Entrevista com Carlos Kawall

Leonardo Proença, Marcella Cassemiro, Carlos Kawall, Francesco Castilla, Gabriel Teodoro, Toshiro Tokuyoshi

Carlos Kawall é formado em Economia pela FEA-USP, com mestrado e doutorado em Economia pela Unicamp. Iniciou sua careira na área acadêmica, mas logo ingressou no mercado financeiro passando pelo Banespa e Citibank. Também teve sucesso no setor público, onde foi diretor financeiro do BNDES e Secretário do Tesouro. Atualmente, Kawall é economista chefe do Banco Safra.

Você poderia nos contar um pouco sobre a sua trajetória profissional, como entrou no Mercado Financeiro e como tudo começou?

Minha trajetória foi bem diversificada, com várias experiências acadêmicas e profissionais. Eu cursei economia na FEA-USP, em uma época em que o presidente da república era o General Figueiredo. Ele levou para o ministério quem era mais representativo da economia da USP a época, o então Ministro Delfim Netto, e várias pessoas que se formaram com ele. Na sequência fiz mestrado e doutorado na UNICAMP, que possui uma linha mais desenvolvimentista. Hoje minha linha de pensamento é completamente oposta ao desenvolvimentismo.

Isso me conduziu a uma carreira profissional inicialmente mais ligada ao meio acadêmico. Então comecei a lecionar, já bem jovem, com 23 anos, na UNESP, em Araraquara, e logo depois fui fazer pesquisa na FUNDAP, do governo do Estado de São Paulo, seguindo essa linha acadêmica.

Eu ainda dou aula, eu gosto muito de dar aula, mas o que me tirou da vida acadêmica foi a possibilidade que eu tive em determinado momento - em 1991 - de trabalhar com um professor da UNICAMP no BANESPA, na área de banco de investimentos.

Naquele ano o Collor iniciou o programa de privatização. À época, as estatais que estavam sendo incluídas no plano estavam quase todas quebradas. Então, criou-se a possibilidade de você pagar as privatizações com dívidas das próprias empresas que não tinham como pagá-las. O credor pegava a dívida e a usava como moeda de privatização, comprando com um deságio ou vendendo para alguém que entrasse no leilão.

O Banespa, como outros bancos públicos e mesmo privados, tinha muitos créditos contra estatais e o programa de privatização era uma oportunidade de se desfazer disso e fazer liquidez. Eu trabalhei exatamente na área que estava fazendo isso e me envolvi no programa de privatização. Eu tive outra visão do setor público. Vi que o Estado não podia mais direcionar e dirigir a economia. Além dessa mudança de perspectiva, o lado empresarial me atraiu muito, eu gostei do setor bancário. Então, acabei regressando a esse órgão de origem, a FUNDAP, e resolvi fazer minha tese de doutorado sobre mercado de capitais, incluindo privatização.

Por convite de um amigo, eu fui trabalhar na CESP, empresa de energia do Estado, quando se iniciou o processo de sua privatização. Mas, de repente, surgiu uma oportunidade por indicação de um colega da FEA para trabalhar no Citibank e virei economista chefe

de lá. Então, entrei no mercado financeiro "para valer", em 1996, com 35 anos. Em 2005, fiz outro movimento, fui trabalhar no BNDES como Diretor Financeiro. Mas, já em 2006, recebi o convite para ser Secretário do Tesouro. Eu não tinha planos de ir para Brasília nem de fazer carreira no governo. Então, fiquei nesse cargo por 9 meses, até o final do ano. Logo em seguida, acabei me envolvendo novamente com o setor privado, tive uma experiência em um fundo de investimento, o Rio Bravo, por 6 meses. Mas surgiu uma oportunidade de trabalhar na Bolsa de Valores como Diretor Financeiro, CFO, fiquei lá por 3 anos até vir para o Banco Safra, há 7 anos.

Eu passei pelas três grandes opções que um economista tem: o lado acadêmico, o qual eu continuo ativo, dando aulas no mestrado profissional da FGV; a experiência no setor público, tanto no estado de São Paulo quanto no governo Federal; e no setor privado e financeiro, que é o trabalho com que mais me identifico.

Vamos explorar mais essa parte do BNDES. Como você vê essa situação de o Governo passado ter elegido as "Campeãs Nacionais" para conceder crédito subsidiado? Isso foi prejudicial para o desenvolvimento do país, ou realmente era necessário ser feito?

Acho que foi completamente errada essa ideia de escolher o vencedor e o perdedor, esse ou aquele setor. Hoje sabemos que deu errado, então fica mais fácil. Mas não é certo privilegiar um monte de empresas em detrimento de outras.

Na verdade, acho que essa estratégia, deixou para trás o próprio interesse do consumidor. O BNDES concentrou muito risco, em várias operações, onde a maioria delas deu errado. Então o que se defende normalmente são políticas horizontais. Você não vai privilegiar uma empresa em detrimento de outra, ou setores.

Hoje temos que o BNDES é o investidor institucional no Brasil, com uma carteira de 68 bilhões de reais em ações no setor privado, e o governo Temer está tentando reverter a situação. Então, só esse ano já foram desmontados cerca de 3 bilhões e meio, em ritmo cada vez mais acelerado. Você chegou a comentar em algumas entrevistas que existe o risco de desmonte e perda de lucro no caso. Como você vê essa situação?

Não acho que as participações do governo sejam o maior problema porque essa carteira, em boa medida, é uma herança de decisões passadas, algumas delas muito antigas, e em muitas delas o BNDES participa do bloco de controle. Tem ações da Petrobras, Eletrobrás. Se você não for privatizar a empresa, você não pode vender. Agora, ter hoje essas ações parece não fazer muito sentido. Mas também não faz sentido a ideia de vender estas participações rapidamente. Você não pode vender a qualquer preço. Se isso for feito, o Ministério Público pode entrar com um processo pela dilapidação do patrimônio público. É complicado fazer em um ritmo pré-determinado. A representatividade do BNDES não veio das carteiras de ações, mas das operações de crédito.

Nesse governo outra medida que foi tomada foi substituir, pelo menos momentaneamente, a TJLP pela TLP, exatamente para reduzir essa questão de crédito subsidiado para as empresas. Qual sua opinião sobre isso?

É consenso no mercado que é uma medida altamente favorável. A TJLP, na sistemática vigente até hoje, permite, ao ser reduzida abaixo da SELIC, que se conceda subsídios que não aparecem no orçamento, os chamados subsídios implícitos. A TLP vai criar uma transição. Em 5 anos, não vai ser dado esse subsídio implícito, então ele terá que ser colocado no orçamento. A discussão com relação a TLP e TJLP envolve os setores que se beneficiam desses subsídios.

Estamos passando por um ciclo de afrouxamento monetário. Dentro desse contexto, duas coisas. Primeiro, por que o Brasil demorou tanto para fazer esse afrouxamento monetário que tem sido visto desde 2009 nos demais países? Segundo, você acredita que esse ciclo pode continuar para o ano que vem, se a gente levar em conta a deterioração das contas fiscais?

Demorou porque em um cenário existia inflação e em o outro não. A economia brasileira teve um movimento cíclico completamente diferente. A crise lá fora foi fortíssima e aqui a economia não sentiu tanto e passou ao longo dos anos de 2010, 2011, com um crescimento muito grande e queda do desemprego. A inflação começou a subir, a economia começou a dar sinais de fadiga já por conta da ausência de reformas e de todo o intervencionismo. O governo quis evitar a desaceleração cíclica com mais estímulo econômico, ou seja, a ideia do manejo da demanda como principal instrumento de política econômica.

Aliás, para diferenciar um pensador mais ortodoxo de um heterodoxo desenvolvimentista é só notar que este último sempre irá eleger políticas de controles de demanda, juro baixo e expansão fiscal, enquanto o outro acha que a maior alavanca de crescimento são as medidas de oferta, como reforma trabalhista, maior eficiência da economia, o foco é sempre na produtividade, como fazer a economia ofertar mais. Para crescer mais o que importa mesmo é a economia ser mais competitiva, mais produtiva, mais eficiente, e por isso precisa de reformas do lado da oferta. Então a resposta para essa pergunta é: o governo, com aquele diagnóstico mais heterodoxo, pisou no acelerador fiscal quando já havia uma inflação alta e o desemprego já era baixo. A inflação, então, acelerou em um período em que, no mundo, ela estava excepcionalmente baixa.

Portanto, com a mudança de foco da política econômica aliada à crise, a inflação começou a se

comportar como no resto do mundo. Tem algum motivo pelo qual o Brasil deveria ter uma inflação cronicamente alta quando no mundo é cronicamente baixa? Não, não tem nenhum motivo, senão uma questão de fundamentos, de problemas estruturais que nos colocam em um patamar diferente. A partir do momento que se começa a corrigir isso, não tem nenhum motivo para que tivéssemos de conviver com inflação tão alta. Como ela demorou para cair, agora tivemos uma perseverança que colocou a inflação num nível muito baixo e achamos que a política de juros de um dígito vai ficar por bastante tempo. Mas agora temos também o cenário eleitoral. Se você traçar um cenário eleitoral onde volta o pensamento heterodoxo desenvolvimentista, voltam práticas que acabamos de superar e pode ser que a coisa piore de novo.

Você acredita que o aumento da competitividade é um legado que o atual governo deixa?

O atual governo já aprovou o teto dos gastos, aprovou a TLP, que é importante na questão do BNDES e esta tentando aprovar a reforma da previdência. Isso é um legado do governo, mas incompleto. O segundo legado importantíssimo são as reformas ligadas à competitividade. A mais importante até agora foi a reforma trabalhista. O governo vai avançar nos assuntos ligados a crédito, na lei de falências. Há outras agendas microeconômicas também nessa direção, incluindo a questão da privatização. Em terceiro lugar, temos uma questão de gestão competente. Aí, entra, notadamente, a questão da Petrobras. Num determinado momento, a situação do dólar, do risco Brasil, quando chegou naquele pior momento em 2015, estava contaminado pela incerteza com relação à Petrobras, com muito temor que ela fosse quebrar, que fosse declarar o default da dívida. Hoje, ainda, é a empresa mais endividada do mundo. Mas agora, passado um ano e meio, a Petrobras está longe de declarar default, já teve até um upgrade. Tudo isso somado, seria um ambiente favorável para os negócios, um ambiente favorável para a bolsa. Voltamos a ter IPOs, o mercado de capitais voltou a se movimentar, mas ainda estamos longe do ideal. Ainda precisamos avançar.

Por que você acha que o mercado de capitais no Brasil é pouco desenvolvido frente às economias mais desenvolvidas?

Em relação a outras economias emergentes, não estamos mal. A capitalização de mercado da nossa bolsa atrofiou muito porque o valor das empresas caiu também. Agora, nós temos o desafio de aumentar o segmento de pequenas empresas, empresas de base tecnológica e semelhantes, que muitos chamam de divisão de acesso, onde o Brasil tem maior dificuldade.

Além disso, a governança no Brasil ainda tem que superar o paradigma da empresa estatal. Mas isso já vem mudando com a privatização. Grandes empresas na bolsa foram privatizadas, a Vale, por exemplo. Nos EUA a inserção da empresa no mercado de capitais é muito mais orgânica. Nós temos segmentos inteiros que não quiseram entrar no mercado de capitais por questões de governança. Hoje sabemos porque as empresas de construção nunca quiseram abrir capital, porque não tinham governança para isso.

Além disso, uma questão estrutural é que nós temos uma economia que é mais aberta em termos de fluxo de capital estrangeiro. Temos setores dominados por empresas estrangeiras, como o automotivo. Naturalmente, você não vai ter incentivo para abertura de capital. Considerando esses fatores somados, eu diria que o tamanho do mercado de capitais no Brasil é bastante razoável. O mais importante seria termos a abertura de capital pelo paradigma de governança diferenciada que essa empresa passa a ter. E isso nós não temos no Brasil, são poucas as empresas de capital pulverizado. Inclusive pela maneira que a privatização foi feita aqui, que era vendendo blocos de controle. Essas empresas tinham acordos de acionistas, o que é muito diferente do que acontece com uma empresa de capital pulverizado, com 100% do capital na bolsa. A Vale ter se movido na direção de virar uma "corporation" e o modelo de privatização da Eletrobras, com capital pulverizado, são movimentos extremamente positivos.

Você acredita que a Reforma da Previdência ocorra até 2018?

Não é impossível, mas a janela de oportunidade até as eleições é muito curta. No ano que vem, a dificuldade é ainda maior, porque em março e abril, temos o período de definição das candidaturas. É uma eleição ainda muito aberta, há muita dúvida sobre quem serão os candidatos. Normalmente, não se faz uma reforma dessas tão próxima de eleição.

Mas houve um grande avanço no debate quanto à necessidade da reforma ao longo de 2017, inclusive a questão de se mostrar que a nossa previdência social é injusta, acentua as desigualdades de renda na economia. Este debate não está perdido. Acho alta a chance da reforma se aprovada.

No ano passado, você sugeriu a adoção de um novo instrumento de política monetária, os depósitos voluntários remunerados dos bancos, uma alternativa às operações compromissadas lastreadas com títulos de dívida do governo. Quais são as vantagens desse modelo?

Existia um projeto em andamento no Senado para a adoção desse instrumento, mas foi retirado porque existe uma questão jurídica. Eles entendem que este assunto é prerrogativa de projeto de lei que só pode ser proposto pelo poder Executivo. Nós observamos a experiência internacional, em que não há, normalmente, um estoque de operações compromissadas na magnitude que temos no Brasil, de cerca de R$ 1 trilhão, 14% do PIB. Isto cria, como contrapartida, uma dívida pública mais alta, que são os

títulos que estão na carteira do Banco Central que servem de garantia para as operações compromissadas, que são passivo do Bacen.

O outro aspecto é a autonomia do Banco Central. Até na literatura internacional, existe essa discussão. Em 2008, o Fed conseguiu a permissão para fazer esses depósitos remunerados. Quando o Banco Central enxuga a liquidez e é compromissada, ele deve ter um título em seu ativo para entregar ao banco, que é a contrapartida, o lastro dessa remuneração que ele vai receber. Esse é o mecanismo. Quando termina a operação, ele recebe o título de volta e dá a liquidez. O que acontece se ele não conseguir executar essa operação? A liquidez do mercado ficará maior, e a taxa Selic, a taxa de balizamento dessas operações, vai começar a cair. A Selic só é 7,0% porque todosos dias o Bacen "calibra" o nível de reservas no sistema, de tal forma que a taxa fique aí, senão, a taxa flutuaria. O modelo de metas de inflação é um modelo que a taxa de juros é calibrada num nível que você acha que é neutro.

No governo anterior, houve momentos em que o Tesouro se recusou a emitir esses títulos para o Banco Central, para que ele pudesse calibrar a política. Então, isso significou uma interferência do governo na condução da política monetária, com base na resistência do Tesouro em fornecer matéria-prima necessária para esse enxugamento de liquidez. Isso fez o Bacen perceber que ele ficava com sua autonomia prejudicada. Essa interferência era indevida na condução da política monetária. É uma discussão bastante técnica, mas que conciliaria a ideia do Bacen ter maior autonomia e não ficar refém do Tesouro. Portanto, precisa-se de um meio para executar isso sem a necessidade dos títulos. O Bacen é a favor, o Tesouro também, quem sabe isso ainda pode ser aprovado em 2018.

Como um futuro economista pode se preparar para entrar no Mercado Financeiro?

Eu acho que não tem muito segredo, o mais importante é gostar. Para trabalhar como macroeconomista, de formação, considero métodos quantitativos, estatística e econometria essenciais. Agora, Mercado Financeiro Lato sensu, tem muitas outras áreas: crédito, risco, vendas, tesouraria etc. No geral, o viés é bastante quantitativo, mas tem muitas oportunidades. Outra coisa, que por incrível que pareça é uma restrição, é o idioma. Há muitos que tem como deficiência de aprendizado de inglês. A partir desses conhecimentos, o fundamental é ver se gosta. É um ambiente de bastante pressão. Tem que testar para ver se realmente é o Mercado Financeiro que você vai seguir, porque também tem a área acadêmica, têm aqueles que querem trabalhar em uma empresa, tocar um projeto, empreender. É o bom da nossa profissão, abre muitas oportunidades profissionais em campos diferentes.