



Estimados,

El mes de Octubre fue como un chiste de Halloween. Un horror al comienzo, dulce al final. El mes fue más volátil que muchos en el pasado reciente. Durante Octubre el S&P500 cayó 7.8% hasta el mediodía del 15 de Octubre, para subir casi ininterrumpidamente 10%, terminando el mes 2.3% arriba. El Nasdaq saltó 12% después de una caída de 8% en la primer mitad del mes. Las acciones en Europa terminaron el mes entre 1 y 5% abajo<sup>1</sup>. El mercado de deuda no estuvo exento. La tasa del bono del tesoro de USA a 10 años cayó de 2.49% a menos de 1.9% el 15 de Octubre, para terminar el mes en 2.33%. La volatilidad del mes comenzó con el llamado 'susto del crecimiento' cuando datos económicos de Alemania sorprendieron por lo malos, y fueron acompañados por indicadores similares en el resto de la región. Después surgió incertidumbre sobre el crecimiento en China, seguido del susto del Ébola. Tampoco se puede ignorar los factores geopolíticos, como también el debate y riesgos sobre la política monetaria en los países del G4 (monedas de USA, Reino Unido, Europa y Japón).

La volatilidad durante Octubre llegó a niveles extremos, y algunas de las razones pueden ser descontadas como transitorias. Las sorpresas negativas sobre el ciclo económico en Europa y China coincidieron con un flujo consistente de buenos datos económicos (y de ganancias de empresas) en USA. Dado esto último, y el alto nivel de 'cash' en los portafolios, nos permitieron mantener el curso y no sobre-reaccionar en el peor momento. De hecho, cercano al piso del mes hicimos aumentos de exposición al riesgo. Mantenemos nuestra visión sobre un fin de año mejor a lo esperado, con el ciclo económico global manteniendo una leve tendencia positiva, principalmente liderado por la economía de USA.

Repasemos de forma concisa lo que ha funcionado y lo que no:

- En términos generales, el segmento acciones produjo el doble de performance y contribución al retorno que el segmento deuda, lo que es un poco desproporcionadamente alto para deuda dado su tamaño relativo y perfil de riesgo.
- Dentro del segmento acciones, los retornos negativos estuvieron concentrados en la asignación a Europa, que es menos de un cuarto el total asignado a acciones.
- Las mayores contribuciones positivas se originaron en las inversiones en tecnología, Asia (incluyendo Japón) y el S&P500. En términos de contribución por dólar invertido, Asia produjo las mayores contribuciones.
- Como decimos arriba, las inversiones en acciones en Europa tuvieron contribuciones negativas. Aunque no solemos depender de los efectos de las políticas monetarias, el hecho que el mercado espere un aumento del estímulo monetario en Europa hacia fines de año, sumado a que las valuaciones son atractivas a pesar del ciclo económico, decidimos mantener la exposición a la región. Excepto por la exposición a Asia durante Octubre, podemos decir que en

---

<sup>1</sup> El MSCI EMU (países de la Unión Monetaria Europea, es decir, los países del euro) sin cobertura de tipo de cambio medido en dólares cayó más de 10% durante la primer mitad del mes, recuperando parte para terminar -3%.

términos generales la diversificación regional no ha producido los beneficios esperados durante este año. Hemos mantenido un sesgo hacia USA, pero claramente no ha sido suficiente.

- Dentro del segmento deuda, la mayoría de las inversiones produjeron los retornos esperados por el paso del tiempo, excepto por un par de posiciones en ambos extremos (mayores resultados, como también negativos). No esperamos hacer cambios en las inversiones, excepto por el aumento de instrumentos que reducirán el riesgo promedio manteniendo acotada la exposición a tasas de largo plazo (*'duration'*).
- Una vez más, la relativamente alta asignación a liquidez (o *'cash'*) amortiguó los efectos de la volatilidad durante el mes, permitiéndonos mantener el curso. Redujimos la liquidez durante el mes, y planeamos seguir en ese camino.

Mirando hacia delante, hay algunos temas interesante para resaltar, que son parte del proceso de decisión sobre los portafolios: el ciclo económico global, algunos temas geopolíticos, una preocupación de mediano plazo, y la divergencia en las políticas monetarias del G4.

La mayoría de los datos apuntan a un ciclo económico global en leve mejoría, especialmente liderado por la economía de USA. Por ejemplo, los datos muestran que globalmente la producción de manufacturas parece haber crecido 1% en Septiembre (contra Agosto), la tasa mensual más alta en 3 años. En términos globales, los datos siguen mostrando el mismo patrón de crecimiento regional: América del Norte sobresaliendo por lo positivo (en términos relativos, conjuntamente con el Reino Unido), signos de mejoría en Asia ex Japón y China, con algunas preocupaciones sobre la convergencia en China, y serias dudas sobre el ciclo económico en Europa. América Latina continua en un limbo, especialmente con la caída del precio de los *commodities*. Nuestros portafolios reflejan una visión consistente con ese patrón, y avanzará en esa dirección.

En términos del mediano plazo, el crecimiento potencial pronosticado (que es diferente el real) está siendo ajustado hacia abajo globalmente, como consecuencia de los bajos niveles de inversión en capital sumado a otras consecuencias de la mediocre y larga recuperación de la crisis del 2008. JPMorgan acaba de ajustar sus estimaciones del crecimiento potencial global de 3.2% a 2.7%, el de USA a 2%, los de la UE y Japón alrededor de 1%, y el de las economías emergentes a 5% (como promedio ponderado). Estos números son interesante y relevantes, pero no son del todo consistentes con la performance reciente de las economías y de sus mercados.

Como ya hemos dicho muchas veces, el status quo y el debate sobre la política monetaria de los países desarrollados presenta desafíos sin precedentes. Desde el 2009 el tamaño de las hojas de balance de los bancos centrales de los países desarrollados creció a niveles nunca antes vistos (relativo al tamaño de las economías). Hace pocos meses que la coordinación entre las grandes monedas (del G4) se ha roto y aparece una fuerte divergencia. La Fed y el Banco de Inglaterra han interrumpido la compra de activos, y se preparan a comenzar el proceso de normalización (subiendo tasas por primera vez probablemente a mediados del 2015). Japón continua expandiendo y estimulando, con más anuncios en esa dirección el viernes pasado. El Banco Central de Europa (ECB) cambió su política hace meses, y ahora se espera siga aumentado su estímulo hasta ver resultados reales en la economía de la región. De hecho, el consenso de mercado espera hacia fin de año anuncios hacia mayores compras de activos (bonos corporativos y quizás soberanos) por el ECB. En términos pragmáticos, este tema genera varios desafíos. Con respecto a la Fed, pensamos que hay un riesgo de sobre-reacción y volatilidad en los mercados al acercarse el momento de la primer suba de tasas, aunque nosotros pensamos

que será un proceso muy gradual y hecho muy suavemente. Igualmente, seguiremos restringiendo la exposición a tasas de mayores plazos (*'duration'*), para limitar el impacto del proceso en el segmento bonos. Con respecto a la divergencia dentro del G4, lo más probable es que se mantenga la tendencia hacia la apreciación del dólar, como resultado del flujo de capitales hacia USA. Este proceso fuerza una reducción de la diversificación regional y una búsqueda de instrumentos con cobertura de monedas.

En síntesis, hemos avanzado en la reducción del 'cash', afortunadamente en el momento correcto, y seguiremos en ese camino. El sesgo hacia las acciones de USA se mantendrá por el momento. En el segmento deuda aumentaremos las inversiones de forma de reducir el riesgo promedio manteniendo acotada la exposición a tasas (*'duration'*). Seguiremos analizando cuidadosamente posibles oportunidades tácticas de corto plazo, como hemos comenzado a hacer recientemente. Por ejemplo, aunque el perfil del precio del petróleo no sea prometedor, pensamos que las grandes empresas del sector ya han sufrido un ajuste excesivo en su valuación (en términos absolutos, y relativo al resto del mercado), y por eso compramos hace una semana. Ideas similares han sido implementadas en una porción pequeña de los portafolios.

Saludos,

Martín Anidjar  
3 de Noviembre del 2014  
**BAFFIN ADVISORS LLC**  
500 Mamaroneck Ave., Suite 320  
Harrison, NY 10528  
Phone (914) 371-2992  
[manidjar@baffinadvisors.com](mailto:manidjar@baffinadvisors.com)  
[www.baffinadvisors.com](http://www.baffinadvisors.com)

## Datos de los mercados

### 1. Diferentes clases de activos y tasas de interés

	Nivel Octubre	Retornos al 31-Octubre-2014			
		Último mes	Últimos 3 meses	Últimos 6 meses	Año a la fecha
<b>Custom Alloc. Index*</b>	111.63	0.6%	-0.1%	0.9%	2.3%
<b>Acciones</b>					
S&P 500	2018.1	2.3%	4.5%	7.1%	9.2%
Nasdaq	4630.7	3.1%	6.0%	12.5%	10.9%
MSCI Unión Europea	436.8	-1.9%	-1.1%	-2.8%	-0.5%
MSCI Asia ex-Japan	575.5	1.9%	-3.9%	4.9%	4.4%
MSCI Latam	3158.3	-0.4%	-7.1%	-2.9%	-1.3%
MSCI ACWI World	419.5	0.6%	-0.8%	1.3%	2.7%
<b>Deuda</b>					
Barclays U.S. Aggregate	1899.6	1.0%	1.4%	2.4%	5.1%
JPM GBI Broad Index	515.8	-0.1%	-2.6%	-2.2%	1.6%
JPM GBI-EM Index	312.8	1.9%	-0.8%	1.7%	4.8%
JPM EMBIG	684.8	1.6%	-0.1%	3.8%	9.1%
Iboxx High Grade Index	247.0	1.2%	1.3%	2.9%	7.7%
Iboxx High Yield Index	236.0	1.7%	0.9%	1.0%	4.3%
<b>Commodities</b>					
CRB Thomson/Jefferies Index	272.0	-2.4%	-7.6%	-12.1%	-2.9%
Oro (onza)	1173.5	-2.9%	-8.5%	-9.1%	-2.7%
Materias Primas	58.0	-3.2%	-9.5%	-8.9%	-7.0%
Energía	41.8	-4.6%	-10.0%	-9.9%	-3.3%
Agribusiness	53.7	1.5%	1.1%	-1.8%	-1.5%
<b>Tasas Tesoro US (nivel, anuales)</b>					
	Fin Oct.	Fin Sept.	Fin Julio	Fin Abr.	Fin Dic.'13
US Treasury 2 Y	0.5%	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%
US Treasury 10 Y	2.3%	2.5%	2.6%	2.6%	2.6%

#### Fuente: Bloomberg

\* Índice calculado en base a 45% MSCI World + 45% Barclays Agg. + 10% Cash  
suponiedo costos totales de 1.5% anual (instrumentos, transacciones, etc.)

## 2. Monedas contra el dólar

	Cierre de Octubre	Apreciación porcentual vs. USD			
		1 Mes	3 Meses	6 Meses	1 año
<b>Países Desarrollados</b>					
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%
<b>Latinoamérica</b>					
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%
<b>Asia</b>					
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%
<b>EEMEA</b>					
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 Checha	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](http://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.