



Estimados,

Abril mostró un aumento en la volatilidad, con múltiples episodios de cuato optimismo seguidos de rápidas caídas dominadas por el pesimismo, para rápidamente volver a la cautela y un optimismo moderado, varias veces en el mes. Estos cambios son referentes a las perspectivas de crecimiento global. El mes finalizó de nuevo con un clima optimista y los mercados de USA alcanzando records históricos<sup>1</sup>. El mes terminó con resultados positivos, más allá de la dificultad de navegar entre la volatilidad y los cambios de 'humor' en el mercado. En Abril la diversificación regional sí ayudó a lograr una buena performance, dado que nuestra exposición a países y regiones fuera de USA produjo mejores resultados que las inversiones en este último.

Previo a hondar más en detalle, nuestra conclusión es que el crecimiento no va a ser el que los mercados esperaban a comienzos de año, pero va a ser ciertamente mejor que lo que creen muchos pesimistas. En otras palabras, creemos que en los próximos meses no se va a producir un deterioro en el crecimiento global, pero tampoco una fuerte recuperación, alcanzando lentamente nuevos records pero con caídas ocasionales antes nuevos shocks negativos. El desafío consiste en elegir entre una posición conservadora dada esta volatilidad esperada o apostar a nuestra visión de mediano plazo y mantenerla aun frente a los desafíos que ella conlleva. Nuestra estrategia ha sido la de lentamente converger hacia nuestra visión de mediano plazo, vía aumento en la exposición a acciones y a *real estate*, aumentando la concentración en el dólar, reduciendo '*duration*' y la exposición a deuda. Más allá de la ampliamente discutida teoría de la gran rotación de inversiones desde renta fija hacia activos reales (acciones, *real estate*, etc.) a la que mucha gente avoca, nosotros continuamos pensando que algunas inversiones en renta fija presentan grandes oportunidades que no deben ser dejadas de lado. Más aun, con la inflación en el mundo bajando, el crecimiento no tomando suficiente envión y con tasas de interés que han vuelto a bajar, las inversiones en determinados y selectivos créditos todavía resultan un elemento importante<sup>2</sup>. En otras palabras, un portafolio tradicional (pre crisis financiera) que cuenta con inversiones en acciones del 60-70% generaría una volatilidad tal que se prestaría a sobre-reacciones, como la de realizar modificaciones en la composición en momento equivocados.

En términos de rendimientos en el mes, a continuación un breve resumen de lo que mejor y peor resultados tuvo:

- La diversificación regional en acciones fuera de USA fue lo que aportó la mayor contribución a los resultados del mes. Si se suman las contribuciones de la performance de la exposición a acciones a países fuera de USA (particularmente

---

<sup>1</sup> El mes comenzó con una subida de 3,6% en el S&P500 en menos de 5 días, seguido por una caída de 3,8% en los 5 días sucesivos (usando data intradiaria, mientras que si usamos los precios de cierre fue de 3,2%), inmediatamente seguida de un alza similar, y luego por pequeños zig zags. En el mismo episodio de caída, la caída del Nasdaq fue de 4,5%.

<sup>2</sup> Un ejemplo es nuestro portafolio de deuda emergente corporativa, que a pesar de haberse reducido a un 20-25% de nuestros portafolios continúa produciendo retornos interesantes. Nuestra asignación a este tipo de deuda produjo retornos de 3,2% en el año mientras que los índices correspondientes están entre 0 y 1% en el año. Esto muestra que una menor *duration* y una combinación de deuda de alto grado de inversión con deuda de baja calificación pueden continuar ofreciendo retornos atractivos con baja volatilidad.

a Japón, Brasil y China) y a *real estate*, estos dos sectores explican la mitad del retorno del mes.

- La exposición en acciones al resto de las regiones le sigue respecto de su contribución. Por último la exposición a acciones de USA, que siendo tan o más grande que la exposición al resto de los subgrupos previamente mencionados tuvo una contribución menor, aunque también positiva (los 3 índices de acciones más importantes de USA registraron una suba del 1,8% en el mes – S&P500, Dow Jones y Nasdaq).
- Las inversiones en High Yield fueron los siguientes mayores contribuyentes, seguido de los retornos en la exposición a monedas emergentes, deuda en monedas locales, y la exposición a deuda indexada.
- Es interesante que los bonos de empresas en países emergentes hayan tenido una contribución positiva significativa, dado los acontecimientos en el segmento de *High Yield* de ese grupo (especialmente en el sector inmobiliario en México, que sufrió fuertísimas caídas generando contagio en la región). Véase la nota al pie #2 en la página anterior.
- En total, las inversiones en renta fija representaron un tercio de la contribución al retorno de los portafolios, siendo aproximadamente un 40% de los activos. Es necesario notar que ese es el segmento de menor volatilidad, que no debería tener una contribución a los retornos proporcional a su asignación.
- Las dos inversiones que resultaron en contribuciones negativas fueron las materias primas (especialmente el oro) y la energía (tanto las compañías como la exposición al petróleo por sí sola).
- El retorno en el mes fue producto también de pequeños aumentos de exposición a acciones en días muy negativos, lo que fue posible dada nuestra previa posición conservadora y gracias también a los elevados niveles de liquidez que mantuvimos. Los vaivenes observados en el mes podrían haber llevado a sobre-reacciones y cambios inapropiados, si no fuese por la alta liquidez y postura conservadora con la que comenzamos.

En términos de los temas hacia adelante, escribimos un post que colgamos en nuestra página el 25 de Abril (y también en nuestro iPad App), que podemos complementar con las siguientes ideas:

- El crecimiento en USA continúa mostrando un sector privado resistente al ajuste fiscal, si bien se aprecia una desaceleración relativa a la aceleración del crecimiento que ostentaba durante fines de 2012 y primer trimestre de 2013. LEI número de crecimiento del primer trimestre de 2,5% oculta un crecimiento todavía mayor del sector privado (3,5%), compensado por una reducción en el gasto público. Creemos que la economía de USA va a continuar, si bien muy lentamente, convergiendo a tasas de crecimiento más significativas<sup>3</sup>.
- Ya pasó la mayor parte de la temporada de reporte de resultados de empresas en las bolsas de USA, mostrando resultados mixtos, con una gran cantidad de empresas reportando mejores ganancias que las esperadas, pero un porcentaje

---

<sup>3</sup> Es importante resaltar que aun en ausencia de un gran acuerdo, el déficit fiscal es la mitad que en su pico. En el corto plazo se espera una reducción mayor, aun sin lograr un gran acuerdo político. En el mediano plazo, el déficit de los programas de ayuda social sí requiere de reformas provenientes de acuerdos políticos.

mucho menor registró aumentos en las ventas mejores que los esperados, y las perspectivas anunciadas por las mismas empresas no son muy optimistas. Hoy en día, con las valuaciones en estos niveles, creemos que hay lugar todavía para un aumento en los precios de las acciones dado un aumento en los múltiplos (Precio/Ganancias y otras métricas), la reasignación de la gran cantidad de liquidez que tienen hoy los portafolios a nivel global, y luego por mejoras perspectivas de crecimiento. Todo esto justifica nuestra asignación a regiones con valuaciones más bajas, pero que continúan mostrando buenos números de crecimiento económico. Todo esto además justifica el porqué no aumentar desproporcionadamente nuestra asignación a acciones en este momento.

- La economía china parece estar en un período de pequeña desaceleración (incluyendo la información publicada este semana), que puede resultar en pequeña y transitoria. Ya hemos hablado muchas veces sobre este tema. Vemos a China como convergiendo a tasas de crecimiento mucho más moderadas que el pasado y que las corrientes. Pero en el corto plazo sigue siendo un ejercicio de comparar las expectativas del mercado vis-à-vis el proceso de desaceleración y convergencia.
- Europa parece lentamente salir de una austeridad estricta, con menciones retóricas a políticas de crecimiento y una política monetaria más laxa. Continuamos pensando que sólo drásticas reformas institucionales pueden hacer del euro una realidad sustentable (reformas a nivel supranacional - unificación fiscal y bancaria - sumado con reformas locales). Sin embargo, el programa actual (reformas locales con el banco central siendo el prestamista de última instancia) son suficientes para comprar tiempo en pos de reformas reales que deberían llegar. El problema es que los políticos no parecen desesperados por debatir, diseñar e implementar estas difíciles reformas. Tasas de crecimiento mediocres y altos niveles de desempleo deberían eventualmente generar ruido y volver a poner el tema de la sustentabilidad del euro en primera plana. En el corto plazo, las elecciones y la política en países claves, como pequeñas corridas bancarias en países periféricos (Eslovenia, Luxemburgo, etc.) pueden producir shocks de corto plazo, similares a los vividos recientemente con Chipre.
- La liquidez global está claramente en aumento, pues la FED no parece estar ni cerca de disminuir o retirar parte de la liquidez inyectada en la reciente expansión monetaria, Japón se acaba de subir al tren de la expansión, y Europa parece en camino a una política más laxa. Lo interesante es que la inflación parece estar cayendo en todo el mundo, los *commodities* están cayendo (especialmente las materias primas y el oro), lo que da a pensar que toda esta liquidez está siendo invertida en bonos, acciones y real estate. Esto es un tema importante de mediano plazo. No existe precedente histórico, ni un marco teórico claro que nos permite establecer escenarios convincentes para el retiro de la liquidez, cuándo y cómo podría ocurrir. Este es quizás el problema de asignación de portafolios más importante para los próximos 2-3-5 años.

En conclusión, creemos que nuestra postura y asignación va a resultar favorable en los próximos meses. Sin embargo, la postura conservadora que ayudó a mitigar volatilidad y ayudó a que no cometamos errores durante los períodos de ventas masivas, resultó en

retornos absolutos más bajos que muchos índices de acciones de USA, pero no tanto si lo comparamos contra índices regionales o globales, sobre todo en ajustados por riesgo.

Martín Anidjar

Mayo 1<sup>ro</sup>, 2013

**BAFFIN ADVISORS LLC**

500 Mamaroneck Ave., Suite 320

Harrison, NY 10528

Ph./Fax (914) 371-2992

[manidjar@baffinadvisors.com](mailto:manidjar@baffinadvisors.com)

[www.baffinadvisors.com](http://www.baffinadvisors.com)

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.

## Datos de los mercados

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

|  | Nivel Abril | Retornos al 30-Abril-2013 |                 |                |                  |
|--|-------------|---------------------------|-----------------|----------------|------------------|
|  |             | Ultimo mes                | Ultimos 3 meses | Año a la fecha | Ultimos 12 meses |
| <b>Índices S&amp;P Target Risk</b>     |             |                           |                 |                |                  |
| Conservador                            | 129.9       | 1.4%                      | 2.6%            | 3.6%           | 7.0%             |
| Moderado                               | 125.5       | 1.6%                      | 3.3%            | 5.1%           | 8.9%             |
| Crecimiento                            | 125.9       | 1.8%                      | 4.2%            | 7.2%           | 11.5%            |
| Agresivo                               | 127.9       | 2.1%                      | 5.1%            | 9.4%           | 14.6%            |
| <b>Acciones</b>                        |             |                           |                 |                |                  |
| S&P 500                                | 1597.6      | 1.8%                      | 6.6%            | 12.0%          | 14.3%            |
| Nasdaq                                 | 3328.8      | 1.9%                      | 5.9%            | 10.2%          | 9.3%             |
| MSCI Unión Europea                     | 396.7       | 1.2%                      | 1.7%            | 6.2%           | 14.2%            |
| MSCI Asia                              | 552.4       | 1.6%                      | -0.7%           | 0.9%           | 6.3%             |
| MSCI Latam                             | 3775.8      | -1.1%                     | -4.1%           | -0.6%          | -3.8%            |
| MSCI ACWI World                        | 369.4       | 2.6%                      | 4.0%            | 8.7%           | 12.4%            |
| <b>Deuda</b>                           |             |                           |                 |                |                  |
| Barclays U.S. Aggregate                | 1860.8      | 1.0%                      | 1.6%            | 0.9%           | 3.7%             |
| JPM GBI Broad Index                    | 521.0       | 1.2%                      | -0.2%           | -1.5%          | -0.4%            |
| JPM GBI-EM Index                       | 332.3       | 3.1%                      | 2.8%            | 4.2%           | 9.7%             |
| JPM EMBIC                              | 675.2       | 2.8%                      | 1.9%            | 0.5%           | 11.6%            |
| Iboxx High Grade Index                 | 239.1       | 2.2%                      | 3.0%            | 1.7%           | 9.1%             |
| Iboxx High Yield Index                 | 222.5       | 2.0%                      | 3.1%            | 4.2%           | 12.5%            |
| <b>Commodities</b>                     |             |                           |                 |                |                  |
| CRB Thomson/Jefferies Index            | 288.1       | -2.8%                     | -5.2%           | -2.3%          | -5.8%            |
| Oro (onza)                             | 1476.8      | -7.6%                     | -11.2%          | -11.9%         | -11.3%           |
| Materias Primas                        | 58.7        | -1.2%                     | -7.4%           | -6.0%          | -5.5%            |
| Energia                                | 40.0        | 0.2%                      | -1.0%           | 4.5%           | 1.8%             |
| Agribusiness                           | 54.3        | 0.2%                      | -3.0%           | 2.8%           | 4.1%             |
| <b>Tasas Tesoro US (nivel,anuales)</b> |             |                           |                 |                |                  |
|  |             | Fin Mar.                  | Fin Enero       | Fin Dic.'12    | Fin Abr.'12      |
| US Treasury 2 Y                        | 0.2%        | 0.2%                      | 0.3%            | 0.3%           | 0.3%             |
| US Treasury 10 Y                       | 1.7%        | 1.8%                      | 2.0%            | 1.9%           | 1.9%             |

Fuente: Bloomberg

## 2. Monedas contra el dólar

|                             | Cierre de<br>Abril | Apreciación porcentual vs. USD |         |         |        |
|-----------------------------|--------------------|--------------------------------|---------|---------|--------|
|                             |                    | 1 Mes                          | 3 Meses | 6 Meses | 1 año  |
| <b>Países Desarrollados</b> |                    |                                |         |         |        |
| Euro*                       | 1.32               | 2.7%                           | -3.0%   | 1.6%    | -0.5%  |
| Libra Inglesa*              | 1.55               | 2.2%                           | -2.0%   | -3.7%   | -4.3%  |
| Yen Japonés                 | 97.45              | -3.4%                          | -6.3%   | -22.2%  | -22.1% |
| Dólar Australiano*          | 1.04               | -0.5%                          | -0.5%   | 0.0%    | -0.6%  |
| <b>Latinoamérica</b>        |                    |                                |         |         |        |
| Real Brasileño              | 2.00               | 1.0%                           | -0.5%   | 1.5%    | -4.9%  |
| Peso Mexicano               | 12.33              | 3.5%                           | 4.1%    | 4.1%    | 3.7%   |
| Peso Chileno                | 471                | 0.2%                           | 0.2%    | 2.1%    | 2.9%   |
| Peso Argentino              | 5.19               | -1.3%                          | -4.2%   | -8.8%   | -17.5% |
| <b>Asia</b>                 |                    |                                |         |         |        |
| Yuan Chino                  | 6.17               | 0.7%                           | 0.9%    | 1.1%    | 1.8%   |
| Ringgit Malayo              | 3.04               | 1.7%                           | 2.1%    | 0.2%    | -0.5%  |
| Won Surcoreano              | 1101               | 0.9%                           | -1.2%   | -1.0%   | 2.6%   |
| Singapur dólar              | 1.23               | 0.7%                           | 0.5%    | -0.9%   | 0.5%   |
| Bhat Tailandés              | 29.27              | 0.0%                           | 1.9%    | 4.7%    | 4.8%   |
| Dólar Taiwanés              | 29.54              | 1.0%                           | 0.0%    | -1.1%   | -1.3%  |
| Rupia Indonesa              | 9734               | 0.0%                           | 0.1%    | -1.1%   | -6.1%  |
| Rupia India                 | 53.81              | 0.9%                           | -1.1%   | 0.0%    | -2.0%  |
| <b>EEMEA</b>                |                    |                                |         |         |        |
| Lira Turca                  | 1.79               | 1.0%                           | -1.9%   | 0.0%    | -2.0%  |
| Florín Húngaro              | 227.35             | 4.2%                           | -5.6%   | -3.9%   | -5.0%  |
| Zloty Polaco                | 3.16               | 3.0%                           | -2.3%   | 1.0%    | -0.3%  |
| Corona Checa                | 19.60              | 2.4%                           | -3.7%   | -1.2%   | -4.0%  |

**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.