



Estimados,

El mes Noviembre fue claramente más calmo que Octubre. Las fuentes de la volatilidad experimentada en Octubre no desaparecieron, lo que explica la continuación de la mejor performance de USA vis-à-vis el resto. Los puntos débiles de la economía global continúan siendo una preocupación. Los últimos datos muestran cierta estabilidad, y lo que es más importante, las autoridades monetarias se muestran con una alta propensión a actuar con respecto a esa debilidad. Al mismo tiempo la persistente caída del precio del petróleo es en términos generales positivo para el crecimiento global. Las autoridades en China han relajado marginalmente la política monetaria y de crédito, señalando claramente que apuntan a reducir la tasa de desaceleración de la economía. En Europa, el banco central ha mostrado claramente su intención de hacer crecer su balance agresivamente, a pesar de la oposición de Alemania. La caída en los precios de los *commodities* (especialmente la energía), es como un menor impuesto a la economía global, pero tiene un efecto neto negativo en Latinoamérica. El único efecto colateral positivo en la región es sobre la política monetaria, permitiendo su relajo.

Los mercados (y los portafolios) se han comportado de forma consistente con lo el escenario descrito arriba. Los mercados de USA continúan mostrando una mejor performance relativa, mientras que las acciones en Europa han comenzado a recuperarse (desde bajas valuaciones relativas). Es interesante notar que los mercados de deuda y '*commodities*' parecen decir algo diferente a lo que indica la performance del mercado de acciones de USA. La caída de los rendimientos de la deuda del tesoro de USA y de los '*commodities*' apuntan a fundamentos económicos más débiles. Resumimos aquí lo que mejor y peor ha funcionado en los portafolios:

- La mitad de la performance producida por la asignación a acciones fue eliminada por la mala performance de la asignación a bonos. Este mes la diversificación regional si dio resultados, dado que los mejores resultados medidos por dólar invertido provienen de las inversiones en acciones europeas (después de neutralizar la depreciación del euro, gracias a un instrumento que viene con cobertura).
- Dentro de la asignación a acciones, tecnología continua generando la contribución más importante en términos absolutos, seguida por el S&P500 y las acciones en Japón (con cobertura de tipo de cambio). Los peores resultados se generaron en otras asignaciones a Asia. Afortunadamente no hemos hecho inversiones en acciones de América Latina, porque ha sido la región con los peores resultados (MSCI LatAm -2.3% en el mes).
- En la asignación a deuda se observa un cuadro variado, con alrededor de la mitad de los instrumentos produciendo los resultados esperados por el paso del tiempo (intereses devengados). Dos instrumentos general la mayoría de los resultados negativos, con un total de 5% de exposición. El más significativo (en tamaño) pensamos que es un fenómeno transitorio.

Mirando hacia delante, la mayoría de los temas de influencia continúan siendo los mismos. A medida que el nuevo año se acerca, el segmento artificial de la demanda de

activos por la dinámica interna del mercado debería disiparse. Durante el 2014 el porcentaje de fondos de inversión con resultados muy inferiores a sus índices relevantes es mucho más alto que de costumbre. Eso lleva a los gestores a intentar recuperarse contra los índices, generando mayor demanda por los activos. Ese fenómeno debería desaparecer en gran parte al comenzar enero (nuevo año calendario). Nosotros no hemos sufrido tanto y mantenemos la mirada en el mediano plazo. Pero es importante ser consciente de la influencia de fenómenos como ese.

Desde un punto de vista más fundamental y de política económica, el panorama es más benevolente. Las expectativas para la primer suba de tasas de la Fed permanecen en la segunda mitad del 2015, dado que los datos económicos continúan mostrando una lenta recuperación (claramente mejor performance relativo al resto del mundo desarrollado). El Banco Central Europeo (BCE) tiene suficientes razones para justificar su creciente énfasis en una estrategia de crecimiento de su balance a través de compra de activos financieros, lo que debería mantener o acentuar la debilidad del euro contra el dólar (beneficiando sus exportaciones). La economía de Japón ha sorprendido con datos recesivos, lo que llevó al gobierno a llamar a nuevas elecciones para renovar su mandato pro-reformas estructurales. No mantenemos grandes esperanzas para Japón en el corto plazo. El resto de Asia muestra un panorama más favorable, gracias a la recuperación de USA, los decrecientes costos de la energía y la relativa buena performance de China (con el crecimiento manteniéndose entorno al 7% anual).

Hubo dos elecciones interesantes en el mes de Noviembre. En el congreso de USA el partido republicano ha logrado mayoría en ambas cámaras, lo que probablemente genere cambios en la dinámica legislativa, lo que quizás mejora las chances de una de las grandes reformas debatidas (impositiva). El mercado no le asigna grandes chances, pero el cambio de la dinámica tiene una chance de ser beneficiosa. En Brasil, el triunfo de Dilma Rousseff parecía deparar continuidad, pero ya está claro que interpreto el resultado de las elecciones correctamente y parece estar haciendo un giro al centro con la nominación de Joaquim Levy como Ministro de Finanzas. Al mismo tiempo, el escándalo de corrupción en Petrobras trae riesgos importantes para el gobierno, aunque vemos beneficios de mediano plazo. Vemos el destape de la corrupción como la muestra de los costos e ineficiencias del modelo de capitalismo estatal brasileño. En la medida que el destape reduzca la intromisión estatal (especialmente con el BNDES) en la economía de Brasil, el mediano plazo debería prometer mejorías en el crecimiento potencial.

En términos de ruido geopolítico, la mayoría de los conflictos parecen algo más encauzados, excepto el de Rusia-Ucrania. Los incentivos y motivaciones del gobierno ruso no parecen alineados con el crecimiento económico. La caída del precio del petróleo, si persiste, podría cambiar esa dinámica.

Saludos,

Martín Anidjar
1ro de Diciembre 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 Nov.	Retornos al 28-Noviembre-2014			
		Último mes	Últimos 3 meses	Últimos 6 meses	Año a la fecha
Custom Alloc. Index*	112.438	0.5%	-2.2%	-1.1%	2.1%
Acciones					
S&P 500	2067.6	2.5%	3.2%	7.5%	11.9%
Nasdaq	4791.6	3.5%	4.6%	12.9%	14.7%
MSCI Unión Europea	452.7	3.6%	1.1%	-0.6%	3.1%
MSCI Asia ex-Japan	577.0	0.3%	-4.0%	1.4%	4.6%
MSCI Latam	3008.5	-4.7%	-17.9%	-7.2%	-6.0%
MSCI ACWI World	425.8	1.5%	-1.3%	1.0%	4.2%
Deuda					
Barclays U.S. Aggregate	1912.9	0.7%	1.0%	1.9%	5.9%
JPM GBI Broad Index	513.4	-0.5%	-3.6%	-3.1%	1.1%
JPM GBI-EM Index	310.5	-0.7%	-2.5%	-1.4%	4.0%
JPM EMBIG	682.1	-0.4%	-1.2%	0.2%	8.6%
Iboxx High Grade Index	249.5	1.0%	0.4%	2.2%	8.7%
Iboxx High Yield Index	233.6	-1.0%	-1.7%	-0.9%	3.2%
Commodities					
CRB Thomson/Jefferies Index	254.4	-6.5%	-13.1%	-16.7%	-9.2%
Oro (onza)	1167.4	-0.5%	-9.3%	-6.6%	-3.2%
Materias Primas	58.0	0.1%	-9.5%	-8.6%	-6.9%
Energia	38.2	-8.7%	-19.8%	-18.2%	-11.7%
Agribusiness	55.1	2.7%	1.5%	0.0%	1.1%
Tasas Tesoro US (nivel, anuales)					
	Fin Nov.	Fin Oct.	Fin Ago.	Fin Mayo	Fin Dic.'13
US Treasury 2 Y	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%
US Treasury 10 Y	2.2%	2.3%	2.3%	2.5%	2.7%

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 Noviembre	Apreciación porcentual vs. USD			
		1 Mes	3 Meses	6 Meses	1 año
Países Desarrollados					
Euro*	1.25	-0.8%	-6.5%	-9.7%	-7.8%
Libra Inglesa*	1.60	-1.3%	-5.3%	-5.2%	-0.3%
Yen Japonés	112.32	-2.4%	-9.3%	-9.9%	-14.2%
Dólar Australiano*	0.88	0.6%	-5.3%	-5.3%	-7.0%
Latinoamérica					
Real Brasileiro	2.48	-1.3%	-9.5%	-11.0%	-10.6%
Peso Mexicano	13.48	-0.4%	-2.0%	-3.1%	-3.5%
Peso Chileno	578	3.4%	3.4%	-2.3%	-12.6%
Peso Argentino	8.50	-0.9%	-3.5%	-6.2%	-43.8%
Asia					
Yuan Chino	6.11	0.4%	1.0%	2.3%	-0.3%
Ringgit Malayo	3.29	-0.3%	-2.9%	-0.7%	-4.2%
Won Surcoreano	1069	-1.3%	-4.0%	-3.4%	-0.8%
Singapur dólar	1.29	-0.8%	-3.0%	-2.5%	-3.5%
Bhat Thailandés	32.60	-0.5%	-1.3%	-0.7%	-4.6%
Dólar Taiwanés	30.45	-0.1%	-1.4%	-0.7%	-3.5%
Rupia Indonesa	12085	0.8%	-4.4%	-4.5%	-7.2%
Rupia India	61.37	0.6%	-1.3%	-1.7%	0.2%
EEMEA					
Lira Turca	2.22	2.4%	-3.8%	-5.2%	-11.3%
Florín Húngaro	246.00	0.0%	-5.0%	-11.1%	-13.1%
Zloty Polaco	3.38	-2.0%	-8.2%	-11.4%	-9.6%
Corona Checa	22.20	-2.0%	-7.4%	-12.1%	-16.9%

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.