



Estimados,

Aunque Mayo fue un mes positivo para los portafolios, fue poco consecuente con respecto a acercarnos a entender mejor los fenómenos que hoy son cruciales en términos de la macro global. El ciclo económico de USA continúa siendo una sospecha, y el de China no es muy diferente. En términos de fuentes de ruido de corto plazo, Grecia sigue sin definición, y la expectativa de los mercados se ha acercado mucho a nuestra visión original sobre el tema: la incompatibilidad de incentivos entre las partes en esa negociación.

Las tasas de interés en USA subieron y volvieron a bajar durante el mes. En Europa las tasas de interés se estabilizaron después de una fuerte suba durante el fin de Abril y comienzos de Mayo, lo que había sido la fuente fundamental de incertidumbre en esas semanas (por la velocidad del movimiento). La estabilidad de las tasas de interés en Europa durante la mayor parte de Mayo explica la estabilidad general del mes (excepto por algo de volatilidad en la última semana del mes).

En términos de la performance de los portafolios, volvieron a producir resultados superiores al índice de referencia (como se puede ver en la primer tabla al final de la carta). La explicación de los mejores resultados relativos está principalmente en las decisiones dentro de la asignación de acciones. Lo que funcionó y no funcionó fue:

- Los retornos positivos durante el mes fueron generados por la asignación a acciones, a pesar de que en general las acciones en el mundo produjeron un resultado promedio negativo (MSCI World cayó 0.13% en el mes), lo que muestra los méritos de la selección de instrumentos/regiones dentro de acciones. En el segmento deuda, un par de inversiones con resultados negativos compensó por el resto con resultados positivos.
- Dentro de acciones, las mayores contribuciones absolutas provienen de las asignaciones a Japón y Europa (con cobertura de tipo de cambio), y a tecnología. Visto por dólar invertido, las asignaciones a la estrategia basada en reglas fundamentales (empresas sólidas) y a grandes bancos también produjeron buenos resultados. Una vez más, la falta de exposición a acciones en América Latina fue particularmente acertada (MSCI LatAm cayó 7.3% en el mes).
- En el segmento deuda, el resultado negativo se debe fundamentalmente a dos inversiones que compensaron por el resto. La asignación a empresas de alta calificación de riesgo fue eliminada. La otra inversión es un bono en Asia de una empresa a la que le afectó la apreciación del dólar en su país.

La aprehensión de los inversores con respecto a los mercados aumenta a medida que comienza el verano en el hemisferio norte, dada la performance de los mercados en los últimos años y las dudas sobre el ciclo económico subyacente (valuaciones). No somos inmunes a esa aprehensión. El reciente aumento en la liquidez se debe más a operaciones de corto plazo que a una decisión táctica (vencimiento de un bono, venta de una posición particular). En el corto plazo no vemos que ese nivel de cash caiga, aunque si pensamos que cambiará su origen (de deuda a acciones). En otras palabras,

probablemente aumentemos la exposición a deuda de corto plazo y reduzcamos la exposición general a acciones en el corto plazo, manteniendo un relativamente alto nivel de liquidez. Es importante aclarar que nuestro portafolio de deuda fue diseñado específicamente para un escenario en el que las tasas de interés suben.

En el corto plazo, los temas relevantes siguen siendo la normalización de la política monetaria en USA (la fecha y ritmo de la suba de la tasa de interés de la Fed), y la crisis de refinanciación de Grecia. El ciclo económico de USA es el fenómeno fundamental subyacente de relevancia, con una obvia influencia en el proceso de normalización de la política monetaria.

Con respecto a Grecia, el drama continúa mostrando lo que nosotros habíamos señalado hace tiempo: hay una importante incompatibilidad en los incentivos de las partes. Las elecciones locales en España recientemente agravan la situación dado que refuerzan los incentivos de la Unión Europea (UE) de mantenerse firme en su postura pro reformas y ajuste. El gobierno griego fue elegido con un mandato de relajar el programa de reformas y ajuste, pero mantenerse en la UE. Los líderes de la UE tienen en claro los riesgos de mostrar excesiva flexibilidad con respecto a un programa de reformas y financiamiento que había sido acordado no mucho tiempo atrás. Cambios en tal programa generaría demandas similares en otros países (España, Portugal, Italia), y si no, alimentaría los partidos políticos locales que surgieron como reacción a tales programas.

Está claro que el riesgo más grande de última instancia es Francia, dado que su programa de ajuste ha requerido de algunas excepciones a las reglas de la UE. Es claro que los líderes de la UE (Alemania, etc.) necesitan demostrarle a los incipientes partidos de izquierda en la región que no hay un camino alternativo, que permanecer en la unión requiere reformas, y que las desviaciones son muy riesgosas y costosas. Si Grecia comenzara su camino de salida de la unión, lo que ocurriría al emitir cuasi-monedas locales y/o restringir la salida de depósitos en euros, el costo de la desviación sería mucho más claro para los políticos de los otros países periféricos. Igualmente, la forma en la que Grecia podría dejar la unión tiene aún muchas formas y escenarios alternativos, y puede ser un proceso largo y lleno de múltiples negociaciones y postergaciones. Igualmente, en el corto plazo reduciremos la exposición a acciones en la región muy probablemente. El riesgo de apurarse en la reducción es obviamente perderse parte de la convergencia en las valuaciones de acciones en Europa a las de USA, que sigue ocurriendo.

En términos del ciclo económico de USA, no ha habido grandes cambios, con el mercado laboral mostrando relativa continuidad en su recuperación pero el resto de los datos mostrando desaceleración desde el primer trimestre. Ha surgido un fuerte debate sobre posibles errores en el ajuste de trimestral del cálculo de crecimiento en el primer trimestre, dado que cada año parece haber una desaceleración. Igualmente, los datos de ventas minoristas y otras series muestran debilidad relativa, como también se puede ver en el índice de Citi de Sorpresas Económicas. Este es quizás el tema fundamental más relevante del corto plazo, en especial dadas las valuaciones y performance del mercado de acciones de los últimos años. No vemos el mercado de acciones como muy sobre-valorado, pero si pensamos que su valuación incluye la expectativa de una re-aceleración del crecimiento de la economía de USA hacia niveles de 2.5-3% para el fin de este año.

La normalización de la política monetaria es obviamente un tema muy relacionado con el ciclo económico, pero pensamos que hay una alta probabilidad que la Fed comience el proceso de normalización con una primer suba de tasas a pesar de no ver un fuerte rebote rápidamente. Pensamos que en algún momento entre Septiembre y Diciembre la Fed comenzará el proceso con una primer pequeña suba, quizás simbólica dado el paso posterior y el nivel general de tasas.

La combinación de estos factores de riesgo generan un desafío importante para el diseño de portafolio en los últimos meses. Hemos trabajado (y lo seguiremos haciendo) en análisis cuantitativo del impacto en los portafolios de diferentes escenarios de subas de tasas, o sobre-reacción de los mercados al escenario de subas de tasas, con el objetivo de llegar a un diseño de portafolios que minimice el impacto de tal evento. Parte de ese análisis incluye simular la performance de los portafolios a través de escenarios de shocks de tasas, usando el patrón de comportamiento que tuvieron los mercados y cada uno de los instrumentos en episodios similares en el pasado reciente (específicamente, la matriz de varianzas y covarianzas de los instrumentos) como lo fue el berrinche de la Fed de mayo-junio del 2013. En ese ejercicio obtenemos un resultado extremo de una caída de 5% en el valor de los portafolios.

Es importante aclarar que la situación actual no tiene precedentes históricos en términos de política monetaria. También, este tipo de análisis cuantitativo es especialmente inestable con respecto a los supuestos (periodos, shocks simulados, etc.). Igualmente, el punto crucial es claro: si el mercado no se adapta gradualmente al escenario de tasas esperado por la Fed, un episodio de sobre-reacción puede ocurrir en el corto plazo, con implicancias similares a las estimadas. Pensamos que hay una alta probabilidad a una adaptación gradual de las expectativas del mercado, pero al mismo tiempo pensamos que tiene sentido aumentar el nivel de protección contra un escenario alternativo (mientras continuamos la búsqueda de una mejor estrategia de inmunización).

Sin el uso de instrumentos más sofisticados como derivados u opciones, la inmunización suele sólo ser posible con el mayor uso de la liquidez, reduciendo el riesgo en los sectores de acciones más expuestos a tasas, reduciendo 'duration' y riesgo crediticio en el segmento deuda. Obviamente que continuamos nuestro análisis de estrategias e instrumentos alternativos a través de análisis conceptual y cuantitativo. En otras palabras, seguimos en la búsqueda de una asignación y selección de instrumentos que minimice el impacto de un escenario de suba de tasas (o su sobre-reacción) sin el uso excesivo de cash en la asignación.

Saludos,

Martín Anidjar

1ro de Junio 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 Mayo	Retornos al 31-Mayo-2015			
		Ultimo mes	Ultimos 3 meses	Ultimos 6 meses	Ultimos 12 meses
Custom Alloc. Index*	111.53	-1.0%	-0.6%	-0.8%	-1.9%
Acciones					
S&P 500	2107.4	1.0%	0.1%	1.9%	9.6%
Nasdaq	5070.0	2.6%	2.1%	5.8%	19.5%
MSCI Unión Europea	504.3	1.3%	2.2%	11.4%	10.7%
MSCI Asia ex-Japan	615.5	-2.6%	4.6%	6.7%	8.2%
MSCI Latam	2532.7	-5.9%	-4.6%	-15.8%	-21.9%
MSCI ACWI World	437.4	0.2%	1.1%	2.7%	3.8%
Deuda					
Barclays U.S. Aggregate	1930.9	-0.4%	-0.3%	0.9%	2.9%
JPM GBI Broad Index	527.3	-0.5%	1.9%	0.6%	0.7%
JPM GBI-EM Index	297.1	0.4%	0.7%	1.8%	6.7%
JPM EMBIG	685.9	-0.5%	1.9%	0.6%	0.7%
Iboxx High Grade Index	250.9	-0.8%	-1.5%	0.5%	2.8%
Iboxx High Yield Index	239.0	0.1%	0.3%	2.3%	1.4%
Commodities					
CRB Thomson/Jefferies Index	223.2	-2.7%	-0.4%	-12.3%	-26.9%
Oro (onza)	1191.0	0.6%	-1.8%	2.0%	-4.7%
Materias Primas	59.0	-0.6%	-2.0%	1.6%	-7.1%
Energia	36.9	-5.2%	-0.8%	-3.4%	-21.0%
Agribusiness	57.0	4.5%	2.5%	3.4%	3.4%
Tasas Tesoro US (nivel, anuales)					
	Fin Mayo	Fin Abril	Fin Feb.	Fin Nov.'14	Fin May.'14
US Treasury 2 Y	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%	0.4%
US Treasury 10 Y	2.1%	2.0%	2.0%	2.2%	2.5%

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 Mayo	Apreciación porcentual vs. USD			
		1 Mes	3 Meses	6 Meses	1 año
Países Desarrollados					
Euro*	1.10	-2.1%	-1.8%	-11.7%	-19.4%
Libra Inglesa*	1.53	-0.4%	-1.0%	-2.3%	-8.8%
Yen Japonés	124.12	-4.0%	-3.8%	-4.6%	-22.0%
Dólar Australiano*	0.76	-3.3%	-2.1%	-10.1%	-17.9%
Latinoamérica					
Real Brasileiro	3.18	-5.5%	-11.9%	-23.9%	-41.8%
Peso Mexicano	15.38	-0.2%	-2.9%	-10.4%	-19.6%
Peso Chileno	618	-1.0%	-1.0%	-1.6%	-12.4%
Peso Argentino	8.99	-1.0%	-3.0%	-5.5%	-11.3%
Asia					
Yuan Chino	6.20	0.1%	1.1%	-0.9%	0.8%
Ringgit Malayo	3.67	-2.9%	-1.8%	-8.4%	-14.1%
Won Surcoreano	1108	-3.3%	-0.9%	0.0%	-8.6%
Singapur dólar	1.35	-1.8%	1.1%	-3.3%	-7.4%
Bhat Tailandés	33.68	-2.0%	-4.1%	-2.5%	-2.6%
Dólar Taiwanés	30.70	-0.2%	2.4%	0.8%	-2.3%
Rupia Indonesa	13224	-2.0%	-2.3%	-8.3%	-13.3%
Rupia India	63.83	-0.6%	-3.2%	-2.9%	-8.0%
EEMEA					
Lira Turca	2.66	0.4%	-6.2%	-19.9%	-27.0%
Florín Húngaro	281.36	-4.0%	-4.1%	-14.3%	-26.7%
Zloty Polaco	3.74	-3.9%	-0.9%	-11.3%	-23.0%
Corona Checa	24.95	-2.0%	-1.5%	-12.4%	-23.8%

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.