



Estimados,

Noviembre fue el primer mes después de muchos sin un factor de riesgo importante o noticia impactante en los mercados. La mayoría de los factores de riesgo con potencial impacto global fueron resueltos o desactivados en los últimos meses, lo que explica la fuerte recuperación del mercado accionario en USA. En términos generales, fue otro mes con una desproporcionada performance de USA relativo al resto del mundo (excepto Japón). En los mercados de deuda, las tasas de más largo plazo volvieron a subir fuertemente, afectando negativamente los grandes índices de deuda. Nosotros hicimos algunos cambios en los portafolios, eliminando las últimas inversiones con sensibilidad a las tasas de interés, como también algunas posiciones que no estaban produciendo los resultados deseados. Comenzamos el proceso de adaptar el portafolio a nuestra visión del 2014, que se caracteriza por una postura parcialmente optimista pero a la expectativa de confirmación de un buen escenario que justifique subsiguientes mejoras en los mercados.

Noviembre no fue un buen mes para la diversificación global, pero nuestros portafolios se comportaron igual o mejor que índices/activos dedicados al '*global asset allocation*'. En términos de qué funcionó y qué no funcionó en el mes:

- La exposición a acciones de USA produjo una contribución mayor al retorno total del mes (compensada por las inversiones con contribución negativa).
- En el agregado, la exposición a acciones internacionales (no USA) produjo menos de un cuarto de la performance total del mes.
- La exposición a *US High Yield* (bonos de menor calificación en USA) produjo una contribución positiva de algo menos del 10% del retorno mensual, lo que es desproporcionadamente alto para el tamaño y riesgo que implica.
- La contribución negativa más importante fue producida por la exposición a energía, dada la caída del precio del petróleo y otros *commodities* de energía, en gran parte dada la noticia de un posible acuerdo con Irán sobre su programa de energía atómica. Nuestra exposición al sector se concentra en sus empresas, y no en los *commodities*, por lo que mantenemos nuestra visión de un beneficio en el mediano plazo como consecuencia de la revolución energética en USA y la recuperación en el mundo.
- El resto de la exposición a *commodities* tuvo un impacto negativo, al igual que la exposición a bonos de empresas en países emergentes, aunque ambos menores.
- La exposición al sector inmobiliario de USA tuvo una contribución negativa, y la redujimos sustancialmente, manteniendo solamente una exposición al sector construcción.

Creemos que el mundo y los mercados se encuentran en un posible punto de inflexión, dado que los principales factores de riesgo globales fueron desactivados, permitiendo un escenario de aceleración y mejoras globales más abarcativas. Aunque creemos que tal escenario es posible, no hay aun la suficiente información o datos económicos que lo confirmen. En otras palabras, la valuación de los principales mercados de acciones necesitan de un claro escenario de mejoría para justificar importantes subas desde los

niveles actuales. Los datos económicos apuntan gradualmente e incipientemente a ese escenario, pero aun no en forma consistente o global. Los focos de mejores noticias recientemente han sido Asia y Europa. Una recuperación económica hacia niveles de crecimiento cercanos al potencial requiere de mejores datos de forma más consistente y global, que llevaría a mejores resultados de las empresas, que a su vez llevaría a mejoras en los mercados de acciones más allá de los niveles actuales.

En términos del ciclo económico global, en USA se requiere un claro paso de la posta del consumo a la inversión. En América Latina se requiere una salida más decisiva de la reciente letargia económica. En Europa sería ideal observar la continuidad de la reciente recuperación, y su generalización regional. En China, las reformas anunciadas recientemente son una visión de mediano plazo loable, pero que debería llevar a menor crecimiento no sólo en el corto plazo, sino una convergencia en el largo plazo. El mercado de acciones en USA no se encuentra en niveles insostenibles, pero requiere de mejoras fundamentales para subir subiendo. En cambio, las acciones internacionales se encuentran algo más rezagadas, y es en Europa y en Asia donde se ha observado el comienzo de una recuperación.

El escenario aquí descrito es moderadamente optimista, pero requiere de tiempo y datos que lo confirmen. Dada esta combinación del tipo de escenario y condiciones iniciales, hemos decidido un cambio de la asignación de capital que respete los siguientes principios:

- Mantener y gradualmente aumentar la diversificación internacional. En el corto plazo nos concentramos en Asia y Europa, dado que pensamos sus valuaciones siguen siendo atractivas dada la recuperación y su valor relativo al mercado de USA. A medida que nuestra visión con respecto a otras regiones mejore, aumentaremos el nivel de diversificación. La exposición y el escenario en Japón son un foco particular, donde tenemos una exposición singular que aumentará en el corto plazo.
- La exposición a acciones de USA cambiará de enfoque, dejando de ser por sectores o agregados, pasando a respetar diferentes 'estrategias' fundamentales. Cuando decimos 'estrategias' nos referimos a índices basados en reglas sobre los fundamentos económicos de las empresas. Algunas de las estrategias que hemos analizado y elegido son: compañías con programas de recompra de acciones; compañías de alta calidad (medido a través de diversos parámetros fundamentales); compañías que aumentan dividendos consistentemente; etc.
- La asignación y selección de sectores no está totalmente descartada, sino restringida a unas pocas situaciones, como ser la energía en USA y el sector financiero.
- Minimizar o eliminar la sensibilidad o correlación con tasas de interés, dado que las tasas de interés globales tienen mucho espacio aun por subir en el proceso de normalización de las políticas monetarias.
- En el segmento deuda, mantener un estricto control de la exposición a tasas de largo (o '*duration*'), lo que nos ha dado muy buenos resultados este año, produciendo contribuciones positivas a la performance en sectores donde los índices generales han caído. Pensamos que esta estrategia seguirá produciendo buenos resultados, y estamos pensando en ampliar la exposición a deuda que siga estos parámetros, especialmente si el escenario positivo tarda en materializarse y se requiere una reducción de la exposición general a acciones.

He aquí una descripción concisa de nuestra visión para el 2014, y la forma que pensamos hay que implementarla, al menos al comienzo. Pronto volveremos a este tema con una descripción algo más elaborada, como también una evaluación del año que está por terminar.

Saludos,

Martín Anidjar

2 de Diciembre del 2013

BAFFIN ADVISORS LLC

500 Mamaroneck Ave., Suite 320

Harrison, NY 10528

Phone (914) 371-2992

manidjar@baffinadvisors.com

www.baffinadvisors.com

Datos de los mercados

1. Diferentes clases de activos y tasas de interés

	Nivel Noviembre	Retornos al 29-Noviembre-2013			
		Ultimo mes	Ultimos 3 meses	Ultimos 6 meses	Año a la fecha
Acciones					
S&P 500	1805.8	2.8%	10.6%	10.7%	26.6%
Nasdaq	4059.9	3.6%	13.1%	17.5%	34.5%
MSCI Unión Europea	434.4	0.3%	8.7%	7.2%	16.3%
MSCI Asia ex-Japan	557.8	0.1%	9.8%	2.7%	1.8%
MSCI Latam	3291.7	-4.7%	8.0%	-6.1%	-13.3%
MSCI ACWI World	402.1	1.2%	10.5%	9.5%	18.3%
Deuda					
Barclays U.S. Aggregate	1817.3	-0.4%	1.4%	-0.6%	-1.5%
JPM GBI Broad Index	512.4	-1.1%	1.9%	1.9%	-3.1%
JPM GBI-EM Index	298.7	-2.7%	3.1%	-5.4%	-6.4%
JPM EMBIG	624.2	-2.3%	3.0%	-3.9%	-7.1%
Iboxx High Grade Index	229.6	-0.3%	2.1%	-0.8%	-2.3%
Iboxx High Yield Index	225.3	0.2%	4.0%	2.2%	5.4%
Commodities					
CRB Thomson/Jefferies Index	275.0	-1.0%	-5.6%	-2.4%	-6.8%
Oro (onza)	1253.5	-5.3%	-10.2%	-9.7%	-25.2%
Materias Primas	61.1	-0.5%	8.2%	4.9%	-2.2%
Energia	42.6	-0.5%	6.4%	6.2%	11.4%
Agribusiness	53.7	2.5%	9.8%	1.1%	1.8%
Tasas Tesoro US (nivel, anuales)					
	Fin Nov.	Fin Oct.	Fin Agosto	Fin Mayo	Fin Dic. '12
US Treasury 2 Y	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.2%
US Treasury 10 Y	2.7%	2.6%	2.8%	2.1%	1.6%

Fuente: Bloomberg

2. Monedas contra el dólar

	Cierre de Noviembre	Apreciación porcentual vs. USD			
		1 Mes	3 Meses	6 Meses	1 año
Países Desarrollados					
Euro*	1.36	0.1%	2.8%	4.6%	4.7%
Libra Inglesa*	1.64	2.0%	5.6%	7.7%	2.2%
Yen Japonés	102.44	-4.1%	-4.3%	-2.0%	-24.2%
Dólar Australiano*	0.91	-3.7%	2.3%	-4.8%	-12.7%
Latinoamérica					
Real Brasileño	2.34	-4.3%	2.1%	-9.1%	-9.4%
Peso Mexicano	13.11	-0.7%	2.0%	-2.3%	-1.1%
Peso Chileno	532	-3.6%	-3.6%	-6.3%	-10.7%
Peso Argentino	6.14	-3.9%	-8.3%	-16.2%	-27.0%
Asia					
Yuan Chino	6.09	0.0%	0.4%	0.7%	2.1%
Ringgit Malayo	3.22	-2.2%	1.8%	-4.2%	-6.1%
Won Surcoreano	1058	0.2%	4.7%	6.3%	2.3%
Singapur dólar	1.26	-1.1%	1.5%	0.7%	-2.9%
Bhat Tailandés	32.05	-2.8%	0.3%	-5.6%	-4.4%
Dólar Taiwanés	29.63	-0.7%	1.0%	1.0%	-2.0%
Rupia Indonesa	11965	-6.1%	-7.0%	-21.1%	-24.4%
Rupia India	62.45	-1.6%	5.0%	-10.5%	-15.1%
EEMEA					
Lira Turca	2.02	-1.1%	0.9%	-7.7%	-13.0%
Florín Húngaro	221.86	-2.0%	2.5%	2.8%	-2.5%
Zloty Polaco	3.09	-0.4%	4.2%	6.0%	2.1%
Corona Checa	20.14	-6.1%	-3.4%	-1.8%	-3.6%

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.

Legal Disclaimer

Baffin Advisors LLC is an SEC registered investment advisor (firm 151202, information at 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.