



Estimados,

Abril fue un mes relativamente positivo, aunque no carente de volatilidad. Se pudieron observar 3 episodios bien definidos en los que los mercados cayeron súbitamente (con recuperaciones subsiguientes), incluyendo los últimos dos días del mes. No nos resulta posible atribuir esos episodios a eventos individuales, sino que parecen responder a la aparente divergencia entre datos fundamentales y performance de los mercados, lo que no pensamos se convertirá en tendencia. En otras palabras, mientras los datos económicos fundamentales continúan mostrando sorpresas negativas (especialmente con respecto al primer trimestre), los mercados continúan recuperándose. Es posible identificar factores transitorios que parecen justificar la desaceleración económica principalmente observada en la economía de USA, al margen de la posibilidad de un patrón de desaceleración en cada primer trimestre. Por ende, los datos a conocerse en las próximas semanas deberían resultar fundamentales, dado que los mercados parecen mantener una interpretación benevolente en lugar de una visión de estancamiento.

En términos de nuestros portafolio, estamos satisfechos con la performance, especialmente considerando que durante Abril algunas de las tendencias esperadas no se materializaron. En resumen:

- Durante el mes de abril, la asignación a bonos produjo resultados positivos casi tres veces más grandes que la asignación a acciones, en gran medida por la recuperación en unas pocas inversiones, en línea con lo que habíamos escrito en la carta del mes anterior.
- En el segmento acciones, los mejores resultados provienen de las inversiones en Asia en general (no sólo Japón, no sólo con cobertura de tipo de cambio), seguido por el sector tecnología. La asignación a Europa produjo resultados negativos, como también las dependientes de la visión sobre la apreciación del dólar. Uno de los 3 episodios de caída de los mercados de acciones del mes ocurrió en los últimos dos días del mes, lo que sesgó algunos de los resultados.
- Dentro de las posiciones de bonos, básicamente ninguna produjo resultados negativos, y unas pocas contribuyeron desmedidamente al recuperar terreno perdido. Como ya hemos escrito anteriormente, hemos hecho significativos avances en reducir la concentración y riesgo promedio de la asignación a deuda, lo que significa que no deberíamos esperar resultados desmedidos en ninguna dirección.
- La aun alta asignación a liquidez ayuda a reducir el impacto de la volatilidad en los resultados y en las reacciones.

Mirando hacia delante, el tema crucial continua siendo el ciclo económico en USA y China, especialmente después de un mes de sorpresas negativas en los datos económicos. Durante las próximas semanas los datos económicos deberían esclarecer si los factores transitorios que afectaron a la economía de USA durante el primer trimestre fueron los principales responsables y por ende podríamos esperar una re-aceleración. El invierno fue particularmente duro en el Noreste de USA (afectando la economía negativamente), al mismo tiempo que un largo conflicto laboral en puertos de la costa oeste tuvo un

impacto no trivial en el comercio exterior. Mientras tanto, no se han observado los beneficios esperados por la caída del precio de la energía. En China, la mayoría de los pronósticos de crecimiento han sido ajustados hacia abajo (en la zona del 7% o debajo). Nos preocupa que la mayoría de los observadores y economistas parecen confiar demasiado en la efectividad de los esfuerzos gubernamentales de estimular la economía. Somos conscientes que la economía China sigue siendo una economía con planeamiento centralizado, pero somos escépticos con respecto a la capacidad del gobierno de generar altos niveles de crecimiento en forma sustentable. Hasta para los más expertos en China es difícil predecir la forma en la que esa economía converge a las economías desarrolladas (con decrecientes tasas de crecimiento). Pero nuestra intuición nos indica que podríamos estar observando ese proceso en estos momentos, con la tasa de crecimiento bajando hacia niveles más “normales”, aunque aun muy altas en términos relativos el resto del mundo.

El otro fenómenos relevante, y obviamente muy relacionado con el anterior, es la normalización de política monetaria en USA. La dimensión de corto plazo del debate ha perdido cierta importancia, dado que los datos y señales de la Fed han empujado la posibilidad de la primer suba de tasas hacia Septiembre o más tarde. Lo que es más importante, los mercados parecen haber aceptado la indicación de la Fed sobre cuan lento y suave será el proceso de suba de tasas. Pero cualquier cambio en la expectativa del proceso de normalización tendrá efectos importantes en los mercados, sea por mejora en los datos o señales de las autoridades.

La dimensión de largo plazo de ese debate a cobrado importancia relativa con la idea del ‘estancamiento secular’ que empuja el ex Secretario del Tesoro Larry Summers. El ex jefe de la Fed Ben Bernanke tomó el otro lado de ese debate (en su blog pueden encontrarse ambos lados del debate). Aunque parezca ser un debate demasiado teórico, de hecho es un debate muy importante para la construcción de portafolios de mediano plazo, dado que afecta los supuestos subyacentes sobre la performance de la economía de USA y el mundo. Si la hipótesis del ‘estancamiento secular’ es la correcta, entonces no veremos fuertes recuperaciones en las tasas de crecimiento, las tasas de interés no subirían, y muy probablemente los mercados de acciones estén sobrevaluados y caigan. Sin entrar en la estructura de cada uno de los argumentos, tendemos a creer los cimientos argumentales y datos de la hipótesis del estancamiento secular no son del todo consistentes. Aunque nuestros portafolios tengan una alta cuota de cautela (como puede verse en el nivel de cash), los creyentes en la hipótesis del estancamiento secular no tendrían 40-50% en acciones ni mucho menos. Igualmente, es importante monitorear el debate y como los datos se adaptan a uno o el otro lado del argumento.

Grecia continua siendo una fuente de preocupación. Los mercados parecen haber convergido a nuestra visión con respecto a las probabilidades de un accidente. Aun se espera una resolución positiva (especialmente este fin de semana), pero con menor probabilidad que antes. De no resolverse en el muy corto plazo, deberíamos re-evaluar al menos la asignación a acciones en Europa.

Saludos,

Martín Anidjar
1ro de Mayo 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 Abril	Retornos al 30-Abril-2015			
		Ultimo mes	Ultimos 3 meses	Ultimos 6 meses	Ultimos 12 meses
Custom Alloc. Index*	112.63	1.7%	2.4%	0.6%	0.2%
Acciones					
S&P 500	2085.5	0.9%	4.5%	3.3%	10.7%
Nasdaq	4941.4	0.8%	6.6%	6.7%	20.1%
MSCI Unión Europea	497.7	0.0%	6.6%	13.9%	10.7%
MSCI Asia ex-Japan	631.7	7.1%	9.3%	9.8%	15.2%
MSCI Latam	2692.9	9.9%	5.4%	-14.7%	-17.2%
MSCI ACWI World	436.3	2.7%	6.3%	4.0%	5.4%
Deuda					
Barclays U.S. Aggregate	1938.7	-0.4%	-0.8%	2.1%	4.5%
JPM GBI Broad Index	530.5	-0.8%	-0.9%	3.4%	7.1%
JPM GBI-EM Index	295.8	0.3%	-0.8%	2.6%	8.4%
JPM EMBIG	689.5	2.0%	3.7%	0.7%	4.5%
Iboxx High Grade Index	252.9	-1.2%	-1.9%	2.4%	5.3%
Iboxx High Yield Index	238.7	1.0%	2.5%	1.2%	2.2%
Commodities					
CRB Thomson/Jefferies Index	229.5	8.3%	4.9%	-15.6%	-25.9%
Oro (onza)	1184.4	0.1%	-7.7%	0.9%	-8.3%
Materias Primas	59.3	4.4%	7.2%	2.3%	-6.8%
Energia	38.9	9.1%	10.0%	-6.9%	-16.1%
Agribusiness	54.5	1.7%	2.7%	1.6%	-0.3%
Tasas Tesoro US (nivel, anuales)					
	Fin Abril	Fin Marzo	Fin Enero	Fin Oct.'14	Fin Abr.'14
US Treasury 2 Y	0.6%	0.6%	0.4%	0.5%	0.4%
US Treasury 10 Y	2.0%	1.9%	1.6%	2.3%	2.6%

Fuente: Bloomberg

* Indice 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 Abril	Apreciación porcentual vs. USD			
		1 Mes	3 Meses	6 Meses	1 año
Países Desarrollados					
Euro*	1.12	4.6%	-0.6%	-10.4%	-19.1%
Libra Inglesa*	1.54	3.6%	1.9%	-4.0%	-9.0%
Yen Japonés	119.38	0.6%	-1.6%	-6.3%	-16.8%
Dólar Australiano*	0.79	3.9%	1.8%	-10.2%	-14.9%
Latinoamérica					
Real Brasileiro	3.01	5.7%	-12.4%	-21.7%	-35.0%
Peso Mexicano	15.35	-0.6%	-2.5%	-13.9%	-17.4%
Peso Chileno	612	2.1%	2.1%	-5.9%	-8.3%
Peso Argentino	8.91	-1.0%	-3.1%	-4.8%	-11.3%
Asia					
Yuan Chino	6.20	-0.1%	0.8%	-1.5%	0.9%
Ringgit Malayo	3.56	3.8%	1.8%	-8.3%	-9.1%
Won Surcoreano	1072	3.4%	2.0%	-0.3%	-3.8%
Singapur dólar	1.32	3.5%	2.3%	-3.0%	-5.6%
Bhat Thaiandés	33.02	-1.5%	-0.8%	-1.3%	-2.0%
Dólar Taiwanés	30.62	2.2%	2.9%	-0.6%	-1.3%
Rupia Indonesa	12963	0.8%	-2.3%	-7.3%	-12.1%
Rupia India	63.42	-1.5%	-2.5%	-3.4%	-5.1%
EEMEA					
Lira Turca	2.67	-2.9%	-9.5%	-20.2%	-26.5%
Florín Húngaro	270.47	3.4%	1.7%	-9.9%	-22.2%
Zloty Polaco	3.60	5.2%	2.8%	-6.7%	-18.8%
Corona Checha	24.46	4.7%	0.5%	-10.2%	-23.6%

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.