



Estimados,

En Febrero los mercados recuperaron rápidamente lo perdido en la caída a fin de Enero<sup>1</sup>. Esa caída había sido la consecuencia de la acumulación de múltiples factores como las diferentes crisis locales en países emergentes, al mismo tiempo que los datos económicos en China y USA señalaban una desaceleración del ciclo económico. También tomó prominencia el miedo a una crisis crediticia en China, dado que a fin de mes era inminente el default del primer gran vehículo de ahorro privado que había invertido en un activo que quebró. La mayoría de esos factores de riesgo fueron gradualmente superados por los mercados, aunque algunos siguen latentes<sup>2</sup>. Mientras escribimos estas líneas, Ucrania deja de ser solamente una crisis local.

La recuperación de los mercados en Febrero se deben principalmente a dos fenómenos: 1) la acumulación de problemas locales en múltiples países emergentes (Turquía, Venezuela, Argentina, Ucrania, Tailandia) no parece haber generado el tradicional contagio hacia una crisis generalizada de los mercados emergentes, dado que esos países no son representativos de un grupo importante de países que han continuado reformas y convergiendo económicamente; y, 2) los datos económicos en USA han generado cierto alivio con respecto a lo que parecía una desaceleración del ciclo económico (especialmente datos sobre durables, manufacturas y consumo). El ciclo económico en China continua siendo una preocupación, dado que los datos no han logrado desactivar la idea de una desaceleración más importante. Pero volviendo al test superado por los países emergentes (que quizás no ha terminado), es una señal muy alentadora sobre la diferenciación lograda en los mercados. Un grupo importante de economías emergentes han logrado diferenciarse gracias a continuas mejoras en sus instituciones económicas, altos niveles de reservas internacionales, bajos niveles de deuda externa y económicas locales más dinámicas y conectadas al mundo. El ruido producido por los países mencionados arriba no llevaron a contagio de este grupo que aunque hoy no crece a los niveles deseados, continua su convergencia y desarrollo, y por ende logran diferenciarse. Los países emergentes ya no son un grupo homogéneo, y los problemas de unos pocos no son los problemas del conjunto.

En Febrero no continuamos con la reducción de riesgo que había comenzado a mediados de Enero, y esa decisión permitió que en Febrero se recupere el terreno perdido en Enero. En Enero aumentamos la liquidez a alrededor de 14-15%, y en la carta a fin del mes dijimos que podría ser el comienzo de una reducción mayor, que no fue necesaria.

En términos de qué partes de los portafolios produjeron los mejores y peores resultados en el mes, repasemos:

---

<sup>1</sup> El mercado de acciones de USA cayó 6% en ocho días hábiles a fin de Enero (y algunos mercados internacionales cayeron más drásticamente), lo que definió la performance de la mayoría de los mercados en Enero.

<sup>2</sup> Especialmente Ucrania, donde la incertidumbre sobre la presencia de Rusia y sus intenciones y acciones crean el riesgo de una crisis geopolítica más importante.

- Más de 80% del retorno del mes fue producido por la exposición a acciones. No hubo casi activo con retorno negativo en el mes.
- Un tercio de la performance se debe a la exposición a acciones en USA, mientras que la exposición a acciones en Europa produjo un retorno algo mejor cuando se lo mide por unidad de riesgo.
- Es interesante que la reciente asignación a estrategias basadas en reglas (empresas que recompran acciones, 'spin-offs', etc.) han producido resultados mayores al promedio de acciones cuando se lo mide por unidad de riesgo.
- Las acciones en Asia (incluyendo Japón) produjeron resultados inferiores al promedio, aunque el ciclo económico en esa región sigue mostrando señales de recuperación mejores que otras regiones.
- En el segmento deuda, las asignaciones a US High Yield junto con 2 bonos en particular produjeron retornos arriba del promedio del segmento. El resto continuó produciendo el retorno natural producto del paso del tiempo.

Un breve comentario sobre el año hasta aquí. La volatilidad en acciones hizo que ese segmento genere una contribución negativa en lo que va del año (principalmente originada en la diversificación internacional del segmento), lo que en general absorbe la contribución positiva del segmento deuda. En términos de asignaciones particulares, la mayor responsabilidad cae en la asignación a acciones de Asia (principalmente Japón), y lo reducido en acciones en emergentes.

Mirando hacia delante, la mayoría de los temas identificados el mes pasado se mantienen como consideraciones importantes, con algunas mejoras a notar:

- El conflicto geopolítico como riesgo de corto plazo ha cobrado especial importancia estos últimos días, a medida que Rusia continua avanzando unilateralmente sobre Ucrania (especialmente la zona de Crimea). Esto es hoy importante más allá de Ucrania, dada la historia reciente de USA y occidente con Rusia y su influencia en zonas problemáticas en los últimos años (especialmente Siria). Ucrania se ha convertido en el símbolo de cuanto ha occidente ignorado la señales sobre la naturaleza del liderazgo de Putin en Rusia y su deseo de cooperación con instituciones internacionales. Aunque en términos aislados Ucrania no resultase particularmente importante para los intereses internacionales de USA, dado que debería ser más bien un tema Europeo, dada la historia reciente hace que sea más importante de lo que sería en abstracto. Del lado positivo, la posible sobre-reacción de los mercados a un tema transitorio puede resultar una oportunidad. No nos queremos adelantar, y solemos movernos con cautela. No aspiramos a lograr beneficios de corto plazo intentando ganarle a la volatilidad, dado que entendemos los riesgos de tal estrategia.
- El ciclo económico Chino continua siendo una preocupación. Los datos económicos no han logrado desactivar la idea de una desaceleración, y los riesgos o ruido potencial en el mercado de crédito local es un tema de corto plazo dado que muchas de esas estructuras vencen en los próximos meses<sup>3</sup>. Como planteamos recientemente en una nota en nuestro sitio web, el análisis del proceso de reforma y rebalanceo de la economía en China es quizás el desafío

---

<sup>3</sup> El llamado 'sistema bancario paralelo' o 'en las sombras' ha crecido mucho en los últimos años en China. Es básicamente un sector de vehículos o fondos que canalizan ahorros privados a proyectos de inversión. Muchos de esos proyectos han quebrado (principalmente en el sector carbón), pero el ahorrista Chino no ha tenido experiencias de pérdidas. El que venció a fin de Enero fue rescatado por un consorcio del gobierno local, el banco promotor y la sociedad que lo organizaba. Es claro que en el gran stock por vencer hay varios casos similares, y que el gobierno tiene que permitir pérdidas, pero la forma en la que se maneje ese proceso determinará cuan ruidoso puede ser y cuanto impacto tendría en el ahorro en bancos.

más importante de estos años. Al mismo tiempo, el hecho de que siga siendo una economía tan centralizada reduce el riesgo de sorpresas, aunque tal centralización sea en gran medida el problema fundamental.

- La política monetaria de USA sigue siendo un tema sensible para los mercados. Resaltamos recientemente que en la última reunión del comité de política monetaria algunos miembros de la Fed plantaron la semilla de la idea de una suba de tasas antes de lo esperado. No esperamos ningún cambio relevante en el horizonte de la política monetaria de USA, pero creemos que el tema es una vulnerabilidad importante en los mercados internacionales. El llamado ‘*tapering*’ ha sido aceptado por los mercados como lo que es, una reducción en la tasa de aumento del estímulo. Pero cuando aumente la probabilidad de una verdadera reducción del estímulo monetario es cuando veremos el verdadero test para los mercados.
- La política monetaria del euro tomó prominencia estas semanas, con la esperanza de un aumento del estímulo como forma de evitar la deflación al mismo tiempo de acelerar la recuperación. Los datos de inflación conocidos el viernes pasado reducen drásticamente tal escenario. Por ende, lo que hubiese llevado a un cambio de tendencia en la relación euro/dólar (depreciando el euro), no es tan probable que ocurra en el corto plazo. Ese corto plazo en Europa está hoy más relacionado con Ucrania, para bien y para mal. En la medida que la situación sea superada, las caídas de estos días pueden terminar siendo una oportunidad. Otra vez, no intentamos ser más inteligentes que el resto, pero nuestra postura general era hacia aumentar la exposición a Europa, y de esa forma miramos esta volatilidad.
- El tema fundamental de fondo sigue siendo el ciclo económico global, relativo a la valuación de los mercados de acciones. Durante el último trimestre del 2013 las mejorías en el crecimiento global se vieron reflejadas en los mercados de acciones. Ahora los datos muestran un respiro o posible desaceleración de la economía global. Las valuaciones de los mercados son muy atractivas en muchos lugares del mundo (especialmente fuera de USA). Si la desaceleración termina siendo un respiro transitorio, la diversificación regional volverá a producir buenos resultados relativos. Hasta ahora, ese ha sido un equilibrio complicado de mantener.

En síntesis, nuestra postura levemente más cauta desde mediados de Enero parece ser la correcta hoy. En la medida que las sorpresas recientes muestren ser problemas locales sin consecuencias globales, los datos económicos volverán a ser el factor determinante de la dirección de corto y mediano plazo. En términos de mantener la vista en el mediano plazo, nos seguimos limitando en la exposición a tasas de largo plazo, manteniendo la exposición en deuda de corto plazo con mejores rindes, mientras mantenemos una exposición relativamente alta a acciones, aun con poca diversificación internacional.

Saludos,

Martín Anidjar  
3 de Marzo del 2014  
**BAFFIN ADVISORS LLC**  
500 Mamaroneck Ave., Suite 320  
Harrison, NY 10528  
Phone (914) 371-2992  
[manidjar@baffinadvisors.com](mailto:manidjar@baffinadvisors.com)  
[www.baffinadvisors.com](http://www.baffinadvisors.com)

## Datos de los mercados

### 1. Diferentes clases de activos y tasas de interés

	Nivel Febrero	Retornos al 28-Febrero-2014			
		Ultimo mes	Ultimos 3 meses	Ultimos 6 meses	Ultimos 12 meses
<b>Acciones</b>					
S&P 500	1859.5	4.3%	3.0%	13.9%	22.8%
Nasdaq	4308.1	5.0%	6.1%	20.0%	36.3%
MSCI Unión Europea	448.3	4.9%	3.2%	12.1%	14.6%
MSCI Asia ex-Japan	540.7	3.3%	-3.1%	6.5%	-2.6%
MSCI Latam	2940.7	1.6%	-10.7%	-3.5%	-23.1%
MSCI ACWI World	410.1	4.6%	2.0%	12.7%	15.7%
<b>Deuda</b>					
Barclays U.S. Aggregate	1843.5	0.5%	1.4%	2.8%	0.2%
JPM GBI Broad Index	522.0	1.3%	1.9%	3.8%	1.1%
JPM GBI-EM Index	298.6	2.8%	0.0%	3.1%	-7.4%
JPM EMBIG	641.6	3.2%	2.8%	5.9%	-3.0%
Iboxx High Grade Index	237.1	1.3%	3.2%	5.4%	1.3%
Iboxx High Yield Index	232.3	2.0%	3.1%	7.2%	7.4%
<b>Commodities</b>					
CRB Thomson/Jefferies Index	302.4	6.7%	10.0%	3.9%	3.2%
Oro (onza)	1326.4	6.6%	5.8%	-4.9%	-16.0%
Materias Primas	62.9	5.7%	2.9%	11.3%	3.2%
Energia	42.9	5.9%	0.8%	7.2%	8.9%
Agribusiness	52.8	4.1%	-1.7%	8.0%	-2.7%
<b>Tasas Tesoro US (nivel, anuales)</b>					
	Fin Feb.	Fin Enero	Fin Nov.'13	Fin Ago.'13	Fin Feb.'13
US Treasury 2 Y	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.2%
US Treasury 10 Y	2.6%	2.6%	2.7%	2.8%	1.9%

**Fuente: Bloomberg**

## 2. Monedas contra el dólar

	Cierre de Febrero	Apreciación porcentual vs. USD			
		1 Mes	3 Meses	6 Meses	1 año
<b>Países Desarrollados</b>					
Euro*	1.38	2.3%	1.6%	4.4%	5.7%
Libra Inglesa*	1.67	1.9%	2.3%	8.0%	10.4%
Yen Japonés	101.80	0.2%	0.6%	-3.7%	-10.0%
Dólar Australiano*	0.89	1.9%	-2.0%	0.3%	-12.6%
<b>Latinoamérica</b>					
Real Brasileño	2.34	2.8%	-0.4%	1.7%	-18.5%
Peso Mexicano	13.25	0.8%	-1.1%	1.0%	-3.7%
Peso Chileno	559	-0.5%	-0.5%	-9.5%	-18.1%
Peso Argentino	7.87	1.8%	-28.2%	-38.8%	-56.0%
<b>Asia</b>					
Yuan Chino	6.15	-1.4%	-0.8%	-0.4%	1.2%
Ringgit Malayo	3.28	2.0%	-1.6%	0.2%	-6.0%
Won Surcoreano	1068	1.2%	-0.9%	3.8%	1.4%
Singapur dólar	1.27	0.7%	-1.0%	0.6%	-2.4%
Bhat Tailandés	32.56	1.4%	-1.6%	-1.3%	-9.4%
Dólar Taiwanés	30.32	0.0%	-2.3%	-1.3%	-2.3%
Rupia Indonesa	11610	4.9%	3.0%	-3.8%	-20.1%
Rupia India	61.76	1.4%	1.1%	6.0%	-13.6%
<b>EEMEA</b>					
Lira Turca	2.21	2.2%	-9.3%	-8.2%	-22.7%
Florín Húngaro	224.65	3.0%	-1.3%	1.3%	0.8%
Zloty Polaco	3.01	4.4%	2.6%	6.7%	5.2%
Corona Checa	19.80	3.0%	1.7%	-1.7%	-0.7%

**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.