

A Fogo e Ferro II

Na Carta anterior, descrevemos rapidamente o contexto histórico das reformas de transição e listamos os principais desafios que a China deverá enfrentar a fim de avançar em seu caminho de desenvolvimento sócio-econômico. Definido o contorno geral, passemos agora à análise dos investimentos da nossa carteira que mais são afetados pela dinâmica da economia chinesa, quais sejam: mineração e siderurgia. Nesta Carta, iremos tratar com mais detalhes dos impactos no setor de mineração. Na próxima, estaremos analisando especificamente nossos investimentos no setor siderúrgico. Antes disso, lembremos de três idéias importantes sugeridas na Carta anterior:

- i) Por razões históricas do modelo chinês de reformas, parte importante do seu sistema produtivo desenvolveu-se à margem do planejamento direto e do controle indicativo do governo central: um grande número de unidades produtivas autônomas e dispersas, competindo entre si, respondem aos sinais econômicos de sobrevivência emitidos por custos e preços.
- ii) Demandas sociais exercem influência sobre os formuladores de políticas públicas, que conti-

nuam tratando o emprego como prioridade de agenda do governo.

- iii) No desafio de avançar no estágio do ciclo de desenvolvimento econômico onde os investimentos em ativos fixos deverão ser substituídos pelo consumo, a China busca produzir bens de maior valor agregado, fomentando a contribuição do consumo de maior qualidade no agregado das despesas.

Estes três elementos ajudam a entender parte da dinâmica recente de crescimento do setor siderúrgico chinês. Em dez anos, a China dobrou sua participação na produção mundial de aço. Em 2004, tendo fabricado 273 milhões de toneladas por ano (Mta) - 22,7% acima do ano anterior, tornou-se exportador líquido do produto e o maior produtor mundial com 26% deste mercado. A expectativa é de que a China em 2010 produza aproximadamente 470 Mta de aço, representando 35% da produção mundial (Gráfico 1 na página 2).

Diferentemente do resto do mundo, onde o processo de concentração do setor siderúrgico tem disciplinado a oferta, a indústria chinesa ainda é muito fragmenta-

Nosso Desempenho

Neste trimestre, as quotas do Dynamo Cougar apresentaram valorização de 25,1%, revertendo o resultado negativo do semestre. O retorno acumulado do Fundo no ano é de 14,8%, contra 20,6% do Ibovespa e 28,5% do IBX. Desde o início do Fundo em setembro de 1993, o Dynamo Cougar rendeu 31,0%^{aa} acima do IGP-M e 36,4% sobre o dólar. No mesmo período, o retorno do Ibovespa foi de 9,4%^{aa} e 13,9%^{aa} sobre os mesmos índices, respectivamente.

As principais posições do Fundo não sofreram grandes alterações, à exceção da troca de parte da posição de Belgor por Gerdau. Compramos um pouco mais de ações de companhias da carteira expostas ao setor de consumo. A novidade, nesta linha, ficou por conta da compra de Pão de Açúcar.

Ao longo do trimestre, reduzimos o nível de caixa do Fundo para algo em torno de 3%. A motivação basicamente foi a de uma leitura mais favorável do ambiente de negócios de uma maneira geral: regime macroeconômico estabilizado, inflação controlada, juros decrescentes com crédito em alta, produzindo efeitos de maior otimismo em determinadas empresas dotadas de nítida capacidade de

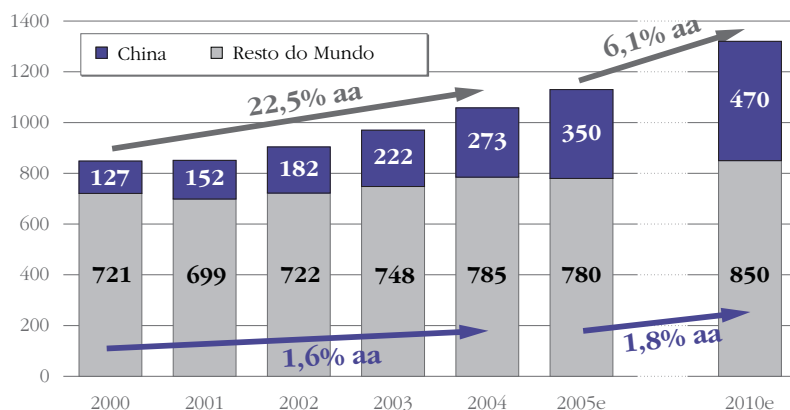
O objetivo deste relatório é o de tecer comentários sobre desempenho do gestor no período, destacando os eventos mais significativos relativos aos investimentos realizados. Possui conteúdo apenas informativo e teor meramente analítico, não constituindo material de venda de ações ou de fundos, nem tampouco indicação ou recomendação para o uso destas informações em aplicações ou investimentos financeiros.

Esta carta é publicada somente com o propósito de divulgação de informações e não deve ser considerada como uma oferta de venda do Fundo Dynamo Cougar. Todas as opiniões e estimativas aqui contidas constituem nosso julgamento até esta data e podem mudar, sem aviso prévio, a qualquer momento. Performance passada não é necessariamente garantia de performance futura. Os investidores em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo fundo garantidor de crédito.

da e a produção tem crescido de forma pouco organizada (Gráfico 2 na página 3).

As estatísticas mostram que 47 companhias no mundo produzem acima de 5 Mta. Quatro delas são japoneses e possuem 74% da produção do Japão, outras quatro são americanas detendo 55% da produção do país, duas coreanas respondem por cerca de 80%, sete da União Européia detêm 87% do mercado local. As treze empresas chinesas da lista representam apenas 44% da produção do país. Na China, aproximadamente 200 Mta de aço são fabricadas por 870 empresas pequenas e médias empregando mais de três milhões de trabalhadores. As pequenas unidades produtivas não são eficientes em escala, consomem energia em ex-

Gráfico 1 – Produção Mundial de Aço (M / Ton)



Fonte: Tex Report, Dynamo

cesso e agredem o meio ambiente.

A exemplo do que ocorreu no resto do mundo, o Governo chinês quer estimular a concentração das empresas para disciplinar a oferta, aumentar a produtividade e diminuir a pressão sobre a demanda de insumos. Em julho, a Comissão Nacional para Reforma e Desenvolvimento lançou um pacote de políticas diretas para o setor siderúrgico que basicamente limita os aumentos adicionais de capacidade, impõe requerimentos que dificultam a entrada de novos produtores e cria incentivos para uma maior eficiência na cadeia produtiva e logística. Em nenhum momento, a Comissão impõe o fechamento de capacidade, mesmo naquelas unidades onde a ineficiência é muito alta, o que mostra a preocupação com a questão emprego. Se a produtividade nas áreas menos eficientes é de apenas 37 ton/empregado, um corte de 10 Mta pode gerar 270 mil desempregos. Por isso, a adequação da oferta do setor deverá se dar de modo gradual, a medida em que avança o processo de concentração. Num primeiro momento, o incentivo do governo para uma maior concentração do setor pode

estimular ainda mais a produção, já que alguns produtores de tamanho médio buscarão aumentar suas capacidade para provarem-se candidatos ao papel de consolidadores.

A demanda interna por aço, ainda que desacelerando, continua forte. O investimento em ativo fixo cresceu 26% ano-sobre-ano até junho e a produção industrial 16,6%, o que pode indicar um crescimento do consumo aparente de aço da ordem de 15%, dadas as correlações históricas. Destacam-se os segmentos de construção civil residencial (urbanização) e de infra-estrutura. Em resumo, as melhores previsões estimam uma produção da indústria siderúrgica chinesa em torno de 420 Mta em 2007, uma expansão de 148 Mta sobre 2004, cerca de 55% da produção deste ano.

Se a produção de aço na China deverá seguir seu curso de crescimento, como assim acreditamos, quais as implicações para os produtores de minério, em particular para a CVRD e a Caemi? Vejamos um pouco da estrutura da produção de aço.

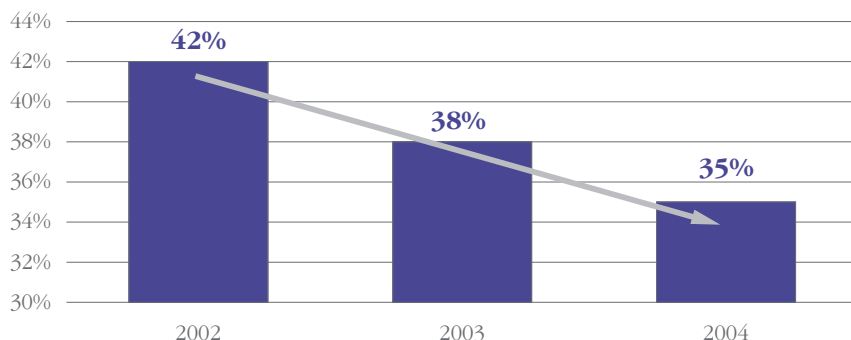
Existem, basicamente, dois tipos de processo de produção de

Nosso Desempenho

capturarem oportunidades de crescimento em seus respectivos setores.

No trimestre passado, o setor de aços longos havia sido o principal responsável pela performance negativa do Fundo. Dizíamos que a reação negativa dos investidores face às dúvidas provocadas pelo comportamento da China parecia-nos exagerada. O fato é que neste trimestre, as ações de Belgo e Gerdau subiram em média mais de 40%. Junto com o setor de minério de ferro, foram responsáveis por quase 60% do resultado expressivo do Fundo no período. Seguimos confiantes com as perspectivas do segmento de aços longos, sobre as quais estaremos tratando com detalhes na próxima Carta.

Gráfico 2 – China – Concentração da Indústria Siderúrgica
10 maiores produtores como % da produção total



Fonte: IISI, Arcelor

aço: forno elétrico e alto-forno (queima a oxigênio). Fornos elétricos exigem menores quantidades de capital e de trabalho, usam mais energia e agredem menos o meio ambiente. São mais ágeis, podendo ser ligados e desligados conforme a disponibilidade e os custos dos insumos. Alto-fornos têm custos operacionais mais baixos, sendo imbatíveis na produção em larga escala de aços planos de alta qualidade. Requerem investimentos altos e exigem produção contínua. Necessitam, portanto, de uma oferta de insumos mais estável e previsível. Daí que contratos de minério e de coque de longo prazo sejam muito convenientes.

Aços longos – vergalhões, barras, perfis, arames – são utilizados na indústria de construção civil e infra-estrutura; aços planos – chapas, lingotes – na automobilística e de transformação em geral. Na origem, o processo elétrico empregava 100% de sucata para produzir aços longos. Já o alto forno, utilizava ferro gusa (minério de ferro e carvão) para pro-

duzir produtos planos, exclusivamente. Avanços tecnológicos mais recentes têm gerado uma maior conversibilidade de processos e insumos: hoje, os fornos elétricos podem produzir lingotes finos (aços planos) empregando um percentual de até 35% de ferro gusa de melhor qualidade (redução direta). Já os alto-fornos – que chegam a usar até o limite de 30% de sucata no processo – fabricam também produtos longos. Ou seja, no curto prazo, existe alguma margem de substituição entre minério e sucata nos alto-fornos. No longo prazo, a substituição de insumos em tese poderia ser grande, já que o produtor pode escolher entre a tecnologia do forno elétrico ou de alto-forno.

Na China, 85% da produção se dá em alto-fornos, apenas 15% em fornos elétricos, embora 65% da produção seja de aços longos. As condições do mercado e o ambiente de negócios favorecem a predominância da produção em alto-forno naquele país: custo de capital baixo, abundância de mão-de-obra, disponibili-

dade de reservas de coque e de minério, escassez de sucata e de energia, além de menores pressões nos controles das questões ambientais. Como a oferta de longos encontra-se saturada, a expansão nos próximos anos se dará predominantemente em planos, empregando ferro gusa em alto-fornos. Ou seja, dados o padrão de tecnologia e o perfil da demanda, a expansão da produção de aço na China será atendida predominantemente pelo fornecimento de minério e, de forma crescente, minério de boa qualidade.

Estima-se que a produção de minério de ferro chinês também cresça para atender a produção adicional de aço. Acontece que o minério local é de baixa qualidade. Se a China quiser avançar na cadeia de produtos de maior valor agregado de forma eficiente, deverá continuar importando minério de melhor qualidade do Brasil e da Austrália¹. A participação de mercado da CVRD/Caemi na importação de minério chinês subiu de 11% em 1997 para 21% em 2004 e pode chegar a 25% em 2007.

A importação de minério da China subiu de 55 Mta em 1999 para 203 Mta em 2004. Estima-se que a demanda por minério cresça cerca de 20%^{aa} até 2007, quando deverá atingir 357 Mta². Tendo em vista os investimentos que foram realizados nos últimos anos e os projetos que vêm sendo anunciados pelas empresas siderúrgicas chinesas, acreditamos que esse número possa chegar a 430 Mta em 2010. As projeções de investimento da indústria siderúrgica global apontam para U\$ 65 bi-

(1) A qualidade do minério se dá basicamente pelo conteúdo de ferro. O minério brasileiro apresenta teor de ferro de 65-67%, o maior do mundo; o australiano 57-64% e o chinês 30-35%. Uma menor qualidade do minério exige maiores níveis de beneficiamento para compensar parcialmente a performance inferior no alto forno.

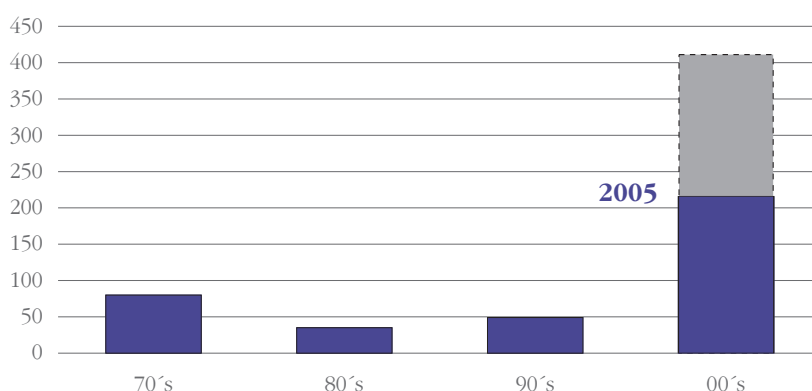
(2) Dados da Macquarie Research. A estimativa da Merrill Lynch é de 349 Mta e a do CSFB é de 352Mta.

lhões em 2005, 18,1% acima de 2004 que, por sua vez, cresceu 14,3% sobre 2003. Estes investimentos deverão iniciar sua fase de produção em 2007-2008, assegurando um incremento na demanda por minério nos próximos anos. Ou seja, o mercado mundial de minério de ferro, que já se encontra apertado – as empresas estão operando a 100% de capacidade e os estoques nos portos estão muito baixos – apresenta um cenário muito interessante.

É natural que este cenário estimule expansões de capacidade, além de novos entrantes. Acontece que as barreiras à entrada no setor de mineração não são desprezíveis: alto custo de desenvolvimento dos projetos, necessidade de qualidade nas reservas, mercado concentrado onde os três maiores detêm mais de 70% de participação, acesso à logística e capital, escassez de equipamentos e serviços. A disciplina de oferta tem sido imposta pelo imperativo dos custos econômicos e por restrições de natureza física. O crescimento da demanda chinesa de 200% nos últimos quatro anos pegou de surpresa mesmo os mais otimistas, numa indústria onde o tempo de entrega dos projetos é longo.

Apenas para se ter uma idéia, no período de 2000 a 2005, o mercado global de minério de ferro – puxado basicamente pela demanda da China – cresceu em toneladas cerca de 1,3 vez o crescimento conjunto das três décadas anteriores. Em 2010, estima-se uma demanda mundial de algo em torno de 865 Mta, o que re-

Gráfico 3 – Crescimento da Demanda de Minério de Ferro por Década (Mta)



Fonte: CVRD, Dynamo

presentará um crescimento no cenário de 2,5 vezes o acréscimo verificado nas três décadas anteriores juntas (Gráfico 3).

Como a oferta de minério demora a responder, a urgência dos pedidos têm sido atendida por um mercado *spot* - estimado em 50 Mta - que sobrevive deste desequilíbrio conjuntural, nutrido

mitados temporariamente por dificuldades logísticas. Aqueles não têm minério de qualidade, estes têm restrições governamentais para exportá-los. Desta forma, para suprir boa parte desta necessidade de minério no futuro, as três grandes – CVRD/Caemi, BHP e Rio Tinto, que representam mais de 70% do mercado transoceânico de minério, já anunciaram relevantes expansões em suas minas, ou em novos projetos.

Dos projetos anunciados para o período 2005/2008, a CVRD pretende expandir sua produção em 79 Mta, a Rio Tinto em 58,7 Mta e a BHP em

33,4 Mta, acrescentando, respectivamente, 35%, 42% e 30% às atuais capacidades instaladas. Mesmo que alguns dos projetos dos novos entrantes sejam bem sucedidos, estima-se que as capacidades adicionais deverão ser atendidas predominantemente – cerca de 80% – pelas três incumbentes grandes – CVRD BHP e Rio Tinto. Adicionalmente, a tendência

*Dynamo Cougar x IBX x Ibovespa
Desempenho em R\$ até setembro de 2005*

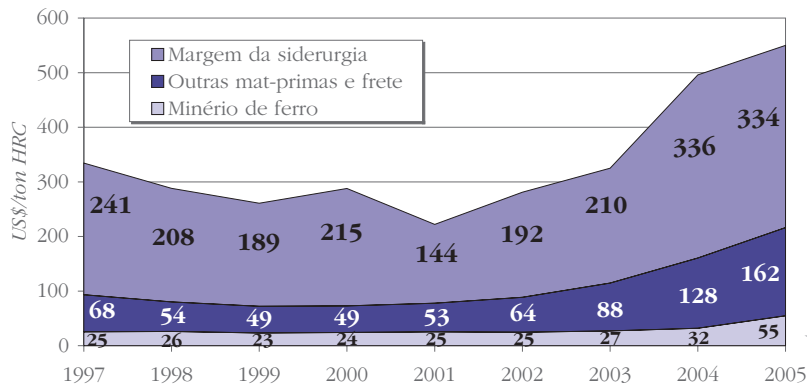
Período	Dynamo Cougar	IBX médio	Ibovespa médio
60 meses	331,88%	203,09%	95,70%
36 meses	223,57%	276,24%	266,56%
24 meses	109,50%	123,30%	94,07%
12 meses	30,23%	47,42%	34,51%
3 meses	25,11%	26,76%	24,45%

Valor da cota em 30/09/2005 = R\$ 99,05417371

pela gordura das margens recentes das siderúrgicas. Acreditamos que, muito provavelmente, no futuro próximo, esse mercado *spot* seja substituído por fornecedores de longo prazo. Para os mineradores chineses, a curva do custo marginal de expansão é muito inclinada. Os indianos, apesar de possuírem grandes reservas de minério de boa qualidade, estão li-

(3) O maior custo da BHP explica-se pelo alto investimento em logística – porto e ferrovia – necessário para escoar a produção marginal.

Gráfico 4 – Preço do Aço e Margem da Indústria Siderúrgica



Fonte: Macquarie, CVRD, CRU

Nota: HRC = Preço médio do laminado a quente no Japão

Margem = Preço do HRC – Matérias primas e frete* Considera ratio IO/HRC = 1,5

A despeito do aumento do preço do minério, a margem das siderúrgicas ainda está alta

O minério de ferro continua sendo uma proporção pequena do custo do Aço

mundial de consolidação do setor siderúrgico deverá favorecer os grandes produtores de minério, já que escala, confiabilidade na entrega e qualidade no fornecimento tenderão a crescer em importância.

Além de colocar o maior volume, a CVRD é quem tem menor custo marginal de expansão - U\$ 24/ton, contra U\$ 32 da Rio Tinto e U\$ 82 da BHP³. Ou seja, a CVRD aumentará ainda mais sua participação num mercado que deverá se expandir sem perder a disciplina de preço, uma vez que estas novas expansões estão sendo desenvolvidas com elevados custos.

A demanda chinesa cresce para produtos de maior qualidade, compatíveis com o desejo de o país avançar na cadeia de produtos siderúrgicos de maior valor agregado e de permitir uma maior eficiência fabril dos fornos. A CVRD é líder no mercado transoceânico de pelotas que aumentam

a eficiência dos fornos, provocam menor emissão de CO₂ e substituem os granulados que estão se tornando mais escassos⁴. Além disso, a resposta da oferta de pelotas tem sido mais lenta do que a de minério.

Outro aspecto importante, que ajuda a compensar o aumento do custo do minério para as siderúrgicas, tem sido a queda recente nos preços do frete internacional. Desde o pico em dezembro de 2004, o índice do frete no Báltico cedeu 45%. Mesmo depois do aumento de preço de 71,5%, o custo CIF do minério brasileiro colocado na China caiu 10% em dólar, o que pode melhorar a situação de negociação das mineradoras para o próximo ano⁵. Adicionalmente, o minério continua representando uma parte pequena dos custos das siderúrgicas. Um aumento de 15% no custo FOB do minério representa apenas U\$ 5,5/ton, ou seja, apenas 1% do preço médio do laminado a quente (Gráfico 4).

Outra característica interessante do minério de ferro é que devido à concentração mundial da oferta – mais de 70% do mercado transoceânico dominado por três produtores – seu preço é determinado em negociações diretas entre compradores e vendedores, não sendo negociado em Bolsas de futuros, a exemplo das demais commodities. Ou seja, a determinação do preço do minério não sofre influências de fluxos financeiros ou especulativos, como algumas outras commodities agrícolas e metais – principalmente aquelas onde os mercados futuros são menos líquidos –, sendo resultante exclusiva da escassez relativa do mercado físico e do poder de barganha dos agentes reunidos em negociações anuais. Assim, o preço do minério tende a ser mais ‘fundamentalista’, menos volátil. Com a oferta concentrada e o mercado apertado (preço spot segue acima dos contratos de longo prazo), as mineradoras têm maior vantagem negocial, que pode au-

(4) **Granulados** são minérios não-aglomerados que entram direto nos alto-fornos, requerendo uma carga menor de beneficiamento. **Pelotas** são minérios finos aglomerados em forma esférica, com maior uniformidade estrutural, sendo o produto de maior valor agregado na cadeia mineradora.

(5) Em dezembro de 2004, o custo do frete por tonelada até a China era de US\$ 50,60, enquanto que o minério custava US\$ 20,65. Em setembro deste ano, o minério subiu para US\$ 35,44, enquanto o frete caiu para US\$ 28,74. Ou seja, o custo do minério com transporte para a China caiu 9,9% por tonelada (dados da Tex Report).

mentar ainda mais caso a China – maior demandante – venha participar da rodada anual de negociação de preços.

Em resumo, nossa visão sobre os fundamentos dos nossos investimentos em minério permaneceu positiva, mesmo quando o mercado fazia uma leitura mais pessimista. Ancorados no reajuste histórico de 71,5% do ano anterior, sem uma referência de preço atualizada (negociações anuais), os analistas resistiam em incorporar os sinais dos fundamentos de oferta e demanda, insistindo em estimar

queda de preço para 2006. Naquele momento, as ações de CVRD e Caemi chegaram a cair 30%, quando aproveitamos para aumentar nossa posição combinada para até cerca de 15% do Fundo. Desde então, os analistas vêm revisando suas projeções de preço, em função da evolução dos fatos que descrevemos acima. As ações de CVRD e Caemi reagiram, acumulando valorização de 39% e 60% no ano, respectivamente. Entendemos que os fundamentos deste setor permanecerão sólidos por mais alguns anos, postergando o

processo de redução de preços, que a nosso ver ocorrerá de forma gradual ao longo do tempo. Alguns modelos, inclusive, começam a admitir um novo patamar de preço de minério na perpetuidade. Desta forma, acreditamos que as correções de cenário não foram totalmente percebidas e vemos ainda uma margem de segurança interessante para os investimentos nestas ações.

Rio de Janeiro, 30/11/2005.

Dynamo Cougar x Ibovespa x FGV-100 (Percentual de Rentabilidade em US\$ comercial)

Período	DYNAMO COUGAR*			FGV-100**			IBOVESPA***		
	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93
1993	-	38,78	38,78	-	9,07	9,07	-	11,12	11,12
1994	-	245,55	379,54	-	165,25	189,30	-	58,59	76,22
1995	-	-3,62	362,20	-	-35,06	87,87	-	-13,48	52,47
1996	-	53,56	609,75	-	6,62	100,30	-	53,19	133,57
1997	-	-6,20	565,50	-	-4,10	92,00	-	34,40	213,80
1998	-	-19,14	438,13	-	-31,49	31,54	-	-38,4	93,27
1999	-	104,64	1.001,24	-	116,46	184,73	-	69,49	227,58
2000	-	3,02	1.034,53	-	-2,63	177,23	-	-18,08	168,33
2001	-	-6,36	962,40	-	-8,84	152,71	-	-23,98	103,99
1ºTrim/02	13,05	13,05	1.101,05	3,89	3,89	162,55	-2,76	-2,76	98,35
2ºTrim/02	-19,15	-8,60	871,04	-22,45	-19,43	103,60	-31,62	-33,51	35,63
3ºTrim/02	-22,31	-28,99	654,37	-31,78	-45,04	38,90	-44,17	-62,88	-24,28
4ºTrim/02	29,76	-7,86	878,90	38,00	-24,15	91,67	45,43	-46,01	10,12
1ºTrim/03	4,47	4,47	922,65	4,63	4,63	100,55	5,39	5,39	16,06
2ºTrim/03	27,29	32,98	1.201,73	38,16	44,55	177,07	34,33	41,58	55,91
3ºTrim/03	19,37	58,73	1.453,83	24,72	80,29	245,56	22,34	73,20	90,74
4ºTrim/03	22,18	93,94	1.798,51	35,98	145,16	369,91	39,17	141,04	165,44
1ºTrim/04	4,67	4,67	1.887,16	2,35	2,35	380,16	-1,40	-1,40	161,72
2ºTrim/04	-4,89	-0,45	1.790,04	-8,66	-6,51	339,30	-11,31	-12,56	132,11
3ºTrim/04	35,12	34,52	2.453,91	23,73	15,67	443,56	21,13	5,92	181,16
4ºTrim/04	22,17	64,35	3.020,19	25,32	44,96	581,16	21,00	28,16	240,19
1ºTrim/05	-1,69	-1,69	2.967,41	-1,66	-1,66	569,87	1,06	1,06	243,80
2ºTrim/05	5,41	3,62	3.133,23	2,98	1,27	589,80	7,51	8,65	269,60
3ºTrim/05	32,32	37,12	4.178,29	25,21	26,80	763,71	31,63	43,01	386,50

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 36 meses: R\$ 338.084.078,22

(*) O Fundo Dynamo Cougar é auditado pela Price Waterhouse and Coopers e sua rentabilidade é apresentada líquida das taxas de performance e administração, ficando sujeita apenas a ajuste de taxa de performance, se houver. (**) Índice que inclui 100 companhias, mas nenhuma instituição financeira ou empresa estatal (***) Ibovespa Médio (não o fechamento).

Para comparar a performance da Dynamo e de diversos índices, em períodos específicos, visite nosso site: www.dynamo.com.br

Se você quiser conhecer um pouco mais da Dynamo, visite nosso site:

www.dynamo.com.br

DYNAMO

**DYNAMO ADMINISTRAÇÃO
DE RECURSOS LTDA.**

Av. Ataulfo de Paiva, 1351 / 7º andar – Leblon – 22440-031
Rio – RJ – Tel.: (021) 2512-9394 – Fax: (021) 2512-5720