



Panamá, 8 de noviembre de 2024

"Always change a winning hand" - Sir John Templeton

"Nothing in excess" - Oracle of Delphi

Estimados accionistas,

Ante todo, reciban un cordial saludo. El propósito de este comentario es explicar notorios cambios en los activos en que estamos invertidos. Esto, en línea con nuestra práctica de siempre mantener a los accionistas de Tagua Fund actualizados sobre su fondo.

"Liquidate labor, liquidate stocks, liquidate farmers, liquidate real estate, ... And purge the rotteness out of the system". Ésta es una cita legendaria de la administración Hoover al inicio de la Gran Depresión de 1939. Y, la incluyo en forma humorística, por el hecho de que Tagua Fund ha liquidado en los últimos meses buena parte de su portafolio de acciones, y, el producto de dichas liquidaciones ha pasado a estar invertido en U.S. Treasuries.

Sea como fuere, la cita es útil para recordar que los cielos no siempre son azules para las inversiones. Es decir, que la historia registra largos periodos en que los patrimonios avanzan en forma más lenta o inclusive retroceden. La emblemática Gran Depresión del 39, por ejemplo, no es ni remotamente un caso aislado. Al contrario, bajas severas y prolongadas en la actividad económica ocurren con regularidad en distintas partes del mundo: Asia y Escandinavia en los 90s, Latinoamérica en los 80s y 90s, Grecia y España en el 2008, etc. El mismo Estados Unidos, con toda seguridad, hubiera visto otra Gran Depresión en el 2008, de no ser porque la filosofía liberal, que predominó hasta la presidencia de Hoover, ha dado paso al Keynesianismo y el "Estado de bienestar". Con lo cual, cada vez que hay una crisis, el Estado recurre a enormes estímulos fiscales y monetarios para mantener todo a flote. Y, de esta forma, evitar, o más bien posponer, las consecuencias de los excesos.

Volviendo al Tagua Fund, los cambios antes descritos no obedecen a ningún pronóstico sobre el mercado o representan una regresión a la desacreditada práctica de "market timing". Mas bien, van en línea con la metáfora de Buffett de que el inversionista es como un bateador al que "no le cantan strikes", y, por ende, puede darse el lujo de ser selectivo y paciente para hacer "swing". En otras palabras, la idea es que el capital que uno tiene viene siendo "pájaro en mano". Y, lo sabio es ser muy exigente al momento de exponerlo, requiriendo un alto grado de seguridad y una recompensa generosa; y abstenerse de participar si no se dan estas condiciones.

Cada momento es diferente, y se podría aseverar que, luego de un "bull market" prolongado, históricos estímulos monetarios y fiscales, años sin recesión, etc., el momento actual no parece ser de abundancia de oportunidades o de los "fat pitches" que Buffett recomienda esperar. El S&P 500 cotiza a 30 veces

utilidades del 2023, comparado con un promedio histórico de 16 (ver cuadro al final). No sólo tenemos un múltiplo alto, pero, además, sobre unos “earnings” que ya parecen estirados y poco propensos a aumentar en el corto plazo. Ahora bien, siempre se puede argumentar que “esta vez es diferente”, y que la métrica P/E ha perdido relevancia. Además, los excesos, si los hubiere, pueden durar en el tiempo y alcanzar niveles extremos. En el 69, por ejemplo, durante la era de los “Nifty Fiftys”, Buffett cerró sus “partnerships” por falta de oportunidades. Sin embargo, no fue hasta el 73, cuando inició uno de los “bear markets” más sangrientos de la historia. No obstante, la aritmética de las acciones es, en buena medida, simple y muy similar a la de los bonos, y a la larga tiende a imponerse. Así las cosas, y usando estimaciones muy crudas, al precio actual, el retorno esperado del mercado a largo plazo pudiera estar por el orden del 6%. Éste no es despreciable, pero bastante inferior al promedio histórico y a la expectativa del público; con el agravante de que, la penitencia para el que paga demasiado por una inversión, no se limita a un retorno mediocre, sino que también suele incluir un recorrido más rudo, como una carabela que cruza el atlántico y llega a su destino maltratada por el mal tiempo. Hay infinitos ejemplos de esta dinámica. Coca Cola, empresa reseñada brillantemente por Charlie como “el mejor negocio posible”, es sólo uno de ellos. “KO” se convirtió en la acción más popular de los 90s, siendo una inversión considerada infalible, llegando a cotizarse a algo como 50 veces utilidades. Lo que vino después, fue un periodo de 20 años de vacas flacas, con alta volatilidad y escuálidos retornos. Los que tuvieron la paciencia y el estoicismo para aguantar, promediaron algo como 2%. Sin embargo, muchos “mortales” abandonaron en el camino con pérdidas permanentes.

En fin, la idea es que el precio que uno paga por los activos hace toda la diferencia; inclina la relación riesgo-beneficio completamente en una dirección u otra. Cabe hacer una pausa aquí, para reconocer que el mercado es muy heterogéneo en su composición, y en un mismo momento concurren todo tipo de situaciones. De hecho, hoy en día, en este “narrow bull market”, esta dispersión se ve más que nunca; con un grupo selecto de acciones, tipo “AI”, cotizándose a precios muy altos, acompañado de una multitud de acciones de la vieja economía a precios modestos. Por esto, es razonable asumir que, un inversionista dedicado y con criterio propio, siempre puede encontrar buenas oportunidades. El punto es que es más difícil cuando las cosas en general no están en baratillo. A lo anterior, se suma un marco de incertidumbre política y económica no vista en muchas décadas; donde, entre otras cosas, se mencionan drásticas medidas para reducir el gasto público y déficits fiscales crónicos por el orden del 7% (ver cuadro al final). Esto es algo que antes sólo se veía en tiempos de guerra.

El escenario descrito arriba, es la razón por la cual nuestro fondo ha venido concentrándose en U.S. Treasuries. Dada esta evolución, el Tagua Fund puede ser analizado, en este momento, como dos fondos en uno: con una porción invertida en “U.S. Treasury Bills”, actualmente a 1 mes, con retorno de 4.70%, la cual tiene similitud con un “Money Market Fund”; y, el remanente, invertido en acciones comunes de compañías selectas, tal y como ha sido la práctica desde el inicio, por los últimos 14 años.

Es importante anunciar que, comenzando con el mes en curso y hacia adelante, la porción del fondo invertida en U.S. Treasuries tendrá un management fee reducido de 0.30%. Este cambio sigue la tradición del Tagua Fund de hacer adecuaciones cada vez que sea necesario y siempre en beneficio de los accionistas.

¿Qué podemos esperar hacia adelante? Un escenario es que la porción de U.S. Treasury Bills siga siendo sustancial por algún tiempo, y que, poco a poco, el fondo se vaya poblando nuevamente de acciones comunes en condiciones favorables. Con lo cual, al cabo de un periodo no muy largo, el fondo retornaría a un perfil similar al de los últimos 14 años. Otro escenario es que este “detour” a los U.S. Treasuries resulte ser un poco más prolongado. En cualquier caso, el plan original del Tagua Fund no cambia en lo absoluto: mantener en todo momento sus activos invertidos en forma segura y productiva.

Algunas reflexiones antes de concluir:

- La cita “Always change a winning hand” de Sir John Templeton se refiere a que ninguna inversión, sin importar sus virtudes, es buena incondicionalmente. A medida que una inversión se vuelve más

popular, y se amontona más y más capital sobre ella, los precios suben y suben, y la inversión pasa de ser buena a ser regular, y puede llegar, inclusive, a volverse mala o ruinosa. Nada escapa de esta dinámica; ni la formidable Coca Cola, ni el Nikkei, ni el NASDAQ, ni el S&P 500, ni Berkshire. Obviamente, no es realista identificar los puntos exactos en que ocurre esta metamorfosis, pero puede haber señales. En todo caso, el punto de la cita es resaltar la importancia de mantenerse alerta y nunca abandonar el sentido común. Es decir, no ser dogmáticos y tratar de ver las cosas con ojos frescos y criterio independiente, para no replicar el cuento del economista ortodoxo, que se encuentra un billete de \$100 tirado en la calle y no lo recoge, porque no puede estar allí si el mercado es eficiente.

- Sobre el U.S. Treasury, se puede decir que es la única inversión en dólares que de verdad califica como “pájaro en mano”. Por tanto, es un componente que eleva el perfil de cualquier patrimonio. El único activo que garantiza contar con liquidez en el momento en que uno la necesita. Cualquier otra alternativa puede “estar disponible siempre, excepto cuando uno la necesita”. Buffett, que actualmente mantiene \$325,000 millones en T-bills, dice que igual los tuviera en ese instrumento si la tasa fuera cero; pero “por favor no se lo digan a Jay Powell”. Esto es reflejo de que Buffett no está dispuesto a considerar ninguna otra alternativa para su liquidez. La superioridad inalcanzable que ofrecen los U.S. Treasuries, en materia de seguridad, produce una sensación de tranquilidad en el ahorrista que puede volverse casi adictiva. No hay que ir muy lejos. Nada más y nada menos que Ben Graham, el padre de “value investing”, se pasó la última década de su vida en la “comodidad” de los bonos municipales. Por otro lado, a 4.70%, como dice Buffett, los U.S. Treasuries no son exactamente una “huelga de hambre”.

El Tagua Fund es un experimento bastante peculiar; una especie de patrimonio de “carne y hueso”, cuyo único norte es el mejor interés de sus accionistas, y eso es, exclusivamente, lo que se va a reflejar en sus decisiones. Es un fondo que, de forma simple y transparente, busca sumar a la tranquilidad y prosperidad económica de sus accionistas; donde el administrador, de forma significativa, invierte sus propios ahorros como un accionista más.

Lo descrito arriba no puede ser más distinto a productos creados con fines comerciales, que, en estos tiempos conocidos como “the post truth era”, no tienen ningún reparo en estirar la verdad, omitir información relevante, alimentar expectativas infladas, “self serving” y poco plausibles, utilizar complejos e ilíquidos formatos para proyectar sofisticación, amarrar los capitales por años, esconder cargos “confiscatorios” y conflictos de interés, etc.; cosas que no pasaran la prueba del tiempo, y cuyo legado será una nueva generación de inversionistas decepcionados y empobrecidos.

Dentro de este entorno de excesos y bajos estándares, Tagua Fund destaca como un concepto probado, que ha sumado al bienestar de decenas y decenas de inversionistas; con fortalezas importantes, como enfoque absoluto en cuidar del patrimonio confiado, una curva de aprendizaje irrepetible y siempre en aumento, lealtad total a los accionistas, pragmatismo y transparencia.

Muchas gracias y espero verlos en la próxima reunión anual iniciando el 2025.

Atentamente,



Joaquín De La Guardia A.
Administrador de Tagua Fund
joaquin@taguafund.com

Anexos

Tabla 1: Utilidades Históricas del S&P 500

Year	Earnings per Share (\$)
2003	83.38
2004	97.01
2005	111.88
2006	127.35
2007	99.35
2008	22.32
2009	74.42
2010	111.27
2011	121.48
2012	118.80
2013	135.56
2014	137.38
2015	115.35
2016	123.48
2017	140.54
2018	166.15
2019	171.13
2020	113.94
2021	223.77
2022	183.52
2023	197.80
Current Price	\$5,929.04
P/E	30x
Earnings Yield	3.30%

Tabla 2: Déficit Fiscal Histórico de Estados Unidos

Year	Fiscal Deficit (\$ Billions)	Fiscal Deficit / GDP (%)
2003	-378	-3.29%
2004	-413	-3.36%
2005	-318	-2.52%
2006	-248	-1.87%
2007	-161	-1.16%
2008	-459	-3.17%
2009	-1,413	-9.79%
2010	-1,294	-8.83%
2011	-1,300	-8.62%
2012	-1,089	-6.73%
2013	-680	-4.07%
2014	-485	-2.79%
2015	-439	-2.43%
2016	-585	-3.15%
2017	-665	-3.41%
2018	-779	-3.78%
2019	-984	-4.60%
2020	-3,132	-14.33%
2021	-2,774	-12.23%
2022	-1,375	-5.40%
2023	-1,700	-6.34%