário, Correa venceu após uma campanha de esquerda, e avançou o programa prometido uma vez eleito. Os mercados reagiram negativamente, mas foram recebidos com indiferença pelo governo.

10 Essa concentração aumentou depois da liberalização comercial ocorrida na década de 1990.

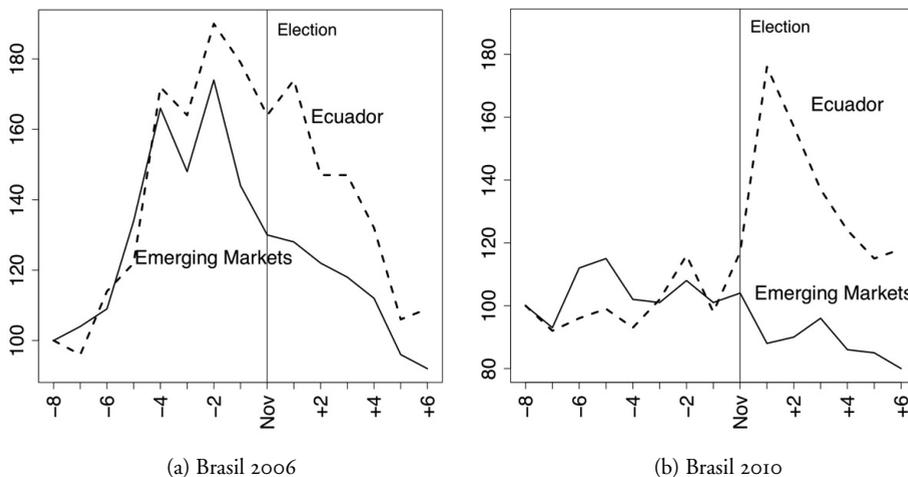
11 Reações fortes dos investidores às eleições no Equador certamente fazem parte de um movimento mais amplo da América Latina e dos mercados emergentes em um período de maior aversão ao risco, mas isso não invalida a lógica. As pressões monetárias experimentadas por Gutierrez aumentaram a necessidade de um acordo com o FMI, que por sua vez exigiu uma reversão de agenda.

FIGURA 3. Convergência Ideológica e o “Voto” do Mercado



Fonte: Spreads do Emerging Markets Bond Index Ecuatoriano, Global Financial Data.

FIGURA 4. Divergência Ideológica e o “Voto” do Mercado



Fonte: Spreads do Emerging Markets Bond Index Brasileiro, Global Financial Data.

A diferença entre os dois casos é que, embora ambos os países tenham experimentado “bons tempos” em 2006, o efeito da bonança foi muito mais relevante para o segundo. A economia equatoriana, por sua dependência das exportações de petróleo, é significativamente mais vulnerável a ciclos de bonanças e crises

do que o Brasil, que é menos dependente das exportações de commodities e do próprio comércio internacional. O fato de que as condições mudaram tanto no Equador entre 2002 e 2006 explica como Correa conseguiu avançar em sua agenda esquerdista, enquanto Gutiérrez esteve severamente limitado em sua capacidade de fazê-lo.¹²

CONCLUSÃO

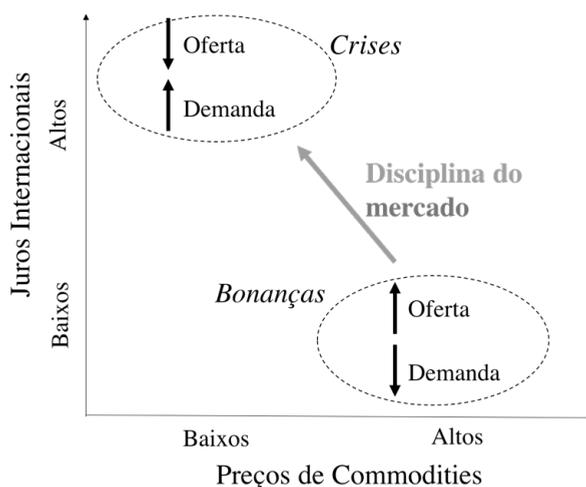
■ Este ensaio se propôs a analisar o impacto político dos mercados financeiros nas economias emergentes da América Latina. Meu objetivo foi o de revelar mecanismos relativamente recentes através dos quais investidores exercem influência sobre a agenda pública, em um cenário de maior mobilidade de capital e onde credores de dívidas soberanas operam de forma dispersa e não organizada, como aconteceu nos anos 1970.

O texto argumentou que essa nova estrutura merece melhor compreensão, pois estabelece o contexto no qual as relações entre investidor e governo ocorrem desde a recente liberalização financeira ocorrida nas economias emergentes da região. A literatura demonstra que o mercado revela claras preferências ideológicas em sua reação à alternância de governos latino-americanos; as reações de investidores durante as eleições são consistentes, sistematicamente favorecendo os governos de direita e punindo aqueles de esquerda. Os efeitos “disciplinadores” ou “limitadores” dessas reações, no entanto, variam bastante na região, assim como os padrões de convergência ideológica que eles logram produzir nos sistemas partidários. Eu argumentei que essas variações só podem ser explicadas se compreendermos o nível de incerteza que permeia as relações entre investidores e governos. As reações do mercado à orientação ideológica dos governos, bem como os “giros à direita” realizados por governos de esquerda já no início de sua gestão (o que recentemente se convencionou chamar de “estelionatos eleitorais”), indicam que essa incerteza permanece presente, apesar dos quase 40 anos de democracia e liberalização financeira que caracterizam a região. Minha análise sugere que para compreender essas relações é preciso entender as fontes das incertezas que permeiam o “jogo de confiança”.

12 Existem outras políticas e instituições que certamente contribuem para explicar por que Lula não reverteu à sua agenda original depois que as condições externas melhoraram. É importante notar, porém, que a reeleição de um mesmo líder dificilmente é um deles, desde que Chávez mudou em 1998 e adotou sua agenda original assim que teve espaço político para fazê-lo. Veja Campello (2015) para uma discussão aprofundada desses casos.

Propus, então, que há duas categorias de incertezas, uma que tende a desaparecer à medida que governos e investidores interagem repetidamente em um cenário de maior mobilidade de capital, e outra que é estrutural e deve persistir. Esta última está associada à dependência das exportações de commodities e do financiamento externo que expõe os países da região a ciclos de bonança e crise, em que tanto as necessidades de financiamento dos governos, como a disposição dos investidores de direcionar recursos para a América Latina variam drasticamente (Figura 3). Em tempos favoráveis, quando preços de commodities estão em alta e os juros internacionais em baixa, os governos da região tornam-se menos dependentes de recursos externos, ao mesmo tempo em que investidores encontram-se mais atraídos pela região. Nesses períodos, os governos de esquerda enfrentam incentivos para promover a maior redistribuição possível e para confrontar abertamente a agenda do mercado.

FIGURA 5: Cenário Internacional e Disciplina de Mercado



Nota: A figura representa cenários de crise – que ocorrem quando os preços das commodities estão baixos e os juros internacionais altos, e por conseguinte a demanda por dólares é alta e a oferta baixa – e de bonança, quando o oposto ocorre. A seta clara indica que a disciplina do mercado é baixa durante bonanças e aumenta quando o cenário é de crise.

No cenário oposto, de baixos preços de commodities e altas taxas de juros internacionais, os governos se tornam mais dependentes do financiamento externo, ao mesmo tempo em que investidores encontram-se menos propensos a destinar recursos para a região. Estes são os períodos em que a esquerda tende a fazer o giro

à direita, adotando uma agenda centrista destinada a reconquistar a confiança do mercado e atrair recursos externos para o país.

Concluindo, considerando a variação observada na exposição dos países da região a ciclos exógenos de crises e bonanças, espera-se que uma convergência ideológica em torno de uma agenda pro-mercado ocorra mais provavelmente em países onde essa exposição é baixa. Nestes casos, as incertezas devidas à recente liberalização devem diminuir com o tempo, e aquelas associadas a fatores exógenos não devem ser suficientes para “liberar” os governos de esquerda da disciplina de mercado durante bonanças.

Nos países mais expostos, ao contrário, mesmo que as incertezas de investidores e governos sobre o comportamento de cada um diminuam à medida que a integração financeira avança, ciclos dramáticos de bonanças e crises e as consequentes mudanças significativas na necessidade de recursos financeiros dos governos devem sustentar um padrão de giros à direita em períodos desfavoráveis e redistribuição radical nos favoráveis.

Se essa lógica estiver correta, duas preocupações persistem com relação às conseqüências políticas de longo prazo da mobilidade de capital na América Latina. Em países altamente expostos a fatores exógenos, a volatilidade política e a falta de consistência entre os governos podem se tornar insuportáveis, enquanto as traições eleitorais poderiam minar a legitimidade dos partidos e até mesmo provocar seu colapso após as crises (Lupu, 2016).

Nos países em que a disciplina de mercado efetivamente leva à convergência política, como eu argumento ser o caso do Brasil, os riscos são de outro tipo. Se a mobilidade do capital promove a convergência das agendas econômicas de esquerda e direita, enquanto a desigualdade de renda ainda persiste, é possível que as demandas por redistribuição deixem de ser canalizadas através do sistema político, aumentando o risco de apatia ou rupturas (Kurtz, 2004, Weyland, 2004).

DANIELA CAMPELLO é professora associada de política na EBAPE/FGV e foi pesquisadora visitante no Nuffield College e CAF fellow no Centro de Estudos Latino-americanos, na Universidade de Oxford. Campello recebeu seu Ph.D. em Ciência Política pela UCLA e foi professora assistente de política e relações internacionais em Princeton. Sua pesquisa situa-se na fronteira entre economia política internacional e comparada, com um foco nas conseqüências políticas da globalização financeira. Campello publicou artigos no *Journal of Politics*, *Review of International Political Economy*, *Comparative Political Studies*, entre outros, e é autora de *The Politics of Market Discipline in Latin America* (Cambridge University Press, 2015).

REFERÊNCIAS

- ALESINA, Alberto. Macroeconomic Policy in a Two-Party System as a Repeated Game. *The Quarterly Journal of Economics* 102(3), p. 651–678, 1987.
- AVELINO, George, BROWN, David S. HUNTER, Wendy. 2005. 49 (3), p. 625–641.
- BLOCK, Steven A., Paul M. VAALER Burkhard N. SCHRAGE. Elections, Opportunism, Partisanship and Sovereign Ratings in Developing Countries. *Review of Development Economics* 10(1), p. 154–170, 2006.
- BLOCK, Steven, VAALER, Paul M., SCHRAGE, Burkhard N. Counting the Investor Vote: Political Business Cycles Effects on Sovereign Bonds Spreads in Developing Countries. 36, p. 62–88. *Journal of International Business Studies*, 2005.
- BOIX, Carles. Partisan Governments, the International Economy, and Macroeconomic Policies in Advanced Nations, 1960-93. *World Politics* 53(1), p. 38–73, 2000.
- BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. 21(1), p. 141–166, 2001
- BUCKLEY, Ross P. New York: Wolters Kluwer, 2008.
- CALVO, Guillermo, LEIDERMAN, Leonardo; REINHART Carmen M. Inflows of capital to Developing Countries in the 1990s. *Journal of Economic Perspectives* 10(2), p. 123–39, 1996.
- CAMPELLO, Daniela. Do Markets Vote? Financial Integration and Democracy in Developing Countries. Manuscript, 2010.
- CAMPELLO, Daniela. The Politics of Financial Booms and Crisis: Evidence from Latin America. *Comparative Political Studies* 47(2), p. 260–286, 2014.
- CAMPELLO, Daniela. New York: Cambridge University Press, 2015.
- CAMPELLO, Daniela, ZUCCO Jr, Cesar. “Presidential Success and the World Economy.” *The Journal of Politics* 78(2), p. 589–602, 2016.
- CERNY, Philip. The Dynamics of Financial Globalization: Technology, Market Structure, and Policy Response. *Policy Sciences* 27, p. 319–342, 1995.
- COHEN, Benjamin. Phoenix Risen: The Resurrection of Global Finance. *World Politics* 48(2), p. 268–296, 1996.
- DEN HARTOG, Chris Nathan W. MONROE. 33 (1), p. 61–84, 2008.
- DORNBUSCH, Rudiger. The Latin American Debt Problem: Anatomy and Solutions. In *Debt and Democracy in Latin America*, ed. Barbara Stallings Robert Kaufman. Westview Press p. 7–22, 1989.
- DRAKE, PAUL. Debt and Democracy in Latin America, 1920s-1980s. In *Debt and Democracy in Latin America*, ed. Barbara Stallings Robert Kaufman. Westview Press 1989, p. 39–58.
- DRAKE, Paul. Comment: The Political Economy of Latin American Populism. In *The Macroeconomics of Populism in Latin America*, ed. Rudiger Dornbusch Sebastian Edwards. The University of Chicago Press, 1991. p. 35–40.

- DREZNER, Daniel W. Globalization and Policy Convergence. *International Studies Review* 3(1), p. 53–78, 2001.
- DRYZEK, John S. Oxford: Oxford University Press, 1996.
- EDWARDS, Sebastian. “Capital Inflows to Latin America: A Stop-Go Story?” *NBER Working Paper Series* 6441, 1998.
- EICHENGREEN, Barry; MODY, Ashoka. What Explains Changing Spreads on Emerging-Market Debt.” *NBER Working Paper* (6408), p. 1–46, 1998.
- GARRETT, Geoffrey. Global markets and National Politics: Collision Course or Virtuous Circle?” *International Organization* 52 (4), p. 787–824, 1998.
- GAVIN, Michael, HAUSMANN, Ricardo LEIDERMAN, Leonardo. Macroeconomics of Capital Flows to Latin America.” *Working Paper IADB* 4012 (3), p.389–431, 1995.
- GOOPTU, Sudarshan. Portfolio Investment Flows to Emerging Markets. *Debt and International Finance - International Economics Department, The World Bank Working Paper* 1117, 1993.
- GRIFFITH-JONES, Stephany. International Capital Flows to Latin America. Serie Reformas Economicas 55 - Prepared for the project Growth, Employment and Equity: Latin America in the 1990s, 2000.
- HIBBS, Douglas. Political Parties and Macroeconomic Policies. *American Political Science Review* 71(4), p. 1467–87, 1977.
- HIRSCHMAN, Albert O. Exit, Voice and the State. *World Politics* 31(1), p. 90–107, 1977.
- HUBER, Evelyne, MUSTILLO, Thomas STEPHENS, John D.. Politics and Social Spending in Latin America. *The Journal of Politics* 70(2), p. 420–436, 2008.
- IZQUIERDO, Alejandro, ROMERO, Randall; TALVO, Ernesto. Booms and Busts in Latin America: The Role of External Factors. *IADB Working Paper* (631), p. 2–31, 2008.
- JENSEN, Nathan; SCHMITH, Scott. Market Responses to Politics: The Rise of Lula and the Decline of Brazilian Stock market. *Comparative Political Studies* 38, p. 1245–1270, 2005.
- KAHLER, Miles. External Influence, Conditionality and the Politics of Adjustmen. In *The Politics of Economic Adjustment*, ed. Stephan Haggard Robert R. Kaufman. New Jersey: Princeton University Press p. 89–138, 1992.
- KAHLER, Miles. Introduction: Capital Flows and Financial Crises in the 1990s. In *Capital Flows and Financial Crises*, ed. Miles Kahler. New Jersey: Council of Foreign Relations, 1998. p. 69–92.
- KAUFMAN, Robert R.; SEGURA-UBIERGO, Alex. Globalization, Domestic Politics, and Social Spending in Latin America: A Time-Series Cross-Section Analysis, 1973-97. *The Quarterly Journal of Economics* 53 (4), p. 553–587, 2001.
- KITSCHOLT, Herbert; LANGE, Peter; MARKS, Gary; STEPHENS, John D. Cambridge: Cambridge University Press, 1999.

- KURTZ, Marcus. The Dilemmas of democracy in the Open Economy: Lessons from Latin America. *World Politics* 56, p. 262–302, 2004.
- KURTZ, Marcus J. Sarah M. BROOKS. 2008. “Embedding Neoliberal Reform in Latin America.” *World Politics* 60, p. 231–280.
- LEBLANG, David A. The Political Economy of Speculative Attacks in the Developing World. *International Studies Quarterly* 46, p. 69–91, 2002.
- LINDBLOM, Charles. The Market as prison. *The Journal of Politics* 44(2), p. 324–336, 1982.
- LINDERT, Peter H.; MORTON, Peter J. How Sovereign Debt Has Worked. In *Developing Country Debt and the World Economy*, ed. Jeffrey D. Sachs. The University of Chicago Press, 1989. p. 225–36.
- LOPEZ DE SILANES, Florencio, BOTERO BOTERO, Juan Carlos; DJANKOV, Simeon; LA PORTA, Rafael. “The Regulation of Labor.” *Quarterly Journal of Economics* 119(4), p. 1339–1382, 2004.
- LUPU, Noam. Cambridge University Press, 2016.
- MOSLEY, Lana. Cambridge: Cambridge University Press, 2003.
- OATLEY, Thomas. How Constraining is Capital Mobility? The Partisan Hypothesis in an Open Economy. *American Journal of Political Science* 43(4), p. 1003–1027, 1999.
- OBSTFELD, Maurice; SHAMBAUGH, Jay C.; TAYLOR., Alan M. Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves. Working paper, 2008.
- O’DONNELL, Guillermo. External debt: why don’t our governments do the obvious? *Revista CEPAL*, 1985.
- PRZEWORSKI, Adam. Structural Dependence of the State on Capital. *American Political Science Review* 82(1), p. 11–29, 1988.
- QUINN, Dennis. 1997. The Correlates of Change in International Financial Regulation. *American Political Science Review* 91.
- REINHART, Carmen Kenneth ROGOFF. Princeton: Princeton University Press, 2009.
- RENNO, Lucio Anthony SPANAKOS. Economic Fundamentals, Financial Markets, and Voting Preferences: the 1994, 1998, and 2002 Brazilian Presidential Elections” *Dados* 49 (1), 2006.
- RENNO, Lucio; SPANAKOS, Anthony. Speak Clearly and Carry a Big Stock of Dollar Reserves: Sovereign Risk, Ideology, and Presidential Elections in Argentina, Brazil, Mexico, and Venezuela. *Comparative Political Studies* 42, p. 1292–1316, 2009.
- ROBERTS, Kenneth. Economic Crisis and the Demise of the Legal Left in Peru. *Comparative Politics* 29 (1), p. 69–92, 1996.
- RODRIK, Dani. Why Do More Open Economies Have Bigger Governments? *The Journal of Political Economy* 106 (5), p. 997–1032, 1998.

- RUDRA, Nita. Globalization and the Decline of the Welfare State in Less-Developed Countries. *International Organization* 56 (2), p. 741-745, 2002.
- SACHS, Jeffrey D. Introduction. In *Developing Country Debt and the World Economy*, ed. Jeffrey D. Sachs. The University of Chicago Press, 1989. p. 1-36.
- SANTISO, Javier. New York: Pallgrave MacMillan, 2003.
- SANTISO, Javier; MARTÍNEZ, Juan. Financial markets and Politics: The Confidence Game in Latin American Emerging Markets. *International Political Science Review* 24 (3), p. 363-395, 2003.
- STALLINGS, Barbara. Berkeley and Los Angeles: University of California Press, 1987.
- STALLINGS, Barbara. International Influence on Economic Policy: Debt, Stabilization, and Structural Reform. In *The Politics of Economic Adjustment*, ed. Stephan Haggard Robert R. Kaufman. New Jersey: Princeton University Press, 1992. p. 41-88.
- STALLINGS, Barbara. Washington: Brookings Institution Press, 2006.
- STOKES, Susan. Cambridge: Cambridge University Press, 2001.
- STRANGE, Susan. New York: Basil Blackwell Ltd, 1986.
- THORP, Rosemary. Washington: IADB, 1998.
- WEYLAND, Kurt. Critical Debates Neoliberalism and Democracy in Latin America: A Mixed Record. *Latin American Politics and Society* 46 (1), p. 135-157, 2004.
- WIBBELS, Erik. 2006. Dependency Revisited: International Markets, Business Cycles, and Social Spending in the Developing World. *International Organization* 60, p. 433-468.
- WIBBELS, Erik; ARCE, Moises. Globalization, Taxation, and Burden-Shifting in Latin America. *International Organization* 57, p. 111-136, 2003.