



Panamá, 6 de febrero de 2020

Estimados Accionistas,

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

El 2019 y Perspectivas para los Próximos Años

Tagua Fund

	1-ene-2019	31-dic-2019	
Precio por Acción	\$2,146.16	\$2,804.46	30.67%
Número de Acciones	33,590	31,566	-6.03%
Activos Totales	\$72,089,514.40	\$88,525,584.36	22.80%

El 2019 trajo altos retornos para los mercados: 31% y 25.3% para el S&P 500 y el Dow Jones respectivamente. Este es un clásico ejemplo del efecto de “reversión a la media”. Recordemos que el 2018 fue un año negativo, por lo cual el 2019 inicia con las acciones relativamente baratas, con un P/E de 15. En ese momento, había la preocupación de que el Fed, que ya había subido las tasas 4 veces hasta 2.5% en el 2018, seguiría con los sus “rate hikes” en forma imprudente y ocasionaría una recesión. Este pronóstico, para variar, no se cumplió. Las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China se fueron agudizando, y el Fed primero entró en “hold” y luego bajó las tasas tres veces hasta llevarlas al nivel actual de 1.75%. Por último, para el final del año, hubieron supuestos avances en las negociaciones con China, y el mercado terminó el año con un tono muy positivo. Este relato en realidad es irrelevante de acuerdo con la filosofía del fondo, pero sólo para recapitular lo ocurrido durante el año.

Las utilidades de las compañías, que son nuestro enfoque, aumentaron aproximadamente 5%. Por lo cual, el aumento en los precios de las acciones vino principalmente de la expansión del múltiplo, quedando el P/E en 19. En otras palabras, las acciones se pusieron más caras.

¿Qué podemos esperar hacia adelante?

Repasando cartas anteriores, pude observar que, en varias ocasiones durante los últimos años, hemos arrancado con el mercado a estos niveles. Algunas veces, el año que sigue ha sido bueno, otras no. En realidad, el P/E tiene poco poder predictivo a corto plazo. Se puede decir, eso sí, que el P/E actual de 19 es un nivel por encima del promedio histórico de 16, pero en ninguna forma especulativo. De hecho, el mercado se ha cotizado a 20 o más veces utilidades un porcentaje significativo del tiempo. Los precios actuales apuntan a retornos en los próximos años en el rango de 7%, lo que representa niveles de retorno constructivos. Más aún, en términos relativos, si los comparamos con la renta fija, donde el Tesoro de Estados Unidos a 10 años, con un promedio histórico de 5%, rinde en la actualidad 1.50%; se podría decir que este bono tiene un P/E de 66!

Como hemos comentado en el pasado, las ganancias de las compañías son relativamente predecibles. En ese sentido, el pronóstico para este año es que crezcan nuevamente a un modesto ritmo de 5% nominal; asumiendo crecimiento real de la economía de 2% e inflación de 2%. Siguiendo este análisis, si el múltiplo se mantiene a los niveles actuales, los precios aumentarían 5%, más 2% de dividendo, lo cual arroja un retorno total de 7%. Éste es sólo un escenario, pero reitero que por ahora no hay un ambiente de efervescencia o excesos en los mercados. De hecho, los fondos de acciones, en el neto, han tenido grandes redenciones. Dichas redenciones han sido compensadas, en parte, por recompras de las mismas compañías, algo como 1 “trillón” este año o 3% del “share count”.

Por otro lado, enormes cantidades de dinero, en los “trillones”, han migrado a inversiones “alternativas” o ilíquidas; sector donde han convergido las fantasías y la credulidad del público, con altísimos “fees” amarrados a largo plazo para los banqueros. Ésta es una mezcla explosiva que ha creado grandes excesos y las condiciones para mucho sufrimiento en el futuro; posiblemente una nueva versión del 2000 o el 2008. En fin, el punto es que las acciones de compañías cotizadas en la bolsa no gustan, y eso es buen augurio para el futuro.

Ahora entrando específicamente en el Tagua Fund

El fondo tuvo un retorno de 30.67 % en el 2019, en línea con el S&P 500. En la última década, ha sido muy difícil para los “value funds” correr a la par del índice. Lo anterior, por que estos fondos en términos generales no han estado invertidos en los gigantes de la tecnología, justo donde se ha concentrado el “Bull Market”. Y es que, según estadísticas, el 1% de las compañías o 30 de las 3000+ compañías públicas en los Estados Unidos son responsables por gran parte del avance del mercado. Sólo entre Apple, Microsoft, Google y Facebook está el 15% de la capitalización del S&P 500. Un factor que tal vez ha contribuido a esta tendencia, es decir, a concentrar el dinero en los “megacaps”, es el dramático ascenso de los índices o inversiones pasivas. De tener una participación mínima hace un par de décadas, los índices han pasado ahora a representar el 40% de los fondos bajo administración. Dicho ascenso ha coincidido con el “Bull Market”. Casi que cada vez que un inversionista opta por invertir en forma pasiva, inadvertidamente, está optando por

“growth stocks” y “megacaps”; creando una especie de espiral hacia arriba. Ojo, esto no es para demeritar en ninguna forma los índices, un instrumento de inversión formidable, cuyo creador Jack Bogle es justamente reconocido como “el hombre que más ha contribuido al bienestar de los inversionistas”. Volviendo a los “value stocks”, históricamente han “outperformed” y en algún momento pudieran volver a tener una temporada de “outperformance”. Los “value stocks” también tienen un componente de “pájaro en mano”, que da tranquilidad. Es decir, uno está pagando por ganancias y activos que ya existen versus una narrativa sobre el futuro.

Más que estar casado con un estilo de inversión, nuestro fondo tiene una estrategia “bottom-up”, de incorporar o coleccionar compañías que reúnen condiciones atractivas, indiferente de la industria, el mercado, etc. En ese sentido, la situación y los precios a los que cotizan estas compañías es lo que determina, en un momento dado, lo que podemos esperar del fondo a largo plazo. En la actualidad, nuestros “holdings” se cotizan a un descuento sustancial con relación al mercado; más o menos a un P/E de 12. Esto apunta a un retorno esperado de 8+% al año, con lo cual el valor de la acción del fondo podría ubicarse arriba de \$4,000 dentro de 5 años.

Como es de esperarse, el fondo sigue poblado por las acciones de los grandes bancos. Ya en múltiples cartas he explicado el atractivo que vemos en estas acciones. Básicamente, consiste en que están más fuertes que nunca en la historia y se cotizan a precios modestos como secuela de la “Gran Recesión”. Se dice que después de la Gran Depresión de 1929, el público no volvió a confiar en los bancos hasta los 1950s. En otras palabras, pensamos que los bancos están baratos, porque el público sigue prejuiciado sobre el sector. Como dato curioso, entre los fanáticos más grandes del sector, hoy en día encontramos a personalidades como Steve Eisman, el hombre que se volvió famoso “shortiandolos” en el 2008 y es un personaje principal en la película “The Big Short”; Mike Mayo, el analista al que en el 2008 le prohibieron el acceso a las conferencias de prensa de JP Morgan porque sus cuestionamientos eran demasiado fuertes; y Buffett, propietario de bancos hace más de 50 años, quien dice que “pueden haber inversiones mejores, pero que este es un sector que él entiende, es predecible y está a precios razonables; y que dentro de 10 años valdrá mucho más.”

Misceláneos

A continuación, algunos temas sueltos con el propósito de refrescar y aumentar el conocimiento de nuestros accionistas. Es un hecho bien documentado, que el inversionista típico obtiene retornos abismalmente más bajos que el promedio del mercado o del fondo en que participa. Esto, por entrar y salir en los peores momentos. Por eso, un importante valor agregado del Tagua Fund es la comunicación con los accionistas, para efectos de darles la seguridad y convicción necesarias para mantenerse invertidos. Los temas que abordo son los mismos de siempre, tal vez articulados de forma diferente, buscando que algo resuene con unos u otros de los accionistas.

La “pastilla azul” para los inversionistas

En la icónica película “The Matrix”, el personaje principal se toma una pastilla que inmediatamente lo hace despertar a una realidad que siempre estuvo frente a él y antes inexplicablemente no podía ver. La metáfora la utilizo para impulsar la idea del “retorno total”, un concepto bastante obvio, pero que muchas veces no vemos. Se trata de la suma de ganancias de capital y flujos, que es donde el ahorrista se debe enfocar para invertir eficientemente su patrimonio; para lograr la mejor combinación posible de retorno y seguridad. Poner el retorno total como objetivo, ubica al inversionista en la realidad y abre un universo de oportunidades, específicamente, la posibilidad de incluir acciones comunes como un componente importante del patrimonio. Esta es la tesis fundamental en la cual se apoya la industria de asesoría a jubilados en los Estados Unidos. De lo que se trata, es de que, a la larga, con lo que el ahorrista cuenta para gastar es el retorno total. Y, por ende, el objetivo debe ser maximizar este parámetro, sin discriminar o darle preferencia a ninguno de sus componentes: dividendos, intereses o ganancias de capital. La idea es que los jubilados, o cualquier inversionista, deben hacer sus planes y presupuestos en base al retorno total de su patrimonio, y no tratar de cubrir sus gastos exclusivamente con dividendos e intereses. Esta última, es una práctica muy común y que, para los efectos, empobrece al ahorrista, reduciendo su universo de oportunidades y abocándolo a tratar de maximizar dentro de la escasez; con alternativas en este momento, como bonos de alta calidad en Estados Unidos rindiendo 2% o sacrificar calidad de crédito, para obtener un flujo de 4 o 5%, pero con la posibilidad de que a la postre, el retorno total sea inferior si los precios bajan o se da algún “default”. Recordemos que, la renta fija tiene un perfil de retorno bastante asimétrico. En un caso hipotético, por ejemplo, si todo sale bien ganas 4%, pero si hay “default” pierdes 100%. Un solo default en 25 intentos como éste llevaría el retorno a cero. En otras palabras, al invertir en deuda de calidad media o baja, el retorno total frecuentemente puede resultar inferior al flujo. En cartas pasadas, he dado ejemplos de este tipo de situación, donde resultó que el flujo era para los efectos devolución del capital y el retorno total fue negativo: el fondo Permal High Yield, que pagaba 1% al mes y el principal se fue a 40 centavos, notas estructuradas e innumerables emisiones de bonos cuyo precio baja por diferentes motivos; con el agravante de que la escasez de “yield” en la actualidad y la adicción del público al flujo, hacen que los bonos estén especialmente caros y los estándares de calidad bajísimos.

En acciones comunes, en cambio, aún en este momento, encontramos un ambiente de relativa abundancia. Como administrador del fondo, en ocasiones, siendo caritativo, siento que las selecciones han podido ser mejores. Sin embargo, el valor del fondo sigue avanzando a un ritmo atractivo, porque la estrategia es sólida y “forgiving”. El fondo participa en una categoría de inversión generosa. En la actualidad, a pesar de 9 años de Bull Market, todavía podemos encontrar compañías de primera calidad con retornos atractivos. Éste es el caso de JP Morgan, por ejemplo, cuyo retorno total esperado a mediano plazo se puede estimar conservadoramente por encima de 8%. Ahora bien, es cierto que los retornos de las acciones son irregulares e impredecibles en el corto plazo, pero dicha volatilidad disminuye en forma precipitada, a medida que el periodo se extiende, hasta volverse, eventualmente, más seguras que los bonos. Por lo cual, la fórmula para

evitar que la volatilidad de las acciones a corto plazo sea un problema es (1) tener un horizonte suficientemente largo de 5 años o más; y (2) mantener un componente líquido en el patrimonio para hacer un “puente” entre el corto y el largo plazo, de forma que se puedan hacer los retiros necesarios y nunca estar forzado a vender en un mal momento. Es perfectamente viable “vivir” de un portafolio de acciones. Buffett, por ejemplo, durante la era del “Buffett Partnership”, pre-Berkshire Hathaway, administraba el equivalente a fondos de acciones y repartía un dividendo mensual anualizado de 6%.

Obviamente, invertir es una apuesta sobre eventos futuros y por ende no hay garantías. Lo más que podemos aspirar es a maximizar las probabilidades de éxito, aplicando información y criterios objetivos. En las inversiones tenemos la fortuna de contar con 200 años de historia de los mercados financieros, un caudal insuperable de cifras y estadísticas que arroja conclusiones contundentes. En particular, la superioridad de las acciones a largo plazo en ambos, seguridad y retorno; una ventaja de 5+ puntos porcentuales por encima de los bonos entre los años 1800 y 2000, no sólo en Estados Unidos, sino en una muestra de más de 30 países en diferentes etapas de auge o decadencia. No invertir en acciones, a pesar de la abrumadora evidencia que las respalda, es una especie de capricho que conlleva un costo de oportunidad que a la larga se torna extravagante.

Resumiendo, de lo que se trata es de intentar minimizar los prejuicios y aceptar que todas las inversiones, sin excepción, forman parte de la vida real. No debemos pensar que vamos a encontrar utopías, porque allí es donde caemos en esquemas como Madoff. Tampoco debemos ser severos con algunas inversiones, viendo hasta la más mínima verruga, y, en cambio, poner un halo a otras y pasar por alto todas sus deficiencias. Hay que aceptar que todas van a tener sus aspectos negativos o sacrificios. Los bonos de alta calidad ofrecen el “confort” de pagos fijos, pero, sus bajos retornos y denominación en papel moneda, hacen que, a largo plazo, el juego esté inevitablemente perdido. Esto, en términos de superar la inflación y mantener el poder adquisitivo del patrimonio. Los bonos “high yield” son una especie de híbrido, un “poor man’s version” de las acciones. Recordemos que estos bonos los emiten los accionistas de las compañías en condiciones ventajosas para ellos. Por eso, Ben Graham recomendaba comprarlos sólo a un descuento importante, similar a su recomendación sobre los “initial public offerings” o “IPOs”. En ambos casos, uno está en desventaja comprándole a los “insiders”. Parafraseando a Churchill, pudiéramos decir que las acciones, con sus altos retornos e incómoda volatilidad de corto plazo, son “la peor alternativa excepto por todas las demás”.

Ambos, renta fija de alta calidad y acciones comunes, tienen un papel que jugar en un patrimonio. A mi modo de ver, en tiempos normales, la renta fija funciona como reserva de liquidez y las acciones como fuente de retorno.

“The joys of compounding”: NY Yankees, corte de cabello de \$200,000, gente “ordinaria” con patrimonios extraordinarios y otras historias.

Conversando con mi papá un día, salió a colación la historia de los Yankees, que George Steinbrenner compró a CBS por \$8.7 millones en 1973. Los dos estuvimos de acuerdo en que CBS había “regalado” un activo único, irreplicable, trofeo, etc. La transacción ocurre dentro de lo que fue la era de los “conglomerados”, donde compañías adquirían activos sin ninguna relación entre sí, en forma irracional, por ego de los gerentes, etc., y luego los vendían para pagar deudas, comprar otros, etc. A saber, tal vez en aquel entonces, el precio de venta parecía bueno. Igual fue una época recordada por la nula consideración que daban muchos gerentes y directores al mejor interés de los accionistas. Efectivamente, en el 2015, la revista Forbes valoró a los Yankees en la exorbitante suma de \$3,200 millones. La inversión de Steinbrenner se multiplicó 350 veces. Si hacemos el cálculo, esto representa un retorno anual de 14% por 42 años. Durante el mismo periodo, el S&P 500 promedió 10.15 %. Este no es el mejor ejemplo para destacar la imbatibilidad de las acciones como creadoras de riqueza a largo plazo, porque los Yankees se valorizaron de una forma extraordinaria. Sin embargo, vemos que el “humilde” S&P 500, una inversión que está al alcance de cualquiera, compitió en forma decorosa con los Yankees. Mas aún, si las 500 compañías del S&P promediaron 10%, esto significa que hubo muchas dentro de la muestra que igualaron o superaron a los Yankees; algunas de las cuales Buffett, leyendo “annual reports” en pijama desde el ático de su casa, escogió para lograr su promedio de 19% durante este mismo periodo.

Durante su temporada como profesor en la Universidad de Nebraska, Buffett ponía como prioridad número uno concientizar a los alumnos sobre el poder del interés compuesto, utilizando metáforas como conejos reproduciéndose; y ejemplos clásicos, como la compra de Manhattan por \$24 en 1616, la Mona Lisa por una bicoca en los 1500s, los \$30,000 invertidos en el viaje de Cristóbal Colon, etc. Contrario a las apariencias, todas estas fueron inversiones mediocres desde el punto de vista financiero, con retornos muy por debajo de la Bolsa. La obsesión de Buffett con el interés compuesto era tal, que, según Charlie, se quejaba que los cortes de cabello le estaban costando \$200,000; siendo esta cifra el valor futuro de invertir 20 dólares al 20% por 50 años. En la reunión de accionistas del año pasado, Buffett explicaba que \$10,000 invertidos y “abandonados” en el S&P 500 en 1942, año en que compró su primera acción, valdrían en ese momento 50 millones; es decir, cada dólar invertido se convirtió en \$5,000. Este periodo de 76 años incluye 14 presidentes, la Segunda Guerra Mundial, Vietnam, la Guerra Fría, burbujas como el “dot.com” y el “Nifty Fifty”, la hiperinflación de los 70s, decenas de recesiones, correcciones y “Bear Markets”, etc. Éste es un ejemplo contundente del poder del interés compuesto y la capacidad de las empresas de generar riqueza. También hay una lección muy importante, que es mantenerse invertido. Por último, demuestra que “cualquiera puede ser rico”. Es decir, no se requiere ningún privilegio o acceso a inversiones exclusivas. Sólo, eso sí, la disciplina para gastar menos de lo que uno gana, ahorrar el capital semilla y mantenerlo bien invertido por un periodo largo. Esta fórmula silenciosa y, casi infalible de enriquecimiento, es responsable de que en Estados Unidos haya decenas de miles de millonarios que nadie sospecha, como lo documentó el libro “The Millionaire Next Door”. Gente sencilla, que sin haber hecho nada extraordinario o memorable, en algunos casos, tienen

patrimonios muy superiores a los de celebridades, ejecutivos y otros estereotipos de ricos. Fue éste el caso de Otis Booth, uno de los “early Investors” de Buffett en los 60s. Un hombre hosco, austero, que usaba sombrero de vaquero y se limitaba estrictamente a autos de segunda. Su inversión se multiplicó tal vez por 2,500, con lo cual se volvió billonario. Booth acostumbraba a dispensar pesados sermones a los beneficiarios de su magra filantropía, aconsejándoles jamás vender las acciones de buenas compañías. En sus últimos años, inventó mudarse a una mansión en Bel Air, donde resultó vecino de Michael Eisner, CEO de Disney, y la gente no sabía de dónde había salido. Posteriormente, la revista Forbes cubrió su historia en un artículo titulado “The Accidental Billionaire”.

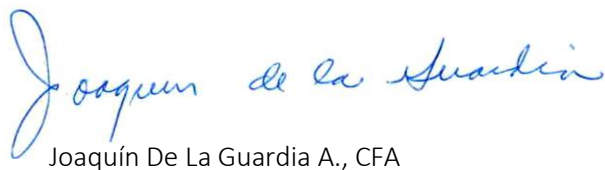
Dos formas certeras de atrofiar o empobrecer un patrimonio

- 1) No hacer la distinción entre los precios del mercado y el verdadero valor de las inversiones. El hecho de que una acción se cotice en la bolsa y tenga liquidez, siempre es positivo o una ventaja para el inversionista. El mercado sólo está para servirnos; nunca debe ser visto como un problema. Es “Mr. Market”, el socio bipolar que brillantemente describió Ben Graham. Que todos los días tiene una oferta nueva, reflejo de un estado de ánimo que oscila entre pesimista y exuberante, la cual simplemente se puede ignorar si no es atractiva. Nuevamente, los precios en el mercado a corto plazo son simples ofertas de compra y venta, y se pueden distanciar en forma importante del verdadero valor de las compañías. Recordemos que los resultados de las compañías son relativamente estables; creciendo históricamente en promedio 7% al año. Por lo anterior, se puede decir que también es estable el valor intrínseco de las compañías. Los precios de las acciones, en cambio, son un múltiplo de veces más volátiles, producto de que el mercado incorpora las emociones del público. La acción típica tiene una volatilidad o desviación estándar anual superior al 30%, que obviamente no responde a cambios en el valor intrínseco. La interpretación errada de estos movimientos puede llevarnos a comprar y vender justo en los peores momentos. Además, está detrás de decisiones irracionales como es el caso de inversionistas que prefieren pagar caro por compañías privadas de baja calidad, sólo porque no fluctúan. La popularidad de los “alternative investments” o inversiones ilíquidas, el nuevo “fad” en Wall Street, es otro ejemplo. Increíblemente, el “selling point” de estas inversiones es que “puedes estar tranquilo” porque no hay liquidez ni información por un montón de tiempo!
- 2) Tomar decisiones de inversión en base a pronósticos sobre intereses, la economía, política, noticias de cualquier tipo, epidemias, etc. Con esto, lo único que se logra es convertir el patrimonio en el cajero automático del bróker. Peor aún, al entrar y salir del mercado, se interrumpe el proceso de acumulación vía “interés compuesto” y los retornos se desploman. Hay que aceptar la realidad de que estos eventos son impredecibles, al igual que es impredecible la reacción del mercado a lo que sea que ocurra. Fidelity realizó un extenso estudio donde salió a relucir que, por amplio margen, las cuentas más exitosas dentro de la firma eran cuentas abandonadas o aquellas donde el cliente había fallecido. Y es que invertir bien muchas veces es “contra intuitivo”, parece una buena idea estar

pendiente y responder con prontitud a eventos o noticias, etc., sin embargo, está demostrado que no funciona. La lección es emular en alguna medida los manejos de estos inversores que operan desde el más allá o por lo menos adoptar el letargo que recomienda Buffett.

Nuevamente, muchas gracias por ser accionistas de Tagua Fund y la confianza que depositan en nosotros. Espero poder saludar a muchos de ustedes en nuestro tradicional desayuno, donde, como siempre, estaremos disponibles para tratar de responder cualquier pregunta que tengan a bien hacer sobre inversiones.

Atentamente,

A handwritten signature in blue ink that reads "Joaquín De La Guardia". The signature is written in a cursive style with a large initial 'J'.

Joaquín De La Guardia A., CFA