

A Fogo e Ferro I

O dragão é a figura predileta da mitologia chinesa. Simboliza a sabedoria e o poder do império. Representa a ambigüidade da força do fogo que aniquila e destrói, ao mesmo tempo em que sugere a vida, permite o crescimento, alimenta a transformação. Se o propósito dos símbolos lendários é o de representar realidades complexas – fenômenos cotidianos pervagantes de difícil compreensão – a imagem do dragão parece bastante adequada e estimulante.

A China é o grande tema deste início de milênio. Um país com 20% da população mundial, que cresce à taxa sem precedentes de 9,4%^{aa} nos últimos 26 anos, quando 200 milhões de habitantes deixaram a linha da pobreza, com uma formação bruta de capital fixo de 45% do PIB, U\$ 600 bilhões de investimentos diretos recebidos, um volume de comércio internacional de 70% do produto e U\$ 700 bilhões de reservas internacionais acumuladas. Com uma extensa lista de predicados, a China exerce influência sobre todas as variáveis econômicas importantes no cenário mundial. O fogo do dragão chinês provoca queima de preços e destruição de empregos mundo afora, ao mesmo tempo em que reacende projetos e fertiliza a produção em outros tantos lugares. Por outro lado, o nível de compreensão sobre a dinâmica de sua economia, a previsibilidade das políticas públicas, a mecânica da lógica de negócios, a extensão das demandas sociais, a orientação das estruturas legais, ainda é muito baixo, desproporcional à importância da China na economia e geopolítica mundial. O dragão, cuja presença

logo se faz notar, inflama as percepções, mas esconde sua compreensão, como um enigma esfingético.

Há uma força em transformação e compreender sua natureza é o grande desafio analítico do momento. Quais as implicações e desdobramentos da economia chinesa para nossa carteira de investimentos? Lembramos que parte importante do portfólio do Dynamo Cougar está relacionada ao desempenho de algumas commodities, especificamente, minério de ferro e aço, cuja dinâmica de preços tem sido praticamente determinada pelo mercado chinês. Nosso dever fiduciário levou-nos para a Ásia no mês de junho onde tivemos oportunidade de testar *in loco* as premissas que sustentam nossas teses de investimentos nestes ativos. A idéia aqui é a de expormos nossas impressões e conclusões. Sem pretender adiantar o final, seguimos confiantes nestes investimentos e as notícias mais recentes têm confirmado nossa opinião que, se era *contrarian* no início do ano, a partir de maio começaram a prevalecer entre investidores.

Dada a extensão do material, dividimos o assunto em três Cartas. Antes de entrarmos especificamente nas indústrias que nos afetam, sugerimos um pequeno *détour*, a fim de situarmos estas implicações setoriais numa dimensão mais ampla. Assim, nesta Carta, apresentamos algumas notas sobre a evolução das reformas que ajudam a localizar o ambiente atual da economia chinesa, bem como os principais desafios que ela deverá enfrentar no futuro próximo. Trata-se de um exercício de curi-

Nosso Desempenho

As quotas do Dynamo Cougar registraram perda de 7,1% neste segundo trimestre, acumulando um resultado negativo de 8,2% no ano. O Ibovespa caiu 5,9% e o IBX 3,4% no trimestre, fechando o semestre em -4,4% e -0,4%, respectivamente. Desde o início do Fundo em setembro de 1993, o Dynamo Cougar apresenta um retorno de 29,2%^{aa} sobre o IGP-M e de 34,1%^{aa} em dólar. Neste mesmo período, o Ibovespa rendeu 7,4%^{aa} em IGP-M e 11,5%^{aa} em dólar.

Aproveitamos a queda expressiva do mercado no mês de abril para aumentarmos a exposição do Fundo em alguns das nossas principais posições: Gerdau, CVRD e Ambev. Adquirimos também duas novas ações: Lojas Renner e Localiza. A primeira compramos no IPO, a segunda montamos a maior parte da posição logo após o IPO. Mesmo com estes dois novos investimentos e ainda que mantendo estável o nível de caixa ao longo do trimestre – cerca de 10% do patrimônio – o nível de concentração do Fundo aumentou.

A exemplo do primeiro trimestre, algumas posições intermediárias da carteira apresentaram desempenho muito ruim. Desta vez: Duratex, Fertibrás, Ipiranga e Ripasa. Todavia, os investimentos em aços longos (Gerdau e Belgo) foram os que mais causaram impacto, sendo responsáveis por 50% do resultado negativo. Índícios de queda de preço dos produtos siderúrgicos com o potencial excesso de oferta na China motivaram os investidores globais a reduzirem suas exposições neste setor. Este movimento *across the board*, pareceu-nos não observar a excelente posição competitiva dos produtores de aços longos no Brasil. Nas próximas duas Cartas, aproveitando o tema da China que agora trataremos, estaremos analisando com detalhes os fundamentos dos nossos investimentos em mineração e siderurgia.

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.

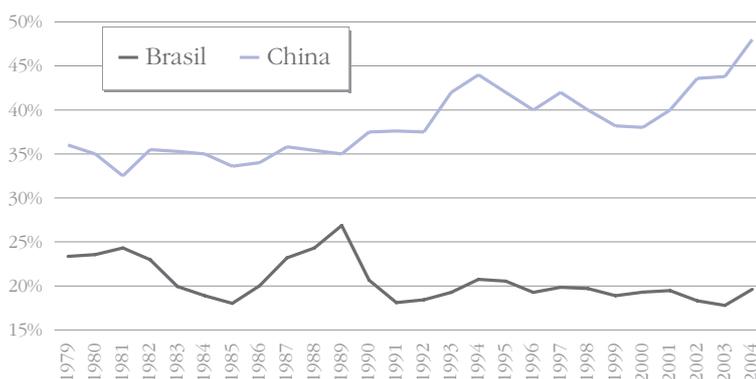
osidade intelectual, sem pretensão de originalidade, já que diversas análises de especialistas estão disponíveis. Como de costume, levamos para o nosso site algumas referências bibliográficas de interesse.

O tom que vamos utilizar é o de uma narrativa informal das nossas reuniões, conversas e leituras, embora aqui e ali apareçam algumas idéias que podem servir de subsídio para a compreensão de aspectos microeconômicos importantes da economia chinesa. Estes, por sua vez, de maneira mais organizada e sistemática, serão examinados nas próximas Cartas, quando analisaremos as implicações do crescimento chinês para os nossos investimentos em minério de ferro e aços longos.

O Modelo de Transição – Natureza das Reformas

São duas as razões comumente apontadas pelos economistas para o rápido crescimento da China: i) alta capacidade de investimento – poupança interna e, em menor escala, investimento externo; ii) crescimento acelerado da produtividade. Mesmo considerando que a China sempre apresentou taxas de poupança interna historicamente altas para os padrões internacionais (Gráfico 1), não há dúvida que as reformas econômicas iniciadas em 1978 ajudaram a produzir esta combinação de sucesso. Compreender a natureza destas reformas é de grande importância para se entender a dinâmica atual desta economia.

Quando fenômenos novos e complexos ocorrem e os modelos tradicionais não funcionam, gera-se perplexidade e perda de poder de previsão. A China subverteu as prescrições de políticas públicas para economias em regime de transição de sistema socialista para capitalista. No início dos anos 90, a recomendação de política econômica para economias do Leste Europeu exigia, num cronograma compacto, um conjunto de medidas *top-down* composto por estabilização, liberalização, privatização e democratização. O pacote de choque impunha a reforma imediata e radical do sistema de preços sem deter-se em particularidades institucionais de cada nação. “Façam o sistema de preços funcionar o mais rápido possível e o resto virá a reboque”. Esta abordagem “*big bang*”, como ficou conhecida, resultou, num pri-



Fonte: IIE e IPEA

meiro momento, numa inesperada e acentuada queda de produto, aumento de inflação e deterioração dos indicadores sociais nos países que a adotaram. Recusando a recomendação de prateleira dos livros-texto, a China adotou um enfoque de transição gradual, evolucionário e experimental, que procurou respeitar o ambiente institucional existente e permitiu incorporar as respostas das escolhas dos indivíduos ao longo do processo.

A estratégia desenvolvimentista chinesa do pós-guerra, conhecida como O Grande Salto (*The Great Leap*) havia sido desastrosa. O objetivo do crescimento forçado, baseado na ênfase na indústria pesada – contra a vocação natural do país – acabou por promover um ambiente macro-econômico de distorção de preços – juros baixos, câmbio apreciado, salários, custos de insumos e bens de primeira necessidades baratos –, além de baixíssimos níveis de eficiência microeconômica, resultado da má alocação de recursos, da falta de competição e da ausência de mecanismos de incentivos.

O início das reformas em 1978 marcou uma mudança radical de orientação de governo quando o sistema de planejamento determinativo passaria a ser gradualmente substituído por mecanismos de alocação de recursos via mercado. Desde então, o país cresce à taxa média de 9,4%^{aa}. A produtividade dos fatores que na média havia sido negativa no período pré-reforma (1953-1978), passou para 2,5%^{aa} na década seguinte¹. Uma análise mais cuidadosa do modelo de chinês aponta alguns elementos interessantes: embora

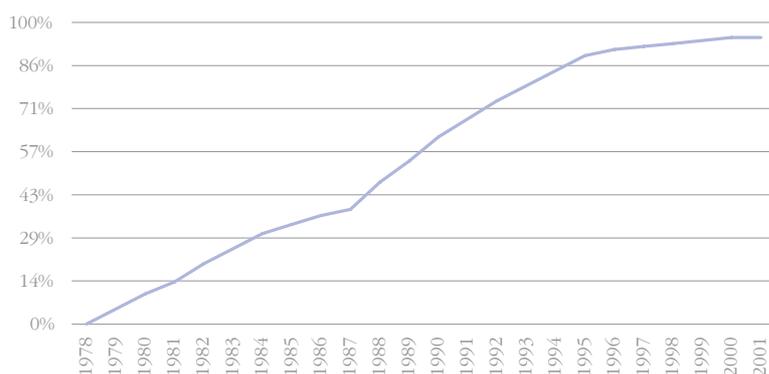
não-democrática, a transição chinesa foi “federalista”; embora não-privada, apresentou elementos de uma transição “de mercado”.

A lógica da transição chinesa consistiu em promover políticas que permitissem o funcionamento gradual das forças de mercado. As reformas buscaram introduzir um sistema de preços livres, admitindo a competição a fim de aumentar a eficiência de alocação e a produtividade dos fatores. Na agricultura, o regime comunal foi substituído pela responsabilidade familiar, onde os fazendeiros passariam a comercializar o excedente de produção; na indústria, foi criado sistema de preços ‘*dual-track*’: para além do volume físico determinado pelo planejamento central, as companhias poderiam livremente negociar o excedente de produção. Ou seja, aos poucos, a ênfase em metas de produto foi sendo substituída pela busca de lucros, onde o cálculo de custos passava a ser considerado nas decisões econômicas. Como ilustração: Em 1981, a quota de produção para o setor siderúrgico era de 13,9 milhões de toneladas (M/ton), sendo a produção doméstica de 26,7 M/ton. Em 1990, a quota passou para 15,6 M/ton, crescendo apenas 3% em dez anos, enquanto que a produção doméstica atingia 51,5 M/ton. Ou seja, em 10 anos, a produção siderúrgica dentro do sistema de planejamento passou de 52% para apenas 30% do produto total. O Gráfico 2 ilustra a evolução da participação do mercado na formação de preços dos bens no varejo chinês.

Ao mesmo tempo, a fim de permitir que as unidades produtivas e os indivíduos

(1) Lin, J., Cai, F. e Li, Z. *The China Miracle – Development Strategy and Economic Reform*. The Chinese University Press, 2003.

Gráfico 2 – Participação do Mercado na Formação dos Preços do Varejo (%)



Fonte: IIE

pu dessem capturar os benefícios dos ganhos de produtividade, o programa de reformas priorizou a mudança do padrão de incentivos micro-econômicos. O sistema de incentivos foi sendo ajustado, na direção de uma maior ligação entre remuneração dos executivos e desempenho dos negócios, através de mecanismos como retenção de lucros, sistema de bônus e participação em resultados. As estatais foram ganhando autonomia de decisão sobre produção, compras, investimentos e determinação de preços. Os governos locais, competindo entre si, fomentaram o surgimento de um grande número de pequenas empresas (conhecidas como TVEs - *Township and Villages Enterprises*) que nasceram e se desenvolveram respondendo aos sinais de mercado, emulando em preços e custos. As TVEs proliferaram de forma rápida e surpreendente atingindo 168 mil unidades produtivas em 1993, sendo responsáveis por 57 milhões de empregos e pela maior parte do produto industrial naquele ano (Chai 2003), passando a pressionar as Estatais, que tiveram que responder com esforços por ganhar eficiência. Em 2001, 82% do produto industrial chinês era proveniente de setor não-estatal, conforme tabela:

A partir do final dos anos 90, as TVEs foram sendo substituídas pelas empresas privadas domésticas e estrangeiras. Incentivos fiscais foram largamente utilizados por Pequim para atrair capital e tecnologia externa, que foi absorvida através do modelo de *joint-venture* com parceiros locais. Zonas especiais de comércio também foram incentivadas e, mais recentemente, observa-se a mudança do regime de pro-

priedade, através do avanço das privatizações.

As reformas na China não obedeceram rigorosamente a um cronograma prévio, um planejamento intencional desenhado na partida. Foram sendo calibradas de forma incremental e experimental, observando as necessidades, condições e respostas dos diversos agentes a cada momento. “Cruzar o rio tateando as pedras” é a imagem que sintetiza o modelo de transição seqüencial chinês. Talvez este tenha sido o principal ingrediente do modelo: o seu caráter descentralizado que permitiu ao

Participação no Produto Industrial Bruto - (%)

Segmento	1978	1985	1997	2001
Estatais	78	65	26	18
TVEs	22	32	38	14
Privadas Domésticas	-	2	18	39
Privadas Outras	-	1	18	29

Fonte: Chai 2003 e EIU (Economist Intelligence Unit)

sistema de preços capturar o conhecimento e as expectativas dos inúmeros participantes dispersos.

Por outro lado, a natureza híbrida da transição – coexistência do sistema de mercado com o planejamento - gerou ambigüidades e tensões que resultaram em retrocessos nas reformas em alguns momentos. O crescimento do produto, oscilando entre 3-4%^{aa} até 13-15%^{aa}, reflete este caráter não-linear do regime de transição. Momentos de maior descentralização e autonomia foram sucedidos por apertos nas metas e controles administrativos. Lin, Cai e Li (op. cit.) resumiram esta natureza cíclica do programa com a seguinte formulação: “Vigor leva à desordem, desordem

leva ao recuo, recuo leva à estagnação, estagnação leva à descentralização, descentralização leva ao vigor, e, em seguida, à desordem”. Por exemplo, a maior autonomia de decisão nas estatais associada à escassa disciplina de capital resultou em excesso de investimentos improdutos que foram sucedidos por momentos de aperto no controle sobre os administradores e restrições para concessão de créditos no sistema bancário.

Diversas iniciativas durante a transição surgiram de forma espontânea por parte dos agentes, algumas inclusive à revelia da vontade dos planejadores. Um exemplo para ilustrar este ponto: Em 1978, o município de Fengyang, na província de Anhui, começou a adotar um sistema de leasing da terra comunal, dividindo as obrigações de produção entre as famílias, que poderiam se apropriar de parte da colheita excedente às quotas. A iniciativa, conhecida como sistema de responsabilidade familiar, era proibida pelo Comitê de Planejamento Central que determinava o sistema de propriedade coletiva no campo. Naquele ano, houve uma seca na região onde todas as demais comunas tiveram queda de produção, à exceção de Fengyang, que apresentou 30% de crescimento. Em pouco tempo, o sistema de responsabilidade familiar já seria copiado por praticamente todas as demais províncias. Ou seja, o modelo chinês respeitou na prática o *insight* teórico fundamental de que a iniciativa empresarial espontânea/genuína é o elemento que permite ao sistema

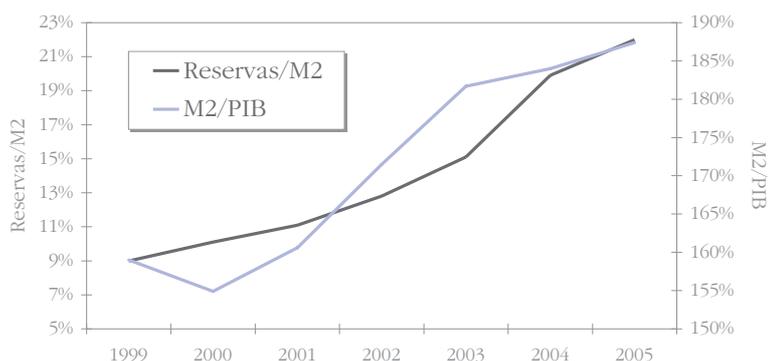
de mercado desenvolver suas atividades de coordenação e assim gerar as informações necessárias para que os recursos escassos sejam alocados de forma mais eficiente.

Uma análise mais profunda do modelo de transição deve procurar referências históricas, políticas, culturais, sociológicas e institucionais que permitiram o relativo sucesso de práticas capitalistas num regime autocrático. Não nos cabe aqui, nem teríamos condições de levar adiante esta tarefa. Apenas listamos alguns ingredientes: i) o povo chinês adquiriu uma tradição milenar de atividade empresarial e economia de mercado. Foram apenas vinte anos de estatização da produção. Quando as reformas vieram, a memória de empreen-

dedorismo logo prevaleceu, com respostas criativas e produtivas 'de baixo para cima'; ii) a tradição taoísta/confuciana estimula comportamentos que ajudam o funcionamento de um regime de mercado, como por exemplo, a ênfase na ordem social, no aprendizado, em padrões morais, no compromisso; iii) Contrariamente ao que se poderia supor, há muito pouco de ideologia no processo de transição chinês. O profundo clima de insatisfação popular gerado pelas políticas estatizantes desastrosas da Revolução Cultural fez o Partido entender que a geração de emprego e o crescimento proveniente do aumento da produtividade seriam o lubrificante social necessário para uma lógica política de perpetuação no poder. Hoje, pode-se dizer que a China pouco tem de comunismo, sendo melhor definida como um capitalismo autocrático, ou como se usava dizer, um capitalismo de estado.

Reformas costumam lidar com eventos incertos, pois envolvem inúmeras variáveis e respostas comportamentais cujas dinâmicas pouco se conhece. Daí que o experimentalismo tenha sido muito útil. Além de sua trajetória não-linear, outra característica importante das reformas chinesas, na linha de reduzir o risco de performance, foi a de atacar os problemas em grau crescente de dificuldades. Isto significa dizer que algumas questões sensíveis ainda não foram endereçadas, o que pode representar um risco maior nos passos futuros da transição. Cabe agora listar brevemente alguns dos principais desafios da economia chinesa.

Aumentos dos custos e compressão de lucros. Se a escassez de trabalho especializado já era realidade conhecida, mais recentemente começa-se a se verificar falta de mão-de-obra não-especializada em algumas regiões. Em determinados setores e regiões, como o têxtil e o de brinquedos na área costeira (delta do Rio da Pérola), o salário mínimo chegou a subir 40%, estimulando o movimento de terceirização de produção para países vizinhos como Paquistão, Camboja, Vietnã e Índia. Os custos de matérias-primas também têm subido, puxado pelos preços das commodities, pressionando os lucros das empresas. A margem de lucro depois



Fonte: Dynamo

de impostos das empresas privadas saiu de 7,9% em 1997 para 3,9% em 2004². Adicionalmente, o excesso de capacidade, resultado das altas taxas de investimento em capital fixo e da pouca disciplina de capital têm pressionado as margens das companhias num ambiente altamente competitivo que não as permite nenhuma capacidade de repasse de preços.

Excesso de investimento e crescimento do consumo. "Para entender a China, considere que o custo de capital é zero" disse-nos um economista local. O capital é um bem abundante fornecido quase sem limites a taxas irrisórias pelos bancos e agências de créditos para empresas que queiram gerar empregos. O custo médio de dívida das empresas que tivemos oportunidade de nos reunir era da ordem de 2%. Com uma lógica de negócios que priorizou a geração de empregos e não o retorno sobre o capital investido, investimentos em capital fixo foram o grande propulsor do crescimento econômico. Acontece que este modelo mostra sinais de esgotamento. Observamos, nos arredores de Hangzhou, grandes sites industriais e comerciais recém-construídos totalmente vazios. O desafio agora é que o consumo comece a substituir o investimento no agregado das despesas. As empresas têm procurado avançar na cadeia de valor, através da oferta de produtos de maior qualidade e design, acompanhados por aumentos dos gastos em propaganda, marketing e serviços em geral, visando capturar o potencial de consumo de uma classe média estimada em 250 milhões de habitantes. Contudo, a cultura da poupança na

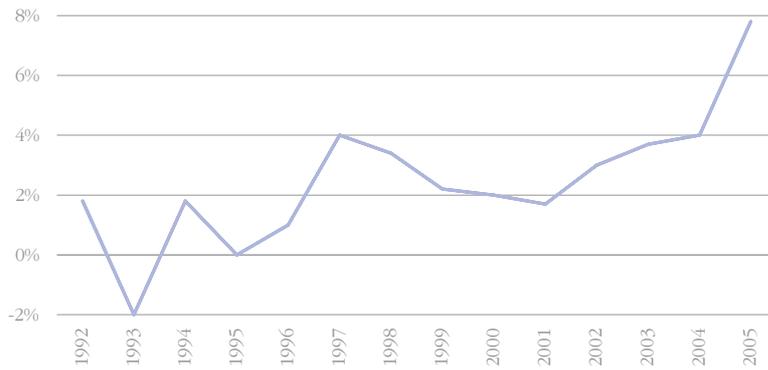
China ainda predomina no padrão de decisões intertemporais das unidades familiares, por diversas razões: baixo preço como critério histórico nas escolhas de consumo, má distribuição de renda, precariedade do sistema de seguridade social – baixa cobertura, ausência de portabilidade –, baixa extensão dos serviços de saúde e educação públicas, crédito ao consumo ainda reduzido, além de aspectos demográficos adversos³.

Empresas Estatais. Apesar dos ganhos de produtividade, o setor estatal ainda é muito ineficiente e uma reforma mais profunda nas empresas é necessária. Um terço do produto industrial ainda é gerado pelas estatais e estima-se que pelo menos metade delas perca dinheiro, sendo mantidas por subsídios, principalmente dos bancos. O modelo de transição não estará completo – sistema de preços totalmente livre – enquanto as estatais não estiverem competindo em igualdade de condições com o setor não-estatal. Ou seja, se as estatais não se tornarem competitivas, a outra margem do rio pode não ser atingida.

Sistema Bancário. Os bancos do governo subsidiam as estatais e são instrumentos de política monetária, pois são obrigados a comprar títulos públicos a taxas irrisórias, a fim de permitir o processo de esterilização de reservas internacionais. As estatísticas mais confiáveis de empréstimos não-performados estão girando em torno de 30% do PIB, ou seja, cerca de US\$ 450 bilhões. A maior parte deles, estima-se ser das próprias empresas estatais que absorvem 50% dos créditos dos bancos do

(2) Dados apresentados pelo prof. Huang Yasheng do MIT na conferência Efeito China promovida pelo Centro Empresarial Brasil-China em out-2005.

(3) Por exemplo, a política de um único filho por casal, instituída por Deng Xiaoping em 1978, gera insegurança quanto à sustentação dos pais na idade avançada, estimulando uma poupança maior do a sugerida nos modelos tradicionais de ciclo de vida (cfr. The Economist n. 8445, set-2005).



Fonte: IIE

governo. Embora venham passando por um longo processo de reestruturação, que incluem reformas operacionais e aportes de capitais, os quatro grandes bancos do governo continuam amarrados por restrições regulatórias e insistem em apresentar rentabilidades precárias. Além disso, o setor bancário parece sofrer particularmente de corrupção, já que o critério para concessão dos empréstimos resume-se muitas vezes a conexões políticas.

Mercado de Capitais. O mercado de *bonds* representa apenas 20% do PIB, sendo dominado pelos títulos públicos, e o de ações apenas 10% do PIB. Por outro lado, ao final de 2004, os empréstimos bancários representavam 140%. Os investimentos domésticos são financiados basicamente pelos bancos e por lucros retidos das empresas. O mercado de capitais é muito mal regulado. Problemas de *tunneling*, maquiagem de balanços, *insider trading*, informalidade, benefícios privados, falta de transparência, entre outros, são muito freqüentes, sem falar na ausência de disciplina de capital e de mecanismos de alinhamento de interesses entre acionistas e executivos. Em uma das conferências que participamos, uma companhia apresentou um slide sobre 'governança corporativa' onde ressaltava o fato de aparecer como maior pagadora de impostos do setor... Não há uma lei societária em vigor, embora a CSRC (CVM chi-

nesa) venha estudando arduamente estas questões. Enquanto os agentes aprofundam-se na infanda discussão sobre a forma de resolver o problema das ações não-listadas⁴, a Bolsa chinesa acumula perdas de 60% nos últimos cinco anos e ainda assim negocia num P/L de 18x. Ou seja, o risco de *downside* ainda é grande.

Agricultura. Também ainda permanece ineficiente com baixa produtividade e pouca mecanização. Subsídios e barreiras de comércio são freqüentes, deslo-

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

Período	Dynamo Cougar	IBX médio	Ibovespa médio
60 meses	270,15%	138,66%	51,25%
36 meses	175,14%	148,69%	125,18%
24 meses	103,27%	113,36%	94,01%
12 meses	29,39%	36,05%	20,44%
3 meses	-7,08%	-3,40%	-5,23%

Valordacota em 30/06/2005 = R\$ 79,176689430

cando recursos de setores mais produtivos. Mexer na estrutura de propriedade rural é um problema altamente sensível na China. Há um aspecto cultural, de tradição familiar/religiosa, arraigado na base da sociologia de relacionamento dos chineses, que passa pela relação da família com a terra. Em uma de nossas reuniões com uma empresa de fertilizantes, quando perguntamos sobre o crescimento potencial na demanda do produto que poderia advir de uma

ampla reforma na estrutura de produção do campo, o executivo rapidamente respondeu-nos que ninguém na indústria trabalhava com esta possibilidade.

Gargalos de infra-estrutura.

Gargalos de transporte e de energia podem estrangular o crescimento futuro. O BID estima que os problemas de infra-estrutura já reduzem o crescimento em 1%^{aa}. A taxa de ocupação das ferrovias chinesas é duas vezes maior do que a dos Estados Unidos e cinco vezes maior do que a da Índia. Mas, ninguém consegue ganhar dinheiro com o negócio que apresenta um retorno sobre capital investido próximo de um por cento.

Setor externo. A rápida acumulação de reservas tem dificultado o manejo da política monetária chinesa (Gráfico 3). Até então, o Governo tem usado largamente o mecanismo de esterilização, que deve ser diminuído como condição necessária à reforma bancária, gerando possíveis pressões inflacionárias. Para agravar, o superávit comercial vem aumentando ainda mais este ano (Gráfico 4), com o fim do processo mais pesado de substituição de importações. A tímida valorização do renminbi pouco deve afetar os termos de troca e o resultado de transações comerciais.

Precariedade legal.

A China carece de um sistema jurídico-legal transparente, que regule os negócios e garanta o cumprimento dos contratos. Comenta-se que corrupção, suborno, contrabando, falsificação, pirataria, ausência de direitos de propriedade, maquiagem de estatísticas, informalidade, são práticas muito difundidas⁵. Os indicadores de corrupção em níveis acima dos países comparáveis costumam ser explicados por três fatores: i) o tamanho do setor público e sua natureza autocrática; ii) o longo histórico de burocracia pública associada ao poder inquestionável do império; iii) a tradição cultural de negócios do povo chinês que se baseia em "guanxi", ou seja, no relacionamento mútuo, na recipro-

(4) Ações classe "A" são majoritariamente detidas pelo Governo e não são listadas em bolsa. Alguns analistas apontam esta estrutura como responsável por algumas das principais mazelas do mercado de capitais chinês: reduzido *free-float*, dificuldade de pulverização do capital, falta de liquidez, ausência de mercado de controle corporativo, desalinhamento de interesses. O Governo teme perder o controle das companhias ao listar estas ações num ambiente onde os *insiders* (management razoavelmente independente) já detém um alto percentual do capital das empresas.

(5) Praticamente todas as referências importantes de análises sócio-econômicas sobre a China apresentam em seus índices remissivos o termo 'corrupção' e/ou similares, como, por exemplo, Shirk (1993), Naughton (1995), Lardy (1998), Webber, Wang e Ying (2002), Wong e Ding (2002) e Shenkar (2005).

cidade da rede do conhecimento e não na meritocracia ou no regime de contratos. O Governo Central tem procurado endereçar estes problemas, mas sem muito sucesso prático, pois ocorrem em maior incidência das esferas dos governos e empresas locais que gozam de razoável autonomia. "É preciso saber dançar com os governos locais", disse-nos o executivo de uma empresa de consumo. Alguns analistas explicam parte da queda recente do FDI como um sintoma do alto custo de fazer negócios na China.

Problemas sociais. Com o crescimento rápido no período de transição, diversos problemas de natureza social e ambiental têm se manifestado: poluição (nove entre as dez cidades mais poluídas no mundo), disparidade de renda, ausência de pre-

vidência social, urbanização acelerada, grande número de falências, desemprego, epidemias. A China sofre gravemente com a AIDS. Um relatório da ONU de 2002 afirma que se não forem tomadas medidas, o problema pode adquirir dimensões de "catástrofe", gerando uma "devastação social", podendo reduzir o crescimento do PIB em até 2,2% nos próximos 15 anos. As demandas sociais são numerosas e contidas. Cerca de 300 mil chineses tentam o suicídio por ano.

Ou seja, há uma série de desafios a serem enfrentados para que China continue apresentando um padrão de crescimento compatível com as últimas três décadas. Sinais de desaquecimento, naturais neste estágio do ciclo de vida da econo-

mia chinesa, começam a surgir. Parece haver uma desaceleração a caminho, o que não significa ruptura nem pouso forçado. O consenso hoje é que a China continuará crescendo, mas a taxas menores, da ordem de 7-8% ao ano. Esta percepção de aterrissagem suave repousa na confiança dos analistas na capacidade de condução e de formulação de políticas do Governo chinês. Dada a maior sensibilidade das reformas daqui pra frente, esta habilidade será testada de forma crescente, o que requer um monitoramento mais ostensivo dos sinais emitidos pelo dragão. Na próxima Carta, trataremos especificamente dos impactos deste crescimento nos segmentos de mineração e siderurgia.

Rio de Janeiro, 1º /nov/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

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 36 meses: R\$ 305.684.055,13

(*) 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