



Estimados,

Hay mucho terreno para recorrer en esta carta: la performance mensual y anual (absoluta y relativa), los riesgos y las oportunidades para el 2015, y las noticias recientes dentro de Baffin Advisors.

Diciembre fue un mes muy volátil, que terminó siendo tan negativo que borró gran parte de la performance del año. El principal fenómeno responsable de tal volatilidad es el colapso del precio del petróleo, que causó volatilidad en los mercados por su magnitud, velocidad y continuidad. En general, una caída permanente en los costos de la energía genera mejores condiciones para el crecimiento global, a menos que sean el resultado de un shock exógeno al crecimiento. En Baffin pensamos que esta caída es principalmente el resultado de mayor oferta y eficiencia en el uso de la energía. Por ende, no hemos hecho cambios drásticos en los portafolios. Aunque la volatilidad no es puramente el resultado de la caída del precio del petróleo, creemos que es el factor dominante.

En términos de performance, es importante analizarla en términos absolutos y relativos. En términos absolutos la performance en 2014 nos deja muy insatisfechos. En términos relativos estamos conformes que a pesar de un par de posiciones problemáticas, la performance no es significativamente menor a la del índice con el que tiene sentido compararnos.

Durante los últimos meses hemos estudiado cuál es la mejor forma de medir y analizar nuestra performance y asignación de riesgo. La respuesta obvia es el uso de un 'benchmark' o índice de comparación. Dada nuestra estrategia global y balanceada (deuda y acciones), no existe un índice general y reconocido que comprenda esas clases de activos. Por ende, hacemos lo que hacen las firmas que administran grandes fondos: calculamos uno en base a reglas simples y permanentes, basado en pocos índices reconocidos. Por eso, en el reporte de nuestro Fondo e internamente hemos comenzado a usar el índice compuesto por 45% MSCI World (acciones globales) + 45% Barclays Global Aggregate (bonos globales) + 10% Bonos del Tesoro USA 1-año. Los tres componentes son los índices más grandes y reconocidos en sus respectivas clases de activos. En la forma en que esos índices son calculados (por MSCI, Barclays y Bloomberg), no padecen de costos de transacción ni impuestos. Por ende, lo correcto es comparar la performance de los portafolios en forma bruta (antes de costos de transacción e impuestos), para así evaluar si la performance es mejor o peor que el 'benchmark'. En esa comparación, el índice compuesto produjo en el 2014 un retorno de 2.25%, mientras que nuestro Fondo generó 2.14%. **Lo que esto muestra es que a pesar de la volatilidad y el par de posiciones problemáticas, igual logramos generar resultados no significativamente diferentes a la mejor métrica a usar.**

Solemos repasar que funcionó y que no tanto en el mes terminado. En el caso de Diciembre hagamos también un breve repaso anual. Empecemos con el mes de Diciembre:

- Casi todas las posiciones produjeron resultados negativos en el mes, dada la caída general de los mercados. La asignación a deuda produjo un resultado negativo

desproporcionado a su tamaño, en parte como resultado de las exposiciones indirectas al petróleo y situaciones geopolíticas (la mayor tal exposición fue vendida).

- En acciones la única contribución positiva fue en bancos de USA. Las asignaciones a tecnología, Europa y Japón produjeron los peores resultados.
- Lo positivo a señalar es lo que evitamos, dado que las acciones en Latinoamérica cayeron 10% y los bonos emergentes en monedas locales casi 4%.

El año en términos concisos:

- Las acciones produjeron el doble de performance absoluta que los bonos, como debe ser. La diversificación regional en acciones produjo resultados negativos, dado que casi ninguna posiciones fuera de USA tuvo resultados positivos. Usar instrumentos con cobertura para el tipo de cambio mitigó los efectos de la apreciación del dólar en las asignaciones internacionales. Los niveles relativamente altos de liquidez durante el año redujeron la volatilidad, dado que hubo al menos 5 episodios de caídas importantes/mini-pánico durante el año.
- Dentro de acciones las mayores contribuciones provienen de tecnología y el S&P500, seguidos por las estrategias basadas en reglas (también acciones de USA) y partes de la asignación a Asia. Los peores resultados provienen de las exposiciones a acciones en Europa y lo poco que tuvimos en países emergentes (vendido al comienzo del año). Haber evitado tener América Latina ayudó.
- En la asignación a deuda la mayoría de las posiciones produjeron resultados positivos, y en algunos casos los mejores resultados por dólar invertido. Desafortunadamente hubo unas pocas posiciones con resultados negativos, que gracias a ser pequeñas no tuvieron un impacto mayor. Las dos más importantes son inversiones directamente afectadas por el conflicto Rusia-Ucrania. La más importante fue vendida (porque aun tenía mucho por caer), la menor decidimos mantener dado que pensamos tiene mucho más por subir que lo que podría bajar.
- Incluyendo esas posiciones, la performance relativa al mejor 'benchmark' que podemos producir es solamente unos pocos puntos básicos menor.

Petróleo

Los precios del petróleo jugaron un rol central durante la segunda mitad del 2014, y lo siguen haciendo al comienzo del 2015. Del pico en Junio pasado el precio del petróleo ha caído más de 50%, y la tendencia parece tener inercia. Una caída tan drástica y rápida en el precio de un *commodity* tan esencial puede deberse a una combinación de 3 factores: 1) una caída en el crecimiento global que reduzca la demanda; 2) un aumento en la oferta; y/o, 3) aumento en la eficiencia en el uso de la energía (que sería otro tipo de caída en la demanda). Si fuese principalmente la primer causa, la caída en los mercados debería ser aun mayor. Pensamos que la realidad es una combinación dominada principalmente por un aumento de oferta (nuevas tecnologías y zonas), seguido por una mejora en la eficiencia dado que el crecimiento económico ha rotado de países emergentes a países desarrollados. Aunque esto parece ser el consenso en los medios, los mercados sobre-reaccionan a fuertes cambios. El hecho de que la tendencia no parezca tener piso y el precio continúe bajando día tras día genera incertidumbre en los mercados en general. Cuando se observe estabilidad en el precio, aunque sea a niveles bajos, es muy probable que la volatilidad en los mercados centrales caiga. Pero intentar acertar a ese momento no es una buena idea.

Una vez que uno acepta la interpretación benevolente sobre la causa de la caída del petróleo, entonces podemos discutir los efectos benéficos de tal caída en el costo de la energía para el crecimiento global, si tal caída se sostiene en el tiempo. Menores costos de energía suelen ser un increíble estímulo al crecimiento global. Son pocos los países

que dependen económicamente de la producción de energía (Rusia, Venezuela y el Medio Oriente), mientras que el resto del mundo deriva un beneficio neto de menores costos. Obviamente que el estrés en esas tres áreas del mundo genera riesgos, pero no necesariamente riesgos al crecimiento permanente de la economía global. En los próximos meses deberíamos comenzar a ver los efectos positivos de los menores costos de la energía en el crecimiento, especialmente en Europa y Asia. Aparte, la caída en el precio de la energía implica menor inflación en el corto plazo, lo que genera otra serie de temas relevantes.

Desde un punto de vista más conceptual, es interesante resaltar que probablemente estemos observando un cambio fundamental en el funcionamiento del mercado del petróleo. Es probable que estemos en una transición del control del precio por la OPEP hacia un mercado más libre sin manipulación, dado que otros países han ganado tamaño relativo (especialmente el fuerte crecimiento de la producción en USA). También hay que notar que hay países con incentivos incompatibles con limitar la oferta (Rusia, Venezuela, etc.).

Política Monetaria

Aunque no hubiese caído el precio del petróleo, la política monetaria de los países desarrollados iba a ser un tema fundamental del 2015. La divergencia ya planteada entre las políticas monetarias de USA e Inglaterra por un lado, y Europa y Japón por el otro, generan un fenómeno en las finanzas internacionales que sólo puede ser descrito con términos provenientes de los movimientos de placas tectónicas. La caída del precio del petróleo agrega incertidumbre en este proceso. Es fácil imaginarse que en Europa y Japón podrán usar la menor inflación gracias al petróleo para impulsar sus políticas monetarias expansivas sin obstáculo alguno. Pero del lado de la Fed, el riesgo es que el proceso de normalización de tasas ocurra a pesar de menor inflación, dado que pueden interpretarla como transitoria. El precio del petróleo no puede caer para siempre, por ende la menor inflación es probablemente transitoria. Obviamente este razonamiento denota una asimetría en el uso de la menor inflación por los que expanden versus los que contraen, pero es muy probable que así ocurra.

Es importante resaltar que aunque la Fed y el Banco de Inglaterra estén claramente embarcados en un proceso de normalización de sus políticas monetarias, muy probablemente sus balances no caigan durante el 2015, mientras que los de los bancos centrales de Japón y Europa sí se expandan agresivamente. Por ende, la liquidez internacional muy probablemente no caiga y hasta quizás aumente, lo cual es un factor relevante a tener en cuenta en los mercados financieros.

Los ‘Fundamentals’ y los Mercados

La política monetaria puede afectar los mercados, pero es improbable que tenga efectos duraderos sobre las tasas de crecimiento económico. Por ende, es importante tener una visión sobre el crecimiento global y de las regiones/países.

El escenario más probable es que la economía de USA continúe creciendo a una tasa razonable, aunque no tan alta como la de los últimos dos trimestres. El promedio del crecimiento anualizado de los últimos dos trimestres está alrededor del 4.8%, mientras que la tasa para el 2015 está más cerca del 3%. No será alta, pero si es una tasa sana y suficiente para que los mercados continúen mejorando gradualmente. Uno de los riesgos claves para el 2015 está en esa tasa de crecimiento. Si la economía de USA resulta más débil de lo esperado, como sería la interpretación de unos pocos sobre lo que nos dicen el precio del petróleo y las tasas de interés, entonces deberíamos hacer cambios drásticos en los portafolios, reduciendo significativamente la asignación a acciones. Este es un tema crucial que analizamos y discutimos permanentemente.

Fuera de USA, es crucial lo que ocurra en Europa, China y las economías emergentes. Europa será clave en el 2015. La tasa de crecimiento promedio anualizada de los primeros tres trimestres del 2014 en Europa estuvo en 0.7%, mientras que la mayoría de los pronósticos para el 2015 se ubican cerca del 2%. La caída del precio de la energía y la depreciación del euro deberían ayudar a que esto ocurra. La desaceleración de China continuará siendo un tema de discusión y una fuente de incertidumbre en los mercados, como venimos señalando hace ya mucho tiempo. El gobierno insertará cada tanto planes de estímulo que aliviarán expectativas, pero es de esperar que la economía China muestre una gradual convergencia a tasas de crecimiento más normales. Cómo y cuándo es la pregunta del millón. En la medida que el crecimiento siga siendo relativamente alto, la convergencia tendría principalmente efectos sobre expectativas, pero sin grandes riesgos fundamentales.

La economías emergentes son un grupo diverso. Aquellas con una alta dependencia a la producción de *commodities* probablemente sigan o caigan en recesión. Los pocos casos en los que los *commodities* no son un producto importante de la economía debería mejorar o continuar mejorando. Esta es la razón por la cual las inversiones en mercados emergentes deben ser selectivas. Esto se aplica tanto a bonos como acciones.

Portafolios

Dado lo anterior, nuestros portafolios continúan teniendo una alta exposición a acciones, concentrado principalmente en países desarrollados (con un sesgo hacia USA). Casi todas las exposiciones fuera de USA se hacen con instrumentos que también ofrezcan cobertura a las monedas (Europa y Japón), dado que la apreciación del dólar es una tendencia secular para el 2015 y potencialmente más allá. No tenemos exposición directa a los *commodities*, y hemos reducido las indirectas. Seguimos monitoreando nuestras inversiones en bonos bien de cerca, y hemos decidido recientemente ampliar el espectro de bonos a invertir, para reducir la volatilidad (menor retorno promedio) de la asignación a bonos individuales. La exposición a tasas de interés (*'duration'*) continua siendo una preocupación y mantendremos nuestros límites. En un escenario de debilidad en el crecimiento global llevaría a un cambio en la política con respecto al plazo de los bonos (*'duration'*).

No suele ser fácil predecir cuáles serán las oportunidades futuras mucho antes de que comiencen a serlo, si no ya lo serían. Pero con los ojos y datos de hoy muy probablemente muchos de los mercados muy castigados recientemente se conviertan en oportunidades en los próximos meses. El ejemplo más prominente es el sector de energía, al que probablemente volvamos una vez que el precio del petróleo encuentre su piso y estabilidad. Hay otras clases de activos relacionadas con los precios de la energía que han sufrido desmedidamente, a través de los mercados de acciones y de bonos. Adicionalmente, a medida que los efectos positivos del menor precio del petróleo comienzan a hacerse realidad, las acciones en Europa y Asia deberían convertirse en más atractivas que las de USA. Al mismo tiempo, si el crecimiento global no decepciona y mejora gradualmente, el super ciclo de los *commodities* debería comenzar una fase ascendente, haciendo que los mercados emergentes sean más atractivos en términos generales.

Novedades sobre Baffin

A pesar de los mercados en el 2014, en términos de capital humano fue un año muy positivo para Baffin Advisors, que ha crecido significativamente con dos importantes incorporaciones. Baffin ahora goza de un equipo que puede competir con cualquier empresa de gestión de portafolios en términos de cualquier dimensión, de análisis y procesos, experiencia, etc. Con el nuevo equipo estamos trabajando en mejorar el proceso de inversión, los métodos de análisis y de ejecución.

Leland Wei se había incorporado al final del 2013, y en Octubre del 2014 se incorporó Federico Kaune. Ambos traen décadas de experiencia a nivel senior en bancos de inversión de primera línea de Nueva York, a través de las áreas de 'research', 'trading' y gestión de portafolios.

Leland tiene un PhD en Matemáticas de la Universidad de Fudan (Shanghai), un Masters en Informática de la USC (California) y es un Chartered Financial Analyst (CFA). Leland tiene 16 años de experiencia en el área de Estrategia y Administración de Riesgo en Mercados Emergentes (ME). Trabajó en Citibank, ING, Merrill Lynch y Morgan Stanley (MS). En 2009 fue designado responsable del área de administración de riesgo de monedas en ME en MS; posición que ocupó hasta el año 2013. Leland se unió a Baffin Advisors en el año 2013.

Federico tiene un PhD en Economía de la Universidad de Chicago. Durante 1994-97 trabajó en el Fondo Monetario Internacional. En 1997 se unió al equipo de Investigación de Deuda de Mercados Emergente (DME) en Goldman Sachs. En el 2002 se unió al equipo de DME en Morgan Stanley (MSIM) como economista jefe y gerente de portafolios. En el 2010 fue nombrado jefe del equipo. Durante sus 12 años en MSIM, Federico administró \$12,000 millones en estrategias de DME externa, local y corporativa. Federico se unió a Baffin Advisors en el 2014.

El mundo presenta un conjunto complejo de escenarios posibles para el 2015, pero tenemos confianza que la experiencia y el capital humano del equipo que ha construido Baffin Advisors está igual o mejor capacitado que cualquiera para analizar y entender los fenómenos claves de la economía internacional y los mercados, de forma de diseñar y gestionar los portafolios lo mejor posible. Con el crecimiento del equipo planeamos también lanzar nuevas estrategias, que serán noticias en los próximos meses.

Saludos,

Martín Anidjar
5 de Enero del 2015
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 Dec.	Retornos al 31-Diciembre-2014			
		Último mes	Últimos 3 meses	Últimos 6 meses	Año a la fecha
Custom Alloc. Index*	110.98	-1.3%	-0.2%	-2.7%	2.3%
Acciones					
S&P 500	2058.9	-0.4%	4.4%	5.0%	11.4%
Nasdaq	4736.1	-1.2%	5.4%	7.4%	13.4%
MSCI Unión Europea	442.6	-2.2%	-0.6%	-1.7%	0.8%
MSCI Asia ex-Japan	563.7	-2.3%	-0.2%	-2.7%	2.2%
MSCI Latam	2727.7	-9.3%	-14.0%	-19.1%	-14.8%
MSCI ACWI World	417.1	-2.0%	0.1%	-2.7%	2.1%
Deuda					
Barclays U.S. Aggregate	1914.9	0.1%	1.8%	2.0%	6.0%
JPM GBI Broad Index	511.0	-0.5%	-1.0%	-4.3%	0.6%
JPM GBI-EM Index	299.0	-3.7%	-2.6%	-6.0%	0.2%
JPM EMBIG	662.6	-2.9%	-1.6%	-3.3%	5.5%
Iboxx High Grade Index	249.4	-0.1%	2.1%	2.1%	8.7%
Iboxx High Yield Index	231.2	-1.0%	-0.4%	-2.8%	2.1%
Commodities					
CRB Thomson/Jefferies Index	230.0	-9.6%	-17.4%	-25.4%	-17.9%
Oro (onza)	1184.9	1.5%	-1.9%	-10.7%	-1.7%
Materias Primas	55.9	-3.7%	-6.7%	-13.3%	-10.3%
Energia	37.2	-2.6%	-15.2%	-23.4%	-14.0%
Agribusiness	52.5	-4.6%	-0.7%	-4.5%	-3.6%
Tasas Tesoro US (nivel, anuales)					
	Fin Dec.	Fin Nov.	Fin Sept.	Fin Junio	Fin Dic.'13
US Treasury 2 Y	0.7%	0.5%	0.6%	0.5%	0.4%
US Treasury 10 Y	2.2%	2.2%	2.5%	2.5%	3.0%

Fuente: Bloomberg

* Índice calculado en base a 45% MSCI World + 45% Barclays GlobalAgg. + 10% UST 1 año suponiedo costos totales de 1.5% anual (instrumentos, transacciones, etc.)

2. Monedas contra el dólar

	Cierre de Diciembre	Apreciación porcentual vs. USD			
		1 Mes	3 Meses	6 Meses	1 año
Países Desarrollados					
Euro*	1.21	-2.8%	-4.2%	-11.6%	-12.0%
Libra Inglesa*	1.56	-0.4%	-3.9%	-8.9%	-5.9%
Yen Japonés	119.78	-1.0%	-9.2%	-18.2%	-13.7%
Dólar Australiano*	0.82	-3.9%	-6.5%	-13.3%	-8.3%
Latinoamérica					
Real Brasileiro	2.66	-3.6%	-8.6%	-20.0%	-12.5%
Peso Mexicano	14.75	-5.9%	-9.9%	-13.8%	-13.2%
Peso Chileno	606	0.3%	0.3%	-9.7%	-15.4%
Peso Argentino	8.47	0.7%	-0.4%	-4.1%	-29.8%
Asia					
Yuan Chino	6.21	-1.0%	-1.1%	0.0%	-2.5%
Ringgit Malayo	3.50	-3.4%	-6.6%	-8.9%	-6.8%
Won Surcoreano	1091	1.5%	-3.4%	-7.8%	-3.9%
Singapur dólar	1.33	-1.6%	-3.9%	-6.3%	-4.9%
Bhat Thailandés	32.91	-0.2%	-1.5%	-1.4%	-0.6%
Dólar Taiwanés	31.66	-2.3%	-4.0%	-5.9%	-6.2%
Rupia Indonesa	12388	-1.5%	-1.6%	-4.3%	-1.8%
Rupia India	63.04	-1.6%	-2.1%	-4.7%	-2.0%
EEMEA					
Lira Turca	2.34	-5.2%	-2.5%	-10.2%	-8.7%
Florín Húngaro	261.64	-6.3%	-6.3%	-15.7%	-21.0%
Zloty Polaco	3.54	-5.5%	-7.1%	-16.7%	-17.2%
Corona Checa	22.86	-3.0%	-5.0%	-14.1%	-14.9%

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.