



Panamá, 6 de febrero de 2023

"Stay the course." - John Bogle

"It is dangerous to make forecasts, especially about the future." – Yogi Berra

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 2023.

Tagua Fund

	1-ene-2022	31-dic-2022	
Precio por Acción	\$2,908.53	\$2,578.66	-11.34%
Número de Acciones	26,337	26,357	0.08%
Activos Totales	\$76,601,830.20	\$67,965,727.98	-11.27%

I. El 2022: Inflación, guerra, fin del dinero gratis, rompimiento de burbujas y "bear market"

El 2022 inició con las tasas de interés de corto plazo en 0% y el S&P 500 a un precio relativamente alto de 21 veces utilidades. No obstante, algo más peculiar es que el año empezó con numerosas situaciones de especulación extrema o burbujas dentro de los mercados financieros. Estas son burbujas que tomaron fuerza durante la pandemia y fueron potenciadas sin duda por el poderoso efecto del dinero gratis. Y es que un costo de fondos cercano al 0% hace que prácticamente cualquier "inversión" a cualquier precio parezca atractiva. Todo lo que tocaban los inversores resultaba exitoso. Y esto, como es de esperarse, desembocó en un ambiente de credulidad, excesos, imprudencia y bajos estándares éticos.

Abundan los ejemplos de activos que pudiéramos considerar parte de la "burbuja." Tenemos el caso de algunos "megacaps" de tecnología; compañías extraordinarias como Tesla, por ejemplo, donde la actitud era que "ningún precio es demasiado alto" (ver anexo). Por otro lado, tenemos las diferentes criptomonedas y empresas del sector; fondos mutuos temáticos como los "Ark funds", con su escandalosa fundadora y nombres cautivadores tipo "automation", "new generation tech", etc.; empresas con valuaciones elevadas y pocos fundamentos, como los SPACs y IPOs de los últimos años; y los llamados "alternative assets", sector donde entró una avalancha de \$11 trillones pensando haber encontrado "el Dorado" o la panacea.

Sin embargo, tal vez la burbuja menos espectacular y más significativa de todas fue la renta fija, donde la tasa de 0% empujó a los inversionistas casados con este sector a “estirarse” (aceptando mayores plazos y menor calidad) en su desesperación por conseguir retornos más elevados. En un momento donde ya la inflación se ubicaba en 5%, los tesoros a 10 años rendían solamente 1.5%, los bonos corporativos pagaban 2%, y los bonos de baja calificación o “junk bonds” rentaban 4%, etc. La renta fija tenía toda la apariencia de ser un pésimo negocio; “return free risk” en las palabras de un veterano inversor en bonos.

Continuando con el recuento, a inicios del 2022, Jay Powell seguía manteniendo las tasas en 0%, probablemente bajo la tesis de que el brote inflacionario, que ya comenzaba a alarmar, sería transitorio y que la prioridad seguía siendo estimular para eliminar el riesgo de una recaída en la economía. Sin embargo, transcurridas las primeras semanas del año, se fue haciendo abrumador el consenso de que la inflación, con registros en algunos meses de hasta 9%, tenía el potencial de volverse duradera y arraigarse en el mercado laboral y la psicología del público. En febrero, Rusia invade Ucrania, provocando un “spike” en los precios del petróleo. Y ya con esto, Jay Powell, como dicen, “encontró la religión”, transformándose súbitamente de paloma a gavilán, en enemigo jurado de la inflación. Así las cosas, en marzo inicia lo que sería el ciclo de alza de tasas más severo en 40 años, pasando las tasas overnight de 0% a 4.75% en tan sólo unos meses.

Con esta alza de tasas literalmente se acabó la fiesta. Fue como si pararan la música, prendieran la luz y todo el mundo volviera a estar sobrio. Esto porque el efecto del aumento en el costo del dinero es “pervasivo” en la economía; inmediatamente disminuye la inversión y el consumo. El costo de las hipotecas, por ejemplo, pasó de 3% a 7%. El costo de oportunidad aumenta y muchos proyectos dejan de ser atractivos. Por su parte, los inversionistas, al contar nuevamente con tasas atractivas en activos sencillos y de alta calidad, como el US Treasury, abandonan sectores más especulativos del mercado. Desde una perspectiva puramente matemática, el costo del dinero es el denominador en las ecuaciones de valuación. Por ende, al aumentar dicho costo, el valor de absolutamente todos los activos disminuye, como si bajara la marea.

El resultado fue un año en el que todas las burbujas se desinflaron. Siendo las excepciones, Private Equity, Private Debt, Private Real Estate, etc. donde, al no haber liquidez por años, los administradores pueden reportar precios y retornos altos en forma arbitraria. Con esto, ganan más fees y mantienen contentos a los clientes, lo que es una verdadera genialidad comercial para la industria; una especie de alquimia mientras dure!

Por su parte, todas las principales categorías de inversión estuvieron a la baja. Para los bonos con grado de inversión, fue su segundo año consecutivo de pérdidas. Fondos de bonos corporativos de alta calidad, un tema de inversión de bajo potencial donde el público entra buscando seguridad, registraron disminuciones récord de hasta 20%, borrando años de dividendos. El S&P 500 y el NASDAQ entraron ambos en territorio de “Bear Market”, con reducciones de 20% y 30% respectivamente.

II. El 2023: Los inversionistas completaron la difícil travesía a un ambiente de retornos más generosos.

Pasar en un periodo corto, de un ambiente de dinero gratis a tasas overnight de 4.75%, es una travesía ruda y peligrosa para los inversionistas. A la vez, es algo que en algún momento tenía que venir. Es como el rebaño de cebras en África, que atraviesa un río infestado de cocodrilos para acceder en la otra orilla a

un territorio de pastos más verdes y abundantes. Y efectivamente, el entorno ahora ofrece oportunidades mucho mejores para los inversionistas. En renta fija, todas las categorías pagan 400 puntos básicos más, comenzando con la tasa overnight, como mencionamos arriba, de 4.75%. El S&P 500, por su parte, se cotiza a un precio más razonable de aproximadamente 18 veces utilidades, que no es barato, pero sí apunta a retornos constructivos a largo plazo por el orden del 8%. Este nuevo ambiente de retornos más altos les da la oportunidad a los ahorristas de lograr sus objetivos utilizando activos sencillos y de alta calidad, sin necesidad de enredarse con productos complicados y exponerse a riesgos innecesarios. El clásico “portafolio 60/40”, por ejemplo, referente de la industria de las pensiones, tiene ahora un atractivo retorno esperado por el orden del 6.5%. Esto, participando exclusivamente en “blue chip stocks” y US Treasuries.

Entremos ahora en los temas macro y geopolíticos que causan tanta preocupación: guerra, inflación y recesión. A Buffett le gusta la expresión “if you wait for the robins, spring will be over”. Con esto quiere decir que no es recomendable esperar a que el cielo esté azul para invertir. Esto porque los riesgos macroeconómicos y geopolíticos son, en la práctica, impredecibles y nunca dejan de estar presentes. La única diferencia es que, cuando el público está preocupado, las cosas están más baratas. Y, cuando los problemas supuestamente se hayan resuelto, todo estará mucho más caro y se habrán perdido las oportunidades. “You pay a very high price in the stock market for a cheery consensus”. De hecho, Buffett inicia su carrera de inversionista durante la Segunda Guerra Mundial. Y su estilo siempre ha sido comprar en momentos de pesimismo, ya sea sobre una compañía en particular o sobre la economía en general, a precios bajos.

Ahora bien, habiendo establecido que no es de mayor utilidad para el inversionista dedicar tiempo a estos temas, a continuación, algunos comentarios al respecto. ¡Quién entiende! En el caso de la inflación, la misma pareciera estar moderándose. Reconocidos analistas pronostican que este año bajará significativamente del 6% registrado en el 2022, y está en vías de regresar al 2% (objetivo del Fed) en un par de años. Hay importantes indicios de que esto está ocurriendo, como precios de bienes raíces estables o a la baja, precios de autos a la baja, muchas compañías anunciando despidos, etc. La cifra oficial de inflación, sin embargo, se mantiene alta, ya que, por la forma como se calcula, es un indicador que mira hacia atrás y no captura los avances recientes. En cuanto a una posible recesión, tanta gente la ha pronosticado que bien puede ser que no ocurra. En cierta forma, es casi que un tema de semántica o una especie de “cuco”. Esto porque no hay mayor diferencia entre una economía de crecimiento lento y una recesión moderada como las que ocurren cada 5 o 7 años. En el 2022, la economía creció solamente 1%, comparado con 6% en el 2021, y se espera un crecimiento de 1% nuevamente en el 2023, lo que calificaría como un “soft landing”. Si el crecimiento es un poco más bajo, no sería nada traumático. La realidad es que la industria y los medios “sensacionalizan” lo más que pueden estos temas, ya que es la manera de generar más transacciones y capturar más “eyeballs”.

III. Tagua Fund: compañías a descuento, “the money mind”

Para el 2022, el precio del Tagua Fund, al igual que el de la gran mayoría de las inversiones, también estuvo a la baja. Esto a pesar de que operativamente fue un buen año para las compañías dentro del fondo (ver anexo) y su valor intrínseco seguramente aumento. Este es el tipo de situación (precios más bajos y valor intrínseco más alto) que produce el efecto rebote o de “reversión a la media”. Es decir, que un año malo hace que las cosas se pongan más baratas y el retorno esperado sea mayor. En otras palabras, con el Tagua Fund invertido en compañías de alta calidad, cotizándose a un modesto P/E de 13, hay buenas probabilidades de que en los próximos años los retornos del fondo sean relativamente altos.

Entrando ahora en las principales posiciones dentro del fondo, las acciones del sector financiero fueron duramente castigadas en el 2022 por temor a una posible recesión. En las palabras del colorido analista Mike Mayo, los inversionistas actúan como los perros de Pavlov. Escuchan la palabra recesión y automáticamente venden las acciones de los bancos. Sin embargo, el analista argumenta que hoy en día los bancos están más preparados que nunca para una recesión. Esto porque los reguladores los han obligado a reducir dramáticamente su riesgo; con el efecto de que la banca tradicional representa hoy en día solamente la tercera parte del crédito en el sistema, y está concentrada en las categorías más simples y seguras, quedando los créditos más calientes en manos de otros participantes como Private debt, finanzas estructuradas, bonos high yield, etc. De acuerdo con el Sr. Mayo, cuando finalmente llegue una recesión, ya sea en el 2023 o más adelante, los bancos la podrán atravesar sin problemas y manteniendo buenas utilidades. En ese momento, la industria ganará un nuevo nivel de respeto, que podría resultar en un precio menos discriminatorio para sus acciones y más cercano al promedio del mercado. Esto representaría un “double dip” para los inversionistas del sector. Es decir, que no sólo se beneficiarían de las utilidades orgánicas, si no también de un múltiplo de capitalización (P/E) mayor sobre las mismas. Otro componente importante de esta historia es que los bancos son grandes beneficiarios del aumento en las tasas de interés, que mejoraran significativamente sus márgenes e ingresos. La realidad es que las tasas en cero, que algunos inclusive llaman “represión financiera”, son un alivio para los deudores, pero la cuenta la pagan los jubilados, ahorristas de todo tipo, patrimonios, etc.; y también, los negocios del sector financiero como banca y seguros.

La estrategia de nuestro fondo sigue siendo buscar compañías de alta calidad cotizadas a precios moderados; compañías con rentabilidad demostrada y la expectativa de generar utilidades relativamente predecibles en el futuro. Es un perfil de flujos que pudiera asemejarse un poco al de un bono con un cupón que se va ajustando hacia arriba. Y, si bien es cierto que estas compañías no necesariamente distribuyen la totalidad de sus utilidades (en dividendos y recompras), esto no significa que esta porción no distribuida de las utilidades sea menos real. Todo lo contrario, si la empresa es buena, las utilidades retenidas deben provocar un crecimiento exponencial en el valor de las acciones. De esta forma, redondeando un “retorno total” (flujo más apreciación de capital) atractivo para los accionistas a largo plazo. Esta es una estrategia que históricamente ha generado buenos retornos, y que, a la vez, podría también reducir el riesgo al incorporar parámetros tipo “pájaro en mano” como: precios y expectativas moderadas, compañías maduras con trayectoria comprobada, etc.


Hay que decir, sin embargo, que esta estrategia requiere del inversionista alguna medida de paciencia, ecuanimidad, algo de estoicismo, de optimismo, perseverancia, independencia de criterio, etc. Algunos de los atributos que probablemente forman parte de lo que Buffett llama “the money mind”. Esto porque, en la práctica, “value investing” se traduce en invertir en compañías que por algún motivo no son las más populares, siendo esto casi que un requisito para que sus precios sean bajos. Producto de lo anterior, hay periodos en que el inversionista puede sentirse un poco solo o excluido de la fiesta. Y es que la dopamina o la gratificación inmediata están en hacer lo que está haciendo todo el mundo o en seguir al rebaño. Sobre todo, en periodos de euforia donde muchas veces la superficialidad y la imprudencia son premiadas temporalmente de manera exuberante. No obstante lo anterior, para los que tienen la paciencia, esta estrategia es noble y a la larga la reversión a la media suele reivindicarla.

Para “stay the course” a través de años buenos y malos, y lograr la meta de crecer el capital a un buen ritmo de “interés compuesto” a largo plazo, el inversionista necesita el “money mind” descrito arriba, que también incluye ideas como: ver las acciones como la propiedad de negocios reales y desapego a los movimientos del mercado de corto plazo. Todo esto, para no contagiarse de las modas y estados de ánimo del mercado, que vienen siendo el equivalente a poderosas corrientes que arrastran al inversor a dar pasos

autodestructivos; específicamente comprar caro y vender barato. En línea con esto, Charlie Munger, en ocasiones, compara al mercado con un vendedor de heroína. Y tal vez se pudieran sumar a la metáfora los medios y la industria. Por ello, invertir con éxito es un reto de carácter y temperamento, más que otra cosa. En este sentido, Tagua Fund busca no sólo generar retornos atractivos, si no también ayudar a sus accionistas a “stay the course”, y que, de esta forma, se acerquen más a su potencial, contribuyendo a cerrar la gran brecha que hay entre “los resultados de los inversionistas y los resultados de las inversiones”.

Nuevamente, muchas gracias por ser accionistas de Tagua Fund y la confianza que depositan en nosotros. Es un honor servirles. Como siempre quedamos a sus órdenes.

Atentamente,

A handwritten signature in blue ink that reads "Joaquín De La Guardia A." The signature is written in a cursive, flowing style.

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

ANEXO

I. Inversiones dentro de Tagua Fund y sus Fundamentos

<u>Company</u>	<u>Price</u>	<u>Market Cap (\$bn)</u>	<u>Return (2022)</u>	<u>EPS (2022)</u>	<u>EPS E. (2023)</u>	<u>Forward P/E</u>	<u>Earnings Yield</u>	<u>TBV/Share</u>	<u>P/TBV</u>	<u>Weight</u>
Bank of America	\$35.48	\$286.0	-28.3%	\$3.14	\$3.60	9.9x	10.1%	\$21.36	0.6x	17.8%
Wells Fargo & Co.	\$46.87	\$180.6	-18.6%	\$3.63	\$5.08	9.2x	10.8%	\$31.56	1.5x	15.4%
Citigroup Inc.	\$52.22	\$99.8	-28.3%	\$7.09	\$6.43	8.1x	12.3%	\$80.42	0.6x	14.4%
Berkshire Hathaway Inc.	\$311.52	\$680.6	2.7%	N/A	N/A	N/A	N/A	\$161.14	0.5x	11.4%
Kraft Heinz	\$40.53	\$49.5	12.7%	\$2.71	\$2.76	14.7x	6.8%	N/A	N/A	9.6%
Alphabet Inc.	\$99.87	\$1,274.0	-38.8%	\$5.16	\$5.82	17.2x	5.8%	N/A	N/A	7.9%
Ally Financial	\$32.49	\$9.9	-49.7%	\$5.89	\$3.99	8.1x	12.3%	\$30.58	0.9x	7.0%
Bank Of New York Mellon Corp.	\$50.57	\$40.8	-22.2%	\$4.06	\$4.71	10.7x	9.3%	\$16.57	3.1x	4.0%
Amazon, Inc.	\$103.13	\$1,043.0	-50.7%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	3.0%
Meta Platforms Inc.	\$148.97	\$391.6	-64.5%	\$10.74	\$10.40	14.3x	7.0%	N/A	N/A	2.7%
JP Morgan Chase	\$139.96	\$410.1	-17.1%	\$11.57	\$12.87	10.9x	9.2%	\$66.27	2.1x	0.9%
Credit Suisse Group	\$3.51	\$14.1	-68.1%	-\$0.74	\$0.13	27.0x	3.7%	\$14.80	0.2x	0.9%
Chevron Corp.	\$174.02	\$329.0	50.5%	\$19.17	\$16.47	10.6x	9.5%	N/A	N/A	0.8%

II. Resultados de una Muestra de Inversiones para el 2022

EQUITY		
<u>Description</u>	<u>YTD Return (%)</u>	<u>P/E</u>
Nasdaq	-33.1%	18.9x
Emerging Markets Index	-22.4%	11.6x
Nikkei 225	-20.3%	13.9x
S&P 500	-19.4%	17.2x
Stoxx Europe 600	-18.1%	12.3x
S&P 500 Equal Weight ETF	-13.2%	16.5x
Tagua Fund	-11.34%	11.5x
Encina Fund	-10.72%	21.8x
FTSE 100	-9.8%	10.1x
S&P 500 Value ETF	-4.6%	16.1x
Berkshire Hathaway, Inc.	+3.31%	N/A

INCOME		
<u>Description</u>	<u>YTD Return (%)</u>	<u>Yield To Worst (%)</u>
2 Years US Treasury	N/A	4.40%
7 - 10 Years US Treasury	N/A	4.00%
iShares Investment Grade Corp. Bonds	-20.4%	5.50%
iShares High Yield Corp. Bonds	-13.2%	7.90%
iShares JPM Emerging Markets Bonds	-22.4%	8.00%

OTHERS		
<u>Description</u>	<u>Price</u>	<u>YTD Return (%)</u>
Bitcoin	\$16,579.10	-64.30%
Gold \$/Oz	\$1,824.00	-0.30%
WTI Crude Oil	\$80.30	+16.72%
Amazon Inc.	\$84.00	-50.71%
Tesla Inc.	\$123.18	-69.20%
ARK Innovation ETF	\$31.24	-67.79%
Coinbase Inc.	\$35.39	-85.90%
Meta Platforms Inc.	\$120.34	-64.45%
PayPal Holdings Inc.	\$71.22	-63.47%
Zoom Video Communications Inc.	\$67.74	-63.24%

ANEXO

III. Rentabilidad Histórica de Tagua Fund

TAGUA FUND			
<u>Año</u>	<u>Retorno Bruto</u>	<u>Fees</u>	<u>Retorno Neto</u>
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%
Promedio	9.69%		7.95%

**Inició el 16 de agosto de 2010*