



Estimados,

Junio resultó ser un mes relativamente calmo, a pesar de haber 2 situaciones geopolíticas activas con potencial impacto. La data económica más reciente continua indicando una recuperación gradual del ciclo económico global, a pesar de la fuerte sorpresa negativa que produjo la revisión del crecimiento de USA del primer trimestre del año. De hecho, muchos esperan que el trimestre en curso sorprenda por la fortaleza de la recuperación. Los mercados parecen haber aprendido a filtrar los shocks provenientes de conflictos geopolíticos cuando estos no parecen ser una amenaza duradera a los fundamentos económicos subyacentes. Al mismo tiempo, los datos no han sido lo suficientemente sólidos como para impulsar un quiebre ascendente en los mercados.

En términos de la performance, hacemos aquí un breve resumen de lo que mejor funcionó y lo que no tanto:

- Las acciones produjeron en conjunto casi 4 veces las ganancias producidas por la asignación a bonos durante Junio, lo cual es como debería ser dados los tamaños relativos y los perfiles de riesgo. Esto no fue así en los primeros 4 meses del año.
- Dentro de la asignación a acciones, las mayores contribuciones a retornos positivos provinieron de las acciones de USA (especialmente tecnología) y de Asia (incluyendo Japón). Si lo medimos por dólar invertido, las asignaciones a Japón y a bancos regionales en USA se distinguieron. Del lado negativo se encuentra principalmente la exposición a acciones en Europa.
- Dentro de la asignación a deuda, lo que merece ser mencionado es lo que no puede verse en la foto de fin de mes dado que tomamos ganancias en dos de las inversiones por sus retornos sobresalientes. Esto explica el alto nivel de cash, que es fenómeno transitorio alrededor del fin de mes.
- Como dice arriba, el alto nivel de liquidez responde a la conjunción de factores alrededor del fin de mes, que incluyen la venta de 2 posiciones en deuda que cumplieron su función (una corresponde a una oferta de recompra hecha por la empresa emisora del bono por encima del precio de mercado del bono). Este nivel de liquidez debería reducirse durante los primeros días de Julio.

No ha habido cambios importantes en los fundamentos económicos de las economías del G7 ni de los emergentes en su conjunto con respecto a lo que ya se observaba hace un mes. Por ende, nuestras ideas y visión del mercado no ha cambiado lo suficiente como para hacer cambios en el enfoque. La valuación de los mercados de acciones, aunque no excesiva, ya no es claramente atractiva, y requiere de la continuidad de la tendencia actual de mejorías económicas y su aceleración para generar potencial hacia el alza. Nuestro escenario base siendo que veremos continuidad en las tendencias actuales, con una posible aceleración que no sólo sostengan los niveles actuales de los mercados sino que den visibilidad ascendente. Los desafíos u obstáculos potenciales al escenario base siguen siendo los mismos.

Creemos que la política monetaria en el G7 se convertirá en uno de los temas centrales en la segunda mitad del año, junto con la evolución del ciclo económico global (que

influencia la política monetaria). Como ya hemos mencionados muchas veces, el mundo está en territorio desconocido en términos de la expansión monetaria global desde la crisis del 2008. El Banco Central de Inglaterra (BoE) parece ser el pionero en el planeamiento y anuncio de su estrategia de retirada de su expansión. La Fed continua señalando no tener apuro. Al mismo tiempo, todavía es posible ver mayor expansión por los bancos centrales de Europa y Japón. El resto del mundo se adapta al G7 dependiendo de su situación particular, lo que produce y producirá diferentes fenómenos en diferentes países y regiones.

En la medida que la economía de USA continua mejorando, es de esperar que se siga eliminando el exceso de oferta en el mercado laboral. La inflación ya ha tocado fondo globalmente y comenzado a subir (de forma notoria en algunos países). Estos dos fenómenos aumentarán la intensidad del debate sobre el plazo a la primer suba de tasas de la Fed, y sobre cómo y cuándo se reducirá el tamaño de su balance. Ese debate puede tener implicancias no menores sobre los mercados globales, como ya hemos visto en Mayo-Junio del año pasado cuando se flotó el globo del *'tapering'*. Obviamente que ha habido aprendizaje y maduración con respecto a la normalización de la política monetaria, como se puede ver en la falta de reacción al avance de tal *'tapering'*. Es importante monitorear ese riesgo, el debate, y la descripción de la estrategia de normalización, como también la expectativa sobre la nueva tasa promedio de política monetaria. Esto último ha sido un factor interesante en los últimos dos meses, que afecta la forma en la que se valúan los activos financieros, dado que el mercado parece aceptar la idea de que la nueva tasa de mediano plazo sea menor al promedio histórico. Por el momento seguimos esperando un escenario relativamente gradual y sin fuertes sustos, para lo que en realidad es una tarea sin precedentes ni libro de texto. Si la inflación llegase a continuar subiendo en forma desproporcionada al crecimiento, el escenario cambiaría sustancialmente, dado que obligaría a las autoridades monetarias a actuar agresivamente.

Un breve comentario sobre Argentina. Inevitablemente seguimos el caso en las cortes de USA y cómo los activos argentinos reaccionan. Pensamos que hay una dosis no trivial de confusión en los medios con respecto a los parámetros legales y los escenarios posibles (especialmente en los medios locales en Argentina). Creemos que una solución negociada es posible, pero no es simple. Las restricciones auto-impuestas por Argentina en la documentación de sus instrumentos (no usual), como también la estrategia combativa de las últimas semanas (especialmente agrediendo a las cortes, amenazando con litigar y cuestionando sus motivaciones) conforman una serie de obstáculos no conducentes a una solución ordenada. En nuestros portafolios raras veces hemos tomado posiciones en activos financieros de Argentina. Una asignación menor (respetando la diversificación) es obviamente una posibilidad en el momento que su valuación y los escenarios lo justifiquen. Pensamos que eventualmente la solución al problema de la deuda y un cambio en el marco de políticas económicas tiene el potencial de generar una revaluación importante de los activos de Argentina.

En síntesis, mantenemos una asignación históricamente alta a acciones en estos momentos, lo que requiere de continuidad en la tendencia positiva de los fundamentos subyacentes. La asignación a deuda debería aumentar en el corto plazo y reducir la liquidez. Los factores de riesgo son ahora de carácter más fundamental que en los últimos años, lo que puede justificar una reducción en la asignación a activos de riesgo si la data económica mostrase cambios de tendencia, especialmente si la inflación presenta un desafío no menor a las políticas monetarias del G7.

¹ Se llama *'tapering'* en inglés a las decisiones que ha tomado la Fed de reducir el tamaño de las compras de activos financieros que hace cada mes. En otras palabras, es la reducción gradual del tamaño de compras de activos, lo que debería terminar con el programa de compras hacia fin de este año.

Saludos,

Martín Anidjar

1ro de Julio 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 Junio | Retornos al 30-Junio-2014 | | | |
|---|----------------|---------------------------|--------------------|--------------------|---------------------|
| | | Ultimo mes | Ultimos 3 meses | Ultimos 6 meses | Ultimos 12 meses |
| Acciones | | | | | |
| S&P 500 | 1960.2 | 1.9% | 4.7% | 6.1% | 22.0% |
| Nasdaq | 4408.2 | 3.9% | 5.0% | 5.5% | 29.5% |
| MSCI Unión Europea | 450.3 | -1.2% | 1.6% | 2.6% | 17.7% |
| MSCI Asia ex-Japan | 579.5 | 1.9% | 6.2% | 5.1% | 13.8% |
| MSCI Latam | 3370.0 | 3.9% | 5.5% | 5.3% | 5.7% |
| MSCI ACWI World | 428.8 | 1.7% | 4.3% | 4.9% | 20.5% |
| Deuda | | | | | |
| Barclays U.S. Aggregate | 1878.0 | 0.1% | 2.0% | 3.9% | 4.4% |
| JPM GBI Broad Index | 534.0 | 0.7% | 2.4% | 5.2% | 7.0% |
| JPM GBI-EM Index | 318.1 | 1.0% | 4.1% | 6.6% | 4.3% |
| JPM EMBIG | 685.0 | 0.6% | 5.4% | 9.1% | 11.0% |
| Iboxx High Grade Index | 244.3 | 0.1% | 3.0% | 6.5% | 9.2% |
| Iboxx High Yield Index | 237.7 | 0.8% | 2.3% | 5.0% | 11.0% |
| Commodities | | | | | |
| CRB Thomson/Jefferies Index | 308.2 | 0.9% | 1.2% | 10.0% | 11.8% |
| Oro (onza) | 1327.3 | 6.2% | 3.4% | 10.1% | 7.5% |
| Materias Primas | 64.5 | 1.6% | 3.4% | 3.5% | 21.3% |
| Energia | 48.5 | 3.9% | 10.9% | 12.3% | 26.8% |
| Agribusiness | 55.0 | -0.2% | 1.2% | 1.0% | 7.5% |
| Tasas Tesoro US (nivel, anuales) | | | | | |
| | | Fin May. | Fin Mar. | Fin Dic. '13 | Fin Jun. '13 |
| US Treasury 2 Y | 0.5% | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 0.4% |
| US Treasury 10 Y | 2.5% | 2.5% | 2.7% | 2.5% | 2.5% |

Fuente: Bloomberg

2. Monedas contra el dólar

| | Cierre de Junio | Apreciación porcentual vs. USD | | | |
|-----------------------------|--------------------|--------------------------------|---------|---------|--------|
| | | 1 Mes | 3 Meses | 6 Meses | 1 año |
| Países Desarrollados | | | | | |
| Euro* | 1.37 | 0.4% | -0.6% | -0.4% | 5.2% |
| Libra Inglesa* | 1.71 | 2.1% | 2.7% | 3.3% | 12.4% |
| Yen Japonés | 101.33 | 0.4% | 1.8% | 3.8% | -2.2% |
| Dólar Australiano* | 0.94 | 1.3% | 1.8% | 5.8% | 3.2% |
| Latinoamérica | | | | | |
| Real Brasileiro | 2.21 | 1.2% | 2.5% | 6.3% | 0.8% |
| Peso Mexicano | 12.97 | -0.9% | 0.7% | 0.5% | -0.3% |
| Peso Chileno | 553 | -0.6% | -0.6% | -5.2% | -8.8% |
| Peso Argentino | 8.13 | -0.7% | -1.6% | -24.7% | -51.0% |
| Asia | | | | | |
| Yuan Chino | 6.20 | 0.7% | 0.2% | -2.5% | -1.1% |
| Ringgit Malayo | 3.21 | 0.1% | 1.6% | 2.0% | -1.6% |
| Won Surcoreano | 1012 | 0.8% | 5.0% | 3.6% | 11.4% |
| Singapur dólar | 1.25 | 0.6% | 0.9% | 1.3% | 1.7% |
| Bhat Thailandés | 32.44 | 1.2% | -0.1% | 0.8% | -4.5% |
| Dólar Taiwanés | 29.89 | 0.4% | 2.0% | -0.3% | 0.3% |
| Rupia Indonesa | 11875 | -1.7% | -4.5% | 2.4% | -18.7% |
| Rupia India | 60.19 | -1.8% | -0.5% | 2.6% | -1.3% |
| EEMEA | | | | | |
| Lira Turca | 2.12 | -1.0% | 1.0% | 1.4% | -9.9% |
| Florín Húngaro | 226.21 | -1.9% | -1.4% | -4.6% | 0.3% |
| Zloty Polaco | 3.04 | 0.1% | -0.4% | -0.5% | 8.6% |
| Corona Checha | 20.05 | 0.6% | -0.6% | -0.8% | -0.3% |

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.