

JOÃO SAYAD

# Dinheiro, dinheiro

*Inflação, desemprego,  
crises financeiras e bancos*



PORTFOLIO  
PENGUIN

Copyright © 2015 by João Sayad  
A Portfolio Penguin é uma divisão da Editora Schwarz s.a.

*Grafia atualizada segundo o Acordo Ortográfico da Língua Portuguesa de 1990,  
que entrou em vigor no Brasil em 2009.*

PORTFOLIO and the pictorial representation of the javelin thrower are trademarks of Penguin Group (USA) Inc. and are used under license. PENGUIN is a trademark of Penguin Books Limited and is used under license.

CAPA Carlo Ciro Girard

PREPARAÇÃO Marina Vargas

ÍNDICE REMISSIVO Luciano Marchiori

REVISÃO Isabel Jorge Cury  
Valquíria Della Pozza

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)  
(Câmara Brasileira do Livro, SP, Brasil)

---

Sayad, João

Dinheiro, dinheiro : inflação, desemprego, crises financeiras e bancos / João Sayad. — 1ª ed. — São Paulo : Porfolio Penguin, 2015.

ISBN 978-85-8285-017-6

1. Bancos 2. Capitalismo 3. Crises financeiras 4. Desemprego  
5. Dinheiro 6. Inflação 7. Mercado de capitais 8. Política econômica 9. Política monetária I. Título.

15-02690

CDD-332.4

---

Índice para catálogo sistemático:

1. Dinheiro : Economia

332.4

[2015]

Todos os direitos desta edição reservados à

EDITORA SCHWARCZ S.A.

Rua Bandeira Paulista, 702, cj. 32

04532-002 — São Paulo — SP

Telefone: (11) 3707-3500

Fax: (11) 3707-3501

[www.portfolio-penguin.com.br](http://www.portfolio-penguin.com.br)

[atendimentoaoleitor@portfolio-penguin.com.br](mailto:atendimentoaoleitor@portfolio-penguin.com.br)

# Sumário

|                                                                                            |    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Introdução . . . . .                                                                       | 11 |
| I. O DEBATE ENTRE KEYNES, OS CLÁSSICOS E SEUS HERDEIROS                                    |    |
| 1. A síntese neoclássica . . . . .                                                         | 19 |
| 2. O produto nacional . . . . .                                                            | 23 |
| 3. O lado real . . . . .                                                                   | 28 |
| 4. O lado monetário . . . . .                                                              | 33 |
| 5. O equilíbrio — mercado monetário e mercado<br>real ligados pela taxa de juros . . . . . | 37 |
| 6. Desemprego e salários nominais rígidos . . . . .                                        | 42 |
| 7. Como se faz política monetária nos modelos<br>dos economistas . . . . .                 | 45 |
| 8. A reação monetarista . . . . .                                                          | 51 |
| 9. A quantidade ótima de dinheiro para os<br>monetaristas: uma proposta radical . . . . .  | 57 |
| 10. Moeda e crédito . . . . .                                                              | 60 |
| 11. A reação novo-clássica . . . . .                                                       | 66 |

|                                                                        |    |
|------------------------------------------------------------------------|----|
| 12. A nova política monetária: o regime de metas de inflação . . . . . | 72 |
| 13. Os novos keynesianos . . . . .                                     | 79 |
| 14. Duas visões sobre o dinheiro . . . . .                             | 82 |

II. BANCO CENTRAL, MERCADOS MONETÁRIOS E MERCADOS FINANCEIROS

|                                                         |     |
|---------------------------------------------------------|-----|
| 15. Currency School e Banking School . . . . .          | 89  |
| 16. Uma economia nominal . . . . .                      | 94  |
| 17. Crises financeiras ou economia planejada? . . . . . | 97  |
| 18. A hierarquia dos dinheiros. . . . .                 | 100 |
| 19. A produção de liquidez — os dealers . . . . .       | 104 |

III. O QUE É DINHEIRO?

|                                                                                     |     |
|-------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 20. O que é dinheiro — Keynes e Kaldor . . . . .                                    | 111 |
| 21. Bitcoins . . . . .                                                              | 117 |
| 22. Uma moeda mercadoria . . . . .                                                  | 120 |
| 23. Respostas mais interessantes . . . . .                                          | 130 |
| 24. O que é dinheiro? Georg Simmel . . . . .                                        | 133 |
| 25. Arqueologia do dinheiro . . . . .                                               | 137 |
| 26. O dinheiro em Marx . . . . .                                                    | 141 |
| 27. O dinheiro como mito . . . . .                                                  | 143 |
| 28. Antropologia do dinheiro — A violência da moeda e o desejo dos outros . . . . . | 149 |

IV. EVENTOS ESPETACULARES

|                                             |     |
|---------------------------------------------|-----|
| 29. O que causa inflação?. . . . .          | 159 |
| 30. Os custos da inflação . . . . .         | 167 |
| 31. A hiperinflação alemã: 1920-3 . . . . . | 175 |
| 32. A Grande Depressão de 1930. . . . .     | 184 |
| 33. A inflação latino-americana . . . . .   | 194 |
| 34. Não existe inflação de custo. . . . .   | 200 |

|                                                                                                |     |
|------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 35. A inflação brasileira . . . . .                                                            | 205 |
| 36. O Plano de Ação Econômica do Governo (Paeg) e a<br>indexação . . . . .                     | 213 |
| 37. A economia indexada . . . . .                                                              | 218 |
| 38. Desindexação ou indexação total . . . . .                                                  | 229 |
| 39. O Plano Real . . . . .                                                                     | 236 |
| 40. Como funciona o regime de metas de inflação . . . . .                                      | 241 |
| 41. Como as taxas Selic influenciam a economia . . . . .                                       | 243 |
| 42. Taxas cambiais fixas e flutuantes . . . . .                                                | 246 |
| 43. Regime de metas de inflação e taxas cambiais<br>flutuantes . . . . .                       | 251 |
| 44. Mudança de regime: um exemplo prático do<br>que é dinâmica . . . . .                       | 257 |
| 45. Por que as taxas de juros reais no Brasil<br>estão entre as mais altas do mundo? . . . . . | 260 |
| 46. O sistema financeiro internacional depois de 1973 . . . . .                                | 264 |
| 47. A crise de 2007-8 . . . . .                                                                | 274 |
| 48. A regulamentação e a desregulamentação dos<br>mercados financeiros . . . . .               | 281 |
| 49. A crise na zona do euro . . . . .                                                          | 284 |
| 50. Monetaristas e keynesianos nas reações às crises . . . . .                                 | 291 |
|                                                                                                |     |
| V. SÍNTESE E CONCLUSÕES                                                                        |     |
| 51. O debate . . . . .                                                                         | 297 |
| 52. Uma economia monetária . . . . .                                                           | 302 |
| 53. As crises . . . . .                                                                        | 305 |
| 54. À guisa de conclusão . . . . .                                                             | 307 |
|                                                                                                |     |
| <i>Apêndice</i> . . . . .                                                                      | 313 |
| <i>Notas</i> . . . . .                                                                         | 317 |
| <i>Índice remissivo</i> . . . . .                                                              | 333 |

**I. O DEBATE ENTRE KEYNES,  
OS CLÁSSICOS E SEUS HERDEIROS**

# 1. A síntese neoclássica

A *Teoria geral* de Keynes provocou uma revolução no pensamento econômico. Argumentou que o desemprego poderia ser uma característica estável da economia capitalista se o governo não implementasse políticas que alterassem seu andamento. A crise de 1930 já durava seis anos e havia afetado a economia do mundo inteiro quando Keynes lançou o livro que propõe a utilização das políticas monetária e fiscal para atenuar o problema do desemprego.

As ideias de Keynes foram apresentadas inicialmente, de forma segmentada, em seminários na London School of Economics, onde estava também o economista austríaco Friedrich Hayek, convidado especialmente para combater as ideias ainda iniciais de Keynes.<sup>1</sup> Hayek argumentava que tentativas de intervenção criariam uma solução efêmera que não resolveria o problema. Desemprego e baixo nível de atividade teriam que ser resolvidos espontaneamente pelo funcionamento do mercado.

Hayek não dominava a língua inglesa e expunha modelos de difícil compreensão. Keynes, professor em Cambridge, era um

polemista notável que já havia ocupado posições de destaque no governo inglês. O debate foi dominado por Keynes, e o pensamento de Hayek só foi resgatado muito mais tarde, nos últimos trinta anos do século xx. Hayek temia que a intervenção governamental acabasse transformando a economia capitalista numa sociedade totalitária, como estava vendo acontecer na Alemanha nazista e na União Soviética stalinista. Keynes argumentava que a redução do desemprego por meio de políticas governamentais era necessária exatamente para evitar os desastres nazista e stalinista. Como pensamento revolucionário, demandou tempo para que fosse compreendido. No Brasil, até o início dos anos 1960, disciplinas de macroeconomia se resumiam a aulas de contabilidade nacional. A agregação de variáveis econômicas como o Produto Interno Bruto (PIB), o Produto Nacional Bruto (PNB) ou a renda nacional era uma atividade complexa e não fazia parte, naquela época, do currículo universitário nem figurava em matérias jornalísticas ou discussões políticas. No mundo dos economistas em geral a mesma dificuldade estava presente. Em 1937, John Hicks apresentou um modelo, chamado posteriormente de IS-LM,<sup>2</sup> no qual sumarizava as ideias de Keynes. Foi uma apresentação simplificada da *Teoria geral* que permitiu a difusão das ideias de Keynes.<sup>3</sup>

O modelo é estático, isto é, apresenta pontos de equilíbrio do mercado, deixando de lado o tempo que o mercado necessitaria para se ajustar e chegar a um novo equilíbrio. Um modelo estático mostra pontos de equilíbrio como se fossem fotografias de duas situações diferentes (uma situação de pleno emprego, por exemplo, e uma situação de desemprego) sem levar em conta a trajetória para o novo equilíbrio e se este seria alcançado. A afirmação de Keynes de que “no longo prazo, estaremos todos mortos”, uma afirmação sobre o tempo de ajuste, não pode ser demonstrada no modelo.



No caso da teoria monetária, o argumento clássico é que um aumento na oferta de meios de pagamento representaria um aumento no nível geral de preços. Se a quantidade de moeda aumentasse 10%, os preços no novo equilíbrio aumentariam 10% e o aumento teria sido inócuo. Não é considerado o que ocorre durante os dois equilíbrios, isto é, como a inflação entre os dois períodos poderia alterar o resultado.

Keynes afirma que os investimentos são determinados pelos *animal spirits*, isto é, pelos humores da alma (*animal*), como a bília, o sangue e outros humores (*spirits*) que, na medicina antiga, explicariam as doenças e o temperamento das pessoas. O destino da economia depende dos investimentos. Assim, crescimento e desemprego estavam à mercê desses humores. O destino da economia capitalista dependia da volubilidade do ânimo dos capitalistas. No modelo neoclássico, a demanda de investimentos é apresentada como uma função decrescente da taxa de juros, deixando de lado a volatilidade das decisões de investir.

O modelo é uma “teoria geral” que inclui todos os casos: o caso clássico, o caso keynesiano e situações extremas como as crises financeiras. É uma teoria unificadora que trata o caso clássico como caso especial. Assim como a teoria da relatividade geral abrange a mecânica newtoniana como caso especial. Além disso, a teoria keynesiana e a interpretação neoclássica tratam de uma economia fechada, isto é, de uma economia com pouca mobilidade de capital financeiro entre diferentes países, na qual importação e exportação são deixadas de lado.

Os monetaristas criticam a teoria keynesiana como explicação da crise de 1930. Keynes não deveria ter-se dado a tanto trabalho para explicar o desemprego na Inglaterra, que, para eles, resultava antes da taxa cambial sobrevalorizada da libra do que das modificações teóricas apresentadas por Keynes. Somente nos anos 1980, os livros-texto passam a tratar da economia como um siste-

ma aberto que exporta, importa e no qual o dinheiro pode se movimentar entre diferentes economias nacionais.<sup>4</sup>

A teoria keynesiana é analisada com base em um modelo de equilíbrio geral em diferentes mercados. A economia é composta de três mercados: o mercado dos produtos, o PIB, o mercado da moeda e o mercado de trabalho. O desequilíbrio em um desses mercados representa desequilíbrio em outro. Vale a lei de Walras: a soma dos desequilíbrios é igual a zero. Um excesso de oferta no mercado de dinheiro gera excesso de demanda no mercado de bens (PIB), ou um excesso de oferta de mão de obra gera excesso de oferta no mercado de produtos. E o desequilíbrio desses mercados pode ser resolvido por variações nos preços de cada um: variações na taxa de juros, no salário nominal ou no nível geral de preços.

Por essas razões, o modelo é tido como uma simplificação e uma versão atenuada da teoria keynesiana. Na *Teoria geral* de Keynes as variações de preços em cada um desses mercados podem levar ou não ao equilíbrio. Mas é essa versão do pensamento keynesiano que será apresentada pelos livros-texto de economia, como a *Introdução à análise econômica*, do professor Paul Samuelson, e que será divulgada nas faculdades de economia.<sup>5</sup> Torna-se a base comum de análise macroeconômica entre jornalistas, economistas e autoridades encarregadas de formular políticas econômicas.

## 2. O produto nacional

O modelo de equilíbrio geral tem como objetivo explicar o comportamento do PIB e do nível de emprego e como as políticas monetária e fiscal podem alterar esses valores. A inflação pode ser tratada pelo modelo, mas não é a sua preocupação fundamental. Estamos em 1937 e os problemas principais são a deflação e o desemprego.

O PIB é o valor agregado da produção de todos os bens e serviços da economia durante um ano. É uma variável-fluxo (como a quantidade de água que sai de uma torneira por minuto): produção por ano, renda nacional por ano. E é variável real, isto é, mede a produção de bens e serviços, coisas que exigem esforço para serem produzidas e têm utilidade, isto é, atendem à demanda dos consumidores e das empresas.

O PIB pode ser consumido, investido, exportado ou importado. É plástico, isto é, pode se converter em consumo, em poupança (não consumo) ou em investimento. Essa medida só pode ser aplicada a uma economia complexa e moderna na qual a produção pode ser alterada, produzindo-se mais geladeiras hoje e menos

automóveis, ou mais soja e menos canhões, sem grande alteração de preços relativos. Ao medir a produção como um agregado, o modelo deixa de lado as questões microeconômicas; abandona as árvores para considerar a evolução da floresta, não importa se uma floresta de carvalhos ou de aroeiras. O que interessa é o tamanho total da floresta, independentemente de seus componentes.

Trata-se portanto de medida construída para uma economia complexa. Não poderia ser utilizada para medir o nível de atividade de uma tribo indígena do Brasil ou da civilização egípcia. Aliás, não há por que se preocupar com o nível de atividade nesses casos. Não há desemprego nem variações do nível de atividade que precisem de correção. Não deveria ser utilizada para uma economia como as antigas economias da América Central especializadas na produção de bananas, nem para o Brasil quando o café era o produto mais importante da economia brasileira. Nesses casos, o PIB representaria principalmente a produção de um bem só, café ou bananas, que deveriam ser estudados como mercados específicos.

A macroeconomia tem preocupações específicas — o nível de atividade e o desemprego — que não fazem parte das preocupações de uma economia primitiva. Mais tarde, o PIB passa a ser considerado uma medida do nível de bem-estar e é substituído por outros índices, como o Índice de Desenvolvimento Humano (IDH). Mas a preocupação fundamental da medida se refere ao emprego e à possibilidade de que a economia esteja produzindo abaixo do que poderia produzir.

A possibilidade de desemprego e baixa produção não faz parte da agenda dos clássicos, para os quais a produção estaria sempre em pleno emprego e produzindo o máximo possível. Para o pensamento clássico, a economia capitalista é racional — produz bens e serviços para atender às necessidades de consumo da população. Os bens são escassos, a demanda é insaciável e não poderia haver “excesso” de mão de obra ou capacidade ociosa.

Quem produz alguma coisa além do que necessita para o consumo próprio produz porque quer trocar por outra coisa ou, na linguagem da lei de Say, a oferta (a decisão de produzir) cria a sua própria demanda. O oleiro produz tijolos para comprar trigo e o fazendeiro produz trigo para comprar tijolos. Ninguém trabalharia para produzir e ficar com dinheiro guardado debaixo do colchão. Trabalhar para juntar dinheiro e não para trocar por outros bens e serviços seria comportamento patológico e excepcional.

É a existência do dinheiro que nos permite falar em PIB. Pois para somar diferentes produtos é preciso somar maçãs e laranjas e canhões, e essa soma só pode ser feita através de um denominador comum, os preços, que são expressos em dinheiro. Além disso, a possibilidade de haver desemprego depende da existência de dinheiro.

Para os clássicos, o dinheiro é apenas um expediente que facilita as trocas. O dinheiro poderia ser qualquer produto — maçãs ou laranjas — e o produto nacional poderia ser medido em termos de frutas. Se uma maçã pode ser trocada no mercado por duas laranjas, uma economia que produz dez maçãs e dez laranjas por ano teria um produto nacional bruto equivalente a quinze maçãs ou trinta laranjas por ano. O dinheiro é uma convenção simples. No fim dos tempos, quando a economia capitalista fechasse o balanço pela última vez, não haveria ninguém com saldo de dinheiro em caixa. Pois o dinheiro é um expediente que facilita as trocas e não tem outra utilidade a não ser essa.

Na teoria keynesiana o dinheiro é mais importante. Além de facilitar as trocas, é unidade de conta e reserva de valor, isto é, todos os bens têm preços expressos em dinheiro, que pode ser acumulado para ser trocado mais tarde ou no momento oportuno por bens e serviços. Em Marx, a escolha de um produto como representante geral do valor de cada mercadoria muda a sua natureza. Ele deixa de ser um produto como outro qualquer e passa a ser o representante geral do valor. É uma mercadoria abstrata

entre várias mercadorias singulares. Como se entre os bois no pasto existisse “o boi”, que existe apenas no mundo ideal das formas de Platão.<sup>1</sup> No final dos tempos, quando a economia capitalista fizesse o seu último balanço, haveria grande saldo de dinheiro retido em caixa. Se o final fosse previsto, os saldos de caixa, de dinheiro como representante geral do valor, seriam muito grandes — talvez maiores do que em tempos normais por causa da incerteza criada pela ameaça do fim da economia capitalista.

Tudo o que é produzido é distribuído como rendas — salário, aluguéis e lucro. Lucro é a diferença entre o pagamento dessas rendas e o valor do produto nacional. Portanto, o produto nacional é sempre igual à renda nacional.<sup>2</sup> A renda nacional pode ser consumida ou não. A parcela não consumida se chama poupança. Numa economia sem dinheiro, a parcela da renda não consumida, a poupança, é sempre investida, isto é, transformada em máquinas, estoques, casas, ou seja, vira investimento.

Numa economia com dinheiro e outros ativos financeiros, o que não é consumido pode ser guardado no banco. E o banco pode emprestar para quem queira gastar acima da sua renda anual ou investir. Ou não. Se o dinheiro distribuído como renda nacional não é gasto, a lei de Say não funciona. A oferta cria demanda por bens e dinheiro. E a demanda por dinheiro pode ser transformada em investimentos ou não. Se não for, teremos uma oferta agregada de bens e serviços maior do que a demanda agregada. Oferta maior do que demanda gera ou queda dos preços ou desemprego. Essa é a preocupação keynesiana. O problema keynesiano de desemprego ou falta de demanda agregada está localizado na especialização entre poupadores e investidores. Como são pessoas diferentes, é o funcionamento do mercado monetário que está no centro do problema.

Só existem macroeconomia, desemprego e inflação porque existe dinheiro. Na Universidade de Chicago, onde predomina o

pensamento monetarista, o curso de macroeconomia é chamado apropriadamente de “Money”. O professor Milton Friedman, da Universidade de Chicago, afirmava que “as pessoas trabalham para viver”, e não vivem para trabalhar. Na proposta keynesiana, em economias capitalistas as pessoas podem “viver para trabalhar”, isto é, trabalhar para ganhar dinheiro e não para comprar bens e serviços. Marx afirma a mesma coisa quando diz que “o sujeito é o capital”. Ou seja, o que move a economia capitalista é o capital que sempre procura se valorizar. E não os desejos dos consumidores.

Se o dinheiro fosse representado por algum bem que exigisse grande quantidade de trabalhadores e máquinas para ser produzido, se fosse representado por pirâmides ou maçãs, o problema macroeconômico de desemprego e inflação não existiria. A demanda por dinheiro geraria demanda por pirâmides e maçãs, que seria atendida pela produção de bens, um bem específico, e o excesso de oferta ou falta de demanda agregados não existiriam. O dinheiro seria parte do mundo real e não do mundo simbólico ou imaginário. A presença do dinheiro como instituição mais importante da economia capitalista é que permite a existência de desemprego e inflação. A economia não consegue explicar por que o ouro ou outros objetos que estão fora da vida econômica são a expressão material do dinheiro.