



Panamá, 5 de marzo de 2025

Estimados accionistas,

Ante todo, reciban un cordial saludo. A continuación, nuestro comentario anual sobre el Tagua Fund y las inversiones en general comenzando el año 2025.

Tagua Fund

	1-ene-2024	31-dic-2024	
Precio por Acción	\$3,231.15	\$3,713.50	14.93%
Número de Acciones	22,679	20,158	-11.12%
Activos Totales	\$73,279,187.46	\$74,856,730.51	2.15%

I. Resumen del 2024 y el panorama actual

“From something so simple came unfathomable complexity.”

Genesis: The Age of AI and Our Human Future

El 2024 inicia con el mercado cotizando a un precio relativamente alto de 23 veces utilidades, producto de un aumento del 25% en el 2023. Concurrentemente, los “Fed Funds” se ubicaban en 5.25%, con la expectativa de significativas reducciones durante el año. Los grandes temas a lo largo del 2024 fueron el AI y las elecciones. Estas últimas, con un nivel de polarización sin precedentes en la historia moderna de los Estados Unidos. El resultado de todo esto, sorprendentemente, fue otro año de 20+% para el S&P 500; una seguidilla de retornos excepcionales poco común en la historia, registrándose sólo 10 veces desde 1871. La Fed, por su parte, detuvo su ciclo de bajas antes de lo esperado y se mantiene actualmente en 4.25%.

El retorno del mercado, en un periodo determinado, se puede desagregar en sus dos componentes: el múltiplo “P/E” y las utilidades (“E”). Siendo esto así, se puede decir que el retorno del 2024 fue impulsado principalmente por una expansión significativa del múltiplo a 26 veces, o lo que equivale a decir que el mercado se puso más caro. Esta expansión, sin duda, fue estimulada por el resultado de las elecciones, las cuales culminaron en paz, y resultó electo un presidente reconocido como el más “pro-mercado” de la historia, que promete liberar la economía y “crear una era dorada nunca vista en los Estados Unidos”.

Así las cosas, el 2025 arranca con mucho optimismo y el pronóstico de que las utilidades aumenten algo como 15% durante el año. Con esto, el P/E del mercado se ubica nuevamente en 23 veces, ahora con relación a estos nuevos estimados recalibrados hacia arriba. Sea como fuere, se puede decir que es un mercado que no está barato bajo ninguna definición. Recordemos que el promedio histórico es 17 veces. Para ponerlo aún más en perspectiva, el P/E puede ser visto como el “número de años de capitalización de utilidades” o cuantos años tomaría recuperar la inversión. Otra forma de verlo es a través de su inverso, E/P o “earnings yield”, que trata las utilidades como una especie de cupón para los accionistas, aunque no se repartan. De acuerdo con esta última métrica, y utilizando la cruda fórmula del profesor Jeremy Seigel, el retorno esperado para el S&P 500 sería el “earnings yield” más la inflación; algo por el orden del 7%. Este rendimiento es constructivo, pero inferior al promedio histórico de 9%, y, sobre todo, muy por debajo de las elevadas expectativas condicionadas por la reciente bonanza.

Ahora bien, como ya sabemos, dentro del promedio de la bolsa convive un amplio abanico de situaciones disímiles; más aún, siendo este “bull market” uno de los más estrechos de la historia, donde las “Magnificent 7” literalmente han cargado el peso. Dichas acciones aumentaron 110% y 60% en los últimos 2 años, respectivamente. Ésta sí que es una seguidilla nunca vista! Luego de este “run” sin precedentes, el P/E promedio de las “Mag 7” se ubica en 35 veces, con un “market cap” de \$12 “trillones”, que representa la tercera parte del S&P 500. En cambio, el resto de las 493 compañías que conforman el índice cotizan a un P/E promedio moderado de 18 veces. Y, aún dentro de este grupo, que pudiéramos llamar “second tier”, hay todavía más dispersión y variedad de situaciones.

En línea con lo descrito arriba, y en el extremo bajo de la valuación y la popularidad, existe un universo de compañías en sectores como alimentos, licores, farmacéuticos, energía, banca, transporte, mercados internacionales, “small caps”, etc. cotizándose a precios relativamente modestos. En otras palabras, no es un momento en el que estamos “nadando en oportunidades”, como ocurrió en los años posteriores a la “Gran Crisis” del 2008, cuando inicia este “Bull Market”, y el S&P 500 cotizaba, de pronto, a 9 veces utilidades. No obstante, debido a la gran disparidad dentro del índice, hay, en alguna medida, alternativas de inversión para todos los gustos. Podemos encontrar desde compañías tradicionales, que no dejan de tener sus retos, pero que algunas, por ejemplo, han aumentado su dividendo 50 años seguidos, y, en apariencia, son casi una especie de “proxies” o sustitutos de renta fija; hasta, en el otro extremo, empresas como Tesla, Palantir y Nvidia, ligadas a los avances transformacionales que vienen para la humanidad, cuyas acciones experimentan fluctuaciones casi verticales en su precio, y, donde comprar y vender múltiples veces al día se ha vuelto el pasatiempo de las masas, junto con las apuestas en deportes ahora legalizadas, las opciones, los “meme stocks”, los 15,000 tokens digitales en circulación, etc.

Para redondear este resumen del panorama, iniciando el 2025, el factor omnipresente en el sentimiento del público es la recién inaugurada administración Trump y las noticias que genera; con mucho talento y algunas ideas prometedoras, pero, a la vez, fuente de constantes sobresaltos y prácticas de pronóstico incierto. Otro componente principalísimo de la ecuación, que hace innegable la necesidad de cambios, es la situación fiscal de los Estados Unidos, con un déficit crónico del 6%, la mayor deuda sobre PIB desde la segunda guerra mundial ubicada en 125%, el costo de intereses que ya supera el gasto militar, etc. Literalmente, es una “bola de nieve”, que, de no ser atendida con prontitud, se puede convertir en un riesgo existencial. Por último, está la geopolítica, donde se pudiera estar demoliendo el régimen que nos ha dado estabilidad por los últimos 70 años, caracterizado por el “international rules order” y el bloque de países occidentales con valores liberales unidos bajo la OTAN.

II. Tagua Fund 2025

“Mistakes will be made.” Anonymous

“Aim for satisfaction, not optimization.” Tom Gayner

El Tagua Fund tiene una misión anclada en el pragmatismo, y se trata de contribuir a la tranquilidad y prosperidad económica de sus accionistas. El fondo busca ser un vehículo donde el valor real de los patrimonios avance a un buen ritmo, tomando, a la vez, las precauciones para reducir el riesgo a largo plazo y perdurar indefinidamente. Lo anterior, en un juego que se asemeja a una “ultra maratón”, donde la consistencia y la perseverancia son la clave. En cierta forma, se puede decir que el fondo busca balancear un poco el sentimiento que prevalece en la calle en un momento dado, siguiendo premisas como: “never catch the mood of the market” o “be affraid when others are greedy and greedy when others are affraid”.

Calificando el ambiente actual como uno de alta incertidumbre, cierta euforia en el público y precios altos, esto nos lleva a adoptar una actitud de cautela en el posicionamiento de nuestro fondo. En función de lo anterior, esperaríamos que el fondo mantenga cierta ponderación en US Treasuries, por la estabilidad, opcionalidad y el 4% que éstos ofrecen. Sin embargo, como explicaba en el bloque anterior, existe también la oportunidad de adquirir algunas compañías de alta calidad a precios moderados; los “bond proxies”, que le gustan a Buffett, y que han sido la materia prima de nuestro fondo a lo largo de sus casi 15 años. Esta es una gran noticia, ya que la realidad es que la renta fija, bonos y depósitos, si bien tienen un papel importante que jugar como fuente de liquidez, no cargan el peso a largo plazo en términos de sostener el valor real de los patrimonios. Menos ahora, con la situación fiscal de los Estados Unidos, que amenaza con desvalorizar el papel moneda a un ritmo cada vez más acelerado; tal como lo explica Elon Musk, para promover su departamento “DOGE”. El rápido aumento en el precio del oro es otro indicador que confirma este estado de cosas.

Y es que la inflación, aun en tiempos normales, es un lastre muy importante que debilita los patrimonios; un fuerte viento en contra o una modalidad de confiscación silenciosa. El punto ineludible aquí es que las acciones comunes, la propiedad sostenida de empresas productivas, son como las proteínas en la dieta del ahorrista. Si no están presentes, más temprano que tarde, los patrimonios van quedando mermados en su poder adquisitivo. Esta extinción de los ahorros es mucho más expedita si, como es normal, se suma a la inflación cierto ritmo de consumo o retiros anuales. La lección de la historia es contundente en cuanto a que, a largo plazo, la propiedad de empresas, que vienen siendo activos reales, le da mayores oportunidades de supervivencia a un patrimonio. En otras palabras, a largo plazo, el patrimonio está más seguro en acciones comunes que en renta fija, inversiones denominadas en papel moneda. Esto puede resultar contra intuitivo, pero es, a la vez, inobjetablemente lo que revelan las estadísticas.

Para resumir, el ambiente actual permite que el Tagua Fund continúe invertido, mayoritariamente, en acciones comunes en condiciones razonablemente favorables (ver tabla en el anexo al final). Y, con esto, tenemos buenas probabilidades de replicar hacia adelante retornos en el rango de los que hemos obtenido en el pasado.

Con lo anterior, finalizo la carta. Para los más birriosos, incluyo un anexo sobre las “bondades del mercado”. El mensaje de siempre en estas cartas, expresado en diferentes palabras, es que el Tagua Fund está del lado de sus accionistas. Invertir es simple, pero, en la práctica, bastante difícil de ejecutar para los mortales. Nosotros en la firma, examinamos decenas y decenas de portafolios, como una especie de patólogo, y, la mayoría de las veces, para ponerlo con delicadeza, los resultados no son halagadores. Esta situación se da aun cuando, por lo general, se trata de personas muy talentosas e informadas. Esto ocurre

porque el inversionista enfrenta retos que, aunque sutiles, pueden resultar formidables: bajones anuales de 10% (“corrections”), caídas de 20% o más (“bear markets”) cada 4 años, nuestra propia biología o psicología, prejuicios, presión social, ego, noticias, medios de comunicación y la industria (que, como cualquier otra, está optimizada para maximizar su extracción). El Tagua Fund hace las veces casi como de un “caddy” veterano en golf; figura que, siendo humano también, acompaña y orienta al jugador a través de las vicisitudes de la ronda, e idealmente debe contribuir a mejorar el resultado al final. En fin, lo principal de la carta es agradecerles por formar parte de este proyecto, que siempre va a ser un “work in progress” alrededor de su objetivo inamovible, que es proteger y crear riqueza para sus accionistas. Como siempre, les deseo lo mejor en este año que inicia y quedo sus órdenes.

Atentamente,

A handwritten signature in blue ink that reads "Joaquín de la Guardia". The signature is fluid and cursive, with a large initial 'J'.

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

Anexo 1: El disfrute y el privilegio de ser socio de las mejores compañías del mundo gracias a la Bolsa

"Smooth as Tennessee whiskey..." Chris Stapleton

"Greed is good." Gordon Gekko

En tiempos en que el furor son las inversiones privadas, parece buen momento para exaltar las bondades y apreciar que existen los mercados e, inclusive, el SEC. Entrando en materia, resulta que el número de compañías públicas, listadas en la bolsa, lleva años de estarse desplomando, de casi 6,000 en el año 2000 a sólo 3,000 y pico en la actualidad. Esto es producto de que cada vez son menos frecuentes los IPOs ("initial public offerings"), y muchas empresas públicas han pasado a ser privadas. Esta evolución es pésima noticia para el público, que ahora tiene vedado el ser accionista de un creciente número de empresas exitosas, o únicamente puede serlo indirectamente a través de pomposos y rapaces intermediarios. Estos últimos, a su vez, han puesto lo que equivale a un leonino "pay wall" entre dichos activos y el público. Y, es que, muchas empresas están abandonando los mercados públicos porque el capital es ahora más abundante y barato en los mercados privados. En otras palabras, sus acciones se cotizan mucho más caras en los mercados privados. La industria financiera, por su parte, es el cerebro detrás de este fenómeno, ya que le resulta inmensamente lucrativo empaquetar compañías privadas y ofrecerlas al público en oscuras y, supuestamente, glamorosas estructuras. Estos son los llamados "alternative assets", que, de ser el "nicho" oportunista, que figura en la clásica película Wall Street de 1987 con Michael Douglas, y, donde algunos de los operadores de aquel entonces terminaron con condenas penales, ahora ha pasado al "manstream" como un "core asset", con lo cual la categoría ya suma \$15 trillones y en franco crecimiento. Estos productos son un sueño hecho realidad para la industria financiera: fáciles de vender, amarran al inversor por larguísimos periodos, y evitan la transparencia y la rendición de cuentas. Más aún, la cereza en el pastel es que permiten la extracción, casi desapercibida, de leoninos "fees" internos, que a menudo superan los 400 puntos básicos. Imagínense, con este nivel de gastos o fricción sumado a la inflación, qué chance tiene el ahorrista de prosperar? Ningún activo puede cargar tanto peso. Es como si en el hipódromo un caballo llevara encima un jinete de 200 libras! Volviendo al relato, no es exagerado decir que, con los "alternative assets", la industria financiera pasó de estar amenazada con correr la suerte de las agencias de viajes u otros negocios venidos a menos, a un auge o "Gilded Age" jamás soñado. Un protagonista clave en esta película de terror han sido los académicos, que, de acuerdo con una interpretación torcida del "Modern Portfolio Theory", argumentan que, casi por arte de birlibirloque, la misma empresa, en el instante en que pasa de negociarse en la bolsa a manos privadas, adquiere atributos excepcionales, que la convierten en la panacea para los patrimonios; específicamente, baja volatilidad y baja correlación. Obviamente, al no haber más transacciones, el precio no va a fluctuar más; excepto por las estimaciones arbitrarias y convenientes del "manager". Pero, no debe extrañarnos el respaldo académico, político, gremial, de consultores, etc. del que gozan los "private equity" y "private debt", industria conocida en su reencarnación anterior como "leverage buyout" o LBO, dado que, con las enormes sumas de dinero que extraen del público, estas firmas tienen un arsenal económico nunca visto para promoverse y lubricar generosamente toda la cadena de actores involucrados. "Show me the incentives and I tell you how people will behave". Es decir, todo el mundo gana a costa de los inversionistas o excepto los inversionistas, que pronto incluirán a los más humildes "small retail" y "401(k)" cuando la nueva administración levante el "accredited investor standard". En fin, es una dinámica de extracción y promoción, tipo "flywheel", que se auto potencia y cuyo resultado es, como dicen, que "private equity is eating the world". Sólo por dar un ejemplo, en una visita reciente a la convención más grande de la industria, pude observar que no queda ya ni un solo "stand" o charla sobre inversiones más simples y directas: acciones, bonos, fondos simples, etc. Estos productos, ahora llamados peyorativamente "activos tradicionales", son como brócoli y pechuga, el mejor alimento, pero no hay plata para promoverlos o comprar conciencias. Toda la riqueza que generan se la queda el ahorrista!

Pero bueno, volviendo al tema del segmento que es muy positivo y de alta vibración, los mercados públicos tienen un carácter democrático, que permite al más humilde inversor ser socio de las mejores y más emblemáticas empresas del mundo. Estos hacen posible que sea realidad la frase de Charlie: “you don’t have to be rich to invest, you become rich by investing”; fenómeno que yo mismo, y decenas de clientes y personas del entorno, hemos experimentado por los últimos 30 años. Y, estemos claros en una cosa, el hecho de cotizar en bolsa o no, no cambia en nada los “economics” de un negocio o un activo. Buffett, por ejemplo, ha diseñado Berkshire para pescar activos públicos o privados sin prejuicio alguno; sólo en base a su mérito económico. Cabe señalar que, desde hace muchísimos años, no encuentra nada apetecible en los mercados privados. Por qué será?

Otra ventaja muy significativa de las empresas públicas es que vienen acompañadas de la protección que brinda el SEC (Securities and Exchange Commission), que, si bien tiene sus fallos y excesos, crea condiciones de relativa igualdad para participantes grandes y chicos. El SEC, vale la pena recordarlo, nace del clamor e indignación popular hacia los excesos y abusos que eran comunes antes del “Great Crash” de 1929, donde las compañías, sólo por dar un ejemplo, de pronto revelaban al público una sola página al año y con cifras tranquilamente amañadas. El juego era totalmente desigual y sólo participaban “gangsters”, “insiders” y especuladores. La compra y venta de acciones estaba tan corrupta y desacreditada antes del SEC, que los bancos más respetados de la era, como JP Morgan, se abstendían de participar. No es ocioso recalcar que, quienes incursionan en inversiones privadas, renuncian a la protección del SEC, y, posiblemente, se exponen a revivir experiencias de estas épocas pretéritas que eran “tierra de nadie”.

Los mercados públicos y regulados, en cierta forma, no gozan de ningún “constituency” que los defienda, porque su único gran beneficiario es el público en general o disperso. Sin embargo, gracias a la bolsa, cualquier inversionista puede ser socio de Bill Gates, Elon Musk o la familia Walton; un privilegio verdaderamente extraordinario. La bolsa le permite al Tagua Fund, por ejemplo, ser accionista de empresas con ventajas competitivas formidables, que triunfaron en su categoría hace décadas, con rentabilidad comprobada, productos adorados por el público, etc. Y, como si esto no fuera suficiente bendición, en los mercados públicos se da la dinámica que Ben Graham bautizó como “Mr. Market”, donde el público inversionista experimenta importantes fluctuaciones en su estado de ánimo. Y, esto permite, cada tanto, adquirir casi cualquier empresa a un precio amigable o en baratillo.

Por dar ejemplos, en la actualidad, el Tagua Fund tiene dentro de su portafolio acciones de: Brown Forman, fabricante del icónico whiskey Jack Daniels, que data de la guerra civil y es objeto de canciones legendarias dentro del género Country; Hershey, también fundada en el siglo XIX, con 36% de su mercado en los Estados Unidos, y su fábrica y parque de diversiones propio ubicados en las idílicas montañas de Pennsylvania; Copa Airlines, con una rentabilidad rabiosa, que viene siendo como un “toll road” obligatorio para todo el que quiere ingresar a Panamá por aire; Constellation Brands, distribuidor exclusivo de las cervezas Corona y Modelo en Estados Unidos; Occidental Petroleum, con enormes reservas de petróleo y gas natural en el estado de Texas, “dólares enterrados” según Charlie, etc. En el futuro, quien sabe que otros “powerhouses”, como decía mi papá, podremos ir añadiendo al portafolio.

En fin, ser socio a largo plazo de empresas como éstas, es una solución para el ahorrista muy muy difícil de superar, en todo sentido: seguridad, generación de riqueza y, algo que no se debe menospreciar, facilidad de manejo. El hecho de conocer las compañías, sus productos, historia, personalidades, etc., no sólo aumenta enormemente el disfrute, y hace la experiencia más cálida y real, si no que ayuda al ahorrista a superar los retos internos conocidos como “behavioral finance”, y, de esta forma, perseverar y lograr el objetivo de acumular riqueza con relativa seguridad a largo plazo.

Anexo 2. Inversiones dentro de Tagua Fund y sus Fundamentos

Company	Price	EPS E. (2024)	EPS E. (2025)	Forward P/E	Earnings Yield	TBV/Share	P/TBV	Dividend	Dividend Yield	Weight
U.S. T-Bill 02/25 YTM 4.51%	\$100.00	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	18.18%
Kraft Heinz Company	\$30.62	\$2.26	\$2.77	11.1x	9.0%	N/A	N/A	\$1.60	5.23%	18.07%
Citigroup, Inc.	\$79.07	\$5.95	\$7.52	10.5x	9.5%	\$89.35	0.9x	\$2.24	2.83%	16.82%
Occidental Petroleum Corp.	\$48.55	\$2.26	\$3.58	13.6x	7.4%	N/A	N/A	\$0.96	1.98%	14.76%
Copa Holdings, S.A.	\$93.65	\$14.56	\$15.66	6.0x	16.7%	N/A	N/A	\$6.44	6.88%	9.75%
Lloyds Banking Group PLC.	\$3.66	\$0.36	\$0.38	9.6x	10.4%	\$2.66	1.4x	\$0.17	4.64%	6.64%
Hershey Co.	\$171.29	\$10.92	\$6.12	28.0x	3.6%	N/A	N/A	\$5.48	3.20%	2.96%
Dollar General Corp.	\$74.19	\$7.55	\$5.74	12.9x	7.7%	N/A	N/A	\$2.36	3.18%	2.64%
Constellation Brands, Inc.	\$178.35	\$13.50	\$14.52	12.3x	8.1%	N/A	N/A	\$4.04	2.27%	1.35%
Brown-Forman Corp.	\$32.96	\$2.14	\$1.92	17.2x	5.8%	N/A	N/A	\$0.92	2.79%	1.27%
J M Smucker Co.	\$109.16	\$9.89	\$10.47	10.4x	9.6%	N/A	N/A	\$4.92	4.51%	1.25%
Average				11.5x	9.6%					

Anexo 3. Rentabilidad Histórica de Tagua Fund

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%
2018	-19.56%	1.0625%	-20.41%
2019	32.07%	1.0625%	30.67%
2020	-16.92%	1.0625%	-17.80%
2021	27.52%	1.0625%	26.17%
2022	-10.39%	1.0625%	-11.34%
2023	26.64%	1.0625%	25.30%
2024	16.07%	0.3625% (US Treasuries and Money Market Funds) / 1.0625% (Other Assets)	14.93%
Promedio	11.22%		9.54%

*Inició el 16 de agosto de 2010