



Panamá, 5 de febrero de 2021

Estimados accionistas,

Ante todo, reciban un cordial saludo. A continuación, nuestro comentario anual sobre el Tagua Fund y las inversiones en general.

Tagua Fund

	1-ene-2020	31-dic-2020	
Precio por Acción	\$2,804.46	\$2,305.26	-17.80%
Número de Acciones	31,566	28,536	-9.60%
Activos Totales	\$88,525,584.36	\$65,782,899.36	-25.69%

El 2020: “shock pandémico”, intervención del gobierno con fuerza abrumadora, bifurcación en los mercados, miseria en muchos sectores y euforia en la tecnología

El año 2020 inició con el S&P 500 cotizándose a un múltiplo de 19 veces utilidades, relativamente alto, pero no especulativo, los Fed Funds y el bono del tesoro de 10 años rindiendo 1.5%, y una economía boyante con desempleo de 3.5%. La prosperidad continuó por los dos primeros meses del año y, entonces, entró la pandemia! Este es un repaso muy breve, ya que todos conocemos de sobra esta historia. La incertidumbre y el pánico sobre el impacto económico fueron algo nunca visto. Se hablaba de quiebras masivas y una nueva Gran Depresión. En cuestión de semanas, el desempleo se fue a 15% y el S&P 500 bajó 31%. Luego, vino la respuesta fiscal y monetaria del gobierno, que demostró su poderío para mantener las cosas a flote o crear un puente económico hasta la pos-pandemia. Paralelamente, muchas actividades productivas se reanudaron con medidas de bioseguridad o en forma remota. Terminando el año, vino la gran noticia de la vacuna. Todo esto, resultó en un PIB que se contrajo 34% en segundo trimestre, pero se recuperó 31% en el tercer trimestre. El año 2020, en el balance, terminó arrojando una contracción económica modesta de 3%; pero, además, con expectativas de volver a niveles récord de PIB en el 2021.

El S&P 500 terminó arriba 18% para el año; algo casi inverosímil tomando en cuenta la tragedia humana y la destrucción de riqueza provocada por la pandemia. Y es que, dentro de la economía y los componentes del índice, se dio una bifurcación sin precedentes. “It was the best of times; it was the worst of times”. Bonanza para algunos y empobrecimiento para muchos en “Wall Street”

y la economía real. Lo anterior, debido a que la pandemia impactó de forma dramáticamente diferente a distintos sectores. Fue un episodio de riesgo específico nunca visto. Industrias como hoteles, entretenimiento presencial, aviación comercial, energía, bienes raíces comerciales, restaurantes, “retailers” de ladrillos y cemento, etc. fueron afectadas severamente en sus ingresos y sus acciones se desplomaron, y se quedaron abajo en los mercados. En el caso de los bancos, las acciones se desplomaron por pánico ante posibles pérdidas de crédito. Sin embargo, la industria demostró la fortaleza de su modelo de negocio actual, y el impacto operativo de la pandemia resultó ser muy manejable. El saldo fue utilidades positivas, pero más bajas de lo normal, en el 2020. Esto, producto de tomar en forma conservadora grandes reservas, las cuales posiblemente nunca tengan que usar. Las acciones del sector se han venido recuperado en la medida en que se despeja el panorama.

La otra cara de la moneda, y el sector que impulsó al S&P 500 como un motor turbo, fue la tecnología. La pandemia resultó ser un catalizador inimaginable, que, tal vez, adelantó más de 10 años la digitalización. Rápidamente, fue quedando claro para los inversionistas que las compañías en este sector serían beneficiarias de la crisis, experimentando un salto importante en la utilización de sus productos y servicios. Este nuevo elemento vino a ser, para las acciones de estas compañías, como la gota que derramó el vaso. De ser un sector que ya estaba hirviendo en entusiasmo, pasó a niveles que hoy en día ya parecen de euforia.

La situación en este momento es que hay fuertes indicios de excesos en algunos sectores del mercado, mientras que otros languidecen. Observamos volúmenes transaccionales que se han multiplicado por 9 comparados con un año atrás, la plataforma “Robinhood” negociando volúmenes mayores que varias de las principales casas de valores tradicionales juntas, los “short squeezes” en acciones como GameStop, el entusiasmo de millones de inversores novatos que se sienten invencibles, el hecho de que sólo 6 acciones representan el 25% del valor del S&P 500, la bonanza de IPOs y “private equity”, la aparición de vehículos de inversión especulativos como los SPACs (los llamados “blank check companies”), la fiebre de las criptomonedas, etc. Un reconocido “value investor”, Howard Marks, sorprendió a sus lectores, al explicar que su hijo lo convenció durante la pandemia, de que las grandes compañías tecnológicas tienen tanto potencial, que no se pueden considerar caras a ningún precio!

Comentando un poco más sobre las “Big Tech” (ver tabla adjunta), el ascenso de estas compañías es uno de los sucesos económicos más importantes de los últimos 100 años. La sola acción de Apple vale ya más que todo el imperio petrolero de Rockefeller. Sencillamente, son las mejores empresas de la historia según diferentes criterios objetivos, están transformado al mundo y llevan demasiados años seguidos de retornos deslumbrantes. Es de esperarse, que termine montándose todo el mundo en este tren y el sentimiento se desborde. Charlie Munger dice que, simplemente, muchas situaciones son difíciles de analizar y prefiere verlas desde la barrera. Y es que, para un “veterano de mil batallas” como él, que vivió la Gran Depresión; sufrió el “bear market” del 73-74, donde su fondo bajó 31% por año, dos años seguidos; pasó por la debacle del “dot.com” en el año 2000, donde el NASDAQ bajó 82% y el S&P 50%, etc.; la prioridad es siempre no perder. Para añadir mis dos centavos al tema, estos negocios son tan fuertes, que parecen estar blindados. Sin embargo, siguen siendo parte del mismo ecosistema económico que el resto de las compañías, por lo que no pueden crecer más allá de cierto punto, como un árbol que crece hasta el cielo. Ya a los precios actuales, valen trillones y representan el 25% de la bolsa. Si volvieran a “outperform” por los próximos 10 años, se volverían el 50% de la bolsa, lo cual atentaría contra la lógica. Amén, de que la regulación o la “destrucción creativa” en la economía pueden sorprender a cualquiera. En

las palabras de Jamie Dimon, “I’m scared shitless of competition”. Un escenario posible es que, por los próximos 10 años, estas compañías generen un retorno promedio positivo, pero relativamente bajo y volátil. Esto no estaría mal, pero podría decepcionar a muchos de sus inversionistas actuales.

Condiciones iniciando el 2021 y qué se puede esperar hacia adelante

Después de la vorágine experimentada en el 2020, el nuevo año arranca con condiciones económicas bastante benignas o que se pueden considerar fuerte “viento a favor”. Se espera que el PIB crezca 7% bruto, 5% real más inflación de 2%; el más alto en más de una década. Esto por el estímulo fiscal que impulsará el presidente Biden, la vacunación, que se espera permitirá alcanzar el efecto rebaño iniciando la segunda mitad del año, y la gran demanda acumulada de consumidores que han estado encerrados por más de 1 año y tienen “pólvora seca”. Por otro lado, las elecciones eran una preocupación muy grande, y se logró la transferencia pacífica del poder, y que sobrevivieran la democracia y la instituciones. El presidente Biden, por su parte, luce como un gobernante respetuoso y pragmático, que da tranquilidad; más aún, con nombramientos como Janet Yellen en la Secretaría del Tesoro.

La parte no tan buena, es que las principales alternativas de inversión no están baratas. Los Fed Funds y tasas de corto plazo rinden 0%, al igual que los plazos fijos en Estados Unidos. El bono del tesoro a 10 años rinde 1%. Y, bonos donde se asume algo o mucho riesgo de crédito, pagan primas históricamente bajas sobre el tesoro, ubicando sus retornos entre 2 y 4% para los más largos o de menor calidad. Los inversores están literalmente desesperados por flujo, lo cual crea demanda y precios altos en activos que no lo ameritan. La cereza en el pastel es que los bancos centrales compraron algo como \$10 trillones en bonos de todo tipo para estabilizar sus economías (“quantitative easing”), distorsionando o haciendo todavía peor negocio los mercados de renta fija. Por el lado de las acciones, el S&P 500 se cotiza a una relación precio-utilidades de 22, bastante por encima del promedio histórico de 16, pero que apunta, en forma muy cruda, a un retorno a largo plazo de 6%; que representaría un ritmo de “compounding” bastante constructivo y, sobre todo, muy superior a lo que ofrecen los bonos. Recordemos que un bono que rinde 2% a largo plazo, por ejemplo, es el equivalente a una acción con P/E de 50, y sin crecimiento en las utilidades. Ahora bien, un dato interesante es que, si sacamos las 6 compañías más grandes de la tecnología, que representan 25% del índice y se cotizan a un promedio de 35 veces utilidades (si alguien quisiera hacer esto!), entonces las 494 restantes se cotizan a 17.5 veces, que es un precio ya bastante moderado; más aún, considerando las alternativas. Por esa misma línea, el índice “Russell 2000 Value” se cotiza a 16 veces utilidades. Es decir, hay una gama de situaciones en los mercados accionarios, algunos de los cuales se cotizan a precios muy razonables.

Tagua Fund en el 2020 y los años venideros

La experiencia del Tagua en el 2020, sin duda, nos ubicó en el grupo de “the worst of times”; nos tocó bailar con las más feas. Esto, por estar invertidos en algunas de las compañías que terminaron estando entre las más repudiadas por los inversores, fueron objeto de coberturas negativas y sensacionalistas en los medios de comunicación, etc. El resultado para el año fue una baja de 17.8%.

Entrando en el análisis de las inversiones específicas dentro del fondo, ya vimos lo que pasó con los bancos y sus acciones. El segundo sector más importante dentro del fondo, en el 2020, eran las aerolíneas, con una ponderación en el rango de 12%. Se tomó la decisión de vender y perdimos cerca de la mitad. Esta es una industria que, en su última reencarnación, parecía tener todo a su favor. Reunía condiciones muy atractivas: un servicio de primera necesidad, en franco crecimiento, oligopolio y competencia racional, no susceptible a disrupción tecnológica, barreras de entrada, etc. La industria parecía posicionada para obtener rentabilidades atractivas y predecibles, y a prueba de cualquiera de los shocks de los últimos 40 años. Sin embargo, la pandemia fue un inesperado “cisne negro”, que redujo los vuelos a casi nada y trajo pérdidas muy grandes para estas empresas, con su alto apalancamiento operativo.

Ahora, sobre el 2021, las probabilidades de que vengan buenos tiempos para las acciones dentro de nuestro fondo parecen altas. Después de la tormenta, puede haber un arco iris. En una pieza reciente titulada “On the road again”, el analista Mike Mayo pronostica que los grandes bancos pronto volverán a sus niveles de utilidades y a su trayectoria de crecimiento pre-pandémica. Y, más bien, se habrán acreditado por la resiliencia demostrada en esta recesión, respaldando la tesis de que son negocios estables y predecibles, que se pueden considerar “bond proxies” o sustitutos de bonos. Además, estas acciones todavía se cotizan a precios entre moderados y bajos. La recuperación económica debe mejorar las condiciones de crédito: reducir la morosidad y aumentar la demanda. La curva de intereses puede ponerse “más empinada”, mejorando los márgenes de intermediación y la rentabilidad. La digitalización y los nuevos hábitos de sus clientes deben contribuir a mejorar la eficiencia. Por último, el gobierno ya levantó parcialmente las restricciones para recomprar acciones, y pronto pudiera estar levantándolas por completo, sujeto, claro está, a mantener el capital exigido. Esto, abriría el compás para grandes recompras, dado que la mayoría de estos bancos están sustancialmente sobrecapitalizados. En su conjunto, éstas son condiciones algo similares a las que se vivieron después de la recesión del 2008. El resultado pudiera ser varios años gratificantes para los accionistas de estas compañías, como el Tagua Fund.

Como siempre, muchas gracias por ser accionistas de Tagua Fund y por la confianza que depositan en nosotros. También, quisiera expresarles mis simpatías por haber pasado un año difícil, y manifestarles que hay motivos para estar optimistas sobre el futuro. Este año no tendremos la acostumbrada reunión de accionistas debido a la pandemia, pero esperamos retomarla en el 2022. Mientras tanto, quedamos a las órdenes para responder cualquier consulta que tengan a bien realizar.

Atentamente,



Joaquín De La Guardia A., CFA

joaquin@taguafund.com

Anexo 1: Inversiones dentro de Tagua Fund y sus Fundamentos

<u>Company</u>	<u>Price</u>	<u>Market Cap (\$bn)</u>	<u>EPS (2020)</u>	<u>EPS (2021)</u>	<u>Forward P/E</u>	<u>Earnings Yield</u>	<u>TBV/Share</u>	<u>P/TBV</u>	<u>Weight</u>
Wells Fargo	\$29.88	\$127.4	\$0.41	\$2.47	12.1x	8.3%	\$33.06	0.9x	16.1%
Bank of America	\$29.65	\$268.3	\$1.87	\$2.40	12.4x	8.1%	\$20.50	1.4x	15.9%
JP Morgan	\$128.67	\$404.7	\$8.88	\$10.25	12.6x	8.0%	\$65.30	2.0x	12.7%
US Bank	\$42.85	\$66.3	\$3.06	\$3.71	11.5x	8.7%	\$22.78	1.9x	11.3%
Kraft Heinz	\$33.51	\$40.3	\$2.85	\$2.81	11.9x	8.4%	NA	NA	9.5%
Bank of New York Mellon	\$39.83	\$36.6	\$4.01	\$3.95	10.1x	9.9%	\$23.40	1.7x	9.2%
Citigroup	\$57.99	\$125.1	\$4.87	\$6.41	9.1x	11.0%	\$73.83	0.8x	7.7%
Anheuser-Busch InBev	\$62.69	\$132.5	\$2.14	\$3.18	19.7x	5.1%	NA	NA	6.3%
Coca Cola Company	\$48.15	\$211.6	\$1.90	\$2.09	23.0x	4.3%	NA	NA	4.8%
Berkshire Hathaway	\$344,100.00	\$546.3	\$13,947.00	\$16,085.00	21.4x	4.7%	\$199,331.99	1.7x	4.3%
Credit Suisse	\$13.05	\$32.8	\$1.34	\$1.45	9.0x	11.1%	\$16.89	0.8x	2.0%

Anexo 2: Resultados 2020 y Condiciones a Inicios del 2021

	<u>2020</u>	<u>Inicios del 2021</u>	
	<u>Total Return</u>	<u>Forward P/E</u>	<u>DVD Yield</u>
S&P 500	18.4%	22.8x	1.5%
Russell 2000 Value	2.7%	16.0x	1.6%
S&P 500 Equal Weight	12.4%	19.1x	1.9%
Nasdaq	45.0%	29.6x	1.1%
10yr UST	5.6%	NA	1.1%
US Corp IG	9.8%	NA	2.2%
US High Yield	7.0%	NA	4.0%
Panama ´25	7.6%	NA	1.1%

Anexo 3: "Big Tech"

<u>Company</u>	<u>Market Cap. (\$Bn)</u>	<u>P/E</u>	<u>Total Return 2020 (%)</u>	<u>% of S&P 500</u>
Apple	\$2,400	34x	81.30%	6.70%
Microsoft	\$1,700	33x	41.70%	5.30%
Amazon	\$1,650	91x	76.00%	4.40%
Google	\$1,300	35x	30.40%	3.90%
Tesla	\$900	374x	758.30%	2.30%
Facebook	\$800	28x	33.00%	2.10%
Total	\$8,750		170.12%	24.70%
S&P 500		23x	18.40%	
Otras 494 compañías del S&P 500		Promedio: 17x		

Anexo 4: Rentabilidad Histórica de Tagua Fund

TAGUA FUND			
<u>Año</u>	<u>Retorno Bruto</u>	<u>Fees</u>	<u>Retorno Neto</u>
2010*	13.30%	1.125% + 10% Highwater Mark	11.54%
2011	5.90%	1.125% + 10% Highwater Mark	4.02%
2012	18.58%	1.125% + 10% Highwater Mark	15.66%
2013	32.60%	1.125% + 10% Highwater Mark	27.67%
2014	12.75%	1.0625% + 5% Highwater Mark	10.92%
2015	-6.54%	1.0625% + 5% Highwater Mark	-7.54%
2016	24.44%	1.0625%	23.12%
2017	25.96%	1.0625%	24.63%
2018	-19.56%	1.0625%	-20.41%
2019	32.07%	1.0625%	30.67%
2020	-16.92%	1.0625%	-17.80%
Promedio	10.32%		8.44%

**Inició el 16 de agosto de 2010*

Anexo 5: Evolución del Valor Neto por Acción de Tagua Fund

Valor Neto por Acción

