

Apresentação de Vítor Gaspar

Desta vez é diferente

Oito Séculos
de Loucura Financeira

Carmen Reinhart
Kenneth Rogoff



Índice

<i>Lista de quadros</i>	xiii
<i>Lista de gráficos</i>	xvii
<i>Lista de caixas</i>	xxiii
<i>Apresentação a um público português</i>	xxv
<i>Prefácio</i>	xliii
<i>Agradecimentos</i>	lv
<i>Preâmbulo: algumas intuições iniciais sobre a fragilidade financeira e a natureza volúvel da confiança</i>	lvii

Parte I

Crises financeiras: manual de instruções elementar	3
---	---

– 1 –

Tipos de crises e sua datação	5
--------------------------------------	---

Crises definidas por limiares quantitativos: inflação, derrocadas cambiais e degradação monetária	6
---	---

Crises definidas por eventos: crises bancárias e incumprimentos, externos e internos	10
--	----

Outros conceitos-chave	16
------------------------	----

– 2 –

Intolerância à dívida: a gênese do incumprimento em série	23
--	----

Limiares de dívida	24
--------------------	----

Medição da vulnerabilidade	29
----------------------------	----

Clubes e regiões	31
------------------	----

Reflexões sobre a intolerância à dívida	34
---	----

– 3 –

Uma base de dados global sobre as crises financeiras, com uma visão de longo prazo	39
Preços, taxas de câmbio, degradação monetária e PIB real	40
Finanças públicas e contas nacionais	45
Dívida pública e sua composição	46
Variáveis globais	49
Cobertura geográfica	49

Parte II

Crises de dívida externa soberana	53
--	----

– 4 –

Uma digressão sobre os fundamentos teóricos das crises de dívida	55
Empréstimo soberano	58
Iliquidez <i>versus</i> insolvência	63
Incumprimento parcial e reestruturação	66
Dívida odiosa	68
Dívida pública interna	69
Conclusões	72

– 5 –

Ciclos de incumprimento soberano da dívida externa	73
Padrões recorrentes	73
Incumprimento e crises bancárias	79
Incumprimento e inflação	81
Factores globais e ciclos de incumprimento externo global	82
A duração dos episódios de incumprimento	87

– 6 –

Incumprimento externo ao longo da história	93
A história antiga do incumprimento em série: a Europa emergente, 1300-1799	93
Entradas de capital e incumprimento: uma história do «Velho Mundo»	96

Incumprimento externo soberano depois de 1800: um quadro global	97
--	----

Parte III

A história esquecida da dívida e do incumprimento internos	109
---	-----

– 7 –

Os factos típicos sobre a dívida e o incumprimento internos	111
--	-----

Dívida interna e externa	111
Maturidade, taxas de retorno e composição por moeda	113
Episódios de incumprimento interno	118
Algumas reservas com respeito à dívida interna	124

– 8 –

Dívida interna: a peça em falta para explicar o incumprimento externo e a elevada inflação	127
---	-----

Para entender o quebra-cabeças da intolerância à dívida	128
Dívida interna antes e depois do incumprimento externo	131
A literatura sobre inflação e o «imposto inflacionário»	132
Qual a base de tributação: a dívida interna ou a base monetária?	134
A «tentação de inflacionar» revisitada	135

– 9 –

Incumprimento interno e externo: qual é pior? Quem tem prioridade?	137
---	-----

PIB real antes e depois dos incumprimentos de dívida	138
Inflação antes e depois dos incumprimentos de dívida	140
A incidência de incumprimentos das dívidas a credores externos e internos	142
Sumário e discussão de temas seleccionados	146

Parte IV

Crises bancárias, inflação e derrocadas cambiais 149

– 10 –

Crises bancárias 151

Um preâmbulo à teoria das crises bancárias 153

Crises bancárias: uma ameaça de oportunidades iguais 158

Crises bancárias, mobilidade do capital e liberalização financeira 166

Bonanças nos fluxos de capitais, ciclos de crédito e preços dos activos 168

Bolhas de excesso de capacidade na indústria financeira? 174

A herança orçamental das crises financeiras revisitada 175

Viver entre escombros: algumas observações 184

– 11 –

Incumprimento pela degradação monetária: um favorito do «Velho Mundo» 187

– 12 –

Inflação e derrocadas cambiais modernas 193

Uma história antiga das crises de inflação 194

Crises modernas de inflação: comparações regionais 195

Derrocadas cambiais 201

A sequência dos episódios de elevada inflação e dos colapsos
cambiais 203

Desfazer a dolarização interna 206

Parte V

O desmoronamento do *subprime* nos EUA e a Segunda Grande Contração 211

– 13 –

A crise do *subprime* nos EUA: uma comparação internacional e histórica 215

Uma perspectiva histórica global da crise do *subprime*
e da sua sequência 216

A síndrome desta-vez-é-diferente e o período que antecede
a crise do *subprime* 220

Os riscos envolvidos no endividamento sustentado dos EUA ao resto do mundo: o debate antes da crise	221
Os episódios de crises financeiras do pós-guerra centradas na banca	228
Uma comparação da crise do <i>subprime</i> com as crises passadas nas economias avançadas	229
Sumário	235
 – 14 –	
A sequência das crises financeiras	237
Episódios históricos revisitados	239
A inversão negativa depois de uma crise: profundidade e duração	240
A herança orçamental das crises	245
Risco soberano	247
Comparações com as experiências da Primeira Grande Contracção, nos anos 30 do século XX	247
Observações finais	251
 – 15 –	
As dimensões internacionais da crise do <i>subprime</i>: resultados de contágio ou fundamentais comuns?	255
Conceitos de contágio	256
Episódios passados escolhidos	257
Fundamentais comuns e a Segunda Grande Contracção	259
Estarão mais repercussões a caminho?	261
 – 16 –	
Medidas compósitas de turbulência financeira	263
O Índice BCDI: um índice compósito de crises	264
Definição de crise financeira global	275
O encadeamento das crises: um prototipo	286
Sumário	289

Parte VI**O que aprendemos? 291****– 17 –****Reflexões sobre os alertas precoces, a graduação,
a resposta das políticas e as fraquezas da natureza humana 293**

Sobre os alertas precoces de crise 295

O papel das instituições internacionais 298

Graduação 299

Algumas observações sobre a resposta das políticas 305

A última versão da síndrome desta-vez-é-diferente 307

Anexos de dados 311

A.1. Séries macroeconómicas 313

A.2. Dívida Pública 343

A.3. Datas das crises bancárias 361

A.4. Sumários históricos de crises bancárias 367

Bibliografia 427

Índice Onomástico 447

Índice Remissivo 457

Quadros

1.1	Definição de crises: sumário dos limiares quantitativos	8
1.2	Definição de crises por acontecimentos: um sumário	12
2.1	Dívida externa à época do incumprimento: países de rendimento médio, 1970-2008	25
2.2	Dívida externa à época do incumprimento: distribuição da frequência, 1970-2008	27
2.3	Risco e dívida: painel de correlações, 1979-2007	31
3.1	A quota no PIB mundial por país, em 1913 e 1990	51
6.1	Os primeiros incumprimentos externos: Europa, 1300-1799	94
6.2	Incumprimento externo e reescalonamento: África, Europa e América Latina, no século XIX	98
6.3	Incumprimento e reescalonamento: África e Ásia, século XX até 2008	102
6.4	Incumprimento e reescalonamento: Europa e América Latina, século XX até 2008	103
6.5	O cômputo cumulativo do incumprimento e do reescalonamento: África e Ásia, ano da independência até 2008	105
6.6	O cômputo cumulativo do incumprimento e do reescalonamento: Europa, América Latina, América do Norte e Oceania, ano da independência até 2008	106
7.1	Taxas de juro da dívida interna e externa, 1928-1946	115
7.2	Episódios seleccionados de incumprimento ou reestruturação da dívida interna, 1740-1921	120

7.3	Episódios seleccionados de incumprimento ou reestruturação da dívida interna, finais da década 20 até à década de 50	121
7.4	Episódios seleccionados de incumprimento ou reestruturação da dívida interna, 1970-2008	122
8.1	Rácios de dívida à data do incumprimento: episódios seleccionados	128
8.2	Inflação e dívida pública interna: episódios seleccionados, 1917-1994	134
9.1	Produto e inflação em torno e durante as crises de dívida	142
9.2	Quem é expropriado, os residentes ou os estrangeiros? Testes preliminares à igualdade das duas proporções (distribuição binomial), 1800-2006	145
10.1	Crises de dívida e crises bancárias: África e Ásia, ano da independência até 2008	159
10.2	Crises de dívida e crises bancárias: Europa, América Latina, América do Norte e Oceania, ano da independência até 2008	160
10.3	Frequência das crises bancárias: África e Ásia, até 2008	162
10.4	Frequência das crises bancárias: Europa, América Latina, América do Norte e Oceania, até 2008	163
10.5	Resumo da incidência e frequência das crises bancárias, 1800 (ou independência) até 2008	165
10.6	Resumo da incidência e frequência das crises bancárias, 1945 (ou independência) até 2008	166
10.7	O efeito de uma bonança de fluxos de capitais na probabilidade de uma crise bancária, numa amostra de 66 países, 1960-2007	170
10.8	Ciclos de preços reais da habitação e crises bancárias	172
10.9	Contabilidade criativa? Custos de resgate das crises bancárias	176
11.1	Expropriação através da degradação monetária: Europa, 1258-1799	189
11.2	Expropriação através da degradação monetária: Europa, século XIX	190
12.1	«Incumprimento» através da inflação: Ásia, Europa e «Novo Mundo», 1500-1799	196
12.2	«Incumprimento» através da inflação: África e Ásia, 1800-2008	197
12.3	«Incumprimento» através da inflação: Europa, América Latina, América do Norte e Oceania, 1800-2008	199

13.1 Crises financeiras centradas na banca, a seguir à Segunda Guerra Mundial, nas economias avançadas	229
14.1 Défices orçamentais (nível do governo central) como percentagem do PIB	245
15.1 Crises bancárias globais, 1890-2008: contágio ou fundamentais comuns?	258
16.1 Índices de totais de construção de edifícios em países seleccionados	284
16.2 Taxas de desemprego para países seleccionados, 1929-1932	285
17.1 Indicadores de sinalização precoce das crises bancárias e cambiais: um sumário	297
17.2 Notações do <i>Institutional Investor</i> para 66 países: subidas e descidas de nível, 1979-2008	301
A.1.1 Preços: no consumidor ou índices de custo de vida	314
A.1.2 Taxas de câmbio nominais, período moderno	319
A.1.3 Taxas de câmbio na base de prata, período antigo	322
A.1.4 O conteúdo de prata das moedas	323
A.1.5 Índices do Produto Nacional Bruto e de produção, nominal e real	324
A.1.6 Produto Nacional Bruto	327
A.1.7 Despesas e receitas públicas de nível central	330
A.1.8 Exportações e importações totais	335
A.1.9 Indicadores globais e centros financeiros	338
A.1.10 Preços reais da habitação	339
A.1.11 Índices bolsistas (preços das acções)	341
A.2.1 Empréstimos obrigacionistas [<i>debentures</i>]: emissões externas de obrigações públicas	343
A.2.2 Dívida pública total (interna mais externa)	346
A.2.3 Dívida pública externa	351
A.2.4 Dívida pública interna	356
A.3.1 Datas das crises bancárias e mobilidade do capital, 1800-2008	361
A.4.1 Crises bancárias: sumários históricos, 1800-2008	367

Gráficos

P.1	Dívida externa soberana, 1800-2008: percentagem de países em incumprimento externo ou em reestruturação de dívida, ponderada pela sua quota no rendimento mundial	xxxiv
2.1	Rácios de dívida externa em relação ao PNB: incumpridores e não incumpridores, 1970-2008	28
2.2	Definição dos clubes de devedores e das regiões de intolerância à dívida	33
5.1	Incumprimento externo soberano: países em incumprimento externo ou reestruturação, não ponderados, 1800-2008	76
5.2	Incumprimento externo soberano: países em incumprimento externo ou reestruturação, ponderados pela sua quota do rendimento mundial, 1800-2008	77
5.3	Proporção de países com crises bancárias e de dívida externa: todos os países, 1900-2008 (sem ponderação)	80
5.4	Crises de inflação e incumprimento externo, 1900-2007	81
5.5	Preços dos produtos primários e novos incumprimentos externos, 1800-2008	84
5.6	Fluxos líquidos de capital provenientes dos centros financeiros e incumprimentos externos, 1818-1939	85
5.7	Duração dos episódios de incumprimento externo, 1800-2008	86
6.1	Espanha: incumprimentos e empréstimos à Coroa, 1601-1679	96

7.1	Dívida pública interna em percentagem da dívida total: todos países, 1900–2007	112
7.2	Dívida pública interna em percentagem da dívida total: economias avançadas, 1900–2007	113
7.3	Dívida pública interna em percentagem da dívida total: economias de mercado emergente, 1900–2007	113
7.4	Percentagem da dívida interna de longo prazo: todos os países e América Latina, 1914–1959	114
7.5	Dívida soberana interna: percentagem de países em incumprimento ou reestruturação, 1900–2008	119
8.1	Rácios da dívida pública em relação às receitas durante o incumprimento externo: 89 episódios, 1827–2003	129
8.2	Rácios da dívida pública em relação às receitas durante o incumprimento externo: frequência da ocorrência, 1827–2003	130
8.3	Rácios da dívida pública em relação às receitas durante o incumprimento externo: frequência acumulada da ocorrência, 1827–2003	130
8.4	A acumulação de dívida pública interna e externa na trajectória para o incumprimento externo: 89 episódios, 1827–2003	132
8.5	Saldo de dívida pública interna: China, 1895–1949	133
9.1	PIB real, antes, durante e depois das crises de dívida interna e externa, 1800–2008	138
9.2	Crises de dívida interna e externa, e PIB real, três anos antes e no ano da crise, 1800–2008	139
9.3	Preços no consumidor, antes, durante e depois das crises de dívida interna e externa, 1800–2008	140
9.4	Crises de dívida interna e externa, e inflação, três anos antes e no ano da crise, 1800–2008	141
9.5	Quem é expropriado, os residentes ou os estrangeiros? A probabilidade de incumprimento interno e externo, 1800–2006	244
9.6	Probabilidade compósita de incumprimento interno como percentagem da probabilidade total de incumprimento, 1800–2006	144
10.1	Mobilidade do capital e incidência das crises bancárias: todos os países, 1800–2008	167
10.2	Preços reais das acções e crises bancárias: 40 episódios nos mercados emergentes, 1920–2007	173

10.3	Número de bancos nos Estados Unidos, 1900–1945	175
10.4	Crescimento do PIB real <i>per capita</i> (em PPC) e crises bancárias: economias avançadas	178
10.5	Crescimento do PIB real <i>per capita</i> (em PPC) e crises bancárias: economias de mercado emergente (112 episódios)	178
10.6	Crescimento real das receitas públicas, ao nível do governo central, e crises bancárias: todos os países, 1800–1944	179
10.7	Crescimento real das receitas públicas, ao nível do governo central, e crises bancárias: todos os países, 1945–2007	180
10.8	Crescimento real das receitas públicas, ao nível do governo central, e crises bancárias: economias avançadas, 1815–2007	181
10.9	Crescimento real das receitas públicas, ao nível do governo central, e crises bancárias: economias de mercado emergente, 1873–2007	182
10.10	A evolução da dívida pública real na sequência das maiores crises do pós-guerra: mercados avançados e emergentes	183
11.1	Alterações no conteúdo de prata da moeda, 1765–1815: Áustria e Rússia, durante as Guerras Napoleónicas	191
11.2	A marcha para a moeda fiduciária Europa, 1400–1850: média do conteúdo de prata de dez moedas	191
12.1	A taxa média de inflação: média móvel de cinco anos para todos os países, 1500–2007	194
12.2	A incidência de uma taxa anual de inflação acima dos 20%: África, Ásia, Europa e América Latina, 1800–2007	202
12.3	Derrocadas cambiais: percentagem de países com taxas anuais de depreciação cambial maiores do que 15%, 1800–2007	203
12.4	Depreciação média anual: média móvel de cinco anos para todos os países, 1800–2007	204
12.5	A persistência da dolarização	205
12.6	A desdolarização dos depósitos bancários: Israel, Polónia, México e Paquistão, 1980–2002	208
13.1	A proporção de países com crises bancárias, 1900–2008, ponderados pela sua quota no rendimento mundial	217
13.2	Preços reais da habitação: Estados Unidos, 1891–2008	220
13.3	Preços reais da habitação e crises bancárias do pós-guerra: economias avançadas	231
13.4	Preços reais das acções e crises bancárias do pós-guerra: economias avançadas	232

13.5	Rácio da balança corrente em relação ao PIB, antes das crises bancárias do pós-guerra: economias avançadas	232
13.6	Crescimento PIB real <i>per capita</i> (em PPC) e crises bancárias do pós-guerra: economias avançadas	233
13.7	Dívida pública real de nível nacional e crises bancárias do pós-guerra: economias avançadas	234
14.1	Ciclos passados e presentes dos preços reais da habitação e crises bancárias	241
14.2	Ciclos passados e presentes dos preços reais das acções e crises bancárias	242
14.3	Ciclos passados do desemprego e crises bancárias	243
14.4	Ciclos passados do PIB real <i>per capita</i> e crises bancárias	244
14.5	Aumento acumulado na dívida pública real, nos três anos que seguiram às crises bancárias passadas	246
14.6	Ciclos das notações de risco soberano do <i>Institutional Investor</i> e crises bancárias passadas	247
14.7	A duração das maiores crises financeiras: 14 episódios da Grande Depressão <i>versus</i> 14 episódios do pós-Segunda Guerra Mundial (duração da queda do produto <i>per capita</i>)	249
14.8	A duração das maiores crises financeiras: 14 episódios da Grande Depressão <i>versus</i> 14 episódios do pós-Segunda Guerra Mundial (número de anos que o produto <i>per capita</i> levou para regressar ao nível anterior à crise)	250
14.9	Aumento acumulado da dívida pública real, três e seis anos após o início da Grande Depressão de 1929: países seleccionados	252
15.1	Variação percentual nos preços reais da habitação, 2002-2006	260
16.1	A proporção de países com crises bancárias sistémicas (ponderados pela sua quota no rendimento mundial) e taxas de incumprimento das empresas nos EUA (grau especulativo), 1919-2008	267
16.2	Tipos de crise: agregado mundial, 1900-2008	269
16.3	Tipos de crise: agregado das economias avançadas, 1900-2008	270
16.4	Tipos de crise: África, 1900-2008	273
16.5	Tipos de crise: Ásia, 1900-2008	274
16.6	Tipos de crise: América Latina, 1900-2008	274
16.7	Mercados bolsistas mundiais durante as crises globais: índice compósito do preço real das acções (final de período)	278

16.8 PIB real <i>per capita</i> durante as crises financeiras globais: agregados multinacionais (ponderados em PPC)	280
16.9 A espiral de contracção do comércio mundial: mês a mês, Janeiro de 1929 – Junho de 1933	281
16.10 Crescimento mundial das exportações, 1928–2009	282
16.11 Colapso das exportações, 1929–1932	283
16.12 O encadeamento das crises: um prototipo	288
17.1 Variação na notação de crédito soberano do <i>Institutional Investor</i> , 61 países, 1979–2008	304

Caixas

1.1	Glossário de dívida	10
1.2	A síndrome desta-vez-é-diferente na véspera da Derrocada de 1929	17
5.1	O desenvolvimento dos mercados internacionais de dívida soberana em Inglaterra e Espanha	73
5.2	Penalização pelo incumprimento externo: o caso insólito da Terra Nova, 1928-1933	88
5.3	Penalização pelo incumprimento externo? O caso do «bando Brady» em falta	90
6.1	A graduação francesa depois de oito incumprimentos externos, 1558-1788	95
6.2	Os primeiros tempos da América Latina nos mercados de capitais, 1822-1825	100
7.1	Dívida interna indexada a divisa externa: <i>Tesobonos</i> tailandeses?	116
16.1	Crise financeira global: uma definição operativa	276

Apresentação a um público português

Desta Vez É Diferente é diferente. Antes de Carmen Reinhart e Kenneth Rogoff terem escrito este contributo clássico, os livros publicados sobre crises financeiras seguiam uma abordagem histórica, narrativa e institucional. O exemplo mais saliente é o livro *Manias, Panics and Crashes: a History of Financial Crises* de Charles Kindleberger, publicado na década de 1970. Neste volume, padrões comuns entre episódios de crise eram expostos – seguindo de perto a análise de Minsky (1975) – mas a linha de argumentação era literária e informal (ainda que brilhante e memorável).

Desta Vez É Diferente apresenta uma panorâmica de oito séculos de história financeira, com atenção particular colocada em episódios de crise. O livro baseia-se numa nova base de séries longas que cobre sessenta e seis países na África, Ásia, Europa, América Latina, América do Norte e Oceânia. Esta base de dados é pioneira: alarga a cobertura geográfica e cronológica ao mesmo tempo que aumenta a lista de séries macroeconómicas e financeiras incluídas quando comparada com qualquer fonte alternativa disponível até à publicação do livro. A investigação quantitativa dos autores abriu caminho a uma frutuosa linha de investigação com o objectivo de documentar sistematicamente factos relevantes relativos a crises financeiras. Nesta linha destacam-se Claessens, Kose e Terrones (2008), Jordà, Schularick e Taylor (2011a, b), Laeven e Valencia (2012) e Schularick e Taylor (2011).

A documentação de factos empíricos relevantes é, por sua vez, a base para a modelação quantitativa. Brunnermeier e Sannikov (2012), He e Krishnamurthy (2012) e Boissay, Collard e Smets (2012) são exemplos de investigação recente neste domínio. Neste último trabalho são explicitamente identificados três factos estilizados, a saber: primeiro, crises bancárias sistémicas são acontecimentos raros; segundo, recessões associadas com crises bancárias sistémicas são mais profundas e mais longas do que recessões cíclicas normais; terceiro, crises bancárias sistémicas têm o seu início no culminar de episódios de forte aumento de despesa financiada por crédito.

Esta identificação de factos estilizados pode ser reportada à investigação refletida no livro de Reinhart e Rogoff. De facto, os autores usam a riqueza da base de dados para extraírem padrões comuns entre os múltiplos episódios de crise que identificaram. O tema central que revelam é o de que a acumulação excessiva de dívida pelo sector público, bancos, empresas não financeiras e famílias está na raiz da grande maioria das crises. Frequentemente os riscos sistémicos associados com a acumulação excessiva de dívida são subestimados durante os períodos de expansão. Nesses períodos, políticos, responsáveis pela condução da política económica ou financeira, banqueiros, empresários, académicos e o público em geral partilham, em muitos casos, a forte convicção que *desta vez é diferente*. Esta convicção partilhada é fundamentada num conjunto vasto de fatores importantes que incluem, entre outros, progresso tecnológico, liberalização e integração financeira internacional, melhorias na condução de políticas macroeconómicas de estabilização, maior robustez nos mecanismos de controlo de risco e governação das organizações financeiras (autorregulação), e reforço da regulamentação e supervisão prudencial. Estes fatores justificariam a abertura de perspetivas de uma nova era de prosperidade e estabilidade em que as restrições do passado estariam ultrapassadas.

Reinhart e Rogoff mostram que a maior parte das expansões de despesa agregada, financiadas por expansão de crédito, «acaba mal». No entanto, ao fim de algum tempo a crise é esquecida dando lugar ao próximo ciclo de *boom* e *bust*. No livro são consideradas crises nas suas múltiplas vertentes: crises de dívida soberana (internas e externas), crises bancárias, crises cambiais, e aumentos de inflação. No entanto, a atenção dos autores centra-se nas crises bancárias e nas crises de dívida soberana.

A descrição no Prefácio é muito clara:

«Se há tema comum no extenso conjunto de crises que estudamos neste livro, é o de que a excessiva acumulação de dívida, de dívida pública, dos bancos, das empresas ou dos consumidores, traz frequentemente consigo um risco

sistémico maior do que parece durante o *boom*. As infusões de dinheiro podem criar a aparência de que o governo está a gerar na economia mais crescimento do que na realidade está. As bebedeiras de crédito no sector privado podem inflacionar os preços da habitação e das acções, muito para lá dos níveis sustentáveis a longo prazo, e fazer os bancos parecerem mais estáveis e rentáveis do que de facto são. Esta acumulação de dívida em larga escala gera riscos, porque torna a economia vulnerável a crises de confiança, em especial quando a dívida é de curto prazo e precisa de ser constantemente refinanciada. É com demasiada frequência que os *booms* induzidos por dívida fornecem uma falsa abonação das políticas públicas, da capacidade de uma instituição financeira de gerar enormes lucros, ou do nível de vida de um país. A maior parte deles acaba mal. Obviamente que os instrumentos de dívida são cruciais para todas as economias, antigas e modernas, mas ponderar correctamente o risco e as oportunidades da dívida é sempre um desafio, um desafio que os decisores políticos, os investidores e os cidadãos comuns não devem nunca esquecer.»

Cerca de um terço do livro é dedicado à identificação de lições para a condução de política e à interpretação da crise de 2007-201?. Os autores designam a crise que vivemos, desde 2007, como a Segunda Grande Contração económica (a primeira terá sido a Grande Depressão dos anos 1930). Muitos dos padrões que identificaram como associados a crises financeiras sistémicas vieram a ser confirmados pela evolução depois de 2009.

O remanescente desta apresentação está organizado como se segue: na primeira secção são apresentados alguns contributos recentes dos autores, posteriores à divulgação do presente livro. Esses contributos são importantes precisamente para aferir a importância do livro para a investigação subsequente. São também importantes porque ilustram o valor do livro para a compreensão da crise global de 2007-201?. A secção 2 centra-se em aspetos relevantes para Portugal no contexto da crise das dívidas soberanas na área do euro. Finalmente, a secção 3 conclui.

1. Alguns contributos recentes de Reinhart e Rogoff

Esta secção sumaria alguns contributos recentes dos autores que, penso, poderão ajudar a completar a perspectiva em *Desta Vez É Diferente*. Depois da publicação, os autores continuaram a investigar os efeitos decorrentes da acumulação excessiva de dívida. Focaram a sua atenção nos efeitos de níveis de endividamento excessivo sobre o crescimento económico. Preocuparam-se