



Estimados,

El comienzo del mes de Agosto fue una continuidad de la fuerte caída de los mercados de los últimos dos días de Julio. Esa tendencia negativa continuo por más de una semana, y su rebote revirtió casi todo lo perdido, haciendo del mes de Agosto uno volátil. El ruido geopolítico jugó un rol importante, como también la ansiedad sobre la política monetaria de USA, las valuaciones de los mercados de acciones y el ciclo económico global. Los datos económicos mostraron signos mixtos, aunque en general mantuvieron la tendencia hacia un rebote en la segunda mitad del año, especialmente en USA y Asia. La segunda mitad de Agosto suele ser uno de los dos periodos más tranquilos e ilíquidos en los mercados del hemisferio norte (parejo con el fin de año). Estamos satisfechos con la posición tomada durante Junio y Julio, donde hicimos una reducción de riesgo hacia mayor liquidez. Lo más importante fue la decisión de no hacer nada durante la volatilidad de las últimas 5 semanas, lo que permitió la recuperación de lo perdido en Julio. Un error típico hubiese sido reaccionar a la mayor volatilidad y la menor liquidez esperada reduciendo, lo que hubiese generado convexidad negativa. Dados los niveles corrientes, los datos y las incertidumbres, mantenemos la postura y asignación por el momento.

Revisemos en algo de mayor detalle lo que funcionó y lo que no:

- La asignación a acciones produjo todo el retorno del mes, dado que la asignación a deuda tuvo un resultado básicamente nulo. Dentro de deuda, los resultados positivos de casi todas las posiciones fueron compensados por las dos posiciones expuestas al conflicto Ucrania-Rusia (en conjunto suman 5% de asignación, siendo la de Ucrania menos de 2%).
- Dentro de acciones, las mayores contribuciones a los resultados fueron de la asignación a USA (especialmente a tecnología), seguido de las asignaciones a estrategias de reglas y después Asia (con Japón en casi cero). La exposición a Europa produjo una contribución marginalmente positiva, dado que recuperó la fuerte caída de las primeras semanas.
- Como dijimos, dentro de deuda la mayoría de las posiciones produjeron los resultados esperados (combinación de intereses devengados con apreciación), lo que fue compensado por la caída de los dos bonos expuestos al conflicto en Ucrania. Ambas posiciones son bonos de empresas privadas líderes que siguen ganando dinero a través de la crisis, y que decidimos mantener. De hecho, pensamos que hay activos en Rusia y Ucrania que terminarán siendo de las mejores inversiones para fin de año, aunque el *timing* es crucial.
- El alto nivel de cash en los portafolios ayudó a mitigar el impacto de la volatilidad en esas dos semanas a fin de Julio y principios de Agosto, y puede pensarse como factor fundamental que evito tener que tomar decisiones que hubiesen hecho daño a la performance final.

Los temas principales continúan siendo el ciclo económico global, la normalización de la política monetaria y los conflictos y ruidos geopolíticos. Sobre el ciclo económico, se espera que la recaída de la primer mitad del año lleve a un rebote en el trimestre en curso hacia el fin de año. Hay indicadores que muestran que todavía es posible, aunque hayan

surgido recientemente algunas dudas y los conflictos geopolíticos presenten nuevos riesgos. Los datos económicos de Europa han sido un factor negativo clave.

Con respecto a política monetaria, ni la reunión en Jackson Hole ni las minutas publicadas en esos mismos días produjeron grandes novedades sobre posibles cambios de expectativas ni mayores detalles sobre como se implementaría la normalización. Si el ciclo económico repunta como se espera, pensamos que la normalización puede ocurrir antes de lo que los mercados esperan, produciendo un shock no trivial a las expectativas. Por el momento la siguiente novedad en política monetaria puede ser un aumento en la divergencia entre USA y Europa, dado que aumentó la probabilidad que el Banco Central Europeo tenga que incrementar su apuesta al estímulo, lo que llevaría a una continua depreciación del euro y mayor liquidez en esa zona.

La política internacional y sus conflictos se han convertido en la fuente más constante de ruido para los mercados, aunque los del G7 no parecen ser afectados de forma tangible o permanente. Nosotros tendemos a ver este ruido como una manifestación de un fenómeno más fundamental y de largo plazo. La aparente retirada de USA como la policía del mundo, en términos de una menor propensión a la intervención y presencia en los diferentes conflictos internacionales, es parte de un cambio importante en la política internacional. La semana pasada en un artículo en el Wall Street Journal, Henry Kissinger expuso ideas muy similares al decir que un nuevo orden internacional emerge, en el que potencias regionales dominan o influyen en sus zonas, no siempre bajo los valores democráticos o de respeto al derecho internacional que el orden anterior pretendería. Esto es consistente con nuestras ideas sobre los eventos que se han observado recientemente en Europa del Este y en Asia, donde Rusia y China (respectivamente) parecen estar estableciendo sus posiciones de liderazgo/influencia/control. Estas acciones los pone en conflicto con la comunidad internacional que representa el orden anterior, principalmente el G7 representado por USA, Europa occidental y Japón. En estos meses las acciones de Rusia en Ucrania se llevan toda la atención, pero China actúa de forma no muy diferente en el Mar de China Meridional. Estos son fenómenos fundamentales de mediano plazo, que pueden seguir produciendo conflictos y ruido político por muchos años. Las elecciones y cambios políticos en USA y Europa pueden llevar a cambios en esta dimensión si se convierten en temas relevantes de sus campañas. Por el momento no parece haber consecuencias financieras obvias, excepto por el impacto en los activos financieros de Rusia y Ucrania. Pero es un fenómeno que requiere mayor análisis y monitoreo, con potenciales implicancias de inversión.

Como estamos en el negocio de preocuparnos, desafortunadamente vemos un aumento en el riesgo de actividad terrorista con la creciente prominencia del grupo ISIS en Iraq. Este es un riesgo de difícil cuantificación, pero está claramente aumentando. Por ahora no vemos los impactos usuales (precio del petróleo, etc.), pero pensamos que es un riesgo a tomar en cuenta.

Saludos,

Martín Anidjar

2 de Septiembre 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 Agosto	Retornos al 31-Agosto-2014			
		Ultimo mes	Ultimos 3 meses	Ultimos 6 meses	Ultimos 12 meses
Acciones					
S&P 500	2003.4	3.8%	4.1%	7.7%	22.7%
Nasdaq	4580.3	4.8%	8.0%	6.3%	27.6%
MSCI Unión Europea	447.8	1.4%	-1.7%	-0.1%	12.0%
MSCI Asia ex-Japan	601.1	0.4%	5.7%	11.2%	18.4%
MSCI Latam	3663.5	7.8%	13.0%	24.6%	20.2%
MSCI ACWI World	431.5	2.0%	2.4%	5.2%	18.6%
Deuda					
Barclays U.S. Aggregate	1894.0	1.1%	0.9%	2.7%	5.7%
JPM GBI Broad Index	532.5	0.6%	0.5%	2.0%	5.9%
JPM GBI-EM Index	318.5	1.0%	1.1%	6.6%	10.0%
JPM EMBIG	690.3	0.7%	1.4%	7.6%	13.9%
Iboxx High Grade Index	248.6	2.0%	1.8%	4.9%	10.6%
Iboxx High Yield Index	237.7	1.6%	0.8%	2.3%	9.7%
Commodities					
CRB Thomson/Jefferies Index	292.8	-0.6%	-4.2%	-3.2%	0.5%
Oro (onza)	1287.8	0.4%	3.0%	-2.9%	-7.7%
Materias Primas	64.1	0.0%	1.0%	2.0%	13.5%
Energia	47.6	2.5%	2.0%	10.9%	19.0%
Agribusiness	54.3	2.3%	-1.5%	2.8%	11.0%
Tasas Tesoro US (nivel, anuales)					
	Fin Ago.	Fin Jul.	Fin Mayo	Fin Feb.	Fin Ago.'13
US Treasury 2 Y	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%	0.4%
US Treasury 10 Y	2.3%	2.6%	2.5%	2.6%	2.8%

Fuente: Bloomberg

2. Monedas contra el dólar

	Cierre de Agosto	Apreciación porcentual vs. USD			
		1 Mes	3 Meses	6 Meses	1 año
Países Desarrollados					
Euro*	1.31	-1.9%	-3.7%	-4.9%	-0.7%
Libra Inglesa*	1.66	-1.7%	-0.9%	-0.9%	7.1%
Yen Japonés	104.09	-1.3%	-2.3%	-2.2%	-6.0%
Dólar Australiano*	0.93	0.5%	0.3%	4.7%	4.9%
Latinoamérica					
Real Brasileiro	2.24	1.2%	0.2%	4.6%	6.3%
Peso Mexicano	13.08	1.0%	-1.8%	1.2%	2.2%
Peso Chileno	587	-2.7%	-2.7%	-5.1%	-15.1%
Peso Argentino	8.40	-2.3%	-4.0%	-6.8%	-48.2%
Asia					
Yuan Chino	6.14	0.5%	1.7%	0.0%	-0.4%
Ringgit Malayo	3.15	1.4%	1.9%	3.8%	4.0%
Won Surcoreano	1014	1.4%	0.6%	5.0%	8.7%
Singapur dólar	1.25	-0.1%	0.4%	1.5%	2.1%
Bhat Thailandés	31.94	0.8%	2.7%	1.9%	0.7%
Dólar Taiwanés	29.93	0.3%	0.3%	1.3%	0.0%
Rupia Indonesa	11690	-0.9%	-0.1%	-0.7%	-4.5%
Rupia India	60.52	0.1%	-2.4%	2.0%	7.9%
EEMEA					
Lira Turca	2.16	-1.0%	-3.2%	2.0%	-6.1%
Florin Húngaro	239.77	-2.3%	-8.0%	-6.7%	-5.4%
Zloty Polaco	3.21	-2.7%	-5.5%	-6.4%	0.7%
Corona Checha	21.12	-2.2%	-4.8%	-6.7%	-8.5%

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.