



Estimados,

Marzo resultó ser un mes muy volátil con muchos swings en ambas direcciones, como consecuencia de shocks provenientes principalmente de dos fuentes diferentes: conflicto de Rusia y Ucrania por un lado, y los datos económicos globales por el otro. Durante marzo, los segmentos del mercado accionario de USA que más habían subido en los meses anteriores sufrieron una corrección importante durante el mes (especialmente tecnología y construcción, dentro de nuestras exposiciones). El mes concluyó con tono positivo, con ambas fuentes de la volatilidad habiéndose calmado significativamente. Nuestra postura durante el mes no cambió, mantuvimos el alto nivel de liquidez que teníamos, al mismo tiempo que la asignación a acciones sigue siendo relativamente alta (especialmente en países desarrollados). El trimestre recién concluido se caracterizó por fuertes movimientos en ambas direcciones, sin una clara dirección. Nuestra visión para el resto del año continua caracterizándose por un cauto optimismo. Como dijimos a comienzo del año, el escenario más probable es de retornos interesantes en acciones pero con un alto nivel de volatilidad en el proceso.

Aunque la política internacional fue una fuente de conflictos durante el mes, no pensamos que Rusia se convierta en un factor de riesgo relevante en el mediano plazo de forma que demande una re-evaluación de escenarios. Seguimos pensando que los dos grandes temas a seguir pensando y monitoreando son: el rebalanceo y reforma de la economía china mientras converge a tasas de crecimiento menores y más normales, y la normalización de la política monetaria del G7 (principalmente la de USA). La primer reunión del comité de política monetaria y conferencia de prensa de la Fed con su nueva jefa (Janet Yellen) produjo un susto en el mercado dado un comentario indicando que la primer suba de tasas ocurriría 6 meses después de terminar el 'tapering'. Este fue otro shock transitorio en los mercados en el mes.

En el corto plazo lo más relevante parece ser la mejoría en los datos económicos, que ayudan a disipar las dudas sobre el ciclo económico global, dado que resucita la idea de su gradual mejoría en los meses que vienen hacia una tasa del 3% anual. Ese escenario debería sostener las valuaciones de acciones de hoy, y llevar a una mejoría en las tasas de crecimiento de las ganancias que darían espacio a ganancias de capital tales que justificarían las asignaciones de capital corriente.

En términos de las asignaciones que funcionaron y las que no durante el mes, en resumen:

- La asignación a deuda produjo un retorno superior a la caída en la asignación a acciones, pero la segunda tiene un tamaño mayor en el portafolio actual y de ahí el retorno mensual.
- Dentro de la asignación a acciones, las mayores contribuciones positivas fueron las inversiones en bancos regionales y grandes de USA (que se benefician de un aumento en la pendiente de la curva de tasas de interés), como también la diversificación internacional fuera de USA, principalmente en Asia.

- Dentro de la asignación a deuda, la mayor contribución se originó en los bonos de una empresa alimenticia en Brasil (Marfrig).
- Del lado negativo, algunas de las inversiones que habían producido mayores retornos en meses anteriores sufrió una corrección importante, especialmente tecnología y construcción en USA.
- En deuda, una pequeña asignación a un banco ruso sufrió de la volatilidad generada por el conflicto en Ucrania, aunque recuperó más de la mitad al fin de mes y pensamos que seguirá en esa dirección.
- El resto del portafolio de deuda produjo los retornos esperados como resultado del paso del tiempo, a pesar del continuo aumento en tasas de interés de los bonos del tesoro de USA (pasó de 1.5% a 1.7% en el sector de 5 años).

En términos del trimestre terminado, la historia no es significativamente diferente, con la asignación a deuda produciendo una contribución total mayor a la contribución negativa de la asignación a acciones. Las contribuciones negativas más sobresalientes han sido las exposiciones a Japón y a acciones en emergentes (la última se terminó de eliminar en Febrero).

Nuestras preocupaciones continúan siendo dos temas cruciales del mediano plazo, que ya hemos expresado repetidas veces en nuestras comunicaciones: la reforma y rebalanceo de la economía china al mismo tiempo que su tasa de crecimiento converge a un nivel más bajo y normal, y por otro lado, la normalización de la política monetaria del G7 (especialmente en USA). El problema de la valuación de los mercados de acciones depende de los escenarios base y alternativos en los dos temas centrales recién enumerados. En un escenario caracterizado por transiciones tranquilas en ambos temas, los mercados hoy resultarían no caros sino atractivos y deberían producir retornos más que interesantes en los años venideros. Pero es difícil no pensar que un escenario donde ambas transiciones ocurren sin traspies es quizás el escenario menos probable, dado que ambos problemas carecen de precedentes históricos y de suficiente análisis y conocimiento conceptual.

Nuestra visión, y por ende plan, continua siendo mantener el nivel de exposición a acciones actual en la medida que el ciclo económico global siga mostrando mejorías y por ende sea posible proyectar aumentos en las ganancias de las empresas subyacentes a los mercados. Pensamos que el escenario más probable es uno con volatilidad, y el desafío es distinguir los shocks transitorios de los que pueden alterar la tendencia. También es necesario mantener la vigilia con respecto a posibles movimientos que aunque no sean fundamentales o de largo plazo, sean lo suficientemente importantes como para no poder ignorarlos. Dado que los mercados de acciones no presentan el mismo atractivo que hace uno o dos años, lo que significa que una corrección no trivial puede ocurrir. Como decimos siempre, no aspiramos a acertar movimientos de corto plazo ni pensamos que sea posible hacerlo consistentemente. Si planeamos converger a una postura algo más defensiva que la de hoy, aunque puede decirse que hoy mantenemos un alto nivel de liquidez. Hay formas de reducir el cash y mantenerse defensivo.

Saludos,

Martín Anidjar

1ro de Abril 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 Marzo	Retornos al 31-Marzo-2014			
		Ultimo mes	Ultimos 3 meses	Ultimos 6 meses	Ultimos 12 meses
Acciones					
S&P 500	1872.3	0.7%	1.3%	11.3%	19.3%
Nasdaq	4199.0	-2.5%	0.5%	11.3%	28.5%
MSCI Unión Europea	443.3	-1.1%	1.0%	7.1%	13.1%
MSCI Asia ex-Japan	545.6	0.9%	-1.1%	2.2%	0.3%
MSCI Latam	3194.2	8.6%	-0.2%	-3.3%	-16.3%
MSCI ACWI World	411.0	0.2%	0.6%	7.6%	14.2%
Deuda					
Barclays U.S. Aggregate	1840.4	-0.2%	1.8%	1.7%	-0.1%
JPM GBI Broad Index	521.4	-0.1%	2.7%	1.6%	1.3%
JPM GBI-EM Index	305.6	2.3%	2.4%	1.4%	-5.2%
JPM EMBIG	649.7	1.3%	3.5%	4.4%	-1.1%
Iboxx High Grade Index	237.3	0.1%	3.4%	5.0%	1.5%
Iboxx High Yield Index	232.4	0.1%	2.7%	6.1%	6.5%
Commodities					
CRB Thomson/Jefferies Index	304.7	0.7%	8.7%	6.7%	2.8%
Oro (onza)	1284.0	-3.2%	6.5%	-3.4%	-19.7%
Materias Primas	62.4	-0.7%	0.1%	4.2%	5.0%
Energia	43.8	2.0%	1.3%	6.7%	9.6%
Agribusiness	54.4	2.9%	-0.2%	5.9%	0.4%
Tasas Tesoro US (nivel, anuales)					
		Fin Feb.	Fin Dic.'13	Fin Sept.'13	Fin Mar.'13
US Treasury 2 Y	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%	0.2%
US Treasury 10 Y	2.7%	2.6%	3.0%	2.6%	1.8%

Fuente: Bloomberg

2. Monedas contra el dólar

	Cierre de Marzo	Apreciación porcentual vs. USD			
		1 Mes	3 Meses	6 Meses	1 año
Países Desarrollados					
Euro*	1.38	-0.2%	0.2%	1.8%	7.4%
Libra Inglesa*	1.67	-0.5%	0.6%	2.9%	9.6%
Yen Japonés	103.23	-1.4%	2.0%	-5.0%	-9.6%
Dólar Australiano*	0.93	3.8%	3.9%	-0.6%	-11.1%
Latinoamérica					
Real Brasileiro	2.27	3.1%	3.8%	-2.5%	-12.4%
Peso Mexicano	13.06	1.4%	-0.2%	0.3%	-5.9%
Peso Chileno	549	1.7%	1.7%	-8.9%	-16.4%
Peso Argentino	8.00	-1.7%	-22.7%	-38.2%	-56.3%
Asia					
Yuan Chino	6.22	-1.2%	-2.7%	-1.6%	-0.1%
Ringgit Malayo	3.26	0.4%	0.3%	-0.2%	-5.5%
Won Surcoreano	1065	0.3%	-1.4%	0.9%	4.2%
Singapur dólar	1.26	0.8%	0.4%	-0.1%	-1.4%
Bhat Thailandés	32.42	0.4%	0.9%	-3.8%	-10.8%
Dólar Taiwanés	30.49	-0.5%	-2.3%	-2.9%	-2.2%
Rupia Indonesa	11361	2.1%	6.7%	0.4%	-16.7%
Rupia India	59.89	3.0%	3.1%	4.4%	-10.3%
EEMEA					
Lira Turca	2.14	3.0%	0.3%	-6.1%	-18.3%
Florín Húngaro	223.19	0.6%	-3.2%	-1.5%	5.9%
Zloty Polaco	3.03	-0.4%	-0.1%	3.1%	7.2%
Corona Checha	19.94	-0.7%	-0.2%	-5.0%	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.

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.