



Panamá, 11 de enero de 2012

Estimados Accionistas,

La acción del fondo terminó el 2011 con un valor \$1,160.28, comparado con \$1,115.41 a principio de año, lo que representa un aumento o retorno total de 4.02 %. Los activos bajo administración pasaron durante el año de \$4,435,000 a \$11,075,000, producto de la apreciación de la acción y, sobre todo, de nuevos aportes de los accionistas.

En la actualidad, el fondo está invertido casi en su totalidad en acciones comunes de grandes compañías no financieras de los Estados Unidos y Europa.

El 2011 estuvo marcado por graves problemas macroeconómicos en los países desarrollados, principalmente en la zona euro. Dichos sucesos provocaron que gran cantidad de inversores optara por refugiarse en el “US Treasury” y abandonara el resto de los activos, calificados en bloque como “risky assets”. Esto condujo a un aumento en los precios de los primeros a niveles record y, al mismo tiempo, deprimió los precios de los segundos, produciendo los resultados que vemos a continuación:

| RETORNO TOTAL 2011 | |
|---------------------------|----------|
| S&P 500 (US Large Cap) | 2.11 % |
| Euro Stoxx 50 | -13.16 % |
| FTSE 100 (UK) | -2.71 % |
| BOVESPA (Brazil) | -18.15 % |
| NIKKEI (Japan) | -15.61 % |
| China | -18.81 % |
| 10 yr US Treasury | 16.2 % |
| República de Panamá 2020 | 11.50 % |

AMBIENTE ACTUAL Y ESTRATEGIA

El ambiente para las inversiones en este momento es muy similar al que prevalecía a inicios del 2011, excepto que los bonos del tesoro y equivalentes ahora están todavía más caros mientras que las acciones comunes de compañías de alta calidad no experimentaron mayor cambio. Es decir, que las acciones comunes lucen ahora aun más atractivas y seguras en términos relativos y absolutos.

| | “Yield to maturity” 1/1/2011 | “Yield to maturity” 12/31/2011 |
|---------------------|---|---|
| 10 year US Treasury | 3.37 % | 1.89 % |
| Panama 2020 | 4.50 % | 3.34 % |

| | P/E | “Earnings Yield” | Dividend Yield |
|---------------------------|------|---------------------|-------------------|
| S & P 500 (current- 2012) | 13.5 | 7.4 % | 2.07 % |

Los bonos del tesoro están en un “bull market” que inició a principios de los 80s con las tasas interés en 16 % y que lleva ya 30 años. Es apenas el segundo periodo de 30 años desde 1842, en el que los bonos del tesoro logran un rendimiento superior al de las acciones comunes.

| RETORNO ANUAL | | | | |
|----------------------|---------|----------|----------|-----------|
| | 5 years | 10 years | 30 years | 1900-2000 |
| 30 year US Treasury | 10.9 % | 8.7 % | 11.8 % | 4.8 % |
| S & P 500 | -1.2 % | 2.8 % | 10.8 % | 10.1 % |
| inflation | | | | 3.2 % |

A partir de los niveles actuales, sin embargo, con la deterioradísima situación fiscal que todos conocemos y el Fed ensayando tratamientos heroicos, los riesgos son grandes y la posible recompensa para el inversionista en estos bonos es muy limitada. El mismo análisis aplica para bonos que se cotizan a un diferencial modesto sobre el tesoro. En fin, es **un ambiente hostil para el inversionista de renta fija**. Lo que los economistas han bautizado como “represión financiera”.

La otra cara de la moneda son las acciones “Blue chip” de Estados Unidos. El S&P 500, por ejemplo, se encuentra hoy en 1279, mismo nivel que alcanzara en 1999: ¡13 años perdidos! La relación precio-utilidad (P/E) en aquel entonces era de 25, mientras que hoy en día es 13, producto de que las compañías han duplicado sus utilidades durante este periodo. Para poner estos niveles en perspectiva, podemos compararlos con los promedios del siglo XX. Durante este periodo, que no estuvo en forma alguna libre de tragedias y contratiempos, el P/E promedio fue de 15.5; y el retorno compuesto de 10 +%.

Para efectos del Tagua Fund, lo anterior es indicio de un sector en el que hay oportunidades. Y, efectivamente, los administradores no están teniendo dificultad para encontrar situaciones atractivas: **acciones de compañías de alta calidad (poco endeudamiento, ventas y utilidades altas y poco vulnerables, ventajas competitivas duraderas, administradores que gratifican al accionista, etc.) a precios razonables.**


Creemos que el tipo de inversión descrita en el párrafo anterior es la mejor alternativa para crecer y preservar un patrimonio en tiempos en que como dijo Alan Greenspan recientemente “el *welfare state* se esta chocando con la realidad económica”. En decir, donde el endeudamiento, los déficit crónicos, el bajo crecimiento y políticas monetarias extremas en los países desarrollados le dan algún grado de probabilidad a escenarios o eventos extremos: inflación alta, devaluación, recesión, “defaults”, etc.

DESAYUNO (miércoles 18 de enero de 2012, 8 am, Hotel Bristol)

Los administradores estaremos ofreciendo un breve desayuno para presentar a los accionistas todos los detalles del fondo y recibiremos cualquier comentario o pregunta sobre el fondo o sobre inversiones en general. Dichas preguntas podrán ser enviadas por email o realizarse durante el evento. Esperamos contar con su presencia.

Nuevamente, muchas gracias por la confianza y lo mejor en el nuevo año.

Atentamente,


Joaquin de la Guardia A., cfa