



Estimados,

Agosto fue uno de los peores meses desde Marzo del 2009. Las últimas dos semanas han derivado en cierta estabilización, pero el mes mostró movimientos tales como la caída de 13.4% en el S&P500 en los primeros 6 días hábiles del mes, seguida por días de idas y venidas de más de 3% cada uno (el mes terminó con -5.7% para el S&P500, y -7.5% para el MSCI World). Los mercados, en términos generales, habían llegado a un pico a fin de Abril, y hoy están en promedio más de 13% debajo de ese pico, y peor que -4% en el año. Desde fin de Abril hasta la última semana de Julio habíamos observado cierta volatilidad, dentro de un rango sin dirección. La última semana de Julio y las primeras de Agosto mostraron mercados muy diferentes, con períodos dominados por el miedo y el comportamiento de manadas (“*herd behavior*”).

¿Qué fundamenta esta volatilidad? ¿Ha cambiado el escenario base? ¿Qué hicimos? ¿Qué pensamos hacia delante? Estas son las preguntas que intentaremos responder en la forma más concisa posible.

La desaceleración del crecimiento en el G7 había sido interpretada por la mayoría de los observadores y pronosticadores como transitoria (incluidos nosotros). Ultimamente, los datos económicos comenzaron a mostrar un parate más largo del esperado, al mismo tiempo que el mercado cuestionaba la sustentabilidad fiscal de países no tan periféricos de la Unión Europea (Italia aparte de España). Los líderes de Europa respondieron al desafío de los mercados como la han venido haciendo crisis tras crisis: tarde, con anuncios generales de parches transitorios (aunque hay pequeños pasos en la dirección correcta). A ese debate se le sumó la auto-flagelación del sistema político de USA, con el voto por la expansión del límite de endeudamiento estatal. La baja de la calificación de la deuda de USA por S&P fue la cereza de la torta<sup>1</sup>. La conjunción de esos eventos en un marco de debilidad económica generaron una crisis de confianza en los mercados (dada la sensación de vacío de liderazgo político en ambos lados del Atlántico), que se retroalimentó con miedo en un marco de poca liquidez veraniega. Como enfatizamos en una de las 3 comunicaciones vía email del mes, este es un ambiente que sólo perdura si hay razones fundamentales para justificar una crisis. No pensamos que es una repetición del 2008 (ver email del 9 de Agosto para los argumentos).

¿Ha cambiado el escenario base? Marginalmente, sí. Desde el comienzo esperamos un mundo con crecimiento menor al potencial en el G7, mientras que los países emergentes disciplinados y los desarrollados más chicos crecían a tasas envidiables. También

---

<sup>1</sup> Es casi imposible sobre-estimar la importancia de la caída de la calificación de USA en la percepción de incertidumbre que se sintió en el mercado. Aunque en términos reales en el mediano plazo el impacto termine siendo moderado a nulo, como todo evento histórico y teutónico, trae incertidumbre. La deuda del tesoro de USA es el patrón sobre el cual el mercado más grande del mundo está estructurado. El mercado de deuda global (en la modernidad, es decir, desde mediados del siglo XX) ha operado sobre la base de los bonos del tesoro de USA como pilar libre de riesgo. Las valuaciones de casi todo lo demás se hacen como tasas medidas como la diferencia sobre la tasa libre de riesgo (no sólo en el mercado de deuda). Cambios en ese pilar del mercado financiero, llevado al extremo, puede ser visto como equivalente a cambiar el patrón métrico.

esperábamos mejores datos del sector privado que de la macro<sup>2</sup>. Pero los datos y los eventos de las últimas semanas generan un deterioro en las expectativas, que nos hace esperar un escenario con tasas de crecimiento aun más bajas en el G7, que deberían tener cierto impacto en el resto del mundo, y por ende una continuidad de la vulnerabilidad a shocks. Creemos en el crecimiento secular, y confiamos que los pronósticos actuales (ya reducidos) son más realistas: mundo desarrollado 1.5% anual hasta fines del 2012, emergentes alrededor del 5.5%, lo que da un promedio por PPP de alrededor de 3.5% para el mundo en su conjunto. Por ende, éste no es un escenario de crisis ni de estancamiento. El riesgo sigue siendo que los datos fuercen reducciones adicionales en esos pronósticos, de ahí la importancia de seguir de cerca los datos económicos de las diversas regiones del mundo.

¿Qué hicimos? Aunque la asignación de capital en los portafolios ya era medianamente conservadora, redujimos riesgo y alteramos la composición hacia una aun más defensiva. Ninguno de los cambios implica un viraje drástico, dado que el cambio en el escenario no es drástico. Intentamos mantener la mirada en el mediano plazo y no permitir que los vaivenes de corto plazo nublen nuestro juicio. Pero es inevitable intentar proteger el capital después de esos 6 días tan letales a principios de Agosto. Dada nuestra visión de mediano plazo que confía en el crecimiento secular (aunque mediocre y vulnerable en el G7), el riesgo es hacia la baja, y por ende, para protegernos de un error en la visión es necesaria una postura tildada de defensiva. Esta composición reduce el impacto de las caídas, y tiene el costo casi necesario de resignar parte de una recuperación potencial. Es decir, reduce el 'beta' de los portafolios.

¿Qué pensamos hacia adelante? Que los activos de riesgo muestran valor relativo al escenario base (en USA y emergentes), aunque pensamos que la vulnerabilidad a los shocks y los shocks potenciales nos deparan un futuro volátil. En otras palabras, pensamos que en miras al mediano plazo es un momento de comprar (los segmentos baratos relativos a sus ganancias esperadas) en lugar de reducir aun más, pero que es muy probable que veremos igual o mayor valor en los próximos meses. Pensamos que hay dos riesgos fundamentales para la economía global de los próximos meses y años: 1) que la desaceleración del G7 se torne en recesión (en parte como resultado del lastre fiscal de la crisis, como también por el impacto en expectativas de la volatilidad de los últimos 3 meses); y, 2) por separado, Europa y la sustentabilidad del euro como régimen institucional<sup>3</sup>.

En términos de las economías del G7 (que son hoy las que carecen de tasas de crecimiento aceptables), la dinámica economía de los últimos meses le da validez a la pregunta sobre una posible recesión en puertas. No queremos caer en el error señalado por Reinhart-Rogoff en el ya famoso libro sobre ocho siglos de crisis financieras ("This Time is Different", Princeton Press, 2009), pero la situación actual no es la más usual en el análisis de ciclos económicos. No pensamos que la última crisis haya sido diferente a las anteriores. Pero si hay algunas diferencias que merecen consideración. El mundo de hoy muestra un sector privado global sano y sólido en términos generales (rentabilidad y balances), mientras que los sectores públicos que respaldan a las monedas históricamente más sólidas han sufrido fuertes deterioros en stocks y sus flujos no muestran aun un sendero claro a la mejoría (en gran parte como resultado a tasas de crecimiento mediocres). Al mismo tiempo, el crecimiento en el mundo emergente disciplinado es alto y aparentemente sustentable, dados sus pilares fundamentales. En otras palabras, estamos viviendo cambios estructurales no triviales, en términos de la distribución del crecimiento, la solidez fundamental relativa, etc. Aunque no queremos

---

<sup>2</sup> La relación entre el crecimiento de las ganancias de las empresas en el S&P500 y el crecimiento del PBI ha tenido un cambio estructural. Históricamente, las ganancias crecen a 2-3 veces la tasa del crecimiento del PBI, mientras que en los últimos dos años ese múltiplo ha sido 12 veces.

<sup>3</sup> No nos olvidamos de la inestabilidad del Medio Oriente, pero en una economía más lenta con el precio del petróleo a la baja, es un tema con menor impacto potencial. Siria claramente presenta una amenaza de inestabilidad, y potencialmente Irán. Libia parece en camino a resolverse. No dejamos de monitorear esas situaciones, como también la transición en Egipto (como caso testigo).

basarnos en una visión que repose en un frágil *'this time is different'*, es innegable que la situación actual desafía los parámetros históricos.

Reinhart y Rogoff (en el libro citado arriba) argumentan que la salida de una crisis financiera es particularmente larga y lenta, mientras que crisis de balanza de pagos o de deuda soberana no son tan nocivas hacia la recuperación posterior. Más allá de las razones técnicas o empíricas que fundamentan esa conclusión, muy probablemente lo que estamos viviendo no es una excepción. El des-endeudamiento del consumidor (destinatario de la sobre-inversión en bienes inmobiliarios) está claramente en curso (grandes avances si se lo mide en términos del costo de la deuda, menores si se mide el stock de deuda), y recién ahora se comienza a discutir como los gobiernos convergen a un sendero más sustentable. Es decir, des-endeudamiento importante de dos sectores importantes (individuos y gobiernos). No debería sorprendernos que la recuperación sea lenta y volátil. Al mismo tiempo, el resto del mundo (países con buenas situaciones fiscales, poca deuda, etc.) crecen a tasas más que aceptables, aunque recientemente los datos muestran algunas señales de desaceleración<sup>4</sup>.

Aunque hay suficientes razones para justificar una recesión en el G7, los datos aún no lo muestran. Esta situación merece una postura defensiva en los portafolios, y enfatiza la necesidad de monitorear de cerca los datos económicos, dado que vivimos un momento que puede resultar de inflexión. **Nuestro escenario base es que el 2011 termina con los grandes índices por encima de los niveles actuales, la economía de USA habiendo evitado una recesión con crecimiento en el orden del 1.5%, y Europa manteniendo una espada de Damocles sobre el resto del mundo con la sustentabilidad del euro.** No descartamos un desenlace importante en Europa antes de fin de año.

En tal sentido, Europa sigue siendo el riesgo más importante para la economía internacional. La complejidad y tamaño del problema son tales, que las soluciones técnicas son poco factibles políticamente, o al menos en la realidad de hoy parecen serlo<sup>5</sup>. Las diversas reuniones entre los líderes de los países más ricos muestran pasos hacia la integración fiscal que la unión monetaria necesita, pero son aún pasos tímidos e insuficientes. La última flexibilización del paquete de ayuda (EFSF) ya puede ser catalogada de obsoleta, dado que los mercados hoy dudan de la sostenibilidad de Italia (el país con más deuda en términos absolutos dentro del euro). El sentimiento político de algunos de los países más ricos (Alemania, Holanda, Finlandia) está tornándose cada vez más adverso a la ayuda financiera. Dadas las deficiencias institucionales, los problemas macroeconómicos de la realidad Europea (deuda, déficits) y los desafíos políticos para arribar a una solución medianamente sustentable, es fácil pensar que el euro no sobrevive en su forma actual, y que viviremos un escenario en el que algunos países dejan el euro (o los pobres, o un grupo de los ricos, etc.). Hasta aquí la visión negativa, en formato hiper-sintético.

---

4 El banco central de Brasil sorprendió ante-ayer bajando la tasa de interés, después de una pausa en un periodo de subas anti-inflacionarias. Básicamente decidieron reaccionar al posible cambio de escenario internacional, dado el riesgo de una contracción económica inducida por la desaceleración del G7 y la crisis en los mercados en Agosto. Mi único agregado a la interpretación común del mercado es que Brasil tiene tasas nominales y reales altas relativo a su convergencia a país desarrollado, y por ende, toda oportunidad que se pueden bajar tasas para converger a un equilibrio más parecido al de país desarrollado, deberían tomarlas. No descarto que dentro de BACEN exista la noción que en economía llamamos *'multiple equilibria'*, que significa que la estructura de la economía brasilera podría tener tasas más bajas, pero está hoy en un equilibrio *'malo'* por diversas razones (historia, azar, etc.), pero que un shock o políticas podrían llevar al equilibrio donde todo es igual pero con tasas sustancialmente menores.

5 Recordemos que hace menos de un año la posibilidad que un país del euro reestructure su deuda gubernamental era impensable. Grecia está trabajando en una reestructuración de deuda, como parte del involucramiento del sector privado, llamado *'burden sharing'*. Dado lo que se sabe de tal esfuerzo, pensamos es insuficiente. Seguimos convencidos que una reestructuración más profunda, basada en el modelo de Uruguay 2003 es no sólo la mejor opción, sino el mecanismo ideal para la situación de un país del euro. La pregunta es si sólo con reestructuración de deuda alcanza.

También es posible ver el problema del euro con cierta perspectiva histórica, dado que la moneda no tiene más de 12 años. Es un sistema monetario en su infancia. El dólar y su sistema financiero, en sus comienzos, también sufrió de embates y cambios institucionales, como la gran mayoría. Dado que la Unión Europea es el bloque económico más grande del mundo (las economías del euro en su conjunto tienen un PBI mayor al de USA), pero que su sistema monetario está en su infancia, es de esperar cambios institucionales hacia la maduración del sistema y su convergencia a la estabilidad como una de las 2-3 monedas reserva de valor.

Europa presenta los riesgos más importantes, dado que podríamos ver: default y salida de un país como Grecia generando contagio en países más centrales como Italia; o el fortalecimiento de la oposición a más ayuda en Alemania et al, lo que puede generar el debate sobre la salida de los países ricos<sup>6</sup>; cambios institucionales a las apuradas; etc. En términos prácticos, los próximos meses parecen concentrar desafíos/eventos. El 7 de Septiembre se espera una decisión importante de la corte constitucional de Alemania con respecto a los paquetes de ayuda. Al día siguiente el Banco Central de Europa decide sobre tasas, lo que los lleva a una conferencia de prensa donde tendrán que hablar de las recientes compras de deuda de Italia y España en el mercado secundario (sustentando esos mercados hasta que el EFSF pueda hacerlo, si es expandido). El congreso Alemán debería aprobar el último acuerdo hacia fin del mes. También se espera la presentación de las alternativas para los tenedores de deuda griega (que debería generar una participación mayor al 90%, supuestamente voluntaria). Y muchos otros eventos más, que sumados al flujo constante de datos económicos deberían ir mostrando el camino (estabilidad o más volatilidad). Hacia fin de año Francia y Alemania entran en periodos electorales, al igual que USA.

**En síntesis**, si simplificamos los escenarios probables en: 1) recuperación económica, volviendo a los pronósticos de hace 2-3 meses (países desarrollados creciendo alrededor de 2+% y mundo emergente mas de 5%); 2) continuidad del estancamiento actual en el G7 (crecimiento de menos de 1%, como el que parecen ya mostrar Europa y USA), con el mundo emergente desacelerándose a menos de 4%; o, 3) una recesión en el mundo desarrollado, con un impacto algo mayor al escenario anterior en el mundo emergente. **Los datos y eventos de las últimas semanas llevan a que la probabilidad de los escenarios 2 y 3 haya aumentado a costa del escenario 1. De ahí que los portafolios deben permanecer con una postura aun mas defensiva por las semanas que sea necesario hasta que los datos ayuden a definir entre tales escenarios.**

Unas palabras sobre performance. En Agosto nuestros portafolios perdieron la performance que habían generado durante el 2011, dado que en promedio están todos en torno al 0% en el año. Obviamente que no es un resultado satisfactorio, ni mucho menos. Pero en términos relativos mantiene nuestra tradición de eficiencia, dado que los grandes índices de acciones están entre -3% y -15%, mientras que los índices contra los que debemos compararnos (de *'global asset allocation'*, como los de S&P en la tabla de la siguiente página) muestran que nos mantenemos con una performance entre moderada y crecimiento, pero con menor volatilidad. La industria de Hedge Funds está en promedio también en territorio negativo, etc. Mirando hacia delante, intentaremos mantener la postura defensiva hasta que haya mayores indicios que el G7 elude una recesión que afecte al resto del mundo y amerite valuaciones inferiores. Dada nuestra visión de Europa, la postura defensiva es apropiada a la volatilidad esperada. Por ende, deberíamos esperar una recuperación más lenta que la del mercado (costo de ser defensivos), con la intención de aprovechar la volatilidad para aumentar la exposición a un mercado que pensamos tiene una tendencia de mediano plazo ascendente, pero volátil.

---

<sup>6</sup> Como lo hizo el ex jefe de la Federación de Industrias Alemana en el *Financial Times* el lunes pasado "*A sceptic's solution – a breakaway currency*", por Hans-Olaf Henkel.

Saludos cordiales,

Martín Anidjar  
1 de Septiembre del 2011

**BAFFIN ADVISORS LLC**  
500 Mamaroneck Ave., Suite 320  
Harrison, NY 10528  
Ph. (914) 371-2992  
Fax (914) 371-6742  
[manidjar@baffinadvisors.com](mailto:manidjar@baffinadvisors.com)  
[www.baffinadvisors.com](http://www.baffinadvisors.com)

## Tablas con Datos del Mercado

### 1. Índices y Tasas de Interés

	Cierre de Agosto	Retornos al 31-Agosto-2011			
		Ultimo mes	Trimestre a la fecha	Año a la fecha	Ultimos 12 meses
<b>Índices S&amp;P Target Risk</b>					
Conservador	101.1	-1.1%	-1.5%	1.2%	5.0%
Moderado	96.0	-2.3%	-3.6%	-0.2%	6.4%
Crecimiento	92.6	-3.8%	-6.2%	-1.4%	9.4%
Agresivo	91.0	-5.9%	-9.8%	-3.8%	14.4%
<b>Acciones</b>					
S&P 500	1218.9	-5.7%	-9.4%	-3.1%	16.2%
Nasdaq	2579.5	-6.4%	-9.0%	-4.5%	22.0%
MSCI Unión Europea	332.5	-10.7%	-15.5%	-15.4%	-4.4%
MSCI Asia	513.6	-10.2%	-11.9%	-8.5%	7.1%
MSCI Latam	4051.9	-5.9%	-9.7%	-8.0%	2.1%
MSCI ACWI World	310.6	-7.5%	-10.7%	-7.4%	11.3%
<b>Deuda</b>					
Barclays U.S. Aggregate	1737.6	1.5%	2.8%	5.8%	4.6%
JPM GBI Broad Index	528.8	2.1%	4.6%	8.5%	9.2%
JPM GBI-EM Index	305.5	-0.2%	1.6%	8.1%	11.7%
JPM EMBIG	563.0	0.5%	3.6%	8.3%	7.5%
Iboxx High Grade Index	205.6	0.8%	2.2%	6.3%	5.2%
Iboxx High Yield Index	180.0	-3.9%	-3.7%	-0.4%	8.1%
<b>Commodities</b>					
CRB Thomson/Jefferies Index	342.6	0.1%	-2.1%	0.3%	29.7%
Materias Primas	65.5	-8.4%	-12.0%	-8.3%	15.6%
Energía	37.7	-9.5%	-12.8%	-9.0%	23.4%
Agribusiness	52.2	-3.5%	-5.9%	-5.3%	19.9%
Oro (onza)	1825.7	12.2%	18.9%	37.0%	46.4%
<b>Tasas Tesoro US (anuales)</b>					
	Fin Ago.	Fin Jul.	Fin Mayo	Fin Dic. '10	Fin Ago.'10
US Treasury 2 Y	0.2%	0.4%	0.5%	0.6%	0.5%
US Treasury 10 Y	2.2%	2.8%	3.1%	3.3%	2.5%

Fuente: Bloomberg

## 2. Performance de algunas monedas vis-à-vis el dólar

	Cierre Agosto	Apreciación porcentual vs. USD			
		1 Mes	3 Meses	6 Meses	1 año
<b>Países Desarrollados</b>					
Euro*	1.44	-0.2%	-0.2%	4.1%	13.3%
Libra Inglesa*	1.63	-1.1%	-1.2%	0.0%	5.9%
Yen Japonés	76.66	0.1%	6.0%	6.3%	9.0%
Dólar Australiano*	1.07	-2.6%	0.3%	5.1%	20.2%
<b>Latinoamérica</b>					
Real Brasileiro	1.59	-2.6%	-0.6%	4.5%	9.5%
Peso Mexicano	12.33	-5.1%	-6.6%	-1.9%	6.6%
Peso Chileno	4.61	-0.7%	-0.7%	3.2%	8.3%
Peso Argentino	4.20	-1.4%	-2.8%	-4.2%	-6.3%
<b>Asia</b>					
Yuan Chino	6.38	0.9%	1.6%	2.9%	6.3%
Ringgit Malayo	2.97	-0.1%	1.4%	2.6%	5.6%
Won Surcoreano	1067	-1.2%	1.1%	5.5%	11.0%
Singapur dólar	1.20	0.0%	2.4%	5.3%	11.2%
Bhat Thaiandés	29.93	-0.6%	1.3%	2.2%	4.3%
Dólar Taiwanés	29.01	-0.5%	-1.2%	2.4%	9.4%
Rupia Indonesa	8534	-0.4%	0.1%	3.3%	5.6%
Rupia India	46.10	-4.3%	-2.3%	-1.8%	2.1%
<b>EEMEA</b>					
Lira Turca	1.72	-1.6%	-7.7%	-7.4%	-12.4%
Florín Húngaro	188.81	-0.8%	-2.0%	3.8%	16.6%
Zloty Polaco	2.88	-3.8%	-5.0%	-0.5%	8.8%
Corona Checha	16.79	0.0%	1.6%	4.8%	14.0%

### Fuente: Bloomberg

\* Monedas con asteriscos están expresadas como dolares por unidad de la otra moneda. Las demás como la cantidad de la moneda en cuestion por dólar estadounidense.

La apreciación porcentual es para todas con respecto al USD. Por ende, un porcentaje positivo muestra la apreciación de la moneda en cuestion frente al dolar.

### Legal Disclaimer

Baffin Advisors LLC is an SEC registered investment advisor (firm 151202, information at [www.adviserinfo.sec.gov](http://www.adviserinfo.sec.gov)). The firm does not publish research, and this letter should not be taken as a research publication, and does not constitute an investment recommendation. This letter is confidential and may be protected from disclosure. If you are not the intended recipient, please telephone or email the sender and delete this document from your system. If you are not the intended recipient you must not copy this document or disclose the contents to any other person.