

## O papel crescente das agências de crédito à exportação no setor aeronáutico e perspectivas a partir de 2010

Marcio N. Migon e Sergio B. Varella Gomes

<http://www.bndes.gov.br/bibliotecadigital>

## **O papel crescente das agências de crédito à exportação no setor aeronáutico e perspectivas a partir de 2010**

Marcio N. Migon  
Sergio B. Varella Gomes\*

### **Resumo**

As agências de crédito à exportação, conhecidas universalmente pela sigla ECA (de Export Credit Agency) e cujo papel no Brasil está a cargo do BNDES Exim, aumentaram consideravelmente o apoio às exportações de aeronaves fabricadas em seus respectivos países. Tal fato, que pode ser atribuído à deflagração da crise econômico-financeira atual, a partir de 2008, tem sido objeto de críticas, que são mais ou menos bem fundamentadas dependendo da visão de seus autores.

O objetivo deste artigo é examinar a evolução recente do posicionamento das ECAs no mercado aeronáutico internacional, com a pretensão de

---

\* Respectivamente, chefe e gerente do Departamento de Comércio Exterior 1 da Área de Comércio Exterior do BNDES. Os autores agradecem os comentários e contribuições de Luciene Ferreira Monteiro Machado, superintendente da Área de Comércio Exterior do BNDES. Erros e omissões, como de praxe, são de integral responsabilidade dos autores.

lançar alguma luz sobre o debate em curso, além de analisar as perspectivas que se apresentam para a evolução do quadro atual no curto prazo.

## Introdução

A atual situação de crise que afeta a economia mundial teve sua origem no sistema financeiro dos chamados países centrais, notadamente Estados Unidos e membros destacados da União Europeia. Apesar de toda crise comportar análises diversas – e frequentemente conflitantes – quanto às suas causas, parece haver consenso de que várias instituições financeiras de primeira linha desses países operaram, nos anos pré-crise, com excesso de alavancagem em relação aos riscos representados por ativos financeiros inovadores, cuja própria classificação de risco não correspondia à realidade.

Portanto, quando veio a crise, tais instituições financeiras passaram a ser vistas como portadoras de uma grande quantidade de *ativos tóxicos*. A solução para tal quadro desolador tem envolvido tanto a *limpeza* das demonstrações financeiras dessas empresas como, em vários casos, a injeção maciça de recursos financeiros governamentais, o que fez com que várias delas tivessem de atravessar períodos mais ou menos longos de estatização.

Do ponto de vista da *economia real*, a consequência do quadro acima delineado foi o chamado *credit crunch*, ou seja, a redução drástica no nível de liquidez de economias inteiras em vários cantos do planeta. Isso, naturalmente, afetou investimentos, mercados de capitais e até mesmo mercados de dívida para giro de curto e médio prazos. E, na esteira desse processo, milhares de empregos foram perdidos em cada país atingido, em função da expressiva redução da atividade econômica.

Nesse quadro, o setor aeronáutico foi impactado de forma inquestionável. Se nos anos pré-crise (até meados de 2008) chegou a haver até certa exuberância na oferta de financiamento à venda de aeronaves comerciais, tanto novas quanto usadas, a crise fez com que essa situação mudasse de forma preocupante. Instituições financeiras com atuação marcante nesse tipo de mercado, assim como mecanismos de mercado já longamente estabelecidos, como o de títulos de renda fixa, os chamados EETCs,<sup>1</sup> simplesmente desapareceram da noite para o dia [Chaput (2009)].

<sup>1</sup> *Enhanced equipment trust certificates*, mecanismo consolidado há décadas pela legislação financeira dos Estados Unidos.

Assim, com o setor financeiro privado incapaz de responder adequadamente à escassez de crédito que afetou o financiamento de aeronaves, foi uma consequência natural que as agências governamentais de crédito à exportação – conhecidas internacionalmente pela sigla ECAs<sup>2</sup> – tivessem de suprir tal lacuna em maior ou menor grau. No caso brasileiro, o BNDES e o Fundo Garantidor das Exportações (o FGE, sob a responsabilidade do Ministério da Fazenda) foram chamados a desempenhar tal tipo de papel, para que as exportações de aeronaves fabricadas no país não sofressem redução ainda maior do que aquela advinda do adiamento ou mesmo do cancelamento de diversas entregas.

No entanto, tal incremento de atuação das ECAs, no Brasil e no mundo, tem sido objeto de críticas mais ou menos bem fundamentadas, algumas das quais reproduzidas na próxima seção. O objetivo deste artigo é examinar a evolução recente do posicionamento das ECAs no mercado aeronáutico internacional, com a pretensão de lançar alguma luz sobre o debate em curso e examinar as perspectivas que se apresentam para a evolução do quadro atual no curto prazo.

## O quadro histórico

Muito embora, do ponto de vista estrito da teoria econômica, seja concebível que um país tenha considerável base industrial exportadora e prescindir de uma ECA, na prática, essa é uma hipótese de difícil comprovação. No setor aeronáutico, pode-se mesmo afirmar que todos os países de alguma importância na fabricação e na exportação de aeronaves contam com a sua ECA. Tais instituições não pretendem concorrer com o mercado privado de crédito nem inibir seu desenvolvimento. Pelo contrário, seu intuito sempre foi complementá-lo em determinadas circunstâncias e segmentos que ficariam, de outra forma, desatendidos.

Assim, um olhar sobre o passado recente mostrará que a participação dos diversos atores desse mercado apresentou a trajetória especificada no Quadro 1.

Conclui-se, portanto, que a contribuição das ECAs não ultrapassou, na média do período analisado, um quarto do montante requerido pelas

---

<sup>2</sup> *Export credit agencies*. Nos Estados Unidos, trata-se do US Ex-Im Bank; na França, da Coface; no Reino Unido, da ECGD; na Alemanha, da Hermes; no Canadá, da EDC, entre outras.

Quadro 1 | Participação das diversas fontes de financiamento no mercado de aeronaves

<b>Fontes de financiamento à venda de aeronaves para as empresas aéreas (2002-2008)</b>	<b>Contribuição anual relativa</b>
Fabricantes de aeronaves	Reduziu-se de 5% para 0%
Recursos próprios ou equivalentes	Oscilou entre 17% e 22%
Dívida bancária	Oscilou entre 20% e 35%
ECAs (agências governamentais de crédito à exportação)	Oscilou entre 10% e 25%
Empresas de <i>leasing</i> de aeronaves	Oscilou entre 25% e 40%

Fonte: Elaborada com base em dados do Seabury Aviation and Aerospace [Chaput (2009)].

empresas aéreas para compor as suas frotas em todo o mundo. É importante notar que o período em tela vai do ano seguinte aos eventos de 11 de setembro de 2001, quando o tráfego aéreo mundial sofreu uma queda brusca, até o ano de início da crise atual, que se tornou claramente manifesta a partir do seu segundo semestre.

Dado que os financiamentos oferecidos diretamente pelos fabricantes são sempre iniciativas de último recurso (sempre feitas de forma pontual e em último caso), tem-se que os créditos oriundos das ECAs parecem ocupar a última ou, no máximo, a penúltima posição efetiva em importância relativa em períodos de razoável normalidade dos mercados. A isso se deve acrescentar que, ao contrário dos demais participantes desse mercado, as ECAs não dispõem, sem exceção, de departamentos comerciais, de *marketing* ou vendas em suas estruturas funcionais. Ou seja, as operações de financiamento que eventualmente realizam são, essencialmente, *levadas* a elas pelos fabricantes de aeronaves de seus respectivos países. Assim, as ECAs podem ser vistas como provedoras de crédito à comercialização de último recurso, ou seja, de linhas de crédito também conhecidas por *backstop*.

No entanto, tais constatações objetivas – isto é, de que as ECAs atuam em nichos de mercado e, assim mesmo, somente quando solicitadas – parecem não ensejar uma percepção incontroversa sobre o papel que lhes cabe e, principalmente, sobre as consequências de sua atuação. Entre as opiniões mais frequentemente expressas pela chamada *sabedoria convencional* (ou senso comum), encontram-se os seguintes exemplos:

ECAs são o fator estabilizador no financiamento de aeronaves; elas atuam de forma anticíclica em relação aos mercados de capitais e de dívida; é nos períodos de desaquecimento da economia que as ECAs têm a sua atuação mais ativa [Weijer apud Littlejohns (1996)];

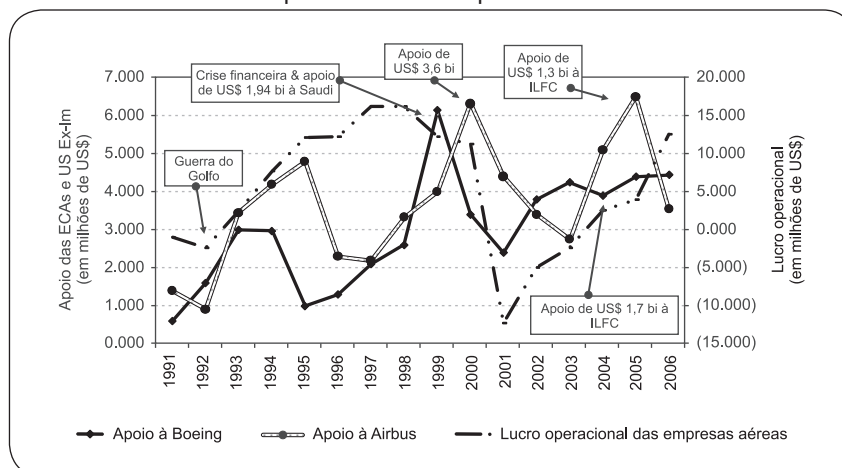
Financiamentos com garantias governamentais geram fortes distorções no mercado [Marcus Ott, Lufthansa (2010)];

Com medo de perder um negócio para a concorrência (ou seja, outra ECA), que poderia oferecer melhores condições financeiras, as ECAs estão atualmente financiando para além das “desafortunadas” empresas aéreas para as quais o mercado privado apresenta restrições de financiamento... [Weijer (2007)].

Portanto, as visões retratadas vão desde o reconhecimento tácito do papel anticíclico das ECAs, passando pela contestação frontal de sua atuação, até considerações sobre o impacto no mercado da eventual concorrência entre elas. Não se trata, assim, de um quadro claro, incontroverso e encorajador como seria desejável para, afinal de contas, entidades governamentais que operam em nome do Estado e com recursos públicos.

Dada assim a controvérsia existente, cabe a pergunta fundamental: será que a atuação das ECAs seria de todo dispensável? O Gráfico 1 sintetiza

**Gráfico 1 | Apoio das ECAs europeias à Airbus e do US Ex-Im Bank à Boeing versus lucro operacional das empresas aéreas**



Fonte: Weijer (2007).

a atuação das agências em um longo período, precedente à crise atual e *vis-à-vis* o resultado financeiro consolidado das empresas aéreas.

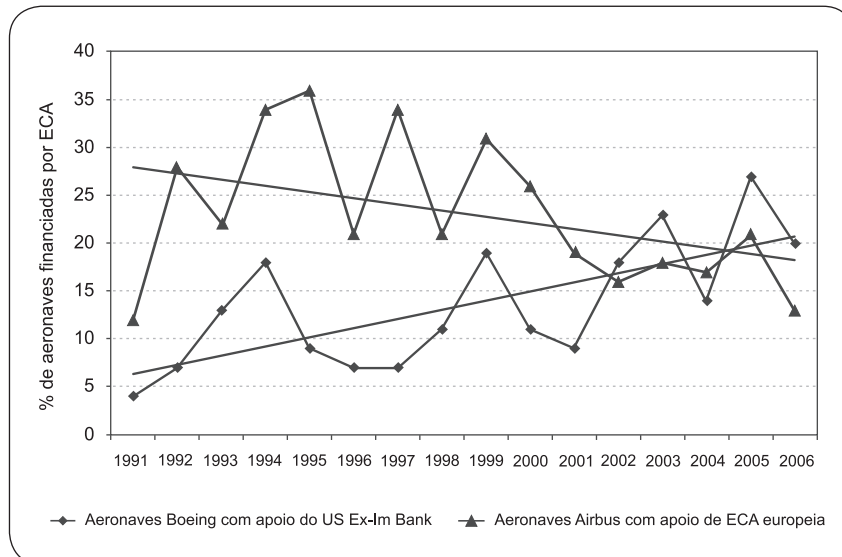
O primeiro ponto a notar é que o apoio das ECAs europeias às exportações da Airbus, assim como o apoio do US Ex-Im Bank às exportações da Boeing, é bastante variável no tempo. Vai de algo em torno de US\$ 1 bilhão até US\$ 6,5 bilhões por ano. O segundo ponto é que os picos do apoio governamental ao financiamento de aeronaves estão sempre defasados em relação aos anos em que as empresas aéreas apresentaram quedas em seus resultados operacionais (tal defasagem situa-se numa faixa de dois a três anos). Como o ciclo que compreende a assinatura do contrato de compra e venda, a produção das aeronaves (do tipo Boeing ou Airbus) e o início das entregas geralmente leva de dois a três anos, isso sugere que são as encomendas feitas nas épocas de *vacas magras* das empresas aéreas que *puxam* a participação das ECAs. As quase exceções a essa regra, representadas pelos picos de 1999 para aeronaves Boeing e de 2000 para aeronaves Airbus, devem-se a casos únicos: um apoio de quase US\$ 2 bilhões do US Ex-Im Bank para a empresa aérea da Arábia Saudita, no primeiro caso, e outro de US\$ 3,6 bilhões das ECAs europeias para aeronaves Airbus adquiridas pela ILFC, uma das maiores arrendadoras de aeronaves do mundo.

Constata-se, assim, que o apoio das ECAs varia bastante conforme as condições econômicas e de saúde financeira do setor aéreo, além de envolver, em alguns casos, negócios de montantes extraordinários para um único cliente. Novamente, tem-se a impressão de que as ECAs agem apenas quando solicitadas e em resposta a pleitos específicos, alguns diriam que suprimindo certas falhas de mercado, sem apresentar, pois, uma atuação sistemática como a do setor financeiro privado. Como visto, tal volatilidade nos desembolsos se expressa também em termos de valores monetários absolutos.

Se, de outro lado, parte-se para o exame da contribuição relativa das ECAs às vendas de Boeing e Airbus, uma nova dimensão é acrescentada à análise, conforme exposto no Gráfico 2.

Ao longo de mais de 15 anos, antes da crise atual, o apoio aos dois maiores fabricantes de aeronaves do mundo por parte das agências governamentais de seus respectivos governos convergiu para o patamar de 20%

**Gráfico 2 |** Percentual de entregas de aeronaves da Airbus e da Boeing apoiadas por suas respectivas ECAs



Fonte: Weijer (2007).

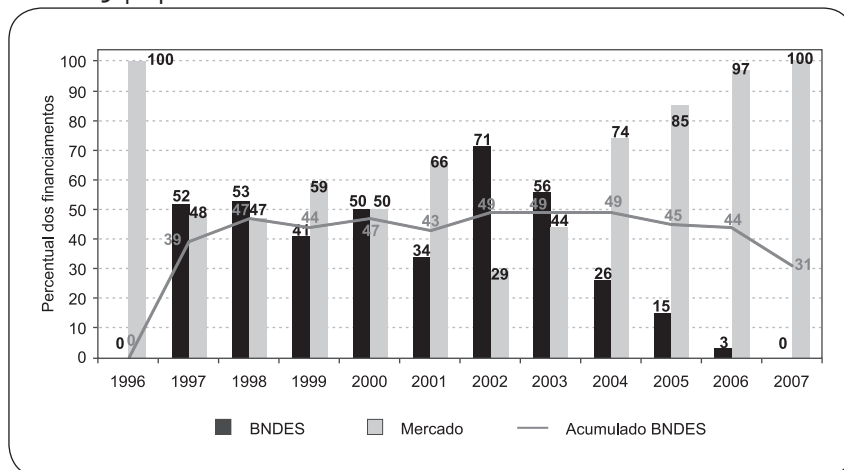
das vendas totais. É até compreensível que o apoio oficial à Airbus tenha sido maior nos anos 1990, relativamente ao obtido pela Boeing, pois em épocas mais remotas aquele fabricante tinha uma fatia de mercado bem menor (15% a 30%), o que certamente lhe dificultava o acesso a financiadores privados. No período mais recente, em que Boeing e Airbus dividem em fatias iguais o mercado mundial de aeronaves acima de 130 assentos, a convergência mostrada ocorreu de forma natural (e parece justo, portanto, dar-se o devido reconhecimento aos países europeus pelo que seria uma política industrial bem-sucedida).

Por conseguinte, se em termos absolutos o apoio governamental às vendas de Boeing e Airbus pode ter oscilado razoavelmente ao longo dos anos pré-crise atual, em termos relativos esse apoio claramente convergiu para apenas uma aeronave em cada cinco vendidas nos anos imediatamente anteriores à crise. Parece claro que o mercado de crédito privado poderia conviver – como, aliás, conviveu – em paz com tal situação.

Essa análise não poderia prescindir de ser complementada com o caso do Brasil. O Gráfico 3 procura sintetizar o apoio oficial de crédito à exportação recebido pelo principal fabricante brasileiro de aeronaves.



Gráfico 3 | Apoio do BNDES – Jatos comerciais



Fonte: Embraer.

Não parece difícil constatar que, ao longo do tempo, a evolução do apoio oficial à Embraer deu-se – nos anos pré-crise atual – em moldes não muito diferentes do apoio das ECAs europeias à Airbus. Isto é, na *infância* pós-privatização do fabricante brasileiro, o apoio deu-se em nível bastante substancial, em vista da pequena fatia de mercado dos novos tipos de aeronaves brasileiras em produção naquela época (a família do ERJ-145), o que, evidentemente, não atraía os financiadores privados. É razoavelmente esperado que entrantes precisem de ferramentas adicionais para superar as barreiras à entrada eventualmente erguidas pelos incumbentes.

À medida que as sucessivas famílias de aeronaves comerciais a jato da Embraer alcançavam fatias cada vez maiores de mercado (a família atual de E-Jets E170/190 detém mais de 50% do mercado atual para esse tipo de aeronave), a participação do BNDES foi encolhendo progressivamente, por já não ser mais tão necessária nos anos mais recentes pré-crise atual. E estava em vias de desaparecer ou, no máximo, situar-se na mesma faixa do que ocorreu com as suas congêneres americana e europeia.

Constata-se, assim, que o apoio oficial varia conforme a relativa maturidade das aeronaves financiadas, ou seja, com o grau de aceitação com que os agentes financiadores privados passam – ao longo do tempo – a (re) avaliar seu apetite para esse tipo de financiamento. Isso suscita a pergunta: que outras características desse mercado poderiam indicar alternância

e/ou complementaridade entre o papel desempenhado pelas ECAs e os agentes financiadores privados? Três dessas características parecem se destacar sobremaneira, de acordo com uma pesquisa finalizada no período imediatamente pré-crise [Weijer (2007)].

A primeira diz respeito a que tipo de aeronave é mais frequentemente objeto de financiamento por meio de ECAs: as de fuselagem estreita (*narrow bodies*), geralmente utilizadas para ligações domésticas ou internacionais de curto/médio alcance, ou as de fuselagem larga (*wide bodies*), geralmente empregadas em ligações internacionais de longo curso? A resposta é claramente favorável ao segundo tipo, que apresenta até preços unitários bastante superiores aos do primeiro tipo (US\$ 120 milhões a US\$ 300 milhões *versus* US\$ 40 milhões a US\$ 70 milhões). Mas essa não é exatamente a explicação para tal fato.

Desde meados da década de 1990, uma característica essencial predomina em todo o setor de financiamento de aeronaves, em qualquer ponto do planeta: é o fato de que a garantia oferecida ao financiamento concedido (seja à empresa aérea, seja às empresas especializadas em *leasing* de aeronaves) é, essencialmente, representada pela própria aeronave. Isso se tornou o padrão do mercado desde que a legislação dos Estados Unidos criou, em 1993, o dispositivo legal que permite a retomada da aeronave, em favor do credor, caso a inadimplência financeira já tenha ultrapassado 60 dias de prazo. Isso veio somar-se ao fato de que aeronaves, além de serem bens móveis por excelência, são ainda registráveis. Como a certificação do produto é relativamente harmonizada ao redor do globo, aeronaves têm potencial de recomercialização na maior parte dos países e, por conseguinte, retêm certo valor intrínseco de razoável previsibilidade por até 10 a 15 anos à frente.<sup>3</sup> Com isso, os financiadores – agentes privados ou governamentais – passaram a ter uma visão bastante mais apurada dos riscos envolvidos e começaram a desenvolver metodologias adequadas para aquilo que veio se consagrar com o nome de *asset backed finance*, ou seja, financiamento com base no (próprio) ativo. Havendo inadimplência, a aeronave seria retomada em prazo relativamente curto, revendida e, com o

<sup>3</sup> Existem hoje no mundo mais de 10 empresas especializadas em produzir estimativas de valores futuros para a recomercialização de praticamente todas as aeronaves comerciais. Elas são conhecidas pelo nome de *appraisers* (avaliadores), dada a natureza da função que desempenham. Ademais, aeronaves geralmente têm vida útil superior a 30 (trinta) anos, o que faz com que prazos de financiamento de 10 ou 15 anos sejam bem conservadores.

valor assim apurado, quitar-se-ia o saldo devedor da porção originalmente financiada do preço à vista da aeronave.

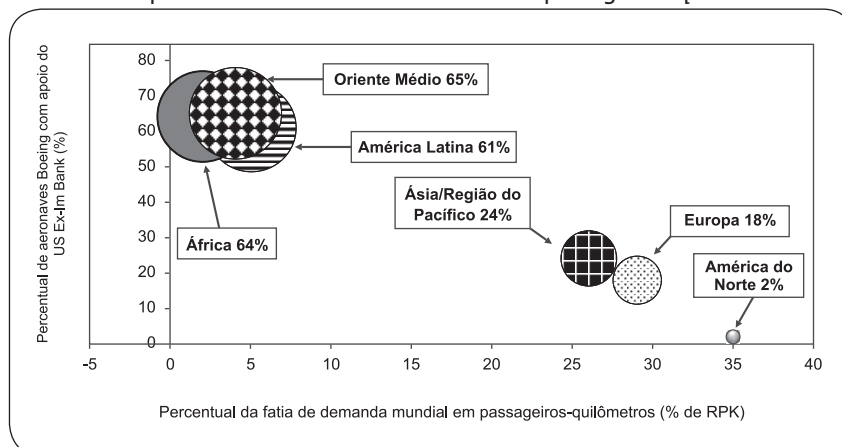
Ocorre que a experiência demonstrou que a recomercialização de aeronaves *narrow body* costuma ser mais rápida e tem menores custos – especialmente de readequação ao novo cliente – do que as aeronaves *wide body*. Assim, os agentes financiadores privados preferem financiar aeronaves do tipo Boeing 737 e Airbus A320 a um Boeing 747 ou a um Airbus A340, por exemplo. Isso fez com que esse último tipo de aeronave passasse, nos anos pré-crise atual, a compor de forma mais robusta as carteiras de financiamento das ECAs americana e europeia.

A segunda característica do mercado levantada na pesquisa pode ser ilustrada com um exemplo tão singelo quanto significativo: por que a Korean Airlines era, até o ano de 2007, a empresa aérea líder em receber apoio do US Ex-Im Bank, com cerca de US\$ 3,5 bilhões contabilizados? A resposta é que aquela empresa tem, como parte significativa de seus negócios, a atividade de carga aérea. No caso da Korean, isso requer a utilização de grandes aeronaves exclusivamente cargueiras, o que significa que ela dispõe de frota considerável de Boeings 747-Freighter. Como o mercado secundário para esse tipo de aeronave é considerado rarefeito, os agentes privados não tiveram, aparentemente, apetite para esse tipo de risco, e a solução foi obter o apoio do US Ex-Im Bank. Novamente, constata-se a seletividade com que os agentes financiadores privados decidem sobre a composição de suas carteiras de financiamento.

A terceira e última característica diz respeito à distribuição geográfica dos financiamentos concedidos, conforme apresentada no Gráfico 4.

Percebe-se, assim, que quase dois terços das aeronaves Boeing vendidas para mercados emergentes – América Latina, Oriente Médio e África – receberam apoio oficial da ECA americana. Já o mercado mais maduro da Ásia/Região do Pacífico necessitou de apoio em menos de um quarto das aeronaves entregues. O apoio do US Ex-Im Bank é pequeno na América do Norte, pois ele não atua em seu mercado doméstico (sobrando, portanto, apenas os mercados do Canadá e México). Tal apoio também é reduzido no continente europeu, não atingindo um quarto das aeronaves Boeing. Isso se deve a um acordo informal celebrado entre a ECA americana e

Gráfico 4 | Proporção de aeronaves com apoio do US Ex-Im Bank versus fatia percentual da demanda mundial em passageiros-quilômetros



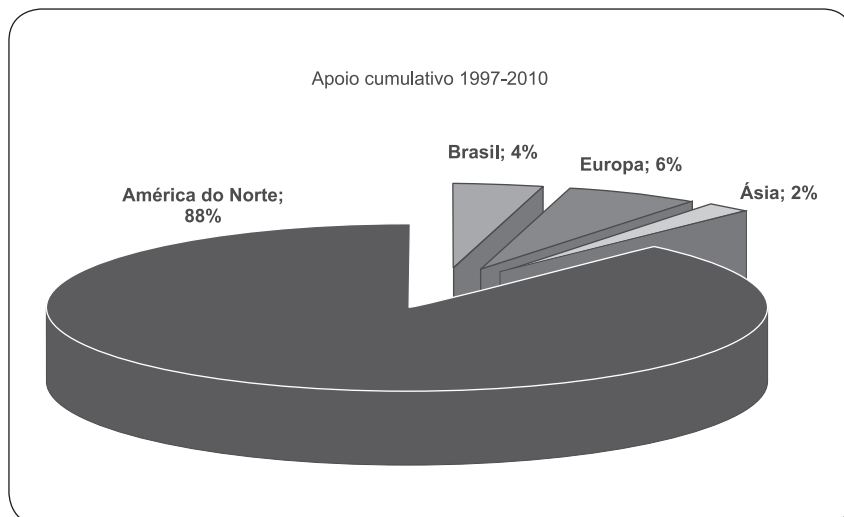
Fonte: Weijer (2007).

suas contrapartes localizadas nos quatro países que integram o consórcio Airbus – denominado *home market rule*. Em virtude de tal entendimento, a ECA americana não apoia vendas da Boeing nos Estados Unidos nem nos países europeus que sediam operações industriais da Airbus – Reino Unido, França, Alemanha e Espanha – e, da mesma forma, as ECAs europeias atuam com respeito a aeronaves Airbus, quando demandadas nos Estados Unidos. De qualquer forma, o quadro geral que se apresenta denota que os agentes de financiamento privado atuam essencialmente nos mercados maduros, enquanto a ECA foca seus recursos em mercados emergentes.

Em contraponto, a distribuição geográfica da atuação do BNDES em apoio à Embraer se dá na mão inversa, como mostra o Gráfico 5.

Nesse caso, e como aqui se trata da carteira acumulada pelo BNDES em mais de uma década de atuação, a inferência é que, embora não houvesse escassez de recursos privados para os mercados em questão, os agentes privados não tiveram apetite substancial para o risco representado pela recomercialização (havendo um eventual inadimplemento) da maior parte das aeronaves da Embraer em boa parte do período abarcado. Certamente, o papel de entrante da Embraer no mercado de aeronaves regionais a jato (até 120 assentos para passageiros) teve influência sobre a capacidade de agentes privados tomarem os riscos financeiros

Gráfico 5 | Distribuição geográfica do apoio do BNDES à exportação de aeronaves brasileiras



Fonte: Weijer (2007).

associados aos ERJ-145. Vale mencionar ainda que o próprio futuro da Embraer, no fim da década de 1990, era algo sobre o qual ainda pesavam dúvidas, em linha com o então declínio ou mesmo falência de outros fabricantes tradicionais de aeronaves regionais (tais como, respectivamente, a sueco-americana Saab-Fairchild e a holandesa Fokker).<sup>4</sup> Isso se modificou bastante com a nova família dos E-Jets, que consolidou a Embraer pós-privatização e fez com que o apoio do BNDES entrasse em queda nos anos que precederam à crise atual, como já visto. Mas persiste a constatação de que, ao longo do tempo, os agentes financiadores privados têm na seletividade do risco um dos pilares de sua atuação.

### O consenso pré-crise

A breve revisão do histórico de atuação das ECAs, *vis-à-vis* a atuação dos agentes financiadores privados, feita na seção anterior, permite que se ponha em perspectiva o real papel por elas desempenhado no período imediatamente pré-crise. A literatura especializada indica que a busca

<sup>4</sup> Além de tudo o que já se comentou até este ponto acerca da capacidade de retenção de valor no tempo de uma dada aeronave, é importante mencionar que uma primeira causa possível de perda brusca de valor é a falência do fabricante.

do consenso sobre a importância das ECAs poderia se dar ao longo das linhas principais apresentadas nos itens a seguir.

a) No que tange às ECAs:

Se por um lado elas têm de apoiar empresas aéreas com classificação de risco mais elevado, por outro lado seus respectivos governos demandam que atinjam o equilíbrio financeiro, ou mesmo gerem um pequeno lucro. Isto torna atraente para as ECAs financiar algumas das empresas aéreas mais ricas e saudáveis, de forma a obter uma melhor taxa de risco/retorno [Weijer (2007)].

b) No que tange aos agentes financiadores privados:

Os bancos também procuram gerenciar as suas exposições ao setor aeronáutico ao participarem de financiamentos com ponderação de risco reduzida ou mesmo igual a zero, atendendo aos regulamentos de alavancagem financeira. A garantia fornecida por uma ECA é uma das maneiras de se atingir isto [Littlejohns (1996)].

c) No que tange às empresas aéreas:

O apoio proporcionado pelas ECAs também contribui para que as empresas aéreas atinjam o melhor custo financeiro global, quando comparado com outras alternativas de financiamento eventualmente disponíveis [Littlejohns (1996)].

Parece, portanto, razoável que as observações feitas acima levem à montagem de um quadro de relativa harmonia. Neste, as instituições de mercado – o mercado de capitais e os bancos, isto é, os agentes financiadores privados – e as ECAs formariam um tecido orgânico, capaz de avançar e progredir atravessando os ciclos econômicos com relativa segurança. Assim, na parte de crescimento do ciclo, as ECAs complementariam a atuação dos agentes privados, dado o apetite bastante seletivo destes para o risco, o que não quer dizer que os montantes totais de financiamento por eles subscritos seja baixo, muito pelo contrário (ver item a seguir). Já na parte de desaquecimento, ou mesmo de recessão, do ciclo, as ECAs impediriam rupturas significativas, tanto da produção de aeronaves quanto da sua incorporação às empresas aéreas.

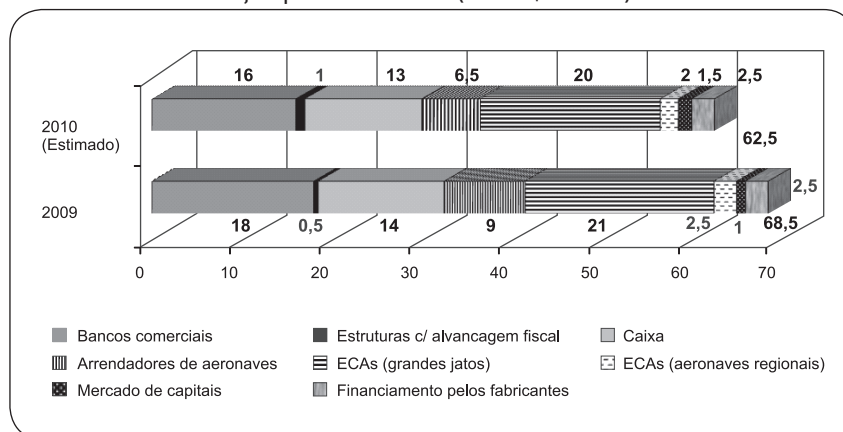
Tal quadro assim delineado, e que encontrava ampla aceitação pelo mercado, tem sido posto em cheque com a deflagração da presente crise, como se verá a seguir.

## Os desdobramentos da crise

Com a deflagração da crise de forma mais ampla e perceptível já no segundo semestre de 2008 (o colapso do Banco Lehman Brothers, em 15 de setembro daquele ano, foi seu *marco referencial*), os reflexos para o setor aeronáutico e de transporte aéreo não demoraram a se fazer sentir. O tráfego de passageiros sofreu quedas na faixa de 9% a 15% nos 12 meses seguintes, na escala global, e o de carga aérea afundou entre 18% e 25%. Do ponto de vista das ECAs, o impacto sentido decorreu do fato de que a crise se originou no sistema bancário. Com isso, os agentes financiadores privados viram-se, em maior ou menor grau, impossibilitados de desempenhar o papel que tradicionalmente lhes coube.

O setor de financiamento de aeronaves passou a ser assombrado pelo estigma do chamado *funding gap*, ou seja, o setor como um todo falharia em honrar os compromissos de financiamento assumidos no período pré-crise, por apresentar uma clara deficiência de recursos. Estimativas para 2009 apontavam para a faixa de US\$ 6 bilhões a US\$ 10 bilhões como o tamanho desse *gap* [Whyte (2009)]. O Gráfico 6 ilustra o que ocorreu, assim como tenta estabelecer qual seria o desdobramento para o ano em curso.

Gráfico 6 | Financiamento de aeronaves entregues em 2009-2010 – distribuição por modalidade (em US\$ bilhões)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados disponíveis em Leeuwen (2010).

Na prática, o que ocorreu foi um quadro de adaptação à crise, com nuances mais ou menos complexas requeridas pelo ajuste feito. Em resumo:

- os principais fabricantes de aeronaves *recalibraram* sua produção. Os *grandes* – Boeing e Airbus – cancelaram os procedimentos de aumento da produção então em curso, ao mesmo tempo em que reativaram seus braços financeiros para financiamento direto às empresas aéreas para casos *pontuais*; os fabricantes de jatos de menor porte ou regionais – Embraer e Bombardier – reduziram sua produção em até 25%. Todos reduziram seus contingentes de mão de obra, por meio de demissões diretas ou de terceirizados;
- em consonância com o quadro do item anterior, diversas empresas aéreas cancelaram ou postergaram (por até 24 meses) o recebimento de novas aeronaves. Outras empresas se reprogramaram para adiantar recebimentos de aeronaves, compensando parcialmente aquelas que as postergaram;
- as ECAs aumentaram dramaticamente a sua atuação. O conjunto das europeias, em apoio à Airbus, e a americana, em apoio à Boeing, praticamente dobraram sua participação anual no financiamento às vendas do setor aeronáutico. Saíram de uma média anual de US\$ 4 bilhões a US\$ 6 bilhões para a faixa de US\$ 9 bilhões a US\$ 11 bilhões. Embora operando com recursos financeiros de muito menor monta, as ECAs de Brasil e Canadá aumentaram substancialmente o percentual de apoio às vendas de seus respectivos fabricantes (ver adiante);
- como as ECAs europeias, assim como o US Ex-Im Bank, operam essencialmente fornecendo garantias de crédito (ao contrário do BNDES e da EDC canadense, que precisam captar e desembolsar recursos para o financiamento de aeronaves), a crise de liquidez gerou consequências diversas: no caso europeu, o governo francês instituiu um *fundo de liquidez* de até € 5 bilhões em apoio às vendas da Airbus; nos Estados Unidos, o US Ex-Im Bank aumentou os seus desembolsos diretos (que até então sempre tiveram um caráter absolutamente residual) e passou, pela primeira vez na história, a garantir operações com títulos do mercado financeiro (e não bancos), como a feita para a empresa Emirates [Ott (2010)].

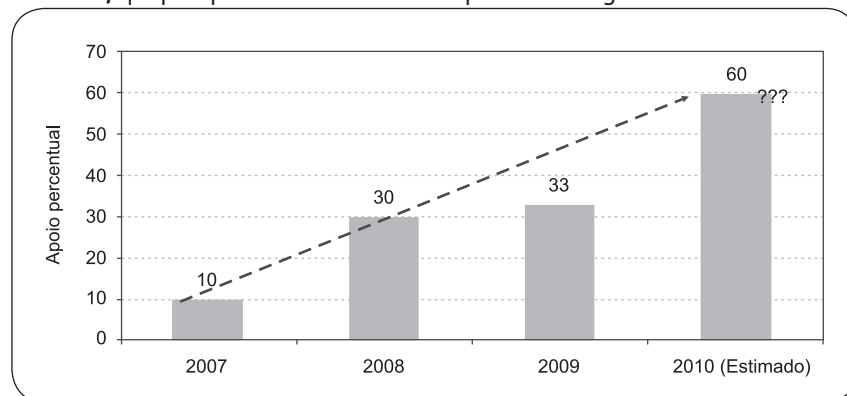


Conclui-se, portanto, que o “grande ajuste” teve contribuições importantes de todos os participantes. Assim, a quantidade de aeronaves comerciais a jato que teriam sido produzidas e não entregues em 2009 (ou seja, teriam sido *adiadas* para 2010) atingiria um número desprezível (seria inferior a cinco), de acordo com estimativas não oficiais (as únicas existentes) do setor veiculadas em seminário internacional este ano [12th European Airfinance Conference (2010)]. Porém, se for possível abstrair o drama humano dos empregados que perderam seus empregos em todo o mundo em função desse ajuste, parece claro que a contribuição mais substancial para mitigar os efeitos da crise veio justamente das ECAs, principalmente pelo aumento da magnitude de sua atuação em período relativamente curto.

### As perspectivas e os desafios

Diante do ocorrido e exposto nas seções anteriores, duas lições parecem surgir da atuação recente das ECAs. A primeira é que elas têm de aumentar o volume do apoio financeiro – seja na forma de garantias, seja na forma de desembolsos – em termos absolutos, em épocas de desaquecimento, ou mesmo de crise, do ciclo econômico. A segunda é que novos instrumentos têm de ser concebidos, desenvolvidos e implantados em face da nova realidade que se mostra. São exemplos disso o *fundo de liquidez* da França e a operação com títulos do mercado de capitais garantida pelo US Ex-Im Bank. As figuras a seguir, Gráficos 7 e 8, ilustram as perspectivas que se apresentam para a atuação de ECAs.

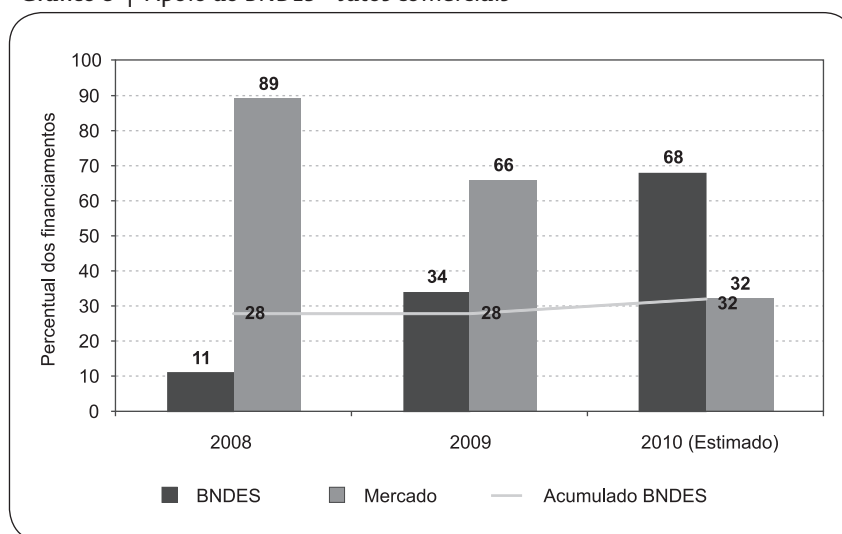
Gráfico 7 | Apoio percentual das ECAs europeias às entregas de aeronaves Airbus



Fonte: Elaboração própria, com base em dados disponíveis em Ott (2010).

Não existe dúvida de que o prognóstico para o conjunto das ECAs europeias é bastante significativo em termos de aumento de sua exposição ao setor aeronáutico. No caso brasileiro, o quadro prospectivo também não é muito diferente, conforme se vislumbra no Gráfico 8.

**Gráfico 8 | Apoio do BNDES – Jatos comerciais**



Fonte: Embraer.

Em recente pronunciamento público, o vice-presidente financeiro da Embraer, Luiz Carlos Aguiar, parece ter resumido em poucas palavras a situação que está se delineando:

Aguiar diz que, apesar de ainda existir escassez de crédito no mercado para financiamento de aviões, a situação hoje nessa área também está melhor que em 2009. “Temos conseguido controlar bem esse problema e todas as nossas entregas em 2009 foram financiadas. O BNDES, que até o ano passado apoiou 35% das operações de exportação, este ano terá participação ainda maior nos negócios da companhia. O apoio do BNDES deve aumentar para 65% e 35% virá do mercado privado. Para 2011 esperamos uma melhora e já estamos sendo procurados por instituições financeiras privadas, com interesse em nossos aviões novamente”, explicou. Outro indicador positivo para a empresa este ano, segundo o executivo, é que não houve mais nenhum registro de adiamento de entregas de aeronaves ou cancelamento de encomendas [Silveira (2010)].

Se essa é a perspectiva, o que poderia impedir as ECAs de desempenhar adequadamente seu papel daqui para a frente? Ocorre que a atuação presente, por alguns entendida como ideal ou, no mínimo, como harmoniosa, se comparada com a atuação em outros períodos de retração econômica, dá margem para que persistam os questionamentos e desafios historicamente levantados por certos estamentos sociais. Não é por outro motivo que tanto a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), com sede em Paris, quanto a Organização Mundial do Comércio (OMC), com sede em Genebra, debruçam-se permanentemente sobre questões do comércio internacional de aeronaves. O restante desta seção expõe a dinâmica da regulação internacional sobre o tema, evidenciando o desafio presente de encontrar o tamanho exato que a atuação das ECAs no setor aeronáutico deve ter.

Com a finalidade de disciplinar a atuação do conjunto das ECAs europeias *vis-à-vis* a atuação do US Ex-Im Bank, os países que estavam por trás de cada uma delas firmaram, no âmbito da OCDE, o Large Aircraft Sector Understanding<sup>5</sup> (LASU), em 1986. Como o Brasil e o Canadá não fabricavam aeronaves de grande porte, ficaram de fora desse acordo.

Isso fez com que as atuações diferenciadas do BNDES, do Brasil, e da EDC, do Canadá, levassem esses dois países a protocolar suas divergências progressivamente em um painel de solução de controvérsias da OMC, processo que se arrastou por vários anos, desde o fim da década de 1990 até os primeiros anos deste século. As questões entre Brasil e Canadá, no âmbito da OMC, não chegaram a bom termo, apesar de ter sido concedido a cada país o direito de *retaliar comercialmente* o outro em valores que alcançavam centenas de milhões de dólares.

A pacificação de fato só viria com a assinatura do Aircraft Sector Understanding<sup>6</sup> (ASU), novamente no âmbito da OCDE, em 2007. Apesar de não integrar a OCDE, dada a relevância da Embraer, o Brasil participou ativamente desse novo texto, assim como a grande maioria dos países produtores de aeronaves. Todavia, as regras estabelecidas pelo ASU – que teve a pretensão de instituir regras para apoio financeiro público a quase todas as aeronaves fabricadas no planeta – não são homogêneas. Há um conjunto de regras para as aeronaves de grande porte (essencialmente

<sup>5</sup> Entendimento Setorial sobre Aeronaves de Grande Porte, numa tradução livre.

<sup>6</sup> Entendimento Setorial sobre Aeronaves em Geral, numa tradução livre.

Boeing e Airbus) e outro que se aplica a todas as demais – inclusive as fabricadas no Brasil e no Canadá e as da chamada aviação geral (de pequeno porte).

Ocorre que recentemente o fabricante canadense – a Bombardier – lançou o projeto de uma aeronave que, pela faixa de assentos abarcada pelas suas diversas versões (110 a, potencialmente, 149), concorre diretamente com alguns Boeing e Airbus e, parcialmente, com algumas aeronaves da Embraer. Tentativas de estabelecer uma solução rápida ao longo de 2009 fracassaram. Assim, as delegações na OCDE dos países envolvidos – inclusive o Brasil – têm agora o desafio de tentar unificar as regras do ASU até 31 de dezembro do corrente ano.

Além disso, a *crise de liquidez* atual fez com que as regras para o financiamento de aeronaves estabelecidas no ASU se tornassem mais atraentes do que aquilo que, em geral, é oferecido pelos agentes financeiros privados. Isso levou as empresas aéreas dos países afetados pela já mencionada *home market rule*<sup>7</sup> a reclamar ferozmente: alegam que empresas concorrentes, às vezes até de países limítrofes, desfrutam de um benefício injusto nas suas aquisições de aeronaves. Assim, a questão do *home market rule* acabou por influenciar o processo de busca pela unificação das regras do ASU, o que tem feito com que todo o processo adquira uma complexidade formidável.

Por fim, resta ainda o desafio da implementação do chamado Tratado da Cidade do Cabo, firmado em 2001, conhecido universalmente pela sigla em inglês CTC. A finalidade de tal tratado foi a de uniformizar o regramento jurídico de cada país com as melhores práticas estabelecidas, o que resultaria em segurança jurídica para os financiadores do comércio internacional de bens móveis (de trens a satélites, passando por aeronaves). O Protocolo Aeronáutico do CTC passou a vigorar em 2006 e já foi ratificado por mais de 30 países. É de grande interesse das ECAs, na medida em que estabelece a retomada da aeronave da empresa aérea inadimplente, sem grandes complicações e após um prazo de tratativas e negociações de poucos meses. Assim, no âmbito do ASU, existe até uma diferenciação, com condições financeiras mais vantajosas para os países que aderirem ao CTC.

---

<sup>7</sup> Ou seja, Estados Unidos, Reino Unido, França, Alemanha e Espanha.

O desafio de sua implementação, entretanto, permanece: não é sempre cristalino que cada país, oficialmente aderente ao tratado, tenha feito as modificações legais na sua legislação interna, de forma que o regramento prescrito no CTC prevaleça inquestionavelmente numa eventual disputa. E isso é de interesse tanto dos agentes financiadores privados quanto das ECAs.

### Conclusões

Um olhar isento sobre os fatos e avaliações aqui apresentados dificilmente deixará de concluir que as ECAs têm desempenhado um papel indispensável ao longo da história, no que tange ao financiamento de aeronaves. E isso ganha ainda mais relevância quando se considera que instituições governamentais não costumam nascer de um dia para o outro, funcionando a todo vapor. Geralmente, levam tempo para se estruturar, atingir a maturidade operacional e, então, apresentar resultados relevantes para as sociedades que as patrocinam.

A crise atual gerou demandas extraordinárias para as ECAs, o que fez com que pelo menos um alto executivo do US Ex-Im Bank declarasse: “...todos nós tivemos de nos desdobrar na medida dos desafios que se nos apresentavam” [Morin (2009)].

Por outro lado, o fato de que a atuação das ECAs teve tanto destaque a ponto de gerar impactos no ASU e o questionamento da *home market rule* significa que o mercado reconhece hoje a magnitude das demandas que recaem sobre elas e que poderiam eventualmente levar as ECAs a extrapolar em muito o nicho em que se encontravam no período pré-crise, ou seja, os 20% da produção dos fabricantes de seus respectivos países. Isso sugere que, apesar de a crise persistir, a economia real – em termos de passageiros-quilômetros transportados, carga aérea etc. – parece estar se recuperando de forma mais rápida e robusta do que o sistema financeiro global privado.

Assim, soa inevitável – e até mesmo desejável – que as ECAs continuem a avançar, dentro de suas possibilidades, para o benefício de todo o setor aeronáutico mundial.

## Referências

12<sup>th</sup> Annual European Airfinance Conference, Dublin, 21 January 2010.

CHAPUT, C. (Seabury Aviation & Aerospace). *Airline liquidity and merger issues*. Apresentado na New York School of International Aviation Finance, Nova York, 15-17 de março de 2009.

LEEUWEN, Bert van (DVB Bank). *The aviation industry in 2009/2010, challenges and opportunities*. Apresentado na 12<sup>th</sup> Annual European Airfinance Conference, Dublin, 19 de janeiro de 2010.

LITTLEJOHNS, A.; MCGAIRL, S. (eds.). *Aircraft financing*. 3<sup>a</sup> ed. Londres: Euromoney Books, 1996.

MORIN, Robert. *Export credit finance: more crucial than ever?*. Apresentado na New York School of International Aviation Finance, Nova York, 15-17 de março de 2009.

OTT, Marcus. *Keynote address, Deutsche Lufthansa AG*. Apresentado na 12<sup>th</sup> Annual European Airfinance Conference, Dublin, 21 de janeiro de 2010.

SILVEIRA, Virgínia. Embraer já sente lenta recuperação das vendas. *Valor Econômico*, 16 de abril de 2010, p. B6.

WEIJER, J. E. *An analysis of export credit support in commercial aircraft financing*. Cranfield, UK: Air Transport Group, School of Engineering, Cranfield University, set. 2007 (*MSc Thesis*).

WHYTE, Alasdair (moderador). *The 60 billion dollar question: is there a funding gap and who will fill it?*. Painel de discussão na 29<sup>th</sup> New York Airfinance Conference, Nova York, 20 de abril de 2009.