



Panamá, 29 de febrero de 2024

"I just set out to achieve financial freedom, but overshoot." - Charlie Munger

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 2024.

Tagua Fund

	1-ene-2023	31-dic-2023	
Precio por Acción	\$2,578.66	\$3,231.15	25.30%
Número de Acciones	26,357	22,679	-13.95%
Activos Totales	\$67,965,727.98	\$73,279,187.46	7.82%

I. Resumen del 2023 y el panorama hacia adelante

El año 2023 inicia con un ambiente de pesimismo, en parte, como secuela de un fuerte "bear market" en el 2022. Recordemos que este último fue el año en que la Fed subió las tasas de corto plazo de 0 a 4.50%, marcando el final de una era de 15 años de "dinero gratis", y, ambos, bonos y acciones, bajaron más de 20%. Volviendo al 2023, el S&P 500 comienza el año cotizándose a un múltiplo "levemente alto" de 18 veces utilidades. Además, esta valuación venía acompañada de incertidumbre y oscuros nubarrones como: hasta dónde subiría las tasas la Fed en su lucha por doblegar la inflación, y si esta medicina provocaría "accidentes" económicos?; la casi certeza de que la economía entraría en recesión; y la guerra entre Rusia y Ucrania.

El desenlace ya lo conocemos. El 2023 terminó siendo un año estelar, con retorno de 25% para el S&P 500. Esto, a pesar de que, como mencionamos, el consenso esperaba retornos bajos o negativos, confirmándose, una vez más, que los pronósticos de corto plazo rara vez aciertan y, por ende, su valor es nulo. De allí, la importancia de mantenerse invertido y no interrumpir innecesariamente la acumulación de riqueza producto del "compounding", más aún, cuando la experiencia histórica también demuestra que, entrar y salir del mercado, esperando a que se resuelvan problemas macroeconómicos o geopolíticos, regresen cielos azules, etc., es algo que parece sensato, pero la mayoría de las veces termina resultando inoportuno. Y no es un pecado menor, ya que merma dramáticamente los retornos a largo plazo.

Ahora bien, ¿cómo se explica el “bull market” del 2023? En primer lugar, la recesión todavía no llega y la fuerza del consumidor “americano” sorprendió a todo el mundo. Con esto, el año terminó con un saludable crecimiento de 2% en el PIB, el desempleo se mantuvo por debajo de 4%, y las utilidades de las compañías crecieron 9%. Lo que si se dio fue un accidente económico serio, donde importantes bancos regionales (Silicon Valley Bank, First Republic, etc.) tomaron demasiado “riesgo de intereses”, acumularon grandes pérdidas no realizadas en sus portafolios de bonos, y perdieron la confianza de los depositantes. Lo anterior provocó corridas que los obligaron a cerrar o ser vendidos. Sin embargo, el sistema bancario estadounidense, una vez más, demostró su fortaleza y el incidente rápidamente fue superado. Por el lado de la Fed, la misma continuó con sus alzas incrementales, llegando a 5.25%. No obstante, ya para el último trimestre del año, eran notorios los avances en la lucha contra la inflación, con registros del CPI que ya habían descendido a niveles cercanos al 3%. Estas cifras más benignas, sumadas a otros indicios favorables sobre la inflación, indicaban que la Fed había logrado su difícil objetivo, y el ciclo de alzas estaba por concluir. Luego, la misma Fed confirmaría esto en sus comentarios, dejando entrever que ahora estaría “vigilante por igual de los riesgos de inflación y recesión”. Este pronunciamiento trajo consigo la expectativa de un cambio de dirección y el pronóstico de varios recortes en las tasas para el 2024, con lo cual se produce un fuerte “rally” en los mercados. Para redondear el resumen del 2023, la guerra Rusia-Ucrania, por el momento, no ha tenido mayor impacto económico en Estados Unidos, al ser este país autosuficiente o exportador neto de hidrocarburos. Por último, algo muy significativo fue la fiebre de la inteligencia artificial (AI), que produjo un “rally” épico en el grupo de compañías conocido como “Magnificent 7”, especialmente su abanderada “NVIDIA”. Se trata de siete empresas, que, en su conjunto, suman ya una capitalización de \$12 “trillones”, que representa algo como 27% del S&P 500, y supera, por dar un ejemplo, a todo el mercado chino junto. Estas acciones, en promedio, aumentaron más de 100% en el 2023, siendo responsables de la gran mayoría del avance en el S&P 500.

Pasando ahora al 2024, el año arranca con un ambiente económico supuestamente idílico, el llamado “goldilocks”. Los problemas geopolíticos, como siempre, están ahí, ya sea fríos o calientes. A esta última categoría, ahora, se sumó el trágico conflicto Israel-Hamas. Adicionalmente, están las elecciones en noviembre, con los candidatos que ya conocemos con sus complicados perfiles. Por lo que valga, históricamente, los años de elecciones han sido al alza. La realidad es que, en torno a estos temas, nadie sabe con certeza ni que va a pasar ni cómo va a reaccionar el mercado. Lo que sí se sabe, y es sin duda el factor más determinante de resultados futuros, es la valuación del mercado. El mismo cotiza ahora a un P/E de 21 veces, significativamente por encima del promedio histórico, pero nada parecido a episodios especulativos como el 2000 o 1973, donde llegó a cotizarse a 30 o 40 veces utilidades. Las valuaciones actuales, a lo que sí apuntan, es a retornos más bajos, pero que deberían seguir siendo constructivos y superiores a la inflación y la renta fija.

II. Tagua Fund

Nuestro fondo tuvo un excelente año, redondeando un retorno de 25%, en línea con el S&P 500. Esto, a pesar de que los “value stocks”, como ya viene siendo costumbre por la última década, se mantuvieron “out of favor” con retornos bajos. Tagua fund se benefició, entre otras cosas, de que, a inicios de año, teníamos una participación modesta en algunas de las “Magnificent 7” como META, GOOG y AMZN, lo cual nos sumó varios puntos. Estamos hablando ya de compañías maduras y de altísima calidad, con modelos de negocios extraordinarios, y que, además, sufrieron bajas de 50% o más en el 2022, entrando en el radar hasta de los “value investors” más recalcitrantes. Ojalá hubiéramos aprovechado un poco más la oportunidad, pero bueno, ¡queda el consuelo de que ésta es una disciplina donde algunos siguen mejorando hasta los 99 años!

La buena noticia para nuestro fondo es que, a diferencia de otros periodos en que el mercado ha tenido alzas sustanciales, y, producto de esto, todo se pone caro y escasean las oportunidades, en esta ocasión, tuvimos el “bull market” más concentrado de la historia. En éste, como vimos antes, siete compañías prácticamente cargaron al mercado, quedando rezagadas, y, hasta baratas, algunas de las 493 empresas restantes; tal como lo demuestra la gran brecha en la valuación de los “growth stocks” y los “value stocks”, que muy pocas veces ha sido mayor. Utilizando el índice Russell 1000 como parámetro, tenemos que el P/E de “growth” es 30 veces, mientras que el de “value” es 15 veces. Las “Magnificent 7”, por su parte, cotizan a 37 veces utilidades. En el 2000, por dar un ejemplo, con el famoso “dot.com bubble”, se dio una situación parecida a la actual, y, lo que vino en los 10 años siguientes, fue algo como un retorno promedio de 0% para el S&P 500 y 9% para los “value stocks”. Ojo, en esta ocasión, las valuaciones son menos extremas y las compañías de tecnología son más formidables. Aun así, no faltan quienes, al ver compañías con valuaciones en los “trillones”, lanzan llamados de alerta tipo “los árboles no crecen hasta el cielo”. En todo caso, por fortuna, producto de esta disparidad en la “popularidad” de distintos sectores del mercado, todavía existen compañías sólidas cotizándose a precios moderados, que parecieran ofrecer la combinación de seguridad y retornos atractivos que estamos buscando. Así las cosas, el Tagua Fund comienza el año invertido en este tipo de compañías, con un P/E promedio de 12 veces, y retornos esperados para los próximos 5 años en línea con su promedio histórico.

III. Charlie Munger: Titán de las inversiones y los buenos valores

Al final del 2023, fallece Charlie, a sólo un par de semanas de cumplir 100 años, ocasión que planeaba celebrar en grande. Fue mancuerna de Buffett por más de seis décadas. Su talento y carácter sumaron grandemente para que Berkshire Hathaway alcanzara la monumental capitalización actual. Cuando se conocieron, Buffett estaba “imprimiendo billetes”, comprando compañías de mala calidad a precios ultra bajos; tal y como le había enseñado su maestro Ben Graham, el genio original, quien se aburrió de ganar dinero desenterrando oportunidades en los escombros de la Gran Depresión, en tiempos en que las acciones provocaban repulsión al público, y se retiró a una edad temprana para dedicarse a otros intereses intelectuales y terrenales. Volviendo a Charlie, se dice que fue una influencia clave para sacar a Warren de su adicción por las acciones a “precio de quema”, los llamados “cigar butts”, y acelerar su migración a negocios de alta calidad a precios razonables. Con esta nueva fórmula, escalable y con potencial de crecer el capital a un ritmo alto y en forma exponencial (“compounding”) a largo plazo, la peculiar pareja de amigos se ponía en camino a las grandes ligas.

Fue un personaje con valores, talento y sentido del humor extraordinarios; fanático de Benjamín Franklin y sus máximas, que exaltan la simplicidad y el sentido común como “look around, see what works and do that”. Reconocido por una curiosidad intelectual inagotable e innumerables intereses. Se dice que, hasta el final, leía algo como 200 libros al año. Esto, a pesar de contar, desde hacía décadas, con un solo ojo. Charlie sufrió fuertes golpes en la vida, pero siempre se levantó, recuperó el entusiasmo, y se mantuvo “nadando hacia adelante”. “Never ever feel sorry for yourself”. Creció en Omaha durante la Gran Depresión, donde, según su relato, hasta los ricos deambulaban por las calles buscando que comer, e identifica esta experiencia como la educación más valiosa de su vida. Trabajó por algún tiempo en la tienda de víveres “Buffett & Sons”, donde, según explica, “the hours were long and the pay was short”; ganaba \$2 por jornadas ininterrumpidas de 12 horas. Más adelante, como “undergraduate” en la Universidad de Michigan, fue llamado para servir en la Segunda Guerra Mundial, salvándose de ir directo al frente como soldado de infantería por marcar muy alto en la prueba de inteligencia, por lo cual el ejército lo filtró para aprovecharlo como meteorólogo. Años más tarde, se graduó de derecho en Harvard y practicó en Los Ángeles, fundando una firma que todavía incluye su nombre y se ubica entre las más reconocidas de los Estados Unidos. Por tener 8 hijos, los ingresos de su práctica legal no alcanzaban. Esto lo llevó a incursionar en bienes raíces, donde hizo su primera fortuna, montándose en la ola de crecimiento de la ciudad de Los Ángeles, que, en aquel entonces, comenzaba casi desde cero. En 1959, a

los 35, regresó a Omaha con motivo de la muerte de su padre. Y, es aquí, cuando conoció a Warren, con quien inmediatamente hizo “click”, y éste le aconsejó que mantuviera el derecho como un “hobby” si quería, pero que se dedicara a las inversiones. A partir de este momento, mantuvieron contacto diario, disfrutando abundantemente cada uno de los “insights” y el sentido del humor del otro. Siguiendo el consejo de su nuevo mejor amigo, Charlie lanzó su fondo de inversión, el cual administró por 15 años con excelentes resultados. Sin embargo, el épico “bear market” de los 70s, con dos años seguidos de bajas de más de 30%, hizo que terminara de perder el gusto por administrar dinero de terceros. Y, un par de años más tarde, cuando todo se había recuperado, cerró su “partnership” y se dedicó exclusivamente a manejar su capital. Reconocido como el “big spender” de la dupla, vivió en la misma casa por 70 años y muchas veces viajaba en “economy”.

Los que nos hemos beneficiado de la simple fórmula de inversión, que consiste en preservar y crecer el patrimonio mediante la propiedad a largo plazo de compañías de alta calidad adquiridas a precios razonables, tenemos una deuda impagable con Charlie y Warren; siendo su filosofía un “rabit hole” o “micro culto” de resultados comprobados, que todos los inversionistas conocen, pero muy pocos adoptan. Esto, porque se trata de una estrategia que requiere una cuota de paciencia, estoicismo, pensamiento independiente, no trae gratificación inmediata, ni es glamorosa, ni alimenta el ego, y resulta muchas veces en un enriquecimiento silencioso, como el que describe el libro “The millionaire next door”. “Nobody wants to get rich slow”. Otro obstáculo grande, es que la industria de las inversiones tiene aversión a esta filosofía, ya que no le genera ingresos, por incluir entre sus principales “ethos”, las inversiones simples y el “letargo”, o hacer muy pocas transacciones. “People can’t just seat on their ass long enough”. De nada sirve la abrumadora evidencia objetiva, que demuestra que la simple estrategia que siguen Warren y Charlie, con el paso del tiempo, deja “botados” tragando polvo a los productos de “Wall Street”, diseñados para explotar las debilidades psicológicas del público, ser fáciles de vender y extraer al máximo de sus clientes, con el eventual efecto de hacer a los ricos bastante menos ricos.

Warren es más discreto y políticamente correcto, pero a Charlie le encantaba despotricar y se expresaba sin filtro alguno. A menudo sorprendía con jocosas y controversiales ocurrencias, como las “3 L’s” que acaban con los patrimonios: “ladies, liquor and leverage”. Ésta en particular, probablemente inspirada en la historia de uno de sus grandes compinches, un prodigio llamado Rich Guerin, que hizo fortuna y luego cayó víctima de las “3 L’s”. Charlie era severo crítico de la industria de las inversiones, con sus innumerables excesos, vicios, conflictos de interés y productos tóxicos, incluyendo “hedge Funds”, cripto y “private equity”. Utilizaba coloridos epítetos, como “veneno de ratas”, para describir algunos de estos caballos de batalla de la industria. Los académicos tampoco se escapaban de la lengua de Charlie, señalando que perversos incentivos, uno de sus temas favoritos, los han ido alejando de ideas simples y útiles para el público, decantándose, en vez, por complejos modelos matemáticos, con letras griegas y complicadas ecuaciones, que sólo han servido para aumentar su estatus y el curriculum de finanzas en las universidades. Y, mucho más grave aún, le hacen el juego a la industria, dando sustento o justificación a capas sobre capas de pomposos asesores y productos de mala calidad, onerosos y opacos que, ahora, contra toda lógica, supuestamente hacen los portafolios más “eficientes”. Ahora bien, hay que decirlo, estas descargas de Charlie siempre venían en forma totalmente desinteresada, con una gracia inigualable y un giro humorístico, lo cual les quitaba cualquier pesadez moralista, y, en consecuencia, muchas veces, hasta los propios aludidos no podían evitar disfrutarlas. Inclusive, mencionaba ocasionalmente que tenía un nieto muy querido trabajando en Wall Street y eso era asunto de él.

Otro aporte gigante de Charlie y Warren es su vocación para hacer docencia y compartir generosamente todos sus conocimientos. Recurrentemente, les preguntan “¿por qué si esto es tan sencillo, prácticamente nadie se copia?”. Como explicaba arriba, la estrategia es simple, pero mantenerla a lo largo del tiempo, no es nada fácil. Entre otras cosas ya mencionadas, requiere un “buy in” o convicción muy fuerte. Cada tanto, hay periodos donde temporalmente los resultados no son buenos, u otra estrategia de moda, donde está entrando mucho capital, tipo “Ponzi scheme”, la supera. En eventos

sociales, todo el mundo está haciendo alarde de su visión y los beneficios obtenidos participando en la última “panacea”. Con esto, la tentación para abandonar el buen camino y unirse a la “fiesta”, se vuelve demasiado fuerte. Para rematar, los inversionistas continuamente están siendo bombardeados por opiniones “self serving” de asesores o supuestos expertos plagados de conflictos de interés, que se convierten en otro potente estímulo para tomar malas decisiones. Los noticieros, siempre sensacionalistas, buscando “eye balls”, se suman al coro que estimula al inversionista a auto destruirse. Como si lo anterior no fuera suficiente, la misma biología del ser humano y los componentes primitivos de su cerebro son otra barrera formidable, con sus sobrerreacciones de miedo y codicia, su búsqueda de estatus y satisfacción del ego, el impulso casi irresistible de seguir al rebaño, tendencias como el llamado “misweighting bias”, etc. En fin, sostener la estrategia de Warren y Charlie a lo largo del tiempo es muy difícil. Para perseverar y no perder el camino, es clave contar con un “coach” o guía, como el cura en la iglesia, que ayuda a los feligreses a no caer en el pecado que los tienta en cada esquina. Y aquí de nuevo, nadie ha sido mejor para ayudar a sus seguidores a “stay the course” que los propios Warren y Charlie, con su ejemplo y sus generosas e impecables explicaciones. Por cierto, Charlie, gran fanático de la psicología, fue uno de los pioneros en estudiar y reconocer la enorme importancia de lo que hoy en día se conoce como “behavioral finance”, que comprende los factores que hacen a las personas proclives a tomar malas decisiones y ser fácilmente manipulables. Se trata de poderosas predisposiciones del cerebro humano, originadas en tiempos prehistóricos y al margen de la capacidad cognitiva, que explican por qué es rutinario ver a inversionistas, no importa cuán inteligentes sean, actuar de forma irracional, muchas veces, a un costo exorbitante. Según Charlie, el buen manejo de estas debilidades innatas hace toda la diferencia, y provocará “que la tortuga le gane ampliamente a la vistosa liebre”.

De acuerdo con Charlie, su fortuna es resultado, principalmente, de haberse criado con los valores de Omaha, y tiene un gran componente accidental. Señalaba, por ejemplo, que hay otros Mungers igual de sólidos y talentosos, y no menos respetados, que no hicieron fortuna alguna, incluyendo a sus venerados padre y abuelo, abogado y juez federal respectivamente. Este último, según dicen, era tan estricto, que hasta la propia familia rezaba por los imputados, muchas veces asaltantes de trenes. En fin, algo de cierto habrá en lo que modestamente asevera Charlie, pero, a la vez, no hay duda de que sus extraordinarios éxitos, alcanzados con la más absoluta integridad, y que van mucho más allá del patrimonio acumulado, son preponderantemente producto de un ser humano excepcional e irreplicable. Como dice Warren, “no había nadie más como Charlie en Omaha”. ¡Nada más que añadir! RIP.

Con este homenaje a Charlie, que de seguro se queda cortísimo, concluimos la carta. Incluir el perfil de Charlie va en línea con uno de los objetivos principales de nuestro fondo, que es inspirar, formar y crear un sentido de comunidad en nuestros accionistas, para ayudarnos mutuamente a “stay the course”. Como siempre, muchas gracias por formar parte de Tagua Fund y la confianza que depositan en nosotros. Es un honor servirles y quedamos a 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

I. Inversiones dentro de Tagua Fund y sus Fundamentos

Company	Price	EPS E. (2022)	EPS E. (2023)	Forward P/E	Earnings Yield	TBV/Share	P/TBV	Dividend	Dividend Yield	Weight
Citigroup Inc.	\$55.71	\$4.04	\$5.97	9.3x	10.7%	\$86.19	0.6x	\$2.12	3.81%	18.41%
Wells Fargo & Co.	\$54.81	\$4.83	\$4.77	11.5x	8.7%	\$39.21	1.4x	\$1.40	2.55%	18.14%
Bank of America	\$34.28	\$3.08	\$3.14	10.9x	9.2%	\$24.60	1.4x	\$0.96	2.80%	17.30%
Berkshire Hathaway Inc.	\$408.91	N/A	N/A	N/A	N/A	\$189.17	2.2x	N/A	N/A	12.31%
Ally Financial	\$36.60	\$2.99	\$3.33	11.0x	9.1%	\$35.38	1.0x	\$1.20	3.28%	7.90%
Capital One Financial, Corp.	\$136.82	\$11.95	\$13.76	9.9x	10.1%	\$99.55	1.4x	\$2.40	1.75%	7.50%
JP Morgan Chase	\$183.45	\$16.23	\$15.92	11.5x	8.7%	\$85.03	2.2x	\$4.20	2.29%	7.19%
Occidental Petroleum Corp.	\$60.60	\$3.90	\$3.24	18.7x	5.3%	N/A	N/A	\$0.88	1.45%	5.87%
Chevron Corp.	\$152.16	\$13.13	\$12.77	11.9x	8.4%	N/A	N/A	\$6.52	4.28%	0.72%
Kraft Heinz	\$35.80	\$2.31	\$3.03	11.8x	8.5%	N/A	N/A	\$1.60	4.47%	0.35%
Average				11.8x	8.7%		1.5x			

II. "Magnificent Seven"

Compañía	Símbolo	Retorno % (2023)	Capitalización	Ponderación en S&P 500 (%)
Microsoft Corp.	MSFT	56.8%	\$2,97T	7.1%
Apple, Inc.	AAPL	48.2%	\$2,80T	6.3%
NVIDIA Corp.	NVDA	238.9%	\$1,65T	4.3%
Amazon.com, Inc.	AMZN	80.9%	\$1,74T	3.7%
Meta Platforms, Inc.	META	194.1%	\$1,19T	2.5%
Alphabet, Inc.	GOOG/GOOGL	58.8%	\$1,78T	1.7%
Tesla, Inc.	TSLA	101.7%	\$0,6T	1.3%
Totales		111.3%	\$12,73T	26.9%

ANEXO

III. Resultados de una Muestra de Inversiones para el 2023

EQUITY			
Description	YTD Return (%)	Forward P/E	Div. Yield (%)
Nasdaq	+43.4%	30.2x	0.8%
Nikkei 225	+28.2%	20.4x	1.8%
Encina Fund	+28.2%	21.9x	N/A
Tagua Fund	+25.30%	13.5x	N/A
S&P 500	+24.2%	19.7x	1.5%
Berkshire Hathaway, Inc.	+15.5%	N/A	N/A
Stoxx Europe 600	+12.7%	12.8x	3.3%
S&P 500 Equal Weight ETF	+11.7%	18.2x	1.6%
Emerging Markets Index	+7.0%	12.7x	2.7%
S&P 500 Value ETF	+6.5%	15.8x	2.5%
FTSE 100	+3.8%	10.7x	3.9%
INCOME			
Description	YTD Return (%)	Yield To Worst (%)	Current Yield (%)
1 - 3 Years US Treasury	+1.1%	4.3%	4.3%
7 - 10 Years US Treasury	+0.6%	3.9%	3.9%
iShares JPM Emerging Markets Bonds	+5.3%	7.4%	4.8%
iShares High Yield Corp. Bonds	+5.1%	7.7%	5.8%
iShares Investment Grade Corp. Bonds	+5.0%	5.1%	4.3%
OTHERS			
Description	Price	YTD Return (%)	
Gold \$/Oz	\$2,063.0	+13.1%	
WTI Crude Oil	\$71.7	- 6.1%	

IV. 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%
Promedio	10.88%		9.16%

*Inició el 16 de agosto de 2010