



Estimados,

En Marzo los mercados mostraron resultados divergentes, en gran parte en líneas regionales y de monedas, en líneas generales con nuestra visión, posiciones y recientes cambios en ellas. El mes terminó con resultados básicamente neutros para nuestros portafolios, mientras que los grandes índices del mercado de USA cayeron en forma no trivial, como también nuestro *benchmark* (ver tabla pag. 3). La política monetaria en USA fue una fuente de volatilidad durante el mes, y Grecia volvió como factor de riesgo antes de lo inicialmente esperado por el mercado (como lo señalamos en nuestro blog). Igualmente, el factor más relevante sigue siendo el ciclo económico global, especialmente de las economías de USA y China, a menos que haya un accidente mayúsculo en Grecia. Como dijimos en el último párrafo de la carta del mes pasado, aumentamos el énfasis en Europa y Asia (principalmente con cobertura de tipo de cambio), como también el sector de empresas medianas en USA, mientras aumentamos la calidad crediticia promedio de la exposición a deuda corporativa (bajando riesgo y retorno esperado).

El mercado general de acciones en USA, especialmente tecnología, sufrió una pequeña corrección en el mes, mientras que se observaron resultados positivos en sectores más dependientes de la demanda doméstica, como también en Europa y Asia. En el mercado de renta fija, las tasas de interés mostraron pocos cambios, las monedas de emergentes sufrieron masivamente la apreciación del dólar, el mercado de crédito mostró mejoras marginales. Con ese contexto, la performance de los portafolios puede explicarse en términos de lo que funcionó y lo que no:

- El segmento acciones mostró un resultado positivo neto, mientras que el segmento renta fija mostro un resultado negativo casi marginal.
- Los mejores resultados surgieron de las inversiones en acciones en Europa y Asia, en gran parte gracias a los instrumentos con cobertura de tipo de cambio (mitigando la apreciación del dólar), como también el reciente énfasis en el sector Mid-Cap (más dependiente de la economía doméstica, con menor detrimento de la apreciación del dólar). Los peores resultados surgieron de la exposición a tecnología (aunque sigue siendo un contribuyente positivo en lo que va del año), como el resto de la exposición a acciones de USA.
- Por ende, el énfasis en Europa y Japón implementado con instrumentos con cobertura de tipo de cambio sigue dando buenos resultados, como ahora la exposición a empresas del sector mid-cap en USA, todo parte de la misma temática de apreciación secular del dólar que ya mantenemos hace muchos meses. La falta de exposición a acciones en América Latina nos sigue ahorrando disgustos, dado que en el mes el MSCI Latin America cayó más de 7%.
- En el segmento renta fija, alrededor de la mitad de las inversiones produjeron resultados positivos, y la otra mitad negativos. Redujimos la exposición a Brasil, cómo también a otros créditos más riesgosos, como parte del proceso de cambio en ese segmento. Dado el claro mensaje de moderación de la Fed, agregamos un índice del mercado general de deuda de USA.

Mirando hacia delante, el patrón de los datos económicos de la economía de USA muestra muchas similitudes con lo visto en años anteriores, donde el primer trimestre es débil y los siguientes muestran aceleración. Dos diferencias importantes son la fuerte apreciación del dólar y la igualmente fuerte caída del precio de la energía. Según el modelo económico usado por la Fed, estos dos fenómenos con efectos opuestos en el crecimiento han sido de tal magnitud que básicamente se cancelan mutuamente. China es claramente un factor decisivo para el ciclo global, dado que su economía parece continuar la desaceleración debajo de la tasa del 7% anual, y la mayoría de los pronósticos confían que las medidas de estímulo y control del gobierno llevarán a evitar cruzar ese nivel. Nosotros somos algo más escépticos sobre la eficacia del estímulo gubernamental. Pensamos que el mercado de acciones en USA depende de la dirección del ciclo económico, dado que las ganancias corporativas muestran caídas contra períodos anteriores al mismo tiempo que el nivel de las valuaciones no es tan claramente atractivo como lo era. Creemos que en un ambiente de bajas tasas de interés los promedios históricos de las métricas de valuación muestran un sesgo hacia la sobrevaluación, pero lo importante es el delicado equilibrio entre mejor ciclo económico y tasas de interés. Los datos de los próximos meses serán determinantes.

Obviamente que la normalización de la política monetaria en USA es un factor fundamental, y muy relacionado con el párrafo anterior. Los recientes discursos de las autoridades señalan más a Septiembre que a Junio como el comienzo del proceso de subir tasas de interés y más importante aun es el mensaje de moderación en la velocidad posterior. Como ya hemos dicho antes, este es un fenómeno sin precedente histórico, que en si mismo genera ansiedad en los mercados, lo que se suma a las preocupaciones sobre el ciclo económico global. Tendemos a pensar que los factores fundamentales subyacentes en la economía de USA favorecen el optimismo de mediano plazo.

La crisis en Grecia no ha generado contagio serio aun, y muchos creen que no lo hará. La mayoría de los observadores continúan asignando una probabilidad relativamente baja a que Grecia se sale del euro. Nosotros tenemos una visión más pesimista, como lo expresamos en nuestro blog el 17 de Marzo. Pensamos que los incentivos en ambos lados de la mesa de negociaciones son inconsistentes con un fácil arreglo. Alemania y el resto de la unión no pueden sentar un precedente de flexibilidad que fomente el crecimiento de 'Podemos' en España, lo que generaría un problema mucho mayor a Grecia en términos de la posible salida de un país grande del euro. En cierto sentido, Grecia puede ser un pequeño sacrificio para mantener el resto de Europa unida. Del lado griego, el nuevo gobierno ganó con una plataforma inconsistente con un acuerdo de financiamiento de la unión (financiamiento sin condiciones). Si sólo estuviese en juego Grecia, la negociación sería muy simple. Pero están en juego los precedentes e incentivos para España, Portugal, Italia y también Francia, lo que convierte a Grecia en un precedente crucial, donde los costos de un accidente son menores a los de un mal precedente.

Saludos,

Martín Anidjar

1ro de Abril 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 Marzo	Retornos al 31-Marzo-2015			
		Ultimo mes	Ultimos 3 meses	Ultimos 6 meses	Ultimos 12 meses
Custom Alloc. Index*	110.79	-1.3%	-0.2%	-0.8%	-0.7%
Acciones					
S&P 500	2067.9	-1.7%	0.4%	4.8%	10.4%
Nasdaq	4900.9	-1.3%	3.5%	9.1%	16.7%
MSCI Unión Europea	497.5	0.8%	12.4%	11.8%	12.2%
MSCI Asia ex-Japan	589.9	0.3%	4.6%	4.4%	8.1%
MSCI Latam	2451.4	-7.6%	-10.1%	-22.7%	-23.3%
MSCI ACWI World	424.8	-1.8%	1.8%	1.9%	3.3%
Deuda					
Barclays U.S. Aggregate	1945.6	0.5%	1.6%	3.4%	5.7%
JPM GBI Broad Index	501.3	-0.9%	-1.9%	-2.9%	-3.9%
JPM GBI-EM Index	291.6	-2.5%	-2.5%	-5.0%	-4.6%
JPM EMBIG	676.2	0.5%	2.1%	0.4%	4.1%
Iboxx High Grade Index	255.9	0.4%	2.6%	4.8%	7.8%
Iboxx High Yield Index	236.4	-0.8%	2.3%	1.9%	1.7%
Commodities					
CRB Thomson/Jefferies Index	211.9	-5.5%	-7.9%	-23.9%	-30.5%
Oro (onza)	1183.7	-2.4%	-0.1%	-2.0%	-7.8%
Materias Primas	56.8	-5.6%	1.7%	-5.1%	-8.9%
Energia	35.7	-4.0%	-4.1%	-18.6%	-18.5%
Agribusiness	53.6	-3.6%	2.0%	1.3%	-1.4%
Tasas Tesoro US (nivel, anuales)					
	Fin Marzo	Fin Feb.	Fin Dec.'14	Fin Sep.'14	Fin Mar.'14
US Treasury 2 Y	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%	0.4%
US Treasury 10 Y	1.9%	2.0%	2.2%	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 Marzo	Apreciación porcentual vs. USD			
		1 Mes	3 Meses	6 Meses	1 año
Países Desarrollados					
Euro*	1.07	-4.2%	-11.3%	-15.0%	-22.1%
Libra Inglesa*	1.48	-4.0%	-4.9%	-8.6%	-11.1%
Yen Japonés	120.13	-0.4%	-0.3%	-9.6%	-16.4%
Dólar Australiano*	0.76	-2.6%	-6.9%	-13.0%	-17.9%
Latinoamérica					
Real Brasileiro	3.20	-12.5%	-20.3%	-30.6%	-40.7%
Peso Mexicano	15.26	-2.1%	-3.5%	-13.7%	-16.9%
Peso Chileno	625	-1.2%	-1.2%	-4.5%	-13.8%
Peso Argentino	8.82	-1.1%	-4.2%	-4.6%	-10.2%
Asia					
Yuan Chino	6.20	1.1%	0.1%	-1.0%	0.3%
Ringgit Malayo	3.70	-2.8%	-5.9%	-12.9%	-13.4%
Won Surcoreano	1110	-1.1%	-1.7%	-5.2%	-4.2%
Singapur dólar	1.37	-0.7%	-3.5%	-7.6%	-9.1%
Bhat Thaiandés	32.55	-0.6%	1.1%	-0.4%	-0.4%
Dólar Taiwanés	31.31	0.5%	1.1%	-2.9%	-2.7%
Rupia Indonesa	13074	-1.1%	-5.5%	-7.3%	-15.1%
Rupia India	62.50	-1.1%	0.9%	-1.2%	-4.4%
EEMEA					
Lira Turca	2.60	-3.6%	-11.2%	-14.0%	-21.3%
Florín Húngaro	279.98	-3.6%	-7.0%	-13.8%	-25.4%
Zloty Polaco	3.80	-2.5%	-7.2%	-14.7%	-25.5%
Corona Checha	25.68	-4.5%	-12.3%	-18.0%	-28.8%

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.

La apreciación porcentual es para todas con respecto al USD. Por ende, un porcentaje positivo muestra la apreciación de la moneda en cuestion frente al dolar.

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.