



Estimados,

En Enero los mercados mostraron una ‘corrección’, como resultado de una combinación de factores, pero principalmente debido a la falta de continuidad en la mejoría de los datos económicos que llevaron a la performance de los mercados al final del 2013. Resaltan particularmente unos pocos datos sorprendidos de China y Estados Unidos, a lo que se sumaron episodios de crisis política en algunos países emergentes. Básicamente, los datos muestran una desaceleración del ciclo económico, lo que puede ser un fenómeno natural de corto plazo en una tendencia ascendente, o el comienzo de un cambio de tendencia. Ahí está la incertidumbre que genera la volatilidad de estos días.

En los portafolios redujimos riesgo en acciones durante el mes de Enero (llevando la liquidez hacia el 15%, o casi 3 veces lo que era en Diciembre), lo que explica la performance relativamente mejor que lo esperado dado lo ocurrido en los mercados, pero obviamente no ha sido suficiente. Seguimos pensando que el 2014 será muy probablemente un año de mayor crecimiento global, pero no será lineal ni parsimonioso. En el corto plazo, la preocupación sobre el ciclo económico e incipientes crisis en algunos países emergentes dominan la atención de los mercados, especialmente dada la falta de buenos datos económicos en el G7 (de hecho, Europa sí ha producido mejores datos económicos, como también algunos países en Asia).

Aunque no hicimos un cambio drástico, la reducción de riesgo en acciones fue no trivial. No podemos descartar que esto sea el comienzo de una ‘corrección’ mayor, pero pensamos que no hay aun suficientes razones para pensar que lo es. Los pronósticos para el crecimiento en el G7 siguen siendo alentadores, y nosotros coincidimos con esa visión. La temporada de anuncios de ganancias trimestrales de las acciones en USA ha superado su primer mitad, y en promedio los resultados son un poco mejor de lo esperado. Los datos económicos de las próximas semanas resultarán cruciales para reducir la incertidumbre sobre la dirección del ciclo económico global, especialmente los de Estados Unidos y China.

Repasemos primero la composición de los resultados del mes, para después revisar los temas relevantes del debate en los mercados. La performance durante Enero puede desglosarse de la siguiente manera:

- La asignación a deuda produjo un resultado positivo de casi 0.3%, lo que fue más que compensada por la performance negativa de acciones.
- Las acciones en USA produjeron alrededor de un tercio de la performance negativa de acciones, lo que significa que la diversificación internacional volvió a ser un factor negativo, a pesar de no tener casi exposición a acciones de emergentes (hoy ya es cero, excepto algunos países Asiáticos).

¹ El término que ‘corrección’ se suele usar para describir una caída en los mercados que sólo se debe a ‘cansancio’ o ‘fatiga’ como producto de un largo período de subas. No hay razón fundamental para que ocurran, pero ocurren y se los aprecia como respiros. El problema es que se puede usar el término para describir el comienzo de cualquier caída, incluyendo aquellas que terminan siendo algo peor que un respiro.

- Medido por dólar invertido, la peor performance fue la de la asignación a acciones de Japón, mientras que la mejor fue la asignación al segmento construcción en USA (no bajó). La asignación a bancos en USA tuvo una contribución mejor a la del promedio. La asignación a acciones en emergentes era marginal al comienzo del mes, y fue eliminada durante la mitad del mes.
- En deuda mantenemos una alta asignación a bonos de empresas en países emergentes, que de hecho subieron marginalmente, dado que mantenemos bonos muy cortos y de unas pocas situaciones de alto rendimiento. Igualmente, monitoreamos esa asignación ante cualquier indicio de un episodio de contagio más abarcativo.

En términos de los temas en discusión que han logrado cambiar el tono de la discusión en los mercados internacionales, podemos resumir de esta manera:

- Como dijimos el mes pasado, la valuación de los mercados de acciones no están a niveles tan atractivos como en los últimos años, pero tampoco son excesivas. Para poder esperar retornos atractivos (desde los niveles de fin de Diciembre), el crecimiento tiene que darse como se lo esperaba en Diciembre, lo que posibilitaría mayores ganancias empresarias, y justificaría niveles de precios de las acciones más elevados (por esas mayores ganancias y quizás también por mayores ‘múltiplos²’).
- En la medida que la probabilidad de escenario de mayor crecimiento cae, hay espacio para que la corrección sea aun mayor. Los datos de las últimas semanas han creado suficientes dudas, haciendo que los datos en las próximas semanas sean cruciales. Esta corrección puede ser la regeneración de la prima de riesgo que los mercados habían eliminado durante el último trimestre del 2013, dada la desaparición de los principales factores de riesgo. A nuevas preocupaciones, reaparece la prima de riesgo, lo que no significa que el 2014 no pueda ser un año de retornos positivos interesantes.
- En China se han originado básicamente dos riesgos no necesariamente correlacionados. Por un lado está la duda sobre el ciclo económico, dados los últimos datos del sector industrial. En segundo lugar está el riesgo de una crisis crediticia interna en el sector de la banca paralela o llamada como ‘de las sombras’ (por ‘*shadow banking*’ en inglés):
 - Como ya dijimos varias veces, el complicado proceso de rebalanceo y reformas está destinado a producir tasas de crecimiento mucho menores a las históricas. Cada vez que los datos sorprendan por debajo, los mercados tenderán a sobre-reaccionar o sobre-interpretar los datos, cuestionando cuán fuerte será la caída de la tasa de crecimiento. Este es quizás uno de los temas más complicado de interpretar para los mercados en los próximos años.
 - Aunque el gobierno ha intervenido para evitar el default de un importante instrumento de ahorro no bancario que vencía la semana pasada, su aparición en las noticias le ha dado mucha fuerza a la discusión sobre una burbuja crediticia en China. Los números muestran que ha habido un fuerte crecimiento del crédito, y muy probablemente sea de baja productividad o mala asignación, como ocurrió en tantos otros países Asiáticos anteriormente. Pero el gobierno parece entender el tema y tener los recursos para amortiguar sus efectos. El problema es establecer el balance correcto entre la eliminación del ‘riesgo moral’

² Por ‘múltiplos’ nos referimos a las métricas de uso para valorar los mercados, como el ‘price-earnings ratio’, el ‘price-book ratio’, etc. Conceptualmente, un mercado sin crecimiento en las ganancias de las empresas puede subir si se puede justificar que suban los precios mostrando múltiplos más altos. Esto puede ocurrir si esos ratios mostraban un mercado barato en términos históricos, por ejemplo.

(permitiendo defaults para reducir o eliminar los incentivos a la mala asignación de crédito) y minimizar el pánico que tales defaults puede generar en los ahorristas y el mercado internacional.

- La economía de Estados Unidos, que había generado momentum al final del 2013, ha mostrado algunas sorpresas negativas en datos recientes del mercado laboral y del industrial. La mayoría de los expertos en los datos económicos de alta frecuencia siguen pronosticando un aumento en el crecimiento durante el año, dado que aun puede ser una pequeña desaceleración transitoria, quizás exacerbada por el mal tiempo. Una vez más, los datos económicos de las próximas semanas serán cruciales.
- Países emergentes como Turquía, Ucrania, Tailandia y Argentina han cobrado notoriedad estos días por sus incipientes crisis políticas (o de balanza de pagos en el último). El ciclo económico de los países emergentes es vulnerable, pero pensamos que una tradicional crisis generalizada de emergentes es hoy poco probable. La mayoría de los emergentes hoy tienen tipos de cambio flotantes, amplias reservas, sistemas políticos afianzados, sistemas financieros y situaciones fiscales sólidas. Es verdad que las monedas ajustan y ajustarán, mostrando movimiento, y más aun en los países con mercados de capitales locales desarrollados, dado que se han beneficiado de un fuerte flujo de dinero internacional que en parte hoy se retrae. Creo que veremos un par de países con crisis importantes, pero muy probablemente sin un gran impacto en el resto o el mundo. De los países mencionados arriba, Argentina parece ser el que más probablemente viva un crisis tradicional de balanza de pagos con alta inflación, pero su desconexión del mercado internacional hace que no tenga un potencial impacto relevante sobre portafolios internacionales.

Estos son, en general, temas de corto plazo. En términos de mantener la mirada sobre el mediano plazo (lo que justifica el tamaño de la reducción y el enfoque paulatino), nuestras mayores preocupaciones siguen siendo las mismas (especialmente el proceso de rebalanceo y reformas en China, la larga y esperada normalización de la política monetaria en el G7, y el desafío fiscal en USA a partir del 2020). Lo que pase con los temas de corto plazo aquí explicados tiene un impacto relevante sobre los temas de mediano y largo plazo.

En síntesis, esta corrección puede ser un evento natural después del buen fin de 2013 y por ende transitorio, aunque puede tener los elementos de algo más fundamental y permanente. Depende de los datos económicos de las próximas semanas a 2 meses. Hemos hecho una reducción no trivial en la exposición al riesgo, y estamos dispuestos a continuar haciéndolo en la medida que pensemos se justifique.

Saludos,

Martín Anidjar
3 de Febrero del 2014
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 Enero	Retornos al 31-Enero-2014			
		Ultimo mes	Ultimos 3 meses	Ultimos 6 meses	Año a la fecha
Acciones					
S&P 500	1782.6	-3.6%	1.5%	5.7%	19.0%
Nasdaq	4103.9	-1.7%	4.7%	13.2%	30.6%
MSCI Unión Europea	427.5	-2.6%	-1.3%	5.0%	9.6%
MSCI Asia ex-Japan	523.3	-5.1%	-6.1%	1.2%	-6.0%
MSCI Latam	2894.2	-9.6%	-16.2%	-8.2%	-26.5%
MSCI ACWI World	391.9	-4.1%	-1.3%	5.2%	10.4%
Deuda					
Barclays U.S. Aggregate	1833.8	1.5%	0.5%	1.8%	0.1%
JPM GBI Broad Index	515.0	1.4%	-0.6%	2.0%	-1.3%
JPM GBI-EM Index	290.6	-2.7%	-5.3%	-3.6%	-10.1%
JPM EMBIG	621.5	-1.0%	-2.7%	-0.2%	-6.2%
Iboxx High Grade Index	234.0	2.0%	1.6%	3.6%	0.8%
Iboxx High Yield Index	227.6	0.6%	1.3%	4.1%	5.4%
Commodities					
CRB Thomson/Jefferies Index	283.3	1.1%	2.0%	-0.2%	-6.8%
Oro (onza)	1244.6	3.2%	-5.9%	-6.1%	-25.2%
Materias Primas	59.5	-4.6%	-3.1%	6.1%	-6.2%
Energia	40.5	-6.2%	-5.3%	0.6%	0.4%
Agribusiness	50.7	-6.9%	-3.2%	1.8%	-9.3%
Tasas Tesoro US (nivel, anuales)					
		Fin Dic.'13	Fin Oct.'13	Fin Jul.'13	Fin Ene.'13
US Treasury 2 Y	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
US Treasury 10 Y	2.6%	3.0%	2.6%	2.6%	2.0%

Fuente: Bloomberg

2. Monedas contra el dólar

	Cierre de Enero	Apreciación porcentual vs. USD			
		1 Mes	3 Meses	6 Meses	1 año
Países Desarrollados					
Euro*	1.35	-1.9%	-0.7%	1.4%	-0.7%
Libra Inglesa*	1.64	-0.7%	2.5%	8.1%	3.7%
Yen Japonés	102.04	3.1%	-3.7%	-4.3%	-11.3%
Dólar Australiano*	0.88	-1.8%	-7.4%	-2.5%	-16.0%
Latinoamérica					
Real Brasileiro	2.41	-2.1%	-7.7%	-6.0%	-21.2%
Peso Mexicano	13.36	-2.5%	-2.6%	-4.9%	-5.1%
Peso Chileno	556	-5.8%	-5.8%	-8.2%	-17.9%
Peso Argentino	8.02	-23.0%	-35.6%	-45.6%	-61.0%
Asia					
Yuan Chino	6.06	-0.1%	0.5%	1.1%	2.5%
Ringgit Malayo	3.34	-2.1%	-6.0%	-3.1%	-7.6%
Won Surcoreano	1081	-3.0%	-1.9%	3.8%	0.7%
Singapur dólar	1.28	-1.1%	-2.8%	-0.4%	-3.2%
Bhat Thailandés	33.02	-1.0%	-5.9%	-5.6%	-10.6%
Dólar Taiwanés	30.33	-1.7%	-3.1%	-1.1%	-2.6%
Rupia Indonesa	12213	-0.3%	-8.3%	-19.1%	-25.3%
Rupia India	62.66	-1.4%	-1.9%	-3.8%	-17.7%
EEMEA					
Lira Turca	2.26	-5.0%	-13.0%	-16.7%	-28.3%
Florín Húngaro	231.59	-7.1%	-6.5%	-2.9%	-7.6%
Zloty Polaco	3.15	-4.3%	-2.3%	1.4%	-2.0%
Corona Checha	20.41	-2.6%	-7.5%	-4.7%	-8.0%

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.

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.