



Estimados,

Enero mostró continuidad a la volatilidad observada a fin del año pasado, pero con un mucho menor impacto en los portafolios gracias al alto nivel de liquidez y la exposición a Europa (fue la región con mejor performance, especialmente con cobertura de tipo de cambio como lo tenemos implementado). Adicionalmente, la volatilidad en Enero fue relativamente mayor en el mercado de USA relativo al resto del mundo. El gráfico de esta pagina muestra el índice de la volatilidad en el mercado de acciones de USA, donde se ve que desde Octubre los episodios han sido más frecuentes y virulentos.

Los mercados siguen reaccionando excesivamente al ruido en la economía global, sin suficiente enfoque en la continuidad en las mejorías fundamentales. El gran cambio de los últimos meses (la caída del precio del petróleo) es de hecho un factor neto positivo para el crecimiento global. La economía de USA continua su sendero de gradual mejora. En Europa el Banco Central acaba de anunciar un nuevo programa de expansión monetaria mayor al esperado, que también mantiene la tendencia del euro a depreciarse, lo que conjuntamente con menores costos de energía deberían mejorar sustancialmente las condiciones para el crecimiento económico. Asia recibe un beneficio neto de la caída del precio del petróleo, mientras enfrenta la apreciación del dólar y la desaceleración de China. Latinoamérica se ve afectada negativamente por la caída de los commodities (como el Medio Oriente con el petróleo). Hasta aquí, esto describe un cambio neto positivo para el crecimiento global. Pero en los últimos tres meses se pudo observar que la velocidad con la que cayó el precio del petróleo produce un fuerte aumento en la incertidumbre (al menos en la percepción), relativo a los beneficios que se pueden racionalizar para el crecimiento económico futuro. Al mismo tiempo, se observa persistente y/o creciente ruido proveniente del conflicto entre Ucrania y Rusia, como también de la negociación entre Grecia y la Unión Europea/FMI. Finalmente, la esperada normalización de la política monetaria en USA se mantiene como un factor de riesgo de fondo, aunque nosotros pensemos que no debería serlo. De hecho, los mercados parecen más enfocados en estas fuentes de ruido en el corto plazo, mientras las economías continúan mostrando señales y datos de una mejora fundamental subyacente (excepto para esos países más dependientes en los *commodities*). Nosotros elegimos concentrarnos en los factores fundamentales subyacentes, sin minimizar los riesgos de corto plazo y su percepción. El resultado visto durante enero, comparado a los grandes índices (incluyendo nuestro 'benchmark', que explicamos en la carta del mes pasado) muestra los beneficios de este enfoque. Igualmente, un mes no es garantía ni la forma de evaluar un portafolio.



En términos concisos, veamos los principales factores que llevaron a la performance del mes:

- Los portafolios muestran una similar o mejor performance que nuestro *benchmark* (o índice de comparación, que presentamos en la carta del mes pasado). Las asignaciones a deuda y acciones produjeron resultados similares, lo que significa que son igualmente responsables por la pequeña caída del mes.
- En acciones, las contribuciones positivas a la performance provienen de la exposición a acciones en Europa (con cobertura de tipo de cambio), seguida por la exposición a Asia sin Japón. El resto de las asignaciones a acciones produjeron resultados negativos, especialmente las acciones en USA (S&P500, tecnología y bancos principalmente). La performance de toda la asignación a acciones fue de alrededor de la mitad de la caída del MSCI World y un cuarto de la caída del S&P500 durante el mes de enero.
- En términos de deuda, la mitad de las posiciones produjeron resultados positivos, que no alcanzaron a compensar la performance negativa de 4 inversiones en particular, que mantenemos.
- El alto nivel de cash/liquidez ayudó a reducir la volatilidad y el efecto de la caída de los mercados de USA.

Aunque mantenemos una visión relativamente optimista del año que acaba de comenzar, somos conscientes de los riesgos de corto plazo. Obviamente que no podemos repasar aquí en detalle todos los temas que analizamos y consideramos, pero vale la pena mencionar 4 factores de riesgo en el corto plazo: 1) precios del petróleo, su dinámica y su efecto en la valuación del mercado de acciones; 2) Grecia; 3) Rusia; y, 4) la normalización de la política monetaria en USA.

Petróleo

La forma en la que el precio de la energía colapsó desde Junio del 2014 generó incertidumbre en los mercados por múltiples razones, pero principalmente porque potencialmente indica falencias en el crecimiento global que llevan a una menor demanda de petróleo. Después de un análisis más cuidadoso, pensamos que la caída de la demanda no ha sido el factor fundamental, sino que el aumento de la oferta gracias a las nuevas tecnologías de extracción no convencionales. La forma y velocidad con la que cayó el precio respondió más a factores que afectan las expectativas (conflictos geopolíticos) que a factores fundamentales de oferta y demanda.

Igualmente, el sector energético es un sector no trivial en el mercado de acciones, directamente por sus empresas de energía, e indirectamente por cadena de producción. Este es un elemento importante en la estimación de las ganancias a generar por el mercado accionario, como también lo es la apreciación del dólar que reduce el valor de las ganancias internacionales de las empresas globales. Las ganancias estimadas para el S&P500 se esperaban en \$125 hace unos meses, y recientemente fue gradualmente ajustado hacia \$120. Ambos factores pueden seguir generando ajustes en el corto plazo, mientras que los beneficios del menor costo de la energía en el crecimiento global recién se ve tímidamente.

Grecia

Hace menos de 10 días las elecciones en Grecia produjeron un nuevo gobierno, que ganó con el mandato de eliminar la austeridad y el ajuste, manteniéndose en el euro. La incertidumbre que esto genera (aunque dicen querer mantener el euro) ha alimentado una corrida bancaria en Grecia, lo que debería generar más presión del lado griego que del lado alemán de estas negociaciones. Pensamos que esta puede ser una negociación ruidosa, dados los incentivos y las posturas previas.

Rusia

Está claro que la comunidad internacional sigue buscando la mejor forma de encarar la beligerancia y aislamiento de Putin. Al margen de lo que cada uno piense sobre las sanciones impuestas, no hay muchas dudas que el impacto más importante sobre la economía rusa lo produjo la caída del precio del petróleo. La consecuencia lógica de tal fenómeno debería ser una mejora en la cooperación de Rusia, pero localmente la popularidad de Putin ha subido gracias a su enfrentamiento con el mundo occidental, lo que establece incentivos perversos. Hace tiempo que eliminamos la exposición directa a Rusia (en el segmento deuda), y sólo mantenemos una muy pequeña posición en un bono de una empresa Ucraniana, dado que ya opera a niveles en los cuales pensamos ofrece un buen perfil riesgo beneficio (ocupando la asignación a riesgos altos en los portafolios).

Normalización de la Política Monetaria de USA

Es fácil desmerecer el riesgo de la normalización de la política monetaria en USA cuando se observa la reacción de las tasas de interés en los últimos 3 meses (dado que cayeron, especialmente las partes medias y larga de la curva). Pero la Fed parece mantener su plan de comenzar la normalización durante el 2015, más bien en la segunda mitad. Por ende, las tasas de muy corto plazo deberían subir, aunque los factores relevantes en la economía global sigan empujando a menores tasas en las partes media y larga de la curva. Por ende, el escenario más probable es que se mantenga o exacerbe el aplanamiento de la curva de tasas de interés. El tamaño y la naturaleza de la intervención monetaria de la Fed hace que su eventual retirada sea un factor de incertidumbre importante, dado que no hay parámetros históricos para un evento de esta magnitud.

Del otro lado, el Banco Central de Europa (BCE) acaba de anunciar un nuevo esfuerzo de expansión mayor al esperado, con final abierto si la inflación no llegase a converger al objetivo de 2%. Este fenómeno exacerba la divergencia entre la Fed y el BCE, lo que llevará en el corto plazo a que los activos europeos continúen apreciándose (como ya nos hemos beneficiado), excepto el euro. También es un factor esencial de por qué es muy probable que la liquidez internacional aumente en el 2015.

En síntesis

Los temas recién descriptos nos llevan a tratar nuestro optimismo de mediano plazo con cautela, lo que explica el alto nivel de liquidez en los portafolios. En el corto plazo esa liquidez podría aumentar si vemos que los factores negativos se fortalecen. Pero mantener una estrategia clara y bien fundamentada por nuestra visión de mediano plazo, mientras prestamos mucha atención a los riesgos de corto plazo, continua siendo el enfoque más sensato.

Saludos,

Martín Anidjar

2 de Febrero 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 Enero	Retornos al 31-Enero-2015			
		Ultimo mes	Ultimos 3 meses	Ultimos 6 meses	Ultimos 12 meses
Custom Alloc. Index*	110.02	-0.9%	-1.7%	-3.2%	1.3%
Acciones					
S&P 500	1995.0	-3.1%	-1.1%	3.3%	11.9%
Nasdaq	4635.2	-2.1%	0.1%	6.1%	12.9%
MSCI Unión Europea	466.9	5.5%	6.9%	5.8%	9.2%
MSCI Asia ex-Japan	577.7	2.5%	0.4%	-3.5%	10.4%
MSCI Latam	2555.4	-6.3%	-19.1%	-24.8%	-11.7%
MSCI ACWI World	410.3	-1.6%	-2.2%	-3.0%	4.7%
Deuda					
Barclays U.S. Aggregate	1955.0	2.1%	2.9%	4.4%	6.6%
JPM GBI Broad Index	512.2	0.2%	-0.7%	-3.2%	-0.6%
JPM GBI-EM Index	302.0	1.0%	-3.5%	-4.3%	3.9%
JPM EMBIG	664.8	0.3%	-2.9%	-3.1%	7.0%
Iboxx High Grade Index	257.8	3.4%	4.3%	5.7%	10.2%
Iboxx High Yield Index	233.0	0.8%	-1.2%	-0.4%	2.4%
Commodities					
CRB Thomson/Jefferies Index	218.8	-4.8%	-19.5%	-25.7%	-22.8%
Oro (onza)	1283.8	8.3%	9.4%	0.1%	3.2%
Materias Primas	55.3	-1.0%	-4.6%	-13.7%	-6.9%
Energia	35.4	-4.9%	-15.4%	-23.9%	-12.7%
Agribusiness	53.1	1.1%	-1.0%	0.1%	4.7%
Tasas Tesoro US (nivel, anuales)					
	Fin Ene.	Fin Dec.'14	Fin Oct.'14	Fin Julio'14	Fin Ene.'14
US Treasury 2 Y	0.4%	0.7%	0.5%	0.5%	0.3%
US Treasury 10 Y	1.6%	2.2%	2.3%	2.6%	2.6%

Fuente: Bloomberg

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

2. Monedas contra el dólar

	Cierre de Enero	Apreciación porcentual vs. USD			
		1 Mes	3 Meses	6 Meses	1 año
Países Desarrollados					
Euro*	1.13	-6.7%	-9.9%	-15.7%	-16.3%
Libra Inglesa*	1.51	-3.3%	-5.8%	-10.8%	-8.4%
Yen Japonés	117.49	1.9%	-4.6%	-14.3%	-15.1%
Dólar Australiano*	0.78	-5.1%	-11.8%	-16.5%	-11.4%
Latinoamérica					
Real Brasileiro	2.68	-1.0%	-8.3%	-18.5%	-11.2%
Peso Mexicano	14.98	-1.5%	-11.1%	-13.3%	-12.1%
Peso Chileno	635	-4.7%	-4.7%	-11.0%	-14.2%
Peso Argentino	8.64	-2.1%	-1.7%	-5.2%	-7.8%
Asia					
Yuan Chino	6.25	-0.7%	-2.3%	-1.2%	-3.1%
Ringgit Malayo	3.63	-3.8%	-10.3%	-13.6%	-8.6%
Won Surcoreano	1094	-0.2%	-2.3%	-6.4%	-1.2%
Singapur dólar	1.35	-2.2%	-5.3%	-8.5%	-6.1%
Bhat Thailandés	32.76	0.5%	-0.5%	-1.8%	0.8%
Dólar Taiwanés	31.53	0.4%	-3.5%	-5.0%	-4.0%
Rupia Indonesa	12672	-2.3%	-4.9%	-9.4%	-3.8%
Rupia India	61.87	1.9%	-0.8%	-2.2%	1.3%
EEMEA					
Lira Turca	2.44	-4.6%	-9.8%	-14.0%	-8.2%
Florín Húngaro	275.25	-5.2%	-11.9%	-17.5%	-18.9%
Zloty Polaco	3.71	-4.6%	-9.8%	-18.8%	-17.6%
Corona Checa	24.58	-7.5%	-10.7%	-18.9%	-20.4%

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.