



Panamá, 29 de enero de 2018

Estimados accionistas,

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

El 2017 y perspectivas para los próximos años

Tagua Fund

	1-ene-2017	31-dic-2017	Retorno Total
Precio por Acción	\$2,163.60	\$2,696.41	24.63%
Número de Acciones	30,226	29,995	n/a
Activos Totales	\$65,396,973.60	\$80,878,817.95	n/a

El año 2017 trajo retornos altos para las acciones, obteniendo el S&P 500 un retorno total aproximado de 21%. Además, el año fue inusualmente plácido en cuanto a que el mercado estuvo arriba y subiendo mes tras mes, casi ininterrumpidamente. Ni los misiles de Kim Jong, ni los exabruptos de Trump, ni tres aumentos de tasas por el Fed, de .75% a 1.5%, lograron atemorizar al público.

Se puede argumentar que la explicación principal está en las utilidades de las compañías, que en promedio aumentaron 16% con respecto al 2016. Adicionalmente, es innegable que el omnipresente Trump ha traído mucho optimismo con su discurso pro negocios y pro crecimiento, despertando los llamados “animal spirits”. Atrás quedaron los días en que el aumento en las regulaciones parecía no tener fin; y, personajes como la senadora Elizabeth Warren, acaparaban los medios vilipendiando y amenazando a los hombres de negocios.

El 2017 marcó el noveno año de este “Bull Market” que inició en marzo del 2009, al final de la “Gran Recesión”. Un “Bull Market” que a mi parecer no ha sido popular en ningún momento, con niveles de entusiasmo y participación muy limitados. Desde su inicio, predominó el escepticismo,

primero por el temor a que la crisis regresara con furia y luego, desde hace ya más de 5 años, la preocupación de que el mercado ya está muy alto y “se va a desplomar”.

¿Pero cuál en verdad es la situación en este momento? La edad del “Bull Market” y discusiones de esa índole no tienen valor alguno. Hay que irse a información objetiva para tomar decisiones racionales. El precio-utilidad (P/E) del mercado en este momento es de 19 veces; este múltiplo es muy similar al P/E que teníamos hace un año. Lo anterior se da ya que, si bien es cierto que el precio de las acciones ha subido, se espera que las utilidades aumenten nuevamente otro 15% en el 2018; esta vez por la reforma fiscal recién aprobada.

A nuestro parecer, el precio actual de las acciones es alto, pero no especulativo. Por dar un ejemplo, una compañía representativa como Coca Cola se cotiza hoy en día a un múltiplo de 24, comparado con 40 veces en los años 70s, durante la era de los “Nifty Fifty”, y 60 veces en el año 2000. El mercado japonés en los 80s alcanzó un múltiplo de 90.

Los niveles actuales apuntan a retornos esperados a largo plazo por el orden de 7%, comparado con el promedio histórico de 9 o 10% obtenido por la bolsa en el siglo XX, periodo durante el cual se cotizó a un múltiplo promedio de 16 veces. Es decir, que precios más altos sí son sinónimo de retornos más bajos, pero estos pueden seguir siendo suficientemente “buenos”.

Reconocidos académicos argumentan que las acciones deberían cotizarse a un múltiplo mayor en forma permanente por la superioridad que han demostrado sobre la renta fija en seguridad y retorno a lo largo de tantas décadas, por lo cual, su “prima de retorno” parece excesiva o un “free lunch”. Otro tema son las tasas de interés, que vienen siendo como la “marea” para los precios de las inversiones. En la actualidad, el bono del tesoro a 10 años rinde 2.5%, tasa muy inferior al retorno esperado en las acciones. Si las tasas de interés permanecieran bajas (por ejemplo, por debajo de 4 % a largo plazo) por un periodo prolongado, el múltiplo de la bolsa pudiera mantenerse y hasta aumentar, con lo cual sus retornos serían mayores. Hay razones para esperar que los intereses se mantengan bajos, principalmente el altísimo endeudamiento en los Estados Unidos que determina que tasas altas sean impagables, situación que guarda similitudes con la época posterior a la segunda guerra mundial y Japón por los últimos 30 años. Cabe aclarar que, siendo fieles a la doctrina de Buffett, tratamos de que los pronósticos macroeconómicos no formen parte de nuestro proceso de decisión. Finalmente, si bien el mercado en promedio está a un precio alto, dentro de las 10,000 o más acciones que se cotizan públicamente, hay toda la gama de situaciones, incluyendo compañías (1) populares y caras, (2) muchas cotizándose a precios regulares y (3) otras “out of favor” y baratas. Es decir, que en teoría hay la oportunidad para escoger acciones más seguras y rentables que el promedio. De hecho, nuestro fondo, casi por definición, participa en compañías de los grupos 2 y 3.

Resumiendo, es un hecho evidente que, al subir los precios de las inversiones de cualquier tipo, su perfil de riesgo y retorno desmejora. Sin embargo, el que tiene la bendición de tener un patrimonio está obligado a tomar decisiones, preferiblemente en forma racional. Inclusive, escoger entre alternativas poco atractivas, las que mejores oportunidades le ofrezcan de (1) preservar y (2) crecer el poder adquisitivo de su patrimonio a largo plazo. Estando claros, eso sí, en que no hay garantías por ser este ejercicio un pronóstico sobre eventos futuros.

Concluyendo con lo anterior, pensamos que las acciones siguen siendo, como categoría, superiores al “cash” (efectivo o renta fija de corto plazo) y, más aún, a los bonos de largo plazo. Añadiendo a esto, que nunca es mala idea acumular algo de “cash” para jamás ser un “vendedor forzado” y/o aprovechar oportunidades si llegaran a darse.

Misceláneos

A continuación, algunos temas sueltos, en forma muy breve, con miras a aumentar el conocimiento de los accionistas sobre su fondo y contribuir a formarlos como inversionistas.

(1) Secretos de éxito: ser racional y aguantar dolor a corto plazo

A menudo dice Buffett, con la humildad que lo caracteriza, que el éxito que ha tenido se debe a su racionalidad y temperamento, y no a otra cosa. En mi caso, trabajar por los últimos 25 años en Casas de Valores ha sido, para los efectos, como estar en un laboratorio desde donde he podido observar de manera fidedigna el comportamiento de una amplia muestra representativa de actores. Sin entrar en otras facetas, puedo decir que, salvo contadas excepciones, la industria es única en cuanto al nivel de irracionalidad que campea entre ambos inversionistas y “asesores”; con costos en los miles y millones, si se suman pérdidas y costo de oportunidad. En muchos casos, son personas muy industriosas, talentosas y muy cuidadosas con sus gastos; ¡por algo han acumulado un patrimonio! Sin embargo, en materia de inversiones, inexplicablemente bajan la guardia completamente y elijen dar rienda suelta a las emociones, prejuicios e irracionalidad; para los efectos, despilfarrando dinero como “marineros borrachos”. Eligen ignorar, por ejemplo, más de 200 años de historia y estadísticas acumuladas, de donde se pueden extraer conclusiones valiosísimas sobre que funciona y que no. Elijen ignorar aportes de grandes genios y abocarse al oscurantismo. Aceptan como buenos, consejos de personas con poca o ninguna idoneidad. Se escuchan personas dando opiniones completamente desinformadas o disparatadas, sin ningún pudor.

En fin, no digo que administrar un patrimonio en algún momento vaya a ser fácil, pero está al alcance de los inversionistas mejorar sustancialmente sus oportunidades de éxito. Sólo se trata de abordar las inversiones en forma más racional, como si fuera un tema de salud, por ejemplo. Hay que realizar que las inversiones (1) son importantes y (2) son un área donde el conocimiento y la información pueden ayudar mucho. No son sólo azar, supuesto “sentido común”, “olfato”, etc. Sólo ago para reflexionar y crear conciencia.

Aguantar “dolor” a corto plazo es la llave para poder acceder a los generosos retornos o inclusive el “free lunch” que ofrecen las acciones. En otras palabras, la capacidad de posponer las gratificaciones es clave para el éxito en las inversiones: como en tantas otras áreas de la vida.

(2) A 10 años del caso Maddoff

Estas historias me parecen valiosas para ilustrar el punto anterior. Maddoff fue un genio explotando la vanidad y el resto de la psicología de los inversionistas. Lanzó un producto: (1) exclusivo y escaso, (2) con un retorno atractivo de 6%, pero no muy alto y absolutamente constante, (3) con un principal que no fluctuaba jamás y (4) una caja negra sin ninguna transparencia. ¿Qué negocio de la vida real tiene características como las que ofrecía Maddoff? ¡Ninguno! Siendo Maddoff el caso más dramático, su fondo fue sólo uno de tantos productos creados por “Wall Street” para aprovechar la irracionalidad e ingenuidad del público. Recuerdo un “hedge fund”, super “VIP”, que pagaba dividendos de 1% al mes (luego de cargos onerosos), que captó decenas de millones en Panamá. Al cabo de un par de años, eliminó el seductor dividendo y el principal había bajado a 40 centavos, para nunca más volver a subir. Y qué decir de las famosas “notas estructuradas” que captaron enormes sumas en Panamá porque vendían falsamente la ilusión de ganar intereses altos, a corto plazo y en créditos multinacionales de primera categoría. En realidad, la recuperación de ambos, cupón y principal, estaban sujetos a complejas condicionalidades y a los inversionistas de nuevo les “salió la bruja”.

La moraleja es que los inversionistas tienen que ser maduros y estar en la realidad. Tienen que tener los pies en la tierra para evitar ser blanco de charlatanes y vendedores inescrupulosos. Por cierto, en materia de inversiones, los productos exclusivos o VIP son invariablemente caros y malos; lastre para los patrimonios.

La realidad es que tener un patrimonio es un enorme privilegio, pero invertir no es fácil; todas las inversiones representan un “trade off”. Comenzando por el bono del tesoro americano a corto plazo, donde el valor nominal está garantizado, pero el juego a largo plazo está perdido de antemano por el menoscabo de la inflación, que viene siendo como un comején. De allí en adelante, todas las alternativas (plazo fijo, bonos, bienes raíces y acciones) tienen sus ventajas y desventajas. Y conllevan alguna cuota de riesgo, sacrificio o incomodidad; no hay forma de escapar de esto.

(3) Berkshire en 1986

Esta anécdota me gusta porque resalta ideas como (1) el poder del interés compuesto y el largo plazo, (2) que uno no debe salirse de compañías de alta calidad, “compounders”, salvo que estén a precios absurdos, y (3) el potencial de las acciones en general. En el año 1986, Buffett visitó la clase de MBA de la Universidad de Stanford donde estaba Thomas Russo, un administrador famoso en la actualidad. Después de la presentación, Russo le comentó al profesor que “le había encantado, pero lástima que estaban demasiado tarde” porque la acción se había doblado en los últimos 3 años. A partir de entonces, ¡el precio de la acción se ha multiplicado por 300!

(4) FANG vs bancos, seguros, trenes, autos y aerolíneas

El acrónimo FANG se refiere a Facebook, Apple, Netflix y Google. Estas compañías, en su conjunto, ya valen varios “trillones” y son consideradas las mejores compañías, no del momento, sino de la historia. Esto por las barreras de entrada que impiden competir con ellas y que son cada vez más

altas, sus altísimos retornos sobre capital y el hecho de que pueden crecer indefinidamente sin necesidad de invertir. Éstas son acciones, lamentablemente, ¡que no están en el fondo! En su última asamblea anual, Buffett se pasó lamentándose el no haber invertido en estas compañías, a pesar de que su conglomerado es cliente importante de ellas y ha podido constatar de primera mano su enorme potencial. Simplemente, le ha sido difícil fijarles un valor con algún “margen de seguridad”. A medida que él les ha ido reconociendo un valor mayor y mayor, el mercado lleva sus precios más y más arriba. Sin embargo, hay muchas formas de lograr el objetivo. Por ahora, nuestro fondo lo está intentando con compañías “baratas” de la vieja economía. ¡Esperemos que funcione!

(5) Tagua Fund: “a work in progress”

Tagua Fund

Año	Retorno Bruto	“Fees”	Retorno Neto
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%

**Inició el 16 de agosto de 2010*

Desde que se lanzó el Tagua Fund, la visión siempre ha sido de ir aumentando nuestros conocimientos para ser cada vez mejores administradores. De igual manera, buscamos ir mejorando el fondo en todo lo que sea posible, con el beneficio de la experiencia o de mejores prácticas que encontremos y que podamos incorporar. Tengo que decir que el diseño o estrategia original, en sus diferentes aspectos, se mantiene vigente. En otras palabras, no vemos cambios que puedan ser útiles para los accionistas. La excepción han sido los cargos que cobra el fondo, los cuales fueron una decisión difícil desde el inicio. El prospecto señala que el fondo podrá cobrar “hasta 1% del valor del fondo más 10% de las ganancias”. Esta fórmula lo ubicaba, en términos de costos, y esta fue la mentalidad, como un “hedge fund” con costos más razonables. Lo anterior, porque los “hedge funds” estilan cobrar 2% más 20%. Luego redujimos a 1% más 5%. Y, finalmente, disminuimos al nivel actual de 1%, que ubica el costo del fondo en la parte baja de los costos de fondos “plain vanilla”. Después de las iteraciones listadas arriba, siempre a favor de los accionistas, éste es el cargo con el cual se quedará el fondo en forma permanente; un nivel con el cual me siento muy cómodo como administrador y accionista del fondo.

Nuevamente, muchas gracias por ser accionistas del Tagua Fund. Es un honor y un privilegio servirles. Como explicaba arriba, las inversiones no son fáciles, pero si se ejecutan bien, los chances de éxito a largo plazo son muy altos. Además, pueden tener la seguridad de que se hace el mejor esfuerzo y que la totalidad de los ahorros del administrador están invertidos en esta estrategia. Espero poder saludar a muchos de ustedes en nuestro tradicional desayuno, donde presentaremos muy brevemente las cifras e ideas principales, y estaremos disponibles para responder a todas las preguntas que tengan a bien hacer.

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 printed name.

Joaquín de la Guardia A., CFA