



Estimados,

El mes de Septiembre fue negativo para los mercados¹, convirtiendo al tercer trimestre en negativo. Los mercados internacionales sufrieron más que el de USA, pero fue un mes generalizadamente negativo. Hubo varios factores de corto plazo que contribuyeron a las caídas, pero el hilo fundamental subyacente sigue siendo el ciclo económico global, con datos económicos levemente peores a lo esperado en China y en Europa. No hubo suficiente mejora en USA como para compensar. Con ese telón de fondo el cúmulo de situaciones locales pudieron tener efectos globales (ISIS, el voto en Escocia, conflicto en Ucrania, manifestaciones en Hong Kong, drama en PIMCO, etc.). El debate sobre la política monetaria en USA ha sido otro factor relevante, dado que ya está claro que está en proceso de normalización, lo que generará una tendencia de tasas ascendentes. Lo único positivo a resaltar es el alto nivel de cash en los portafolios, que ha ayudado a reducir el impacto de los mercados.

Un alto nivel de liquidez (o cash) en los portafolios ayuda a reducir el impacto de los mercados y la volatilidad, pero termina teniendo un beneficio de largo plazo sólo si se lo invierte apropiadamente antes de una recuperación significativa. Obviamente, si las caídas recientes evolucionan en una corrección mayor de los mercados, ese nivel de liquidez resultará insuficiente y la exposición al riesgo muy alta. Creemos que estamos cerca del punto en el que la liquidez debe ser utilizada para recomprar activos.

En términos de los que funcionó y lo que no funcionó recientemente, y otras observaciones:

- La performance de Septiembre borra casi la mitad de la performance anual hasta fin de Agosto, a pesar del alto nivel de cash mantenido durante los últimos meses. En la primer tabla del apéndice hemos agregado la performance del índice *custom* que más se acerca a la estrategia que seguimos. La mayoría de los fondos de *'global allocation'* computan sus propios índices pasivos (o *'benchmarks'*) dado que no hay un buen índice independiente de la estrategia.
- Tres cuartos de la performance del mes corresponde a acciones, y un cuarto a bonos, lo que no es inconsistente con la asignación y los perfiles de riesgo.
- En acciones, solamente la asignación a Japón produjo resultados positivos. Los peores resultados provienen de las asignaciones a Europa y a Asia ex Japón, mientras que cada instrumento de acciones de USA produjo resultados negativos muy pequeños. Por ende, la diversificación regional, aunque no es significativa, fue un factor negativo. Afortunadamente no hemos hecho asignaciones a América Latina, que fue la región con la peor performance (especialmente Brasil).
- En el segmento deuda la mayoría fueron contribuciones positivas, que fueron más que compensadas por la pocas contribuciones negativas.
- El alto nivel de cash ayudo a reducir el impacto negativo de los mercados, pero obviamente no fue suficiente.

¹ Medido en dólares, el S&P500 cayó 1.6% en el mes, el peor mercado de Latinoamérica fue el Bovespa en Brasil cayendo 19.5% (el resto cayó menos, obviamente, pero fue la peor región), el peor mercado en Europa fue el FTSE 100 de Londres con -5.2% en el mes, y en Asia varios mercados cayeron más de 5% en el mes.

- En términos del trimestre terminado, Japón y tecnología fueron los puntos sobresalientes.

Fue un mes importante para el debate sobre la política monetaria de USA. Muchos esperaban que la jefa de la Fed (Janet Yellen) exponga la estrategia de normalización de la política monetaria en la famosa reunión anual en Jackson Hole a fines de Agosto. Eso no ocurrió, y tuvimos que esperar a la última reunión del FOMC el 17 de Septiembre, cuando el texto y la conferencia de prensa revelaron el marco general y algunos detalles técnicos. Más allá de los tecnicismos, extraemos tres ideas fuerza que merecen ser mencionadas. Primero, ya no se trata de si ocurre la normalización de la política monetaria, sino de cómo. La Fed ha logrado adaptar expectativas y moldear el debate hacia aceptar la necesidad, y que el fin del *'tapering'* marca el comienzo de la normalización. Segundo, está claro que va a ser un proceso extremadamente lento y cuidadoso, dependiente de los datos económicos, pero también de la posible reacción de los mercados. Finalmente, pensamos que la política monetaria y su normalización seguirán siendo un factor fundamental en los mercados si el ciclo económico continua siendo mediocre. En otras palabras, si el crecimiento repunta consistentemente como muchos esperan (crecimiento alrededor o encima del 3% anual), la normalización a través de subas de la tasa de interés de corto plazo no debería tener el impacto que muchos temen. Por otro lado, si la economía vuelve a recaer hacia un ritmo de 1% anual o menos, entonces la normalización tendrá que ser postergada.

Estamos al comienzo de un largo ciclo de apreciación del dólar en el mundo, y no se debe exclusivamente a la política monetaria de USA, sino al conjunto y contexto global. En el escenario base de consenso, la economía de USA acelera hacia su potencial, China se desacelera gradualmente hacia un crecimiento a niveles más sustentables, Europa se recupera muy pero muy lentamente, y Latinoamérica vuelve a crecer, aunque debajo de su potencial. En este escenario se produce una marcada divergencia en políticas económicas (especialmente monetarias) dentro del G4 (en términos de las grandes monedas). Por un lado, Estados Unidos e Inglaterra comienzan un largo proceso de normalización de sus políticas monetarias, con reducción del balance de sus bancos centrales y subas de tasas de interés. Del otro lado, Europa y Japón aumentan el esfuerzo con mayores estímulos monetarios, con fuertes aumentos de los balances de sus bancos centrales. Esta divergencia lleva a una apreciación secular del dólar (y la libra esterlina) contra el euro y el yen. La mayoría del resto de las monedas ubicándose en el espectro intermedio dependiendo del crecimiento, inflación y sus políticas. Ésta es quizás la tendencia más clara a pronosticar para los próximos años, que debería tener impacto más allá de las monedas a través de los mercados de diferentes activos, especialmente por el esperado flujo de capitales hacia USA. Igualmente no todo es tan claro. Por ejemplo, más de 40% de las ganancias de las empresas en el S&P500 proviene del resto del mundo, lo que se reduciría con la apreciación del dólar (a menos que el ciclo económico en el resto del mundo compense la depreciación de sus monedas con crecimiento). Las implicancias de este fenómeno aparentemente secular sobre el diseño de portafolios depende de cómo ocurre. En términos generales, debería producir un flujo de capitales hacia la economía de Estados Unidos, generando apreciación de sus activos por encima de la apreciación del dólar.

Los eventos que están ocurriendo en Hong Kong hace varios días resucitan un tema que hemos mencionado hace un par de años durante el llamado *'arab spring'*, que es el riesgo de la transición política en China. Al momento de escribir estas líneas, la manifestación en las calles de Hong Kong crecía y era totalmente pacífica. Pero cuesta pensar como el gobierno Chino pueda tolerar por mucho tiempo un fenómeno pro-democrático como este, dado que aumenta la probabilidad de un "conflicto" similar dentro de China, lo que podría tomar dimensiones totalmente diferentes. Como ya hemos escrito, la transición

política de China hacia un sistema más democrático es quizás uno de los riesgos de mediano y largo plazo más importante, aunque sea inevitable y deseable. El hecho que el gobierno Chino vea lo que ocurre en Hong Kong como una amenaza, significa que hay un riesgo de ruido y conflicto en los próximos días.

El drama en PIMCO amerita un pequeño comentario, dado su tamaño e importancia en algunos mercados. PIMCO gestiona 2 billones de millones de dólares (trillones en inglés, o más de \$2,000,000,000,000), y el descalabro interno puesto de manifiesto por la traumática salida de sus dos líderes en un plazo menor a 6 meses debería llevar a fuertes salidas de capital de sus fondos. Las salidas de capital de los fondos crean la necesidad de generar liquidez vendiendo los activos subyacentes, lo que dado el tamaño de PIMCO y sus fondos puede tener un impacto no trivial en algunos mercados, especialmente aquellos en donde PIMCO era grande relativo al tamaño del mismo (como los mercados locales en México, y en deuda en dólares de algunos emergentes y otros segmentos del mercado de crédito). Algunos en el mercado piensan que PIMCO había comenzado a generar liquidez hace semanas, lo que explicaría parte de la caída en algunos mercados. Es importante monitorear el proceso, en búsqueda de posible distorsiones en los mercados como consecuencia de una salida importante. Excepto en un escenario extremo, lo que PIMCO venda muy probablemente sea recomprado algunos días más tarde por los fondos que capturen a los clientes que PIMCO pierda. Pero el proceso no es necesariamente suave, y puede generar volatilidad.

En síntesis, la performance del tercer trimestre es muy probablemente un bache transitorio en una tendencia general ascendente, que pensamos debería retomarse en el nuevo trimestre. Básicamente, Julio y Agosto mostraron no tener dirección (excepto por 10 días al final de Julio), y se produjo en Septiembre la mayoría del resultado del trimestre, como consecuencia de las dudas sobre el ciclo económico global conjuntamente con una serie de factores locales. Si el ciclo económico global evoluciona como lo esperamos (continuidad en la recuperación de USA hacia su crecimiento potencial, muy lenta desaceleración de China, lenta recuperación en Europa y comienzos de recuperación en América Latina), entonces los mercados deberían recuperar lo perdido y avanzar más en lo que resta del año y comienzos del 2015. Esta es la razón por la cual pensamos que estaremos usando el alto nivel de cash para aumentar la exposición en acciones y bonos cortos.

Saludos,

Martín Anidjar

1ro de Octubre 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 Sept.	Retornos al 30-Septiembre-2014			
		Ultimo mes	Ultimos 3 meses	Ultimos 6 meses	Año a la fecha
Custom Alloc. Index*	116.44	-2.0%	-1.5%	0.9%	1.7%
Acciones					
S&P 500	1972.3	-1.6%	0.6%	5.3%	6.7%
Nasdaq	4493.4	-1.9%	1.9%	7.0%	7.6%
MSCI Unión Europea	445.2	-0.6%	-1.1%	0.4%	1.4%
MSCI Asia ex-Japan	564.8	-6.1%	-2.5%	3.5%	2.4%
MSCI Latam	3170.5	-13.5%	-5.9%	-0.7%	-0.9%
MSCI ACWI World	416.9	-3.4%	-2.8%	1.4%	2.0%
Deuda					
Barclays U.S. Aggregate	1881.1	-0.7%	0.2%	2.2%	4.1%
JPM GBI Broad Index	516.1	-3.1%	-3.3%	-1.0%	1.7%
JPM GBI-EM Index	307.1	-3.6%	-3.5%	0.5%	2.9%
JPM EMBIG	673.7	-2.4%	-1.6%	3.7%	7.3%
Iboxx High Grade Index	244.1	-1.8%	-0.1%	2.9%	6.4%
Iboxx High Yield Index	232.1	-2.4%	-2.4%	-0.1%	2.5%
Commodities					
CRB Thomson/Jefferies Index	278.6	-4.9%	-9.6%	-8.6%	-0.6%
Oro (onza)	1208.2	-6.2%	-9.0%	-5.9%	0.2%
Materias Primas	59.9	-6.6%	-7.2%	-4.0%	-3.9%
Energia	43.8	-8.0%	-9.6%	0.2%	1.4%
Agribusiness	52.9	-2.6%	-3.9%	-2.7%	-2.9%
Tasas Tesoro US (nivel, anuales)					
	Fin Sept.	Fin Ago.	Fin Junio	Fin Mar.	Fin Dic. '13
US Treasury 2 Y	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%
US Treasury 10 Y	2.5%	2.3%	2.5%	2.7%	2.6%

Fuente: Bloomberg

* Indice calculado en base a 45% MSCI World + 45% Barclays Agg. + 10% Cash suponiendo costos totales de 1.5% annual (instrumentos, transacciones, etc.)

2. Monedas contra el dólar

	Cierre de Sept.	Apreciación porcentual vs. USD			
		1 Mes	3 Meses	6 Meses	1 año
Países Desarrollados					
Euro*	1.26	-3.8%	-7.7%	-8.3%	-6.6%
Libra Inglesa*	1.62	-2.3%	-5.2%	-2.7%	0.2%
Yen Japonés	109.65	-5.3%	-8.2%	-6.2%	-11.6%
Dólar Australiano*	0.87	-6.3%	-7.3%	-5.6%	-6.1%
Latinoamérica					
Real Brasileño	2.45	-9.4%	-10.5%	-7.7%	-10.4%
Peso Mexicano	13.43	-2.6%	-3.5%	-2.8%	-2.6%
Peso Chileno	598	-1.8%	-1.8%	-8.9%	-18.6%
Peso Argentino	8.43	-0.3%	-3.6%	-5.3%	-45.5%
Asia					
Yuan Chino	6.14	0.1%	1.0%	1.2%	-0.3%
Ringgit Malayo	3.28	-4.1%	-2.2%	-0.5%	-0.6%
Won Surcoreano	1055	-4.1%	-4.3%	0.9%	1.8%
Singapur dólar	1.28	-2.2%	-2.3%	-1.5%	-1.6%
Bhat Thailandés	32.43	-1.5%	0.0%	0.0%	-3.8%
Dólar Taiwanés	30.43	-1.7%	-1.8%	0.2%	-2.7%
Rupia Indonesa	12188	-4.3%	-2.6%	-7.3%	-6.9%
Rupia India	61.76	-2.1%	-2.6%	-3.1%	1.4%
EEMEA					
Lira Turca	2.28	-5.3%	-7.5%	-6.4%	-12.9%
Florín Húngaro	246.07	-2.6%	-8.8%	-10.3%	-11.9%
Zloty Polaco	3.31	-3.3%	-9.0%	-9.4%	-6.1%
Corona Checa	21.77	-3.1%	-8.6%	-9.2%	-14.7%

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.