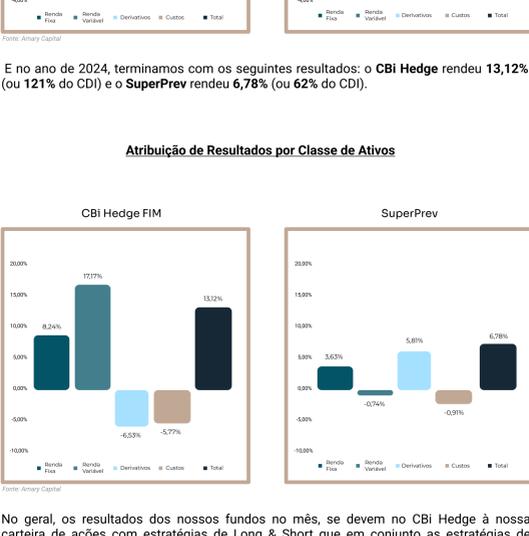


Caros investidores,

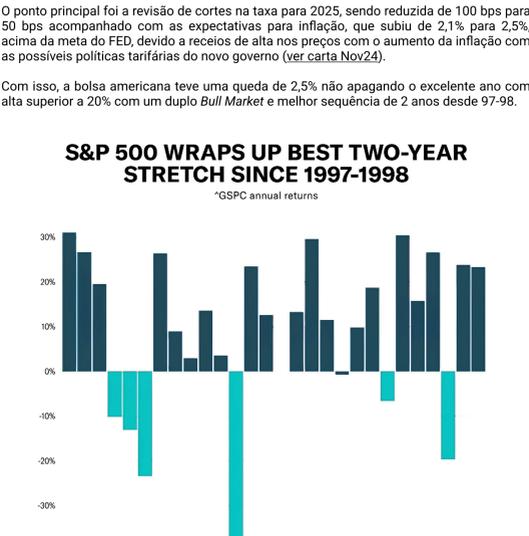
Em dezembro, terminamos o mês com os seguintes resultados: o **CBI Hedge** rendeu **-1,36%** e o **SuperPrev** rendeu **-0,24%**.

Atribuição de Resultados por Classe de Ativos



Em no ano de 2024, terminamos com os seguintes resultados: o **CBI Hedge** rendeu **13,12%** (ou **121% do CDI**) e o **SuperPrev** rendeu **6,78%** (ou **62% do CDI**).

Atribuição de Resultados por Classe de Ativos



No geral, os resultados dos nossos fundos no mês, se devem no CBI Hedge à nossa carteira de ações com estratégias de Long & Short que em conjunto as estratégias de derivativos apresentaram retornos negativos, com destaque para nossas posições vendidas em juros futuros local de longo prazo e no SuperPrev aos nossos instrumentos de hedge que compensaram as perdas na posição de Ações levando a um resultado neutro no mês.

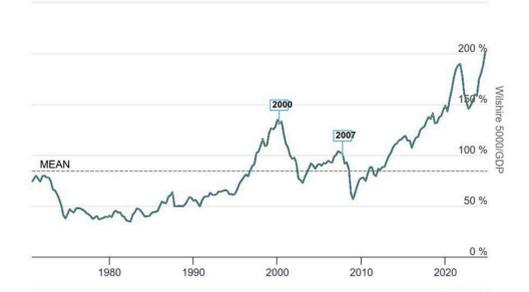
Dezembro que costuma ser um mês tranquilo, foi na verdade um dos meses de maior volatilidade do ano na bolsa americana e local, com o mercado doméstico ainda digerindo o pacote fiscal aquém do esperado anunciado pelo governo no final do último mês.

Após a alta de quase 6% do S&P 500 em novembro, impulsionada pelo otimismo após a vitória de Trump nas eleições presidenciais, o mês de dezembro foi de realização e cautela. Apesar de afirmações do presidente do FED de que a economia americana está em excelente forma e novo corte de 25 bps nos juros, como o esperado, levou o S&P 500 a seu 56º recorde de pontos no ano, a ata do comunicado na segunda metade do mês azedou os mercados.

O ponto principal foi a revisão de cortes na taxa para 2025, sendo reduzida de 100 bps para 50 bps acompanhado com as expectativas para inflação, que subiu de 2,1% para 2,5%, acima da meta do FED, devido a receios de alta nos preços com o aumento da inflação com as possíveis políticas tarifárias do novo governo (ver carta Nov24).

Com isso, a bolsa americana teve uma queda de 2,5% não apagando o excelente ano com alta superior a 20% com um **outlook Bull Market** e melhor cenário de 2 anos desde 97-98.

S&P 500 WRAPS UP BEST TWO-YEAR STRETCH SINCE 1997-1998



Conforme falamos desde o começo do ano (ver carta Abr24), o mercado americano está em um dos pontos mais caros da história analisando indicadores financeiros. Alguns deles estão nos níveis mais elevados desde seu pico em 2000 durante a bolha do Dot-com.

	Latest	Month ago	Beginning of year	Percentile since 2000*	1970*	1950*
P/E ratio (LTM)	28.62	29.21	25.09	82%	89%	92%
P/E ratio (NTM)	23.66	24.41	21.68	99%	99%	100%
CAPE ratio	37.35	38.03	32.37	98%	95%	96%
Dividend yield	1.24%	1.22%	1.47%	99%	97%	98%
P/Sales ratio	3.09	3.14	2.59	99%	100%	100%
P/Book ratio	5.21	5.29	4.43	100%	100%	100%
Q ratio	2.34	2.38	1.95	99%	100%	100%
Buffett ratio (Market cap/GDP)	2.02	2.07	1.73	97%	99%	99%
Average household equity allocation	51.8%	51.8%	48.3%	99%	100%	100%
S&P 500/M2 money supply ratio	0.28	0.28	0.23	100%	96%	

Outros estão até acima, em seu máximo histórico como o **Buffett Indicator** que mede a relação do valor de mercado das empresas pelo PIB que se encontra acima de 2x (Brasil está abaixo de 1x). Ou seja, a bolsa americana vale duas vezes mais do que o PIB do país. Além disso, seu preço por valor patrimonial também se encontra em seu valor mais elevado superando 5x. Em outros termos, as empresas estão em média valendo cinco vezes mais que seu patrimônio.

Total value of all publicly-traded stocks / GDP Ratio



Apesar de termos errado no hedge no curto prazo na bolsa americana, acreditamos que os múltiplos elevados alinhados com a baixa expectativa de crescimento do real e juros altos, farão o ano de 2025 de cautele e pessimismo. Colocando mais pressão está o recado que as políticas tarifárias de Trump além de levar a um aumento da inflação, causam uma queda no dólar e consequentemente na bolsa. Dito isso, continuamos confiantes para 2025 em nosso hedge na bolsa americana.

No Brasil, o mês de dezembro foi de nova queda e o pessimismo com o governo, continuando a tendência do mês passado após o anúncio do plano de corte de taxas aquém do esperado. Nem o PIB do 3º trimestre do ano subindo no último trimestre trouxe alívio ao mercado local, uma vez que boa parte do aumento veio do forte consumo das famílias e gastos do governo colocando mais pressão na inflação junto com o aumento do câmbio.

Nem em BC mais Hawkish acelerando o ritmo de alta na Selic para 100 bps colocando a taxa em 12,25% na última reunião do ano e projetando mais duas altas na mesma magnitude para o primeiro trimestre de 2025, acalmaram o mercado. No comunicado, a entidade afirma que o risco de pressão inflacionária se materializou com o cenário doméstico mostrando mais adverso e incerto que na última reunião.

Problemas políticos internos juntos com a realização no mercado americano na segunda metade do mês, ajudaram a acenar a baixa do Ibovespa que teve sua primeira queda diária superior a 3% no ano, caindo mais de 4% no mês e mais de 10% em 2024, fazendo da bolsa local uma das piores do mundo e a pior queda anual desde 2021.

Country / Index	2024 Total Return
US (Nasdaq 100)	25,9%
US (S&P 500)	25,0%
HK (Hang Seng)	22,8%
Canada (S&P/TSX)	21,7%
Japan (Nikkei 225)	21,3%
Spain (IBEX)	20,0%
Italy (FTSE MIB)	18,9%
Germany (DAX)	18,9%
China (CSI 300)	18,2%
US (Dow Jones)	15,0%
Australia (S&P/ASX)	12,7%
India (Nifty 50)	10,2%
UK (FTSE 100)	7,6%
Switzerland (SMI)	9,5%
France (CAC)	0,9%
Brazil (BOVESPA)	-10,4%

Se o mês e o ano foram ruins para a bolsa, foi ainda pior para o mercado de câmbio e juros futuros.

Em dezembro a moeda norte americana teve a sua maior alta diária em dois anos e superou a máxima histórica ultrapassando os 6,25 reais. No ano, o Real foi a moeda do G20 que mais se desvalorizou em relação ao dólar, com a moeda norte americana subindo mais de 27%, sendo essa a maior valorização anual desde a pandemia em 2020 quando o dólar acabou subindo mais de 29% no período.

Com isso, 2024 foi o 3º pior ano da história para o fluxo cambial com saída próxima de USD 16 bil onde quase 1/3 do montante veio da retirada estrangeira da bolsa.

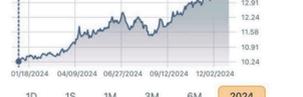
A fuga de recursos estrangeiros acentuada nos últimos meses do ano, fez o Banco Central vender o maior volume cambial em um único mês desde a adoção do câmbio flutuante em 1999, com montante superior a USD 20 bil ou quase 5% das reservas cambiais do país.

Cotação do dólar em 2024



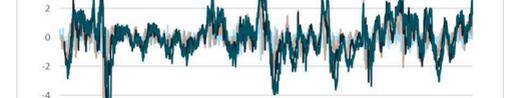
Andando junto com o dólar, tivemos os juros futuros, mais especificamente para o vencimento em Jan30, começando o ano com taxa próxima dos 10% e terminando acima dos 15% com uma alta anual superior a impressionantes 50%.

DIF30	17:56:50	15.580	
Di De 1 Dia		+ 0,52%	
Volume	2.45B	14.78k	
Trades		14.78k	
VWAP		15.50	
52Wk Range	10.290 - 15.640	Day's Range	
500Qty	50.03k	Open	15.50
Ask	15.65	Prev. Close	15.25
Bid			



O recuo da dominância pós ou ciclo vicioso (ver carta Out24) que se acentuou ainda mais em dezembro, levando a taxa a seu maior valor desde 2016 fez o mês atual figurar entre os quatro maiores stress de curto prazo (até 90 dias) desde 2008.

DrawDowns em dias - DIF30



Taxa Histórica DIF30 vs Volatilidade 252 dias

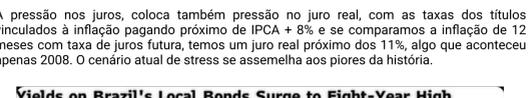


Com a taxa futura média superior a 15% e a Selic na faixa dos 12%, para a conta fechada, temos que ter uma Super acima dos 17%. O cenário nebuloso que o mercado precifica atualmente só faz sentido com inflação próxima dos 10% a.a., coisa que nem nós, nem os agentes do mercado esperam com base no último relatório Focus do ano.

Como esse risco nós não enxergamos no curto prazo, nossas posições pré-fixadas, apesar das perdas nesse ano, ainda continuam bastante atrativas.

A pressão nos juros, coloca também pressão no juro real, com as taxas dos títulos vinculados à inflação pagando próximo de IPCA + 8% e se compararmos a inflação de 12 meses com taxa de juros futura, temos um juro real próximo dos 11%, algo que aconteceu apenas 2008. O cenário atual de stress se assemelha aos piores da história.

Yields on Brazil's Local Bonds Surge to Eight-Year High



Today, em nossa visão não estamos nem perto dos piores cenários como em 2008, 2016 e 2020. Afinal, estamos sem uma crise financeira global, nem pandemia e nem governo intervindo no Banco Central para cortar os juros em momento de inflação. Muito pelo contrário, PIB crescendo acima das estimativas na casa dos 3%, desemprego no menor nível da história e a inflação apesar de acima da meta segue abaixo dos 5%.

Fazendo uma reflexão dos indicadores macroeconômicos, erramos na mesma linha que o mercado, ao esperar no começo do ano uma Selic abaixo dos 10% a.o começo de 2025.

Turbulências internas, como aumento de gastos pelo governo, aliadas à volta da pressão inflacionária, mudaram esse cenário.

Em Jan24 o juro real projetado para o final do ano e final de 2025, estavam na faixa dos 5%. No último relatório do ano, a taxa terminou acima dos 7% em 24 com projeção próxima dos 10% para o final de 25. Além disso, essa precificação mostra uma inflação média para títulos do governo de 10 anos próximas dos 7%, o que para a conta fechada, temos que ver a inflação se aproximar dos 10%.

Foco	Jan24	Selic	IPCA	Dez24	Jan24	Juros Real
2024	9%	12.25%	3.90%	4.90%	5.10%	7.35%
2025	8,50%	14,75%	3,50%	4,96%	5%	9,79%

Sem dúvida tem alguma coisa errada nessa conta. Para a maioria do mercado o valor errado está na inflação, fazendo o IPCA o indicador mais importante para se acompanhar no Brasil ao longo do primeiro semestre de 2025.

Juros e dólar em alta devem aumentar a inadimplência de empresas no país ao longo do próximo ano. Em 2024 a inadimplência atingiu o recorde de 7 milhões de empresas, quase 1/3 das empresas existentes, e mais de 2 mil empresas entraram em recuperação judicial de acordo com o levantamento do Serasa Experience.

Apesar do menor recorde, o Brasil está com a taxa de desemprego nas mínimas históricas, fenômeno que se explica por: mudança para modelos de negócio mais eficientes e baixo custo com a transformação digital / e-commerce, programas de auxílio do governo e churn do empreendedor com muitos negócios sendo fechados e outros abrindo.

Nessa linha, mesmo com a queda da bolsa brasileira pelo stress político que o país viveu esse ano, os resultados corporativos das empresas no 3T24 foram bons. Segundo levantamento feito pelo Itaú BBA, 78% das empresas aumentaram o lucro líquido, com média de crescimento superior a 20% mesmo com o aumento dos juros e dólar, que colocam pressão nas despesas financeiras e consequentemente no lucro líquido e valuation dos ativos.

Assim como nossas posições macro de short na bolsa americana e taxas pré-fixadas de longo prazo no Brasil, as posições mistas com a bolsa local. O EWZ (Ibovespa medido em dólar) está em suas mínimas históricas com valor próximo das crises do Covid e 2008, perdendo apenas para o do governo Dilma II.

Conforme falamos anteriormente, o cenário atual é bem diferente, e apesar do *value trap* que tão pouco bolsa em dólar com queda de quase 40% nos últimos 10 anos, os indicadores estão tão baratos que achamos difíceis os valores intrínsecos continuarem reprimidos por mais tempo.

EWZ iShares MSCI Brazil ETF



No geral, o ano de 2024 foi bastante desafiador e bem diferente do que o mercado esperava no em janeiro. Bolsa americana com segundo ano consecutivo de Bull Market apesar dos geopolíticos já esticados, Kit Brasil atingindo stress histórico em todas as pontas, confrontos multipolares e aquecimento global mantendo a volatilidade no preço das commodities e vitória esmagadora da direita em boa parte das eleições ao redor do mundo.

Acreditamos que 2025, muita coisa irá mudar. Será um ano de cautela, pessimismo, mas de menor volatilidade e resolução de conflitos.

Continuamos mostrando que nossos modelos eficientes de otimização e controle de risco geram resultados mesmo em cenários tão adversos com posições importantes andando contra ao longo do ano e mesmo assim entregando resultado positivo devido a nossa baixa correlação com exímio ciclo de risco.

Trabalhamos constantemente para entregar retornos consistentes no longo prazo. Obrigado mais uma vez pela confiança.

Paulo Sobral, CGA
Head of Investments and Portfolio Manager @amarycapital.com.br

Objetivo e Público-alvo
O Fundo CBI Hedge FIM se destina a investidores em geral que desejem posicionar seu capital em busca de níveis de rentabilidade superiores ao CDI a médio e longo prazo.

Política de Investimento
O Fundo atua em posições de ativos de renda fixa, tanto para garantir exposição a oportunidades comparativas, quanto para renovar a carteira que não esteja sendo utilizada. Além de atuar também na compra de ações e posições de derivativos.

A Gestora combina análise fundamentalista, técnica e análise macroeconômica e utiliza modelos de otimização e controle de risco para garantir a identificação de fatores macro e de risco que possam gerar oportunidades de investimento. Para isso, utiliza modelos de otimização e controle de risco para garantir a identificação de fatores macro e de risco que possam gerar oportunidades de investimento.

As operações nos mercados de derivativos ficam limitadas aquelas com o objetivo de proteger posições à vista, até o limite de 5%.

Características Gerais

Categoria Atívia	Multimercado Multistratégia
Perfil	Moderado
Apliação Inicial	R\$ 100,00
Moimentação Mínima	Não há
Taxa de Administração	0,9% a.a.
Taxa de Performance	Não há
Apliação/Conversão	D+0, até às 14:00 horas
Resgate/Conversão	D+4, até às 14:00 horas
Resgate/Pagamento	D+7, até às 14:00 horas
Auditoria	Ernst Young

Tributação

Imposto de Renda	
Prazo médio	15,00%
Até 180 dias	15,00%
De 181 a 360 d	15,00%
De 361 a 720 d	15,00%
Acima de 720 d	15,00%

Rentabilidade	Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.*	Jun.	Jul.	Agô.	Sep.	Out.	Nov.**	Dez.	Ano	Acum.
2021	-0,01%	0,00%	0,22%	-0,01%	0,19%	-0,62%	-0,19%	0,06%	0,24%	0,26%	2,85%	1,57%	8,94%	8,94%
2022	0,73%	0,76%	0,02%	0,83%	0,33%	1,02%	0,03%	0,43%	0,44%	0,49%	0,59%	0,77%	3,66%	3,66%
2023	1,45%	0,46%	0,63%	3,71%	1,25%	-1,80%	0,63%	0,62%	1,07%	-1,67%	3,03%	2,72%	11,69%	17,46%
2024	0,73%	0,76%	0,92%	0,83%	1,03%	1,00%	1,00%	0,63%	0,16%	-0,2%	1,02%	1,02%	1,12%	12,37%
2025	-0,97%	0,34%	1,12%	3,04%	1,68%	1,4%	1,36%	2,61%	0,06%	0,10%	4,61%	3,21%	25,47%	47,37%
2026	1,13%	0,92%	1,73%	0,92%	1,12%	1,07%	1,07%	1,14%	0,97%	1,00%	0,92%	0,90%	13,05%	31,09%
2027	1,81%	1,84%	0,33%	3,98%	2,49%	-3,23%	-0,87%	3,48%	0,11%	0,34%	2,86%	-1,84%	12,02%	86,70%
2028	0,97%	0,80%	0,83%	0,89%	0,83%	0,79%	0,91%	0,87%	0,83%	0,93%	0,79%	0,93%	10,87%	46,83%

Volatilidade	6,98%
Risco / Retorno 12m	1,63%
Draw Up	4,20%
Draw Down	-3,51%
Max Dia	-0,37%
Min Dia	-1,63%
Patrimônio Líq.	R\$ 1.206.617,97

Alocação em Renda Fixa	73,95%
Alocação em Renda Variável	26,05%
Exposição em Derivativos	44,54%

Classe de Ativo	Data	Ano 2024	6 Meses	Desde Mar/21
Renda Variável	Dez. 2023	-1,12%	12,71%	5,76%
Renda Fixa	Dez. 2023	0,42%	8,24%	3,90%
Deriv.	Dez. 2023	-0,62%	-1,57%	-2,40%
Custos	Dez. 2023	-0,23%	-5,73%	-22,38%
Ret. Líquida	Dez. 2023	-1,36%	13,02%	4,87%
CDI	Dez. 2023	0,93%	10,87%	5,37%

Classe de Ativo	Data	Ano 2024	6 Meses	Desde Mar/21
Renda Variável	Dez. 2023	-2,78%	-0,74%	-0,42%
Renda Fixa	Dez. 2023	0,01%	3,63%	1,61%
Deriv.	Dez. 2023	2,69%	5,81%	2,88%
Custos	Dez. 2023	-0,17%	-1,91%	-0,99%
Ret. Líquida	Dez. 2023	0,44%	6,76%	3,04%
CDI	Dez. 2023	0,93%	10,87%	5,37%

Setor	Porcentagem
Energia	18,75%
Materiais	8,23%
Indústria	7,82%
Utilidade	6,57%
Saúde	0,00%
Financeiro	33,35%
Bens de Lixo	0,00%
Tecnologia	8,23%
Bens de Consumo	1,70%
Serviços de Telecomunicação	3,31%
Serviços	9,99%
Imobiliário	6,12%
Total	100,00%

AMARY CAPITAL

Fundo SuperPrev
Dezembro 2024

Objetivo e Público-alvo
O Fundo SuperPrev se destina a investidores em geral que desejam posicionar seu capital em busca de níveis de rentabilidade superiores ao CDI a médio e longo prazo.

Política de Investimento
O Fundo atua em posições de ativos de renda fixa, tanto para garantir exposição a oportunidades comparativas, quanto para renovar a carteira que não esteja sendo utilizada. Além de atuar também na compra de ações e posições de derivativos.

A Gestora combina análise fundamentalista, técnica e análise macroeconômica e utiliza modelos de otimização e controle de risco para garantir a identificação de fatores macro e de risco que possam gerar oportunidades de investimento. Para isso, utiliza modelos de otimização e controle de risco para garantir a identificação de fatores macro e de risco que possam gerar oportunidades de investimento.

As operações nos mercados de derivativos ficam limitadas aquelas com o objetivo de proteger posições à vista, até o limite de 5%.

Características Gerais

Categoria Atívia	Multimercado Multistratégia
Perfil	Moderado
Apliação Inicial	R\$ 100,00
Moimentação Mínima	Não há
Taxa de	