



Panamá, 23 de enero de 2017

Estimados Accionistas,

Ante todo reciban un cordial saludo.

El 2016 y perspectivas para los próximos 5 años

Tagua Fund

	1-ene-2016	31-dic-2016	Retorno Total
Precio por Acción	\$1,757.26	\$2,163.60	23.12%
Número de Acciones	32,987	30,226	n/a
Activos Totales	\$57,966,735.62	\$65,396,973.60	n/a

El 2016 comenzó con el mismo ambiente de pesimismo que prevalecía al final del 2015, basado principalmente en la posibilidad de un “Fed” muy agresivo subiendo las tasas y el desplome en el precio del petróleo causando caos en ese sector. Así las cosas, para febrero, los índices llegaron a estar abajo cerca de 10%. Sin embargo, con el transcurrir del año, ninguna de estas preocupaciones se materializó, y los precios fueron recuperándose, impulsados por los buenos fundamentos de la economía y las compañías. Finalmente, el inesperado triunfo de Trump en noviembre trajo un también inesperado entusiasmo, que llevó a la bolsa a terminar el año arriba 10%.

Con respecto al Tagua Fund, el valor de la acción experimentó el mismo patrón de fluctuaciones antes descrito, pero terminó arriba 23%. Lo anterior, producto de que el fondo opera con una composición bastante diferente a la del índice y, en el 2016, esto resultó a nuestro favor. Específicamente, el fondo estaba y sigue estando concentrado en los bancos “sistémicos” de los Estados Unidos. Básicamente, todavía como secuela de la crisis del 2008, este es un grupo de compañías relativamente homogéneo, que reúne condiciones que a nuestro parecer las hacen tener bajo riesgo y un retorno esperado atractivo:

- 1) Sujetas desde hace 8 años a exigencias altísimas de capital y a la supervisión constante del “Fed” (eje. “stress test”).
- 2) Mantienen exceso de capital más lo que se va sumando producto de la generación orgánica anual, lo cual los pone en posición de recomprar grandes cantidades de acciones.
- 3) Estrategia conservadora y enfocada totalmente en crear valor para los “sufridos” accionistas. Según Buffett, los bancos de Estados Unidos están más fuertes que nunca y será otra generación de banqueros la que los vuelva a “enredar”.
- 4) Son negocios apalancados a la economía y las tasas de interés. En la actualidad, tienen cientos de miles de millones en efectivo ganando 0% que pueden ser prestados o por lo menos ganar más si las tasas suben.
- 5) Se cotizan a primas modestas sobre su valor en libros tangible y tienen perspectivas de alcanzar en los próximos años retornos sobre patrimonio a niveles de 12 – 14%.

Volviendo a la situación de los mercados, iniciando el 2017, persiste una peculiaridad de este largo “Bull Market”: que prácticamente en ningún momento ha sido popular. Dominan las preocupaciones, no se ve mayor entusiasmo y muchos inversores siguen absteniéndose de participar. El comentario generalizado es que “todo esta demasiado caro” y el nivel de 20,000 asusta a la gente.

Entrando ya en cifras, a principio del 2016, el S&P 500 se cotizaba en 2,050, con ganancias esperadas de 110 para un P/E de 18.5. Comenzando el 2017, el S&P 500 está en 2,274 y las ganancias esperadas en 123 para un P/E de 18.5. Si bien es cierto, este nivel está por encima del promedio histórico de 16, pero no está demasiado lejos; y parece aceptable, si se toma en cuenta el ambiente actual de bajas tasas de interés, el cual pensamos se mantendrá en su esencia, a pesar de múltiples aumentos de .25% por parte del “Fed” en los próximos años. Por otro lado, las ganancias de las compañías podrían sorprender hacia arriba significativamente si Trump logra llevar a cabo su plan pro negocios/pro crecimiento que incluye: 1) impuestos sustancialmente más bajos para individuos y corporaciones 2) menos regulación 3) gasto fiscal importante en defensa e infraestructura. Por cierto, esta plataforma de Trump, inflacionaria y deficitaria, se puede decir que es hostil para la renta fija; categoría de inversión donde todo parece indicar que el “Bull market” de 35 años llegó a su fin.

Resumiendo, seguimos pensando que en la actualidad las acciones comunes de compañías grandes de los Estados Unidos siguen siendo uno de los mejores medios para preservar y obtener un retorno atractivo sobre los patrimonios; al igual que lo han sido casi ininterrumpidamente por los últimos 200 años. **En base a las valuaciones actuales, el mercado pudiera promediar algo como 5% más dividendos por los próximos 5 años, para un total de 7% por año.** Más aún, dentro del índice hay grandes divergencias, entre sectores cotizados a niveles muy altos y otros que parecen estar hasta baratos. En función de esto, se habla de que finalmente podríamos estar ante un ambiente favorable para los “stock pickers”, lo cual el fondo Tagua trataría de aprovechar. Pudiera llegar un momento o un nivel en la bolsa donde no encontremos oportunidades para

invertir y sea más atractivo irse a “cash” en forma importante. Sin embargo, lo anterior es algo inusual y no estamos allí todavía.

Misceláneos

Al igual que en versiones anteriores de esta carta, utilizaremos la sección para repasar ideas y principios fundamentales.

Qué trata de hacer el Tagua Fund por sus accionistas?

- 1) Motivarlos a invertir un porcentaje mayor de su patrimonio en acciones comunes: Entre los inversores panameños existe un prejuicio importante contra las acciones comunes. Y esto, sin lugar a dudas, va en detrimento de sus patrimonios. Las acciones son vistas como apuestas especulativas de corto plazo, apropiadas para una pequeña porción del patrimonio que pueden darse el lujo de perder. Prefieren un bono de un emisor débil de los mercados emergentes, e inclusive apalancarlo, a las acciones de un “blue chip” que ha subido su dividendo 50 años consecutivos. No es inusual ver empresarios que derivan grandes beneficios de su negocio propio pero no ven un paralelo con las compañías que se cotizan en la bolsa. He visto hasta padres disciplinando a sus hijos por invertir en acciones. Mientras tanto, la evidencia histórica es abrumadora a favor de las acciones como el mejor medio para preservar y crecer los patrimonios a largo plazo. El legendario profesor Jeremy Seigel de la Universidad de Pensilvania ha estudiado 200 años de data, la cual revela que las acciones han promediado algo como 5 o 6 puntos más la inflación, mientras que los bonos apenas han compensado por la inflación. Más aún, en periodos de 5 años, las acciones han superado a los bonos casi todas las veces. En Estados Unidos, esta idea es ampliamente aceptada y aplicada. A nivel de todos los estratos sociales, es común tener 50% o más del patrimonio en acciones. Buffett, el hombre que a los 12 años había leído toda la literatura existente sobre inversiones y ha seguido estudiando el tema obsesivamente por las siguientes 8 décadas, tiene instrucciones para que su esposa de 75 años mantenga 90% en acciones y 10% en cash. Lo anterior no busca en forma alguna ser una crítica, sólo describir una realidad e identificar un área donde podemos tratar de convertir algunas almas y contribuir a su bienestar económico.

- 2) Formar y guiar a nuestros accionistas para que participen en los mercados de la forma más rentable posible: Si las acciones se manejan en forma impulsiva, y dejamos que el miedo y la codicia dominen nuestras decisiones, rápidamente dejamos de ser inversionistas para entrar en el ámbito de la especulación; con alta probabilidad de sufrir pérdidas permanentes. Y es que los inversionistas podemos ser nuestros peores enemigos. Tenemos una tendencia innata a comprar y vender en el peor momento. Esto provoca que el inversionista promedio obtenga resultados muy inferiores a los que produce la bolsa. Un estudio de Morningstar, por ejemplo, reveló que el “hedge fund” más exitoso en la década entre el 2000 y 2009 promedió 18%, mientras que sus accionistas promediaron -11%. Lo anterior no es ficción; hay que estar conscientes de esta realidad. A principio del 2016, los accionistas del Tagua Fund experimentamos la incomodidad de ver el precio de nuestro activo bajar en el mercado. Sin embargo, al cabo de unos meses

se recuperó con creces. Históricamente, las inversiones de calidad siempre han premiado al que tiene **paciencia y perseverancia**. No en vano, la principal compilación de estadísticas sobre las inversiones bursátiles se llama “Triumph of the Optimist”. Buffett dice que él es “billionario”, más que cualquier otra cosa, por su **temperamento**. Charlie, socio de Buffett, lo pone en forma más folklórica. Según él, uno gana en las inversiones “by sitting on your ass for long periods of time”, y añade que la tragedia del inversionista es “no poder quedarse quieto”.

- 3) Ser un fondo de inversión que aplica las mejores prácticas y principios, para de esta forma convertirse en la mejor solución para el patrimonio de sus accionistas: Ya la carta se prolongó un poco y esta sección puede quedar para una versión futura. Basta con repasar el hecho de que el fondo busca adquirir acciones de compañías de alta calidad cotizadas a precios razonables y mantenerlas por largos periodos de tiempo. Y, ya tocamos tal vez, el principio más importante, que es **ser un inversionista paciente y de largo plazo**. Esto aplica tanto para los accionistas del fondo, como también a lo interno para los administradores del fondo. Con paciencia se aprovecha al máximo el efecto del interés compuesto, que Einstein catalogó como “la octava maravilla del mundo”. El que entra y sale con frecuencia, interrumpe el “compounding” y puede quedarse muy rezagado de los retornos del mercado. Producto de la “magia” del interés compuesto, vemos que el fondo Tagua duplicó su valor en los primeros 6 años. Tal vez, en los próximos 9 años, podría duplicarse de nuevo.

Nuevamente, muchas gracias por la confianza que depositan en nosotros al ser accionistas del Tagua Fund. Es un gran honor servirles y cuenten con nuestro mejor esfuerzo en todo momento en la gestión de este fondo. También pueden contar con que el patrimonio del administrador está invertido casi en su totalidad en esta estrategia junto con ustedes. Espero poder saludar a algunos de ustedes en nuestro desayuno anual y recibir cualquier pregunta que tengan sobre el fondo.

Atentamente,

A handwritten signature in cursive script that reads "Joaquín de la Guardia". The signature is written in black ink and is positioned to the left of the typed name below it.

Joaquín de la Guardia A., CFA