



Estimados,

Mayo mostró una caída de la volatilidad, dado que muchos de los factores de riesgo retrocedieron (incluyendo el geopolítico del conflicto entre Rusia y Ucrania), lo que explica por qué los mercados lograron recuperarse. Mayo ha sido el mejor mes del año, a pesar de que en los mercados se lo suele referir como el mes en el que hay que 'vender e irse' (como referencia al comienzo del verano en el hemisferio norte, pero parcialmente sustentado por los datos históricos de performance por trimestres).

La performance de nuestros portafolios en Mayo ha sido muy buena, en términos absolutos y comparada con cualquier índices balanceado (y hasta de acciones). La estrategia de mantener nuestra visión en el mediano plazo, sin generar grandes cambios a la volatilidad de algunos de los meses anteriores resultó la correcta, especialmente gracias a la recuperación de partes golpeadas (especialmente tecnología). Por primera vez en varios meses la asignación a acciones produjo mejores resultados que la asignación a deuda.

En términos de qué exposiciones al riesgo produjeron qué tipo de resultados, revisemos en forma concisa:

- La exposición a acciones produjo más de la mitad de la performance del mes, lo que sólo había ocurrido en Febrero este año, a pesar que la asignación a acciones ha sido mucho mayor a la asignación a deuda desde Noviembre pasado. Las mayores contribuciones a los resultados (relativo al tamaño de cada una) provinieron de tecnología, acciones de Asia (incluyendo Japón, lo que es una novedad), seguidos por las incipientes recuperaciones de segmentos castigados anteriormente.
- La contribución del segmento deuda, a pesar de ser menor a acciones, es alta relativo a esa asignación y sus características de riesgo intrínsecas. Nuestra estrategia en el segmento deuda continua siendo un rotundo éxito cuando se compara la performance con cualquier índice de deuda. La mayoría de esos resultados provienen de la asignación a bonos de empresas en países emergentes, elegidos individualmente por nuestro análisis crediticio. Este mes la recuperación de la exposición a Rusia (vieja, aunque aumentada en el mes) y a Ucrania (nueva, aunque sólo en el Fondo) se llevan una parte importante del mérito.
- Casi todas las posiciones tuvieron performance positiva. La asignación a estrategias basadas en reglas tuvo una contribución moderada, lo que es consistente con su razón de ser, dado que está pensada para alterar el perfil del portafolio hacía más defensivo.

Seguimos en un mundo de bajo crecimiento, aunque los principales factores de riesgo se hayan comportado mejor en Mayo. El ciclo económico global continua siendo el elemento crucial. El ritmo de la recuperación de los datos económicos, que continua siendo en cámara lenta, no debería ser suficiente para justificar altos retornos en los mercados de acciones desde los niveles actuales. Notar que decimos 'altos', dado que

creemos que el escenario más probable en este momento es de una aceleración en la tasa de crecimiento, lo que sustentaría retornos positivos, aunque no comparables con los vistos por los índices de acciones en los últimos años. En otras palabras, el panorama teniendo en cuenta los riesgos de ambos lados es hoy más balanceado, lo que ha sido una de las razones para mantener un alto nivel de liquidez (aunque fue principalmente los riesgos y la volatilidad vivida en los primeros meses del año).

En términos del ciclo económico global, las economías de USA y China tienen la clave. Los datos de USA continúan mostrando una mejoría gradual, lo que explica en cierta medida la performance del mes. Recordemos que la economía de USA mostró una caída del PBI de 1% (anualizado) en el primer trimestre, en gran medida como consecuencia del clima y de la alto punto de partida generado por el alto crecimiento del fin del 2013. La mayoría de los pronósticos son de fuerte recuperación en este trimestre. Los datos de China dejaron de deteriorarse, aunque no se ven aun señales de mejoría. Mantenemos nuestra visión de largo plazo de menores tasas de crecimiento, aunque los mercados siguen concentrados en un piso para el crecimiento de corto plazo de 7/7.5%. En el caso de Europa, los datos siguen mostrando recuperación lenta desde tasas nulas, y toda la atención está en los posibles anuncios del Banco Central Europeo este jueves sobre medidas de estímulo monetario. Es tan ampliamente esperada la baja de tasa y otras medidas técnicas, que lo crucial parece ser si sorprenden con expansión del balance como lo han hecho el resto de los bancos centrales del G7 (Fed, Banco de Inglaterra, Banco de Japón). El objetivo no mencionado parece ser la depreciación del euro. El comercio internacional en Asia ha comenzado a mostrar recuperación, lo cuál es prometedor.

Durante Mayo se acentuó la incógnita producida por inconsistencia entre el comportamiento de las tasas de interés y la performance de los mercados de acciones. A pesar de la recuperación en acciones, las tasas continuaron bajando, lo que usualmente se interpreta como una señal negativa sobre el panorama de la economía global. De hecho los datos económicos de China y USA fueron marginalmente mejores durante el mes. El comportamiento de las tasas (o de los bonos del tesoro de USA) parece responder a otros factores técnicos, principalmente el valor relativo a las tasas en Europa, como también la gradual reducción de la oferta de bonos del tesoro dada la fuerte reducción del déficit fiscal en USA (sin mencionar el hecho de que muchos fondos estaban apostando a que suban las tasas). Pensamos que las tasas de interés terminarán el año más arriba, como parte de una tendencia ascendente de mediano plazo. Sin embargo, un debate muy importante que tomó prominencia en el mes es el de la tasa de interés de política económica de mediano plazo (la que determina la Fed), dado que está siendo repensada muy por debajo del promedio histórico de 4%, más bien en la zona del 3%. Este debate es sumamente importante, dado que las expectativas y la realidad de tal tasa de interés afectan de forma directa a las formulas de valuación de casi todos los activos financieros.

La política monetaria en USA pronto tendrá un peso aun mayor en los debates sobre la valuación de los mercados. Durante Mayo-Junio del año pasado pudimos observar el fuerte aumento de volatilidad que produjo la primera mención del proceso de *'tapering'* (o reducción de la tasa de compra de activos por la Fed). Posteriormente los mercados comprendieron la diferencia entre el *'tapering'* y la quita del estímulo, y se está dando el *'tapering'* sin mayor drama. Pero la inflación en USA (y el mundo) ha comenzado a aumentar gradualmente, y ya se ubica en torno al parámetro de 2%. Al mismo tiempo, el *'tapering'* parece terminar hacia fines de este año. Todo esto acerca el momento de normalización de política monetaria. Durante Mayo, un discurso dado por el presidente de la Fed de NY William Dudley explica en detalle los temas que la Fed evalúa para normalizar y como piensa en el proceso. Ese discurso es fundamental y explica la parsimonia y cautela con la que se llevaría a cabo la normalización. Pero los eventos del año pasado muestran la susceptibilidad de los mercados a la suba de tasas y lo fácil de una

sobre-reacción. Obviamente que un contexto de mayor crecimiento puede suavizar el impacto en los mercados de acciones. Pero estamos en un escenario sin precedentes históricos con respecto al tamaño del estímulo monetario, lo que significa que no hay ni modelos ni precedentes sobre el proceso de normalización de una situación tan extrema como la actual.

Nuestro plan es mantener la exposición a tasas de mediano y largo plazo en un mínimo, aunque quizás aumentemos la exposición a deuda total (en las partes cortas de las curvas). También planeamos continuar en el proceso de cambio del perfil de riesgo del segmento de acciones hacia más defensivo, y posiblemente reduciremos su tamaño total (especialmente durante los meses de menor liquidez por el verano en el hemisferio norte). La liquidez debería ser menor, pero el perfil global debería ser menos agresivo. La clave sigue siendo mantener la atención en los datos económicos del G7 y de los países emergentes, y en cómo ellos se traducen en la valuación de los activos financieros. Dados los anuncios de ganancias del primer trimestre y los anuncios guía, los mercados de acciones no están baratos, pero tampoco claramente caros. El status quo no resulta naturalmente en una corrección, pero solamente con mayor crecimiento se puede generar un escenario de retornos significativos. En otras palabras, sin esa mejoría en los datos, el riesgo a la baja es mayor al riesgo a la suba.

Saludos,

Martín Anidjar
2 de Mayo 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 Abril	Retornos al 30-Mayo-2014			
		Ultimo mes	Ultimos 3 meses	Ultimos 6 meses	Ultimos 12 meses
Acciones					
S&P 500	1923.6	2.1%	3.4%	6.5%	18.0%
Nasdaq	4242.6	3.1%	-1.5%	4.5%	22.8%
MSCI Unión Europea	455.5	1.4%	1.6%	4.9%	12.4%
MSCI Asia ex-Japan	568.8	3.7%	5.2%	2.0%	4.7%
MSCI Latam	3242.5	-0.4%	10.3%	-1.5%	-7.5%
MSCI ACWI World	421.5	1.8%	2.8%	4.8%	14.8%
Deuda					
Barclays U.S. Aggregate	1877.0	1.1%	1.8%	3.3%	2.7%
JPM GBI Broad Index	530.1	0.5%	1.6%	3.4%	5.4%
JPM GBI-EM Index	314.9	2.3%	5.5%	5.4%	-0.2%
JPM EMBIG	680.9	3.2%	6.1%	9.1%	4.8%
Iboxx High Grade Index	244.0	1.6%	3.0%	6.3%	5.4%
Iboxx High Yield Index	235.8	0.9%	1.5%	4.7%	7.0%
Commodities					
CRB Thomson/Jefferies Index	305.5	-1.3%	1.0%	11.1%	8.4%
Oro (onza)	1249.7	-3.2%	-5.8%	-0.3%	-10.0%
Materias Primas	63.5	-0.3%	1.1%	4.0%	9.1%
Energia	46.7	0.7%	8.8%	9.6%	16.4%
Agribusiness	55.1	0.8%	4.4%	2.6%	3.7%
Tasas Tesoro US (nivel, anuales)					
		Fin Abr.	Fin Feb.	Fin Nov.'13	Fin May.'13
US Treasury 2 Y	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
US Treasury 10 Y	2.5%	2.6%	2.6%	2.7%	2.1%

Fuente: Bloomberg

2. Monedas contra el dólar

	Cierre de Mayo	Apreciación porcentual vs. USD			
		1 Mes	3 Meses	6 Meses	1 año
Países Desarrollados					
Euro*	1.36	-1.7%	-1.2%	0.3%	4.9%
Libra Inglesa*	1.68	-0.7%	0.1%	2.4%	10.2%
Yen Japonés	101.77	0.5%	0.0%	0.7%	-1.3%
Dólar Australiano*	0.93	0.2%	4.3%	2.2%	-2.7%
Latinoamérica					
Real Brasileño	2.24	-0.4%	4.4%	4.0%	-4.7%
Peso Mexicano	12.86	1.7%	3.0%	1.9%	-0.4%
Peso Chileno	550	2.7%	2.7%	-3.3%	-9.8%
Peso Argentino	8.08	-1.0%	-2.6%	-31.5%	-52.9%
Asia					
Yuan Chino	6.25	0.2%	-1.7%	-2.5%	-1.8%
Ringgit Malayo	3.21	1.6%	2.0%	0.3%	-3.8%
Won Surcoreano	1020	1.3%	4.4%	3.6%	9.7%
Singapur dólar	1.25	0.0%	1.1%	0.1%	0.8%
Bhat Tailandés	32.84	-1.5%	-0.9%	-2.5%	-8.2%
Dólar Taiwanés	30.02	0.7%	1.0%	-1.3%	-0.3%
Rupia Indonesa	11676	-1.0%	-0.6%	2.4%	-18.2%
Rupia India	59.10	2.0%	4.3%	5.4%	-4.6%
EEMEA					
Lira Turca	2.10	0.7%	5.0%	-3.8%	-11.8%
Florín Húngaro	222.08	-0.3%	1.1%	-0.1%	2.7%
Zloty Polaco	3.04	-0.3%	-0.9%	1.7%	7.6%
Corona Checa	20.16	-1.8%	-1.8%	-0.1%	-1.9%

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.