



Estimados,

En Julio la confluencia de factores positivos y negativos mantuvieron al mercado balanceado y sin dirección, excepto por los últimos dos días. La mayoría de los movimientos / resultados del mes ocurrieron en la fuerte caída de los mercados durante el 30 y 31 de Julio, con los conflictos geopolíticos y el debate sobre la política monetaria dominando. Como escribimos el mes pasado y también hace casi dos semanas en nuestro blog, vemos el debate sobre el momento y la forma de revertir el estímulo monetario de la Fed como uno de los temas fundamentales de la segunda mitad del año, con el potencial de producir mucha volatilidad. Los conflictos geopolíticos son relevantes y pueden producir shocks en el corto plazo, pero siguen siendo de carácter local sin aun mostrar riesgos de convertirse en sistémicos con efectos fundamentales.

En términos de performance y composición de los portafolios, el efecto de la fuerte caída de los mercados en los últimos dos días del mes hubiese sido mayor si no hubiéramos reducido la asignación a acciones hace casi dos semanas, manteniendo un muy alto nivel de liquidez. Como dijimos arriba, el mes mostraba una falta de dirección a pesar de los shocks mencionados, en gran parte por los buenos anuncios de ganancias y algunos datos económicos (principalmente en China). La caída de los últimos dos días eliminó un tercio de la performance del año, mientras que el DowJones perdió toda la performance del año, y ya está negativo para el 2014 a la fecha. No estamos haciendo cambios en estos días, y no nos sorprendería una reversión parcial o total de la caída en un período corto de tiempo. En los meses anteriores hemos expresado una tendencia hacia un perfil más defensivo, lo que se ha reflejado en mayor nivel de cash y una primer reducción en acciones.

Hacemos aquí un resumen conciso de lo que funcionó y no funcionó durante el mes:

- Ambas asignaciones generales (acciones y deuda) produjeron resultados negativos, con la asignación a acciones generando una contribución tres veces mayor a la de deuda (lo que no es inconsistente con los tamaños relativos y perfiles de riesgo).
- Dentro de la asignación a acciones los resultados positivos se originaron en las asignaciones a Asia y a tecnología (en magnitudes similares). Algunas asignaciones mostraron su perfil defensivo al producir resultados nulos o levemente negativos, como los grandes bancos de USA y algunas de las estrategias basadas en reglas. Las mayores contribuciones negativas se generaron en la exposición a acciones en Europa y bancos regionales en USA.
- Dentro de la asignación a deuda, la mayoría produjo resultados positivos excepto por la asignación a US *High Yield* y un bono del banco privado ruso mas grande.
- El alto nivel de cash o liquidez resultó ser el enfoque defensivo correcto, cómo también la falta de exposición a *commodities*.

Los temas que dominaron durante el mes fueron los anuncios de resultados de las empresas en USA (en general positivo), los problemas del grupo del Banco Espiritu Santo en Portugal (negativo), y los conflictos en Ucrania e Israel/Palestina. La política

monetaria es claramente un tema. Los datos económicos mostraron una posible pausa en la tendencia positiva en Europa (con algunos signos negativos), cierta continuidad positiva en USA, y mejoras en Asia (especialmente en China). Durante el mes los conflictos geopolíticos se deterioraron consistentemente, y pensamos que fue gracias a los anuncios de ganancias y datos económicos que el mercado no sufrió antes del fin de mes. Cuándo y cómo reaccionarían los mercados a uno u otro shock son difíciles predecir, por lo que mantenemos un alto nivel de cash hace un par de meses, que aumentamos durante Julio.

En términos de los '*fundamentals*', más allá del ruido, creemos que la inconsistencia en los datos económicos es una fuente de preocupación sobre el ciclo económico global, lo que ha sido compensado en gran medida por las buenas ganancias y anuncios de empresas globales. El debate sobre la política monetaria, especialmente la salida de la Fed del estímulo post-crisis es para nosotros uno de los temas fundamentales de la segunda mitad del año. Como mencionamos hace poco, el hecho de que el balance de la Fed sea más de 4.5 veces lo que era post crisis muestra la magnitud histórica del esfuerzo. El '*tapering*', que termina pronto, marca el fin del crecimiento del balance, y por ende el comienzo de su achicamiento. Ese cambio de tendencia, aunque sea lento y casi imperceptible al comienzo, es suficiente para cambiar la dinámica en muchos de los mercados. Nadie espera fuertes subas de tasas, ni hablar de venta de activos. Nosotros pensamos que la tasa de la Fed subirá por primera vez algo antes de lo que los mercados esperaban, y esa discusión ha causado algo de volatilidad recientemente. La sobre-reacción en los mercados, si ocurre, causaría que la curva de tasas aumente su pendiente (dado que las tasas de mas de 5-10 años subirían al haber venta de los bonos más sensibles). Nuestra estrategia de mantener una muy baja '*duration*' nos protege de ese fenómeno. Sólo si las tasas de política económica de la Fed subiesen fuertemente (que es la tasa de corto plazo), nuestra estrategia resultaría errónea, pero no pensamos que ocurra. El otro riesgo es que los '*spreads*' crezcan a lo largo de las curvas, y ese riesgo lo tenemos en cuenta al elegir bonos con altas tasas y por ende espacio para la compresión de *spreads*. Tenemos muy presente el riesgo sobre los *spreads* e intentamos gestionarlo activamente. Se vivió algo similar en las últimas semana en el mundo de US High Yield, aunque esos *spreads* ya eran bajos.

En síntesis, mantenemos un sesgo conservador, inclinándonos a hacer mayores reducciones en acciones en el corto plazo (aunque no tan pronto ni drásticas). Nuestro alto nivel de cash parece ser el enfoque correcto en este momento, especialmente dada la caída de actividad y liquidez en los mercados durante el mes de Agosto (mes pico de vacaciones de verano en el hemisferio norte). Seguimos siendo optimistas sobre el mediano plazo, lo que debería producir un resurgimiento de la actividad y los mercados hacia el fin de año. Pero dado donde están los mercados de acciones hoy, y debate de política monetaria, pensamos que el enfoque conservador es el más adecuado en el corto plazo.

Saludos,

Martín Anidjar

4 de Agosto 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 Julio	Retornos al 31-Julio-2014			
		Ultimo mes	Ultimos 3 meses	Ultimos 6 meses	Ultimos 12 meses
Acciones					
S&P 500	1930.7	-1.5%	2.5%	8.3%	14.5%
Nasdaq	4369.8	-0.9%	6.2%	6.5%	20.5%
MSCI Unión Europea	441.5	-1.9%	-1.7%	3.3%	8.4%
MSCI Asia ex-Japan	598.7	3.3%	9.1%	14.4%	15.8%
MSCI Latam	3399.4	0.9%	4.5%	17.5%	7.8%
MSCI ACWI World	423.0	-1.3%	2.2%	7.9%	13.6%
Deuda					
Barclays U.S. Aggregate	1873.3	-0.3%	0.9%	2.2%	4.0%
JPM GBI Broad Index	529.4	-0.9%	0.4%	2.8%	4.8%
JPM GBI-EM Index	315.4	-0.8%	2.5%	8.6%	4.6%
JPM EMBIC	685.8	0.1%	3.9%	10.3%	10.1%
Iboxx High Grade Index	243.8	-0.2%	1.5%	4.2%	7.9%
Iboxx High Yield Index	233.9	-1.6%	0.1%	2.8%	7.0%
Commodities					
CRB Thomson/Jefferies Index	294.4	-4.5%	-4.9%	3.9%	3.7%
Oro (onza)	1282.6	-3.4%	-0.7%	3.1%	-3.2%
Materias Primas	64.1	-0.7%	0.7%	7.8%	14.4%
Energia	46.5	-4.2%	0.2%	14.7%	15.4%
Agribusiness	53.1	-3.5%	-2.9%	4.6%	6.5%
Tasas Tesoro US (nivel, anuales)					
		Fin Jun.	Fin Abril	Fin Ene.	Fin Jul.'13
US Treasury 2 Y	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%
US Treasury 10 Y	2.6%	2.5%	2.6%	2.6%	2.6%

Fuente: Bloomberg

2. Monedas contra el dólar

	Cierre de Julio	Apreciación porcentual vs. USD			
		1 Mes	3 Meses	6 Meses	1 año
Países Desarrollados					
Euro*	1.34	-2.2%	-3.4%	-0.7%	0.7%
Libra Inglesa*	1.69	-1.3%	0.1%	2.7%	11.0%
Yen Japonés	102.80	-1.5%	-0.5%	-0.7%	-5.0%
Dólar Australiano*	0.93	-1.5%	0.1%	6.2%	3.5%
Latinoamérica					
Real Brasileño	2.26	-2.2%	-1.4%	6.2%	0.6%
Peso Mexicano	13.22	-1.9%	-1.0%	1.1%	-3.8%
Peso Chileno	572	-3.5%	-3.5%	-2.9%	-11.4%
Peso Argentino	8.21	-1.0%	-2.6%	-2.4%	-49.2%
Asia					
Yuan Chino	6.17	0.5%	1.4%	-1.9%	-0.7%
Ringgit Malayo	3.20	0.5%	2.1%	4.4%	1.5%
Won Surcoreano	1028	-1.6%	0.5%	4.9%	8.5%
Singapur dólar	1.25	-0.1%	0.5%	2.3%	1.8%
Bhat Thaiandés	32.19	0.8%	0.5%	2.5%	-3.0%
Dólar Taiwanés	30.02	-0.4%	0.7%	1.0%	-0.1%
Rupia Indonesa	11580	2.5%	-0.2%	5.2%	-12.9%
Rupia India	60.56	-0.6%	-0.4%	3.3%	-0.3%
EEMEA					
Lira Turca	2.14	-1.1%	-1.4%	5.1%	-10.7%
Florín Húngaro	234.28	-3.6%	-5.8%	-1.2%	-4.1%
Zloty Polaco	3.12	-2.7%	-2.9%	1.0%	2.4%
Corona Checa	20.67	-3.1%	-4.4%	-1.3%	-6.0%

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.

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.