



Estimados,

El mes recién terminado estuvo a punto de ser el peor enero desde el 2009, que fue lo peor de la crisis 2008-09. La última semana produjo una parcial recuperación desde lo peor del mes. El S&P500 llegó a estar peor que -11% en las primeras 3 semanas del año, para terminar enero con una caída de -5.1%. Nuestros portafolios transitaron la volatilidad relativamente bien, gracias al alto nivel de cash y el énfasis en bonos de muy corto plazo. Aun más importante, no sobre-reaccionamos a la volatilidad durante el mes, lo que hubiese hecho de esas caídas una pérdida permanente. La pregunta relevante es si esta revaluación de los mercados ha terminado o es el comienzo de una crisis. Pensamos que hay que proceder con mayor cautela, dependiendo menos en el ciclo económico global, pero no es aun el momento de hacer cambios drásticos sino marginales. En la medida que los movimientos exagerados de enero se moderan, seguiremos nuestro proceso de ajuste hacia una postura algo más conservadora aun, siempre manteniendo la mirada atenta a una posible recuperación en el ciclo económico global. Dados los niveles actuales, no se necesita mucho para que el 2016 muestre una recuperación interesante en acciones, pero se necesita un mejor panorama para el crecimiento de las ganancias y de las economías.

Durante enero se vivió niveles de volatilidad tan altos que muchos de los días mas extremos podrían catalogarse como pánico en algunos mercados. Como publicamos en una nota en nuestro sitio el 20 de enero, creemos que esto se debe en gran parte a la acumulación de factores de riesgo que carecen de precedentes históricos y no se prestan fácilmente a ser analizados con marcos conceptuales tradicionales. En síntesis, el colapso y la volatilidad en el precio del petróleo, junto con las decisiones de política económica de China (principalmente alrededor del tipo de cambio y la liquidez local), y la normalización de la política monetaria de USA, son los principales factores de riesgo. Es importante que todo esto ocurre en un ambiente de crecimiento global mediocre con un deterioro en el margen, lo que hoy podemos decir que había hecho que la valuación de acciones en G7 hayan sido excesivas en el corto plazo.

El efecto del precio del petróleo en los mercados ha llegado a un extremo, con la correlación entre ambos casi minuto a minuto, lo que resulta difícil de racionalizar. Es difícil comprender cómo menores costos para la energía puede tener consecuencias negativas para el crecimiento económico, pero claramente cuando se combinaron con dudas sobre el crecimiento en China y datos marginalmente peores en Europa y Estados Unidos, la combinación fue letal. Es importante reconocer que el mercado del petróleo está transitando cambios estructurales no menores, dado que el cartel de OPEP se había efectivamente quebrado ante la amenaza de nuevas tecnologías de extracción ('shale fracking' y perforación horizontal), al mismo tiempo que volvían al mercado viejos productores (Irán, etc.). Entre los países que toleran menores precios para postergar la amenaza de las nuevas tecnologías (Arabia Saudita), y los países que no pueden financiar menores ingresos y necesitan producir si o si (Rusia, Venezuela), el shock de oferta fue significativo, y por ende no es obvio que la caída del precio sea necesariamente un mensaje de aun menor crecimiento global. Obviamente, si el ciclo económico global fuese ascendente, los vaivenes de precio serían menores y de menor impacto en los mercados financieros. Pensamos que el impacto directo del petróleo en los mercados financieros debería ir disminuyendo en las próximas semanas.

China es claramente otro de los factores de riesgo importantes. Es casi imposible saber claramente cuál es la tasa de crecimiento de su economía o hacia donde va, pero los mercados parecen haber superado el tema, al menos en el corto plazo. Pensamos que los errores de política económica, especialmente alrededor del tipo de cambio, seguirán jugando un rol crucial como factor de riesgo global. Está claro que en Agosto China comenzó un proceso de devaluación de su

moneda, que interrumpió prematuramente como respuesta al impacto global y local del primer movimiento y su interacción con los esfuerzos locales de estabilizar el mercado de acciones. La fuga de capitales parece continuar, lo que suena razonable ante la probabilidad de una devaluación mayor en un contexto de expansión monetaria e inyecciones de liquidez. El gobierno parece priorizar la estabilidad del mercado local de acciones, inyecta liquidez para ello, sin suficiente atención al impacto de esa mayor liquidez en la fuga de capitales. Si el crecimiento económico real sigue deteriorándose en China, a lo que se le puede sumar una devaluación, podría tener efectos marginales negativos en varios países emergentes, más allá de la ya realizada caída del precio de los commodities. No parece haber paralelos de la situación actual con la crisis del 2008, pero si se pueden trazar algunos con 1998, con algunos pocos candidatos a jugar el rol de Rusia en el mercado de deuda si la situación sigue deteriorándose. Este es un tema en el que nos estamos concentrando, intentado no prejuizar ni ser apresurados, pero con la intención de estar preparados si la probabilidad de tal escenario aumentase.

En términos de los que funcionó y no funcionó en el mes, un breve repaso”

- La asignación a acciones es básicamente responsable por la performance del mes, dado que la asignación a deuda produjo resultados neutros, en gran parte gracias a ser deuda de tan corto plazo.
- Dentro de la asignación a deuda hubo gran diversidad. Con mercados algo más calmados pensamos que veremos la recuperación de los instrumentos que sufrieron, en gran parte dado que los altos cupones y la proximidad de los vencimientos son fuertes impulsos. Igualmente, estamos planeando cambios en el perfil crediticio de las exposiciones, con una reducción a la exposición a Brasil. La asignación a US High Yield también es de muy corto plazo y casi sin exposición al sector energía.
- Dentro de la asignación a acciones, todas las posiciones produjeron resultados negativos durante enero, pero las peores fueron tecnología, empresas medianas y los bancos.
- El alto nivel de cash, como venimos enfatizando por meses, ayuda mucho a reducir el impacto de la volatilidad, lo que evita tomar decisiones con costos permanentes en los peores momentos.

Saludos,

Martín Anidjar

1 de Febrero del 2016

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 Enero	Retornos al 31-Enero-2016			
		Ultimo mes	Ultimos 3 meses	Ultimos 6 meses	Ultimos 12 meses
Custom Alloc. Index*	104.4	-2.4%	-4.3%	-5.6%	-5.1%
Acciones					
S&P 500	1940.2	-5.1%	-6.7%	-7.8%	-2.7%
Nasdaq	4614.0	-7.9%	-8.7%	-10.0%	-0.5%
MSCI Unión Europea	431.2	-4.9%	-7.3%	-11.9%	-7.6%
MSCI Asia ex-Japan	461.6	-7.7%	-11.5%	-15.8%	-20.1%
MSCI Latam	1744.1	-4.7%	-13.1%	-24.3%	-31.8%
MSCI ACWI World	375.0	-6.1%	-8.8%	-12.1%	-8.6%
Deuda					
Barclays U.S. Aggregate	1951.9	1.4%	0.8%	1.3%	-0.2%
JPM GBI Broad Index	541.4	2.0%	1.8%	2.7%	1.1%
JPM GBI-EM Index	304.2	1.9%	1.3%	1.7%	2.0%
JPM EMBIG	669.4	-0.2%	-1.8%	-1.1%	0.7%
Iboxx High Grade Index	247.5	0.0%	-1.0%	-0.1%	-4.0%
Iboxx High Yield Index	216.8	-1.2%	-5.8%	-7.3%	-7.0%
Commodities					
CRB Thomson/Jefferies Index	166.8	-5.3%	-14.8%	-17.7%	-23.8%
Oro (onza)	1118.2	5.3%	-2.1%	2.0%	-12.9%
Materias Primas	40.8	-9.3%	-16.6%	-21.6%	-26.2%
Energia	27.3	-2.7%	-14.2%	-16.8%	-23.0%
Agribusiness	43.9	-5.5%	-9.4%	-18.2%	-17.3%
Tasas Tesoro US (nivel, anuales)					
	Fin Dic.	Fin Dic.	Fin Oct.	Fin Julio	Fin Ene.'15
US Treasury 2 Y	0.8%	1.0%	0.7%	0.7%	0.4%
US Treasury 10 Y	1.9%	2.3%	2.1%	2.2%	1.6%

Fuente: Bloomberg

* Índice calculado en base a 45% MSCI World + 45% Barclays GlobalAgg. + 10% UST de 1 año ; suponiendo costos totales de 1.5% anual (instrumentos, transacciones, etc.)

2. Monedas contra el dólar

	Cierre de Enero	Apreciación porcentual vs. USD			
		1 Mes	3 Meses	6 Meses	1 año
Países Desarrollados					
Euro*	1.08	-0.3%	-1.6%	-1.4%	-4.1%
Libra Inglesa*	1.42	-3.3%	-7.7%	-8.8%	-5.4%
Yen Japonés	121.14	-0.8%	-0.4%	2.2%	-3.1%
Dólar Australiano*	0.71	-2.8%	-0.8%	-3.1%	-8.7%
Latinoamérica					
Real Brasileiro	4.00	-1.0%	-3.7%	-16.9%	-49.1%
Peso Mexicano	18.11	-5.2%	-9.7%	-12.4%	-20.9%
Peso Chileno	712	-0.4%	-0.4%	-5.9%	-12.1%
Peso Argentino	13.95	-7.9%	-46.7%	-51.9%	-61.4%
Asia					
Yuan Chino	6.58	-1.3%	-4.1%	-5.9%	-5.2%
Ringgit Malayo	4.15	3.4%	3.6%	-8.3%	-14.3%
Won Surcoreano	1199	-2.0%	-5.1%	-2.5%	-9.6%
Singapur dólar	1.42	-0.4%	-1.6%	-3.8%	-5.2%
Bhat Thailandés	35.69	0.9%	-0.2%	-2.0%	-8.9%
Dólar Taiwanés	33.33	-1.4%	-2.2%	-5.2%	-5.7%
Rupia Indonesa	13778	0.1%	-0.7%	-1.8%	-8.7%
Rupia India	67.79	-2.5%	-3.9%	-5.7%	-9.6%
EEMEA					
Lira Turca	2.95	-1.3%	-1.4%	-6.6%	-21.0%
Florín Húngaro	287.24	1.1%	-1.8%	-2.7%	-4.4%
Zloty Polaco	4.08	-4.0%	-5.7%	-8.2%	-10.1%
Corona Checha	24.95	-0.3%	-1.4%	-1.2%	-1.5%

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.