

Feet on América Latina

O melhor ainda está por vir*.

No atual contexto global, as perspectivas para a América Latina se beneficiam de vários fatores:

Cíclico:

- Bancos centrais da América Latina estão próximos de iniciar um ciclo de cortes nas taxas de juros
- Avaliações atraentes
- Rendimentos atraentes dos títulos e baixo risco de *inadimplência*

Estrutural:

- Localização geográfica privilegiada, longe de conflitos geopolíticos
- Suporte de longo prazo para os preços *das commodities*
- Institucionalidade: cumpre com os *controles e equilíbrios*

Riscos

- Eventos sociopolíticos internos
- Recessão global

UMA REGIÃO COM ALTO POTENCIAL

Em 2023, os mercados continuam enfrentando o aumento das tensões geopolíticas em nível global. Além disso, os bancos centrais dos países desenvolvidos continuam a se retrair de forma agressiva, afetando as expectativas de crescimento. No entanto, há razões para que a América Latina permaneça resiliente e ocupe uma posição privilegiada atualmente.

Espera-se uma desaceleração da economia global e a região não é exceção. Entretanto, o FMI estima um crescimento positivo para todos os países, com exceção do Chile (tabela 1) e, de qualquer forma, várias entidades locais corrigiram para cima as expectativas de crescimento para vários países da região (Brasil, México e Chile). Isso, dado o melhor desempenho econômico observado no primeiro trimestre do ano, impulsionado pela demanda interna resiliente, especialmente no setor de serviços.

Há fatores cíclicos e estruturais que beneficiam a América Latina. Entre os fatores estruturais está a transição energética no mundo, que está avançando e oferece suporte estrutural de longo prazo à região, pois gera uma demanda

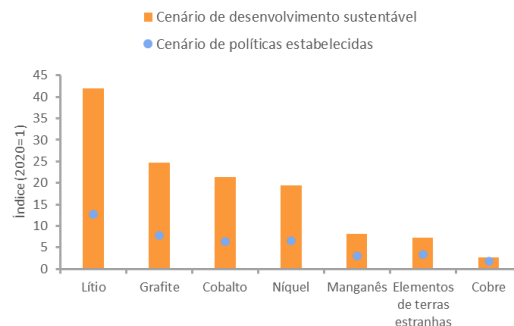
*Música do cantor latino-americano Ricardo Montaner, do álbum *agradecido*, de 2014.

TABELA 1: PERSPECTIVAS DE CRESCIMENTO

Atualização da WEO do FMI Abril 2023	Crescimento PIB (%)			Diferença Janeiro 2023	
	2022	2023E	2024E	2023E	2024E
Mundo	3,4	2,8	3,0	-0,1	-0,1
América Latina e Caribe	4,0	1,6	2,2	-0,2	0,1
Brasil	2,9	0,9	1,5	-0,3	0,0
México	3,1	1,8	1,6	0,1	0,0
Chile	2,4	-1,0	1,9	0,5	0,0
Colômbia	7,5	1,0	1,9	-0,1	-0,2
Peru	2,7	2,4	3,0	-0,1	-0,2
Argentina	5,2	0,2	2,0	-1,8	0,0

Fonte: Fundo Monetário Internacional, abril de 2023.

GRÁFICO 1. CRESCIMENTO DA DEMANDA POR MINERAIS SELECIONADOS DE TECNOLOGIAS DE ENERGIA LIMPA POR CENÁRIO
2040 em relação a 2020



Fonte: Agência Internacional de Energia, dados de março de 2023.

TABELA 2: ESTRUTURA INSTITUCIONAL

	PORCENTAGEM DE OPOSIÇÃO NO SENADO	INDEPENDÊNCIA	
		Judiciário	Banco Central
Brasil	43%	✓	✓
México	52%	✓	✓
Chile	50%	✓	✓
Argentina	50%	✓	✗
Colômbia	23%	✓	✓
Peru*	61%	✓	✓

Peru: Congresso unicameral

Fonte: Compass.

maior e mais permanente por determinados metais industriais. Esses são insumos insubstituíveis, sendo que alguns países da região são grandes produtores, por exemplo, de cobre e lítio. Assim, em um cenário no qual o desenvolvimento sustentável é alcançado até 2040, o crescimento da demanda mais do que dobraria para determinados metais industriais (gráfico 1).

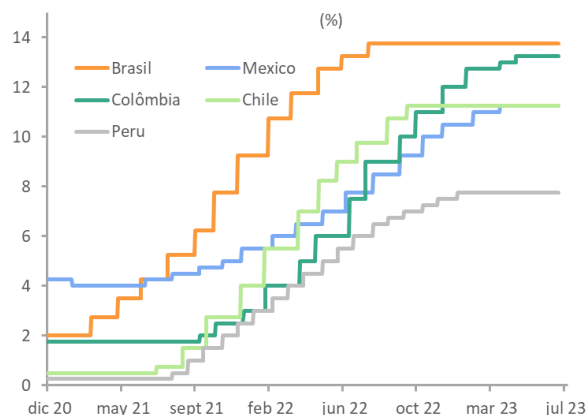
Além disso, no cenário atual de tensões geopolíticas e certos conflitos armados (por exemplo, China-Taiwan e Ucrânia-Rússia), a América Latina tem a vantagem de ter uma localização geográfica distante. Por outro lado, embora a volatilidade política seja uma constante que ocorre periodicamente, a maioria dos países relevantes conseguiu manter a estabilidade institucional por mais de duas décadas (gráfico 2).

Do ponto de vista cíclico, graças à experiência e à ação oportuna dos bancos centrais da América Latina, as pressões inflacionárias estão diminuindo rapidamente na região (com exceção da Argentina) e observa-se uma trajetória de convergência gradual para a meta até 2024. Na maioria dos casos da região, o aperto monetário dos bancos centrais já terminou (gráfico 2). Assim, são esperados cortes nas taxas de referência em vários países no segundo semestre do ano, sendo o Chile (em julho) e o Brasil (em agosto) os primeiros a iniciar um ciclo de cortes.

As altas taxas e a estabilização pós-pandemia impulsionaram as moedas latino-americanas, que se destacam com um desempenho positivo até agora neste ano (gráfico 3). Entre elas, o peso colombiano (22%), com valorização de dois dígitos, domina com menos pressão após a redução do déficit em conta corrente do país, e o peso mexicano (16,2%), beneficiando-se de um fluxo constante de entradas e de uma demanda doméstica resiliente, juntamente com um alto diferencial de taxa em relação aos EUA (600 bps).

Por fim, a região como um todo tem um calendário político relativamente claro para o restante do ano, o que reduz a incerteza política e econômica. Na Argentina, as eleições Primárias, Abertas, Simultâneas e Obrigatórias (PASO) serão realizadas em agosto, e em outubro as eleições presidenciais, nas quais a oposição é mais favorecida, dada a crise social e econômica acentuada durante a atual administração. No lado chileno, em dezembro, será realizada uma votação a favor ou contra a nova proposta de constituição, redigida em um processo mais moderado do que o anterior pelo comitê de especialistas e pelo conselho constitucional.

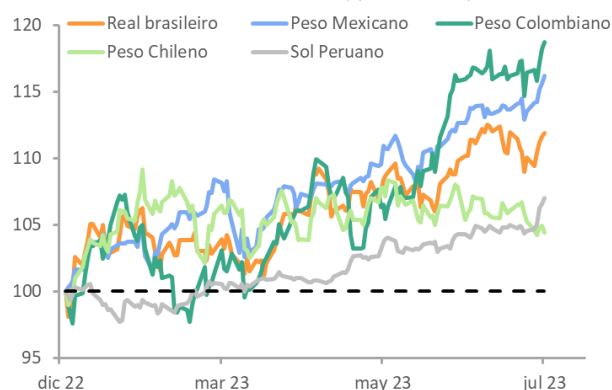
GRÁFICO 2. AMÉRICA LATINA: TAXAS DE JUROS (%)



Fonte: Bloomberg, dados de julho de 2023.

GRÁFICO 3. DESEMPENHO DA MOEDA NA AMÉRICA LATINA

Base 100 31/12/2022 | (USD / Moeda)



Fonte: Bloomberg, dados de julho de 2023.

Calendário político da América Latina 2023



Fonte: Compass.

CADA PAÍS E SUAS PARTICULARIDADES

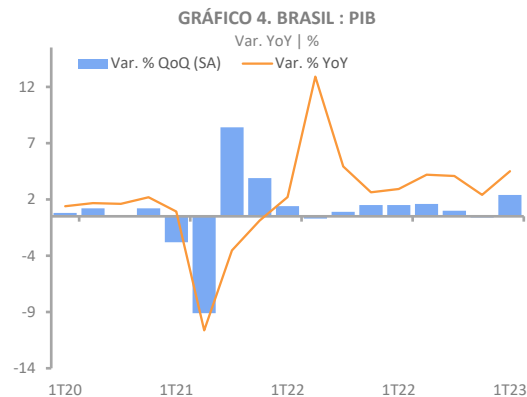
A economia do Brasil teve um desempenho melhor do que o esperado depois que o PIB do primeiro trimestre surpreendeu positivamente após crescer 4,0% em doze meses (gráfico 4), impulsionado por um desempenho positivo na agricultura e na pecuária. Para os próximos meses, espera-se uma desaceleração de acordo com a perspectiva global, mas, dada a dinâmica dos setores mencionados acima, a perspectiva de crescimento para este ano foi elevada de 1,0% para 2,1% (FMI).

É importante destacar a resiliência do setor de serviços e que suas expectativas de negócios continuam favoráveis. O PMI de serviços está em 53,3 pontos, no campo da expansão econômica (gráfico 5). O bom momento desse setor é relevante, uma vez que ele representa cerca de 60% do PIB.

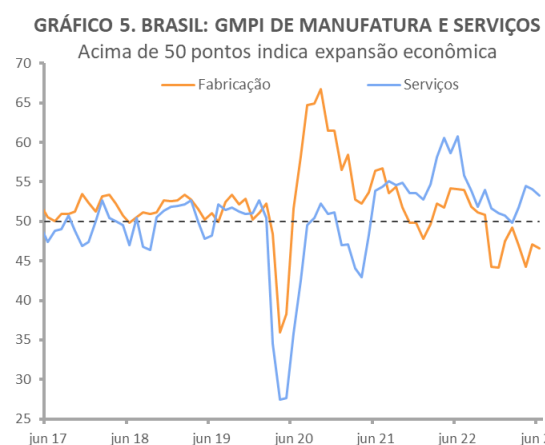
Por outro lado, a inflação vem diminuindo desde o ano passado, atingindo 3,2% em doze meses em junho (gráfico 6). Esse foi o resultado de um aperto monetário oportuno (a taxa Selic foi elevada em 1.175 bps para 13,75%). Dado o desempenho favorável dos últimos registros de inflação, o mercado internalizou com maior convicção que o ciclo de cortes na taxa referencial terá início em agosto (-25 bps.) e deverá atingir um patamar em torno de 12% em dezembro (-175 bps.).

Por outro lado, a regra fiscal foi aprovada na Câmara dos Deputados sem alterações substanciais na proposta apresentada pelo governo. No entanto, foram acrescentadas pequenas modificações que permitem maior controle sobre os gastos, de modo que os gastos fiscais em 2024 serão menores do que os inicialmente propostos. Esse fato foi considerado positivo pelo mercado e espera-se que seja aprovado no Senado, reduzindo o risco fiscal do país. Além disso, o conselho monetário nacional manteve a meta de inflação em 3% com um intervalo de tolerância de +/- 1,5% e adotou um horizonte de política monetária de 2 anos, o que também foi bem recebido pelo mercado.

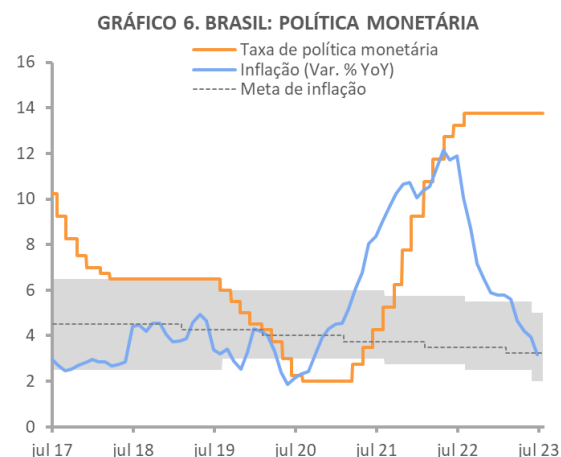
Por sua vez, para o segundo semestre do ano, a agenda do governo inclui a discussão sobre impostos em torno de dois projetos: IVA e reforma tributária. Com relação ao IVA, espera-se agrupar entre 3 e 5 impostos atuais, simplificando o sistema. O projeto já foi aprovado pela Câmara dos Deputados e está pendente de aprovação pelo Senado - com alta probabilidade -. Por outro lado, o governo tem em mente uma reforma tributária com o objetivo de aumentar as receitas fiscais, sendo os principais eixos: 1) Tributação de fundos exclusivos, 2) Retorno do imposto sobre dividendos e 3) Modificação do imposto sobre a riqueza, para evitar excessos. De qualquer forma, tudo dependerá das negociações no Congresso.



Fonte: IBGE, dados de março de 2023.



Fonte: S&P Global, dados de julho de 2023.



Fonte: Banco Central do Brasil, dados de julho de 2023.

Em suma, as perspectivas para o Brasil melhoraram, graças à atividade econômica resiliente e à menor incerteza política, onde o pragmatismo prevaleceu depois que o governo moderou determinados projetos.

A economia do México continua robusta, com a demanda interna resiliente e as altas remessas (gráfico 7) impulsionando o consumo. Isso, juntamente com um desempenho positivo da atividade no primeiro trimestre deste ano, levou a uma revisão para cima da perspectiva de crescimento para 2023. O Banco Central (Banxico) estima um crescimento do PIB de 2,3% para este ano, superior aos 1,8% projetados pelo FMI em abril.

Além disso, o Banxico já interrompeu o aperto monetário ao manter a taxa de referência em 11,25% desde sua reunião de maio, uma vez que a inflação total e a inflação subjacente mostram sinais de desaceleração, caindo para 5,1% em doze meses em junho (até mesmo a inflação de serviços atingiu o pico e mostrou uma desaceleração recorde). Com isso, o mercado espera que a entidade monetária mantenha a taxa de referência nos próximos meses, com cortes de 25 bps. em novembro e dezembro deste ano.

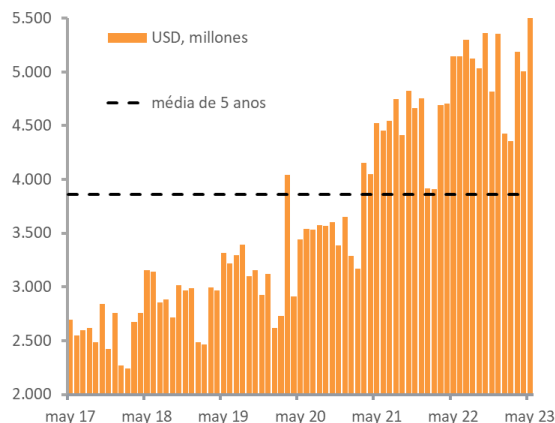
A tendência de desglobalização beneficia o México de uma forma estrutural: *nearshoring* (deslocamento de parte da produção para países geograficamente mais próximos). Isso terá um impacto rápido e direto sobre a economia mexicana e já está se materializando: as importações dos EUA provenientes do México cresceram para mais de 15% do total (gráfico 8). Além disso, foram anunciados projetos de investimento no país no valor de cerca de US\$ 28,6 bilhões até maio deste ano.

Espera-se uma forte desaceleração da atividade econômica da Colômbia neste ano (1,0% de acordo com o FMI, gráfico 9), afetada principalmente por quedas no consumo privado e uma rápida queda nos investimentos, dado o alto risco político do país. Após esse ajuste na economia, espera-se que nos próximos anos ela tenda a se normalizar, com taxas de crescimento mais sustentáveis, embora inferiores às dos últimos anos.

Após o agressivo aperto monetário do Banco de la República, a inflação finalmente ultrapassou seu *pico*, caindo para 12,1% em 12 meses em junho (gráfico 10). Entretanto, espera-se uma convergência lenta para a meta no próximo ano, com a inflação projetada para terminar 2023 em torno de 9,0%. O banco central interrompeu seu aperto monetário na reunião de junho, mantendo a taxa de referência em 13,25%, e espera-se que ela permaneça nesse nível até o fim do ano.

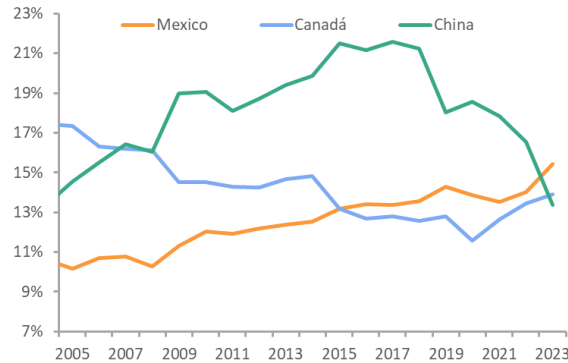
A incerteza política é alta, com várias reformas estruturais radicais em discussão, entre as quais as reformas da saúde e do trabalho foram aprovadas no primeiro debate. No entanto, a reforma previdenciária não obteve o quórum

GRÁFICO 7. MÉXICO: TOTAL DE REMESSAS



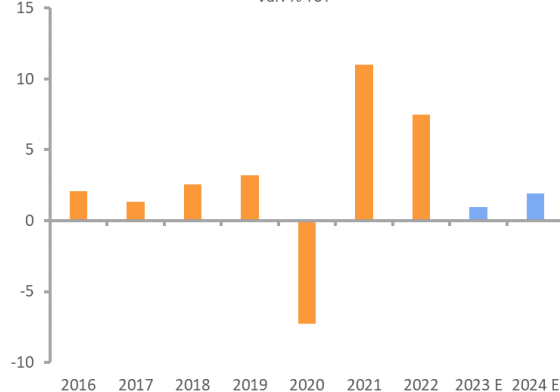
Fonte: Bloomberg, dados de julho de 2023.

GRÁFICO 8. IMPORTAÇÕES DOS EUA POR PAÍS DE ORIGEM (% de total)



Fonte: Escritório do Censo dos EUA, dados de maio de 2023.

GRÁFICO 9. COLÔMBIA: PRODUTO INTERNO BRUTO (Var. % YoY)



Fonte: Fundo Monetário Internacional, dados de abril de 2023.

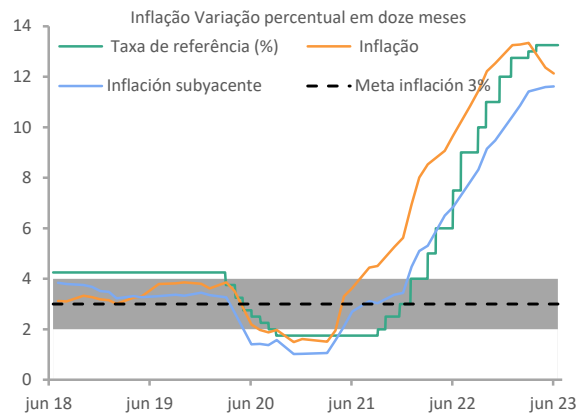
necessário para ser aprovada antes do recesso legislativo, o que é uma grande derrota para o governo, embora outra proposta seja apresentada durante o segundo semestre do ano. De qualquer forma, para a reforma da saúde e do trabalho, ainda restam 3 debates durante o segundo semestre de 2023, o que será um desafio para o governo, que tem cada vez menos capital político, mas ainda assim insiste em propostas radicais, declarando que apresentará uma nova versão da reforma trabalhista após o recesso legislativo. O número de reformas estruturais em andamento e a desaceleração econômica aumentam a incerteza no mercado colombiano.

No **Chile**, a economia surpreendeu positivamente no primeiro trimestre, impulsionada pela resiliência do setor de serviços, mas continua a desacelerar com quedas na atividade, embora já tenha atingido os mínimos do ciclo. O Banco Central do Chile corrigiu para baixo sua faixa de crescimento para 2023, projetando uma variação entre -0,5% e 0,25% (gráfico 11) e a única contribuição positiva viria das exportações líquidas.

Por outro lado, a inflação continua em trajetória de desaceleração (gráfico 12), caindo para 7,6% em doze meses em junho e em sua medida não volátil caiu para 9,1% a.a., com a expectativa de que continue com essa tendência. O exposto acima, juntamente com a declaração mais *dovish* (viés menos restritivo) da última reunião de política monetária, deu maior convicção ao mercado que espera que o ciclo de cortes na TPM se inicie em julho (-75 bps.), com a curva de swap tendo internalizado que a taxa de referência terminará dezembro em 8,0% (-325 bps.).

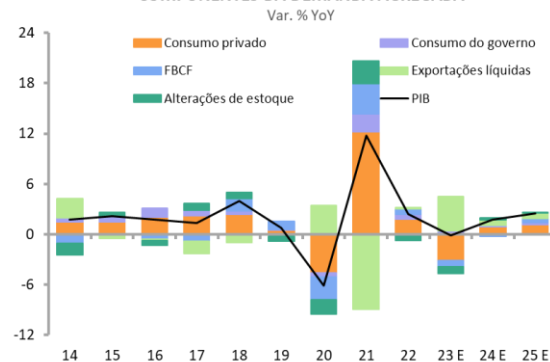
Em nível político, a comissão de especialistas concluiu a elaboração do anteprojeto, em um processo caracterizado pela moderação e pela obtenção de acordos entre as forças políticas. Esse trabalho continuou no Conselho Constitucional, que redige o anteprojeto de lei e cuja composição tem uma maioria de direita, onde o Partido Republicano (partido mais à direita) tem poder de veto e, juntamente com a lista Chile Seguro (direita mais moderada), excede o quórum para aprovar ou incorporar novas normas ao projeto. Dessa forma, o risco político do país é reduzido, uma vez que propostas radicais e refundações seriam deixadas de lado, mantendo a estabilidade institucional que dá confiança ao mercado. O processo culminará em um plebiscito em 17 de dezembro, no qual a população votará a favor ou contra essa nova proposta constitucional. Assim, as perspectivas no Chile melhoraram em face da menor incerteza política - com um governo que também está moderando sua agenda - juntamente com um ciclo iminente de cortes nas taxas de juros para impulsionar a economia.

GRÁFICO 10. COLÔMBIA: POLÍTICA MONETÁRIA



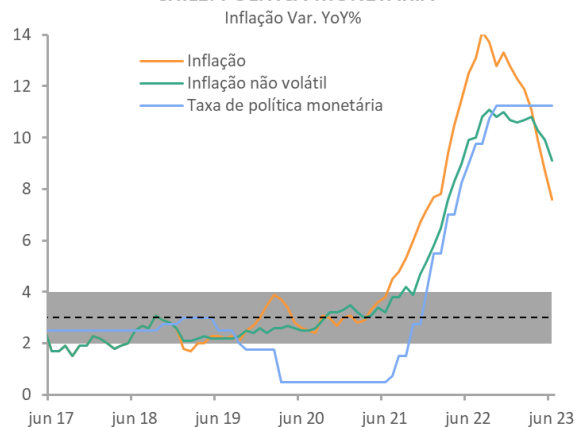
Fonte: Banco Central da República da Colômbia, dados de julho de 2023.

GRÁFICO 11. CHILE: CRESCIMENTO DO PIB E IMPACTO DOS COMPONENTES DA DEMANDA AGREGADA



Fonte: Banco Central do Chile, dados de julho de 2023.

CHILE: POLÍTICA MONETÁRIA



Fonte: INE, Banco Central do Chile, dados de julho de 2023.

A economia do Peru continua a desacelerar depois que a atividade econômica de maio (gráfico 13) decepcionou com uma contração de 1,4% em relação ao ano anterior, maior do que os 0,5% esperados, explicada pela contração maciça do setor pesqueiro, que registrou uma queda de 70,6% em doze meses. Isso, juntamente com os efeitos das mobilizações sociais no início do ano e os efeitos climáticos (fenômeno El Niño), significa que a perspectiva de crescimento para este ano continua fraca e espera-se que o crescimento fique em torno de 1,5%.

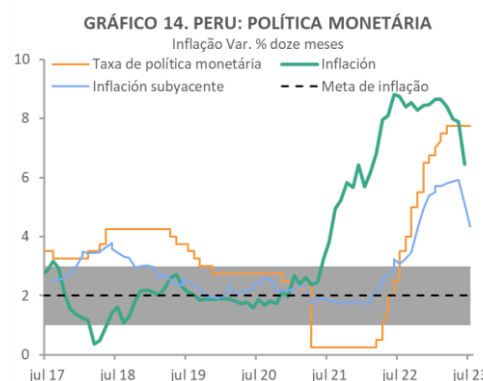
Por outro lado, a inflação está desacelerando lentamente, atualmente em 6,5% nos doze meses até junho (Gráfico 14), de modo que o Banco Central manteve a taxa de referência em 7,75% na reunião de política de julho e a projeção é que ela permaneça nesse nível pelo menos até o quarto trimestre deste ano. Na frente política, o governo mantém uma alta desaprovação e tem pouco capital político, mas o status quo de uma relação tensa com o Congresso é mantido, com o cenário base sendo que Dina Boluarte terminará seu mandato em 2026.

A Argentina permanece em um contexto complexo de desequilíbrios macroeconômicos, com a atividade econômica afetada pela pior seca dos últimos 30 anos, o que levou o consenso de mercado a rebaixar a perspectiva de crescimento para 2023 para -3,5%, em relação aos 0,2% projetados pelo FMI em abril. Ao mesmo tempo, a inflação de junho subiu para 115,6% em doze meses (gráfico 15), e com expectativas de que as pressões inflacionárias continuarão e terminarão o ano em torno de 150%. Além disso, com um nível negativo de reservas líquidas, afetado pela menor colheita devido à seca, pelos pagamentos da dívida e pelas intervenções que o governo tentou fazer para controlar a diferença cambial entre a taxa de câmbio oficial e o *swap blue chip*, que está em torno de 100% (gráfico 16).

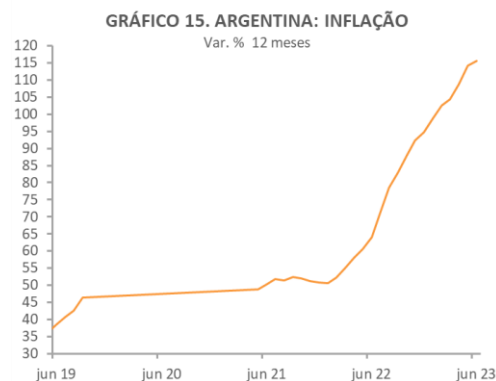
Em 13 de agosto, serão realizadas as eleições Primárias, Abertas, Simultâneas e Obrigatórias (PASO), e em 22 de outubro as eleições presidenciais. Nessas últimas, até o momento, a oposição é a mais favorecida (Horacio Rodriguez Larreta, do Juntos por el cambio, está mais próximo do centro do que a outra candidata de direita mais radical, Patricia Bullrich), o que aumenta o risco de que o partido governista adote medidas populistas durante o ano para reverter essa situação, em que seu candidato mais provável para vencer as primárias seria Sergio Massa, o atual ministro da Economia. Ao mesmo tempo, à medida que a crise macroeconômica se aprofunda, aumenta a probabilidade de candidatos mais radicais, como Javier Milei, acrescentarem incerteza devido às suas propostas controversas (como a dolarização da economia e a eliminação do Banco Central), além de terem pouco capital político para negociar e realizar seus projetos.



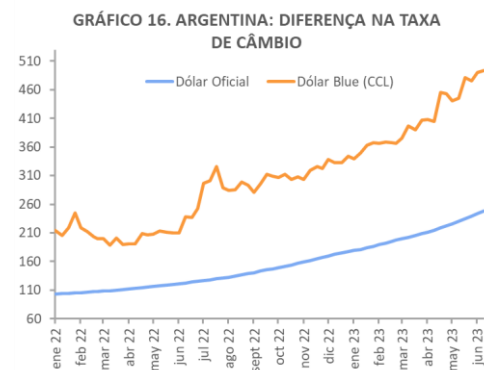
Fonte: INEI, dados de julho de 2023.



Fonte: Central Reserve Bank of Peru, dados de junho de 2023.



Fonte: INDEC, dados de junho de 2023.



Fonte: Bloomberg, dados de junho de 2023.

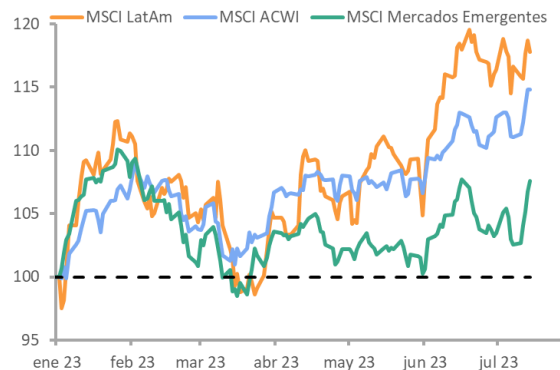
ATRATIVIDADE DAS AÇÕES LATINO-AMERICANAS

As ações da América Latina tiveram um desempenho notavelmente bom até agora neste ano (Gráfico 17), e as ações da região mantiveram seu potencial de alta com

- a) Localização geográfica longe dos conflitos geopolíticos atuais, juntamente com o apoio estrutural do *nearshoring*, especialmente no caso do México,
- b) Os bancos centrais da região já interromperam os ciclos de aperto monetário e em breve começarão a cortar as taxas de referência, o que dá um impulso à classe de ativos, especialmente no caso do Brasil, com ações de *pequena capitalização* (tabela 3),
- c) Alto ROE das empresas latino-americanas, acima da média dos últimos 5 anos (gráfico 18), juntamente com alto *rendimento de dividendos* (6% para a região vs. 3% para os mercados emergentes),
- d) Avaliações atraentes com um desconto significativo em relação à sua média histórica e em relação ao restante das economias emergentes (gráficos 19 e 20).

GRÁFICO 17. DESEMPENHO DAS AÇÕES

Base 100: 1º de janeiro de 2023 | Retornos em USD



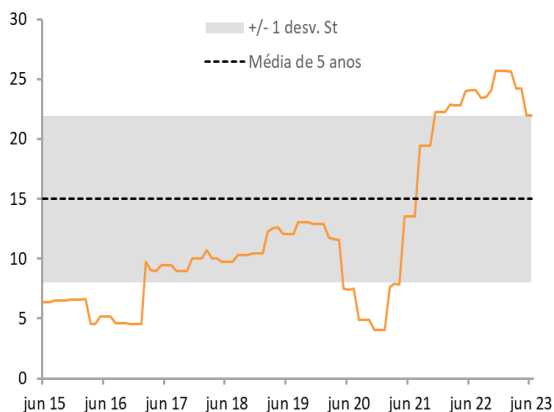
Fonte: Bloomberg, dados de 14 de julho de 2023.

TABELA 3: DESEMPENHO DAS AÇÕES EM FACE DE CORTES NAS TAXAS DE JUROS

Ciclo	Período	Taxa Selic Mov	Anos	Desempenho em USD		Atualizado
				MSCI LatAm Small Caps (SC)	MSCI LatAm (LC)	Outperformance SC/LC
1	1999-2001	375	1,2	-4%	-14%	9%
2	2002-2002	100	0,7	-30%	-36%	8%
3	2003-2004	1000	1,2	70%	48%	18%
4	2005-2008	850	2,6	110%	154%	-10%
5	2008-2010	500	1,2	182%	108%	50%
6	2011-2013	525	1,7	6%	-7%	7%
7	2016-2021	1225	4,4	20%	6%	3%
Mediana		525	1,2	20%	6%	8%
Média		654	1,8			12%

Fonte: Bloomberg.

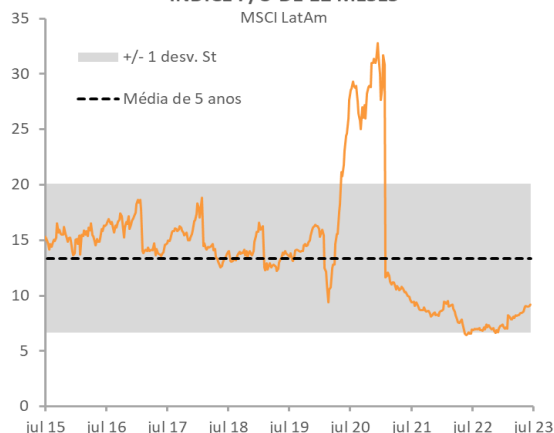
GRÁFICO 18. AÇÕES DA ROE MSCI LATAM



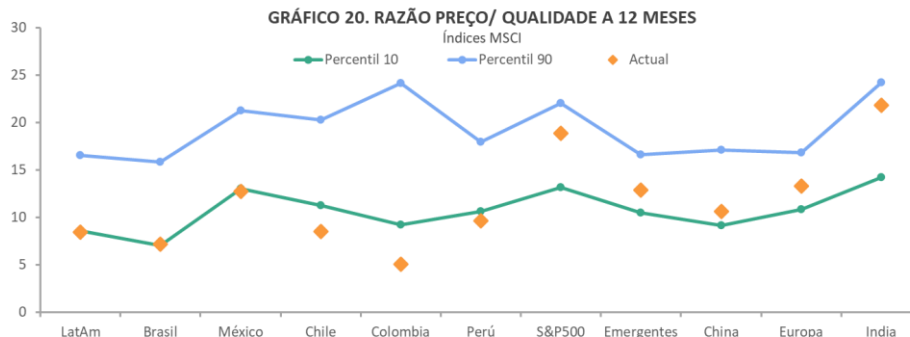
Fonte: Bloomberg, dados de 30 de junho de 2023.

GRÁFICO 19. AÇÕES DA AMÉRICA LATINA: ÍNDICE P/U DE 12 MESES

MSCI LatAm



Fonte: Bloomberg, dados de 14 de julho de 2023.



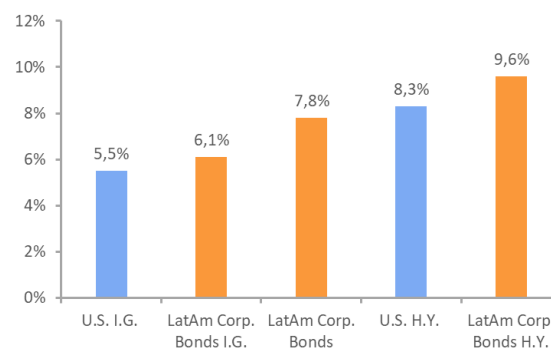
Fonte: Bloomberg, dados de 30 de junho de 2023.

VALOR EM TÍTULOS LATINO-AMERICANOS

A renda fixa latino-americana também está se beneficiando de fatores que oferecem suporte para a segunda metade do ano. Embora se espere que o crescimento na América Latina desacelere, a região tem demonstrado resiliência. Além disso, os bancos centrais latino-americanos começaram o aperto monetário cedo, já concluíram o aperto monetário em vários países e estão prestes a iniciar um ciclo de cortes nas taxas de juros de referência. Isso impulsionará as economias no segundo semestre de 2023 e com vistas a 2024.

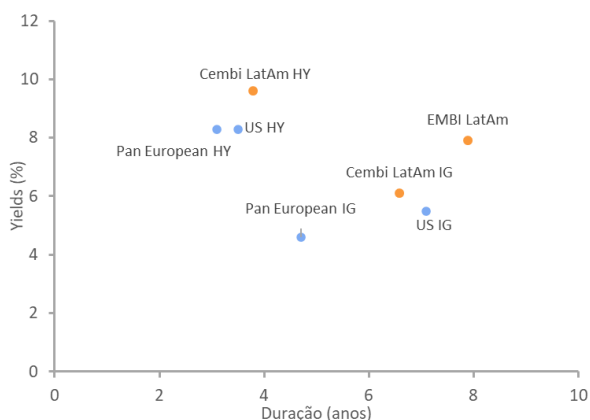
Em um cenário de altas taxas de juros globais, os títulos corporativos latino-americanos têm altos *rendimentos*, gerando altos rendimentos de renda corrente (gráfico 21), o que, por sua vez, leva a uma relação rendimento/*duration* atraente (uma medida de sensibilidade a movimentos nas taxas, gráfico 22).

GRÁFICO 21. ÍNDICE DE TÍTULOS CORPORATIVOS YTM



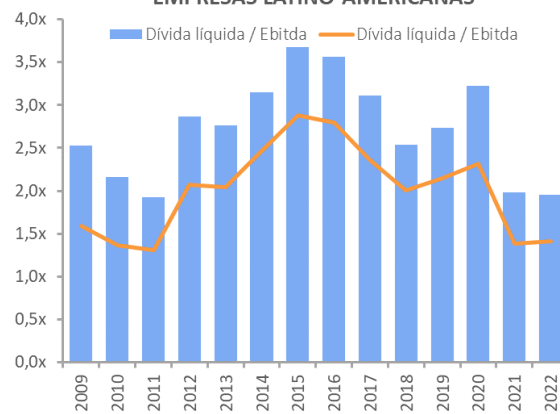
Fonte: Bloomberg, dados de 14 de julho de 2023.

GRÁFICO 22. YIELDS vs. Duration



Fonte: Bloomberg, dados de 30 de junho de 2023.

GRÁFICO 23. NÍVEL DE ALAVANCAGEM DAS EMPRESAS LATINO-AMERICANAS



Fonte: JP Morgan, dados de maio de 2023.

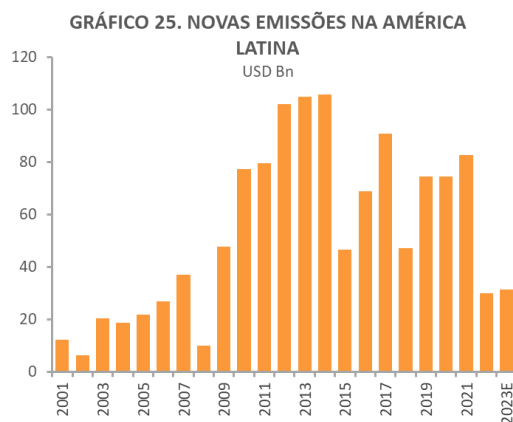
As empresas latino-americanas vêm se desalavancando, registrando níveis de endividamento decrescentes desde 2016 e a menor *alavancagem* em quase dez anos (gráfico 23), ao mesmo tempo em que mantêm um nível saudável de cobertura de pagamento de juros (Gráfico 24).

Essa posição benéfica de dívida e liquidez permitiu baixas taxas de *default* em comparação com outras regiões emergentes (tabela 4). Embora a estimativa para 2023 tenha aumentado, ela é explicada por casos individuais e já está internalizada nos preços de mercado. Além disso, não são esperados novos aumentos para o restante do ano e isso deve se normalizar no próximo ano.

Do ponto de vista técnico, a emissão de títulos latino-americanos vem caindo desde 2015, uma tendência que não deve se reverter este ano (gráfico 25), criando uma oportunidade de entrada para vários nomes do universo de investimentos. Isso também gera uma oferta líquida negativa (gráfico 26) e implica suporte para as avaliações dessa classe de ativos.



Fonte: JP Morgan, dados de 30 de abril de 2023.

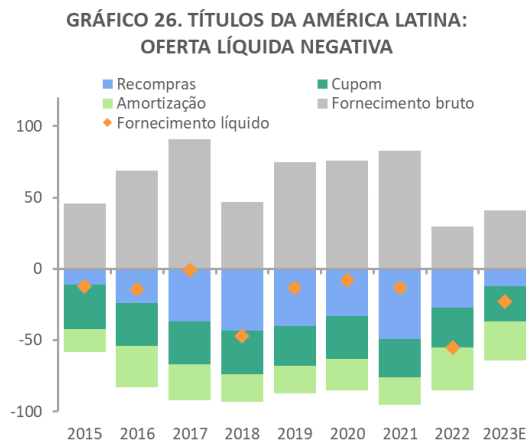


Fonte: JP Morgan, dados de 30 de abril de 2023.

TABELA 4: ESTIMATIVAS DE HY PADRÃO

Região	Taxas de Default HY Corporativo (%)							
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 YTD	2023E
Ásia	1,0	2,5	1,8	3,4	13,2	16,7	1,9	4,1
EM Europa	3,6	0,0	0,0	3,3	0,0	32,0	5,7	15,7
LatAm	2,0	2,1	2,3	4,4	2,5	3,7	2,7	6,6
M. E. e África	3,2	0,0	1,6	2,1	0,0	0,6	0,0	0,5
Global EM	2,2	1,6	1,7	3,5	7,1	14,1	2,4	10,7

Fonte: JP Morgan, dados de 22 de maio de 2023.



Fonte: JP Morgan, dados de 31 de maio de 2023.

As opiniões contidas neste relatório não devem ser consideradas como uma oferta ou solicitação de compra ou venda, subscrição ou resgate, contribuição ou retirada de quaisquer títulos, mas são publicadas com o único propósito de informar nossos clientes. As projeções e estimativas apresentadas foram preparadas por nossa equipe usando as melhores ferramentas disponíveis, mas não há garantia de que elas serão realizadas. As informações contidas neste relatório não correspondem aos objetivos específicos de investimento, à situação financeira ou às necessidades particulares de qualquer destinatário deste relatório. Antes de realizar qualquer transação de valores mobiliários, os investidores devem se informar sobre os termos da transação e os direitos, riscos e responsabilidades envolvidos, e as empresas Compass e/ou pessoas relacionadas ("Compass") não assumem qualquer responsabilidade, direta ou indireta, decorrente do uso das opiniões contidas neste relatório. Quaisquer opiniões expressas neste material estão sujeitas a alterações sem aviso prévio pela Compass, que não assume nenhuma obrigação de atualizar as informações aqui contidas. A Compass, suas pessoas relacionadas, diretores ou outros funcionários podem fazer comentários ou transações de mercado, orais ou escritos, que reflitam uma visão diferente da expressa neste relatório.