



Panamá, 21 de enero de 2016

Estimados Accionistas,

Reciban un cordial saludo.

En el 2015 (y lo que va del 2016), el desempeño de los mercados estuvo marcado por el miedo, el pesimismo y las preocupaciones. Si bien el S&P 500 mantuvo su nivel, dentro del mismo, la mitad de las acciones bajaron y la mediana fue de -20%. Es decir, que muchas acciones estuvieron en un “bear market”. Por dar ejemplos, Walmart, American Express y Caterpillar, entre muchas otras, bajaron más de 20% el año pasado. Inclusive, nuestras veneradas Berkshire Hathaway y J.P. Morgan cayeron 11% y 7%, respectivamente. Históricamente, y no obstante su promedio de 9%, el mercado ha terminado negativo uno de cada 4 o 5 años, y, en el 2015 nos tocó, por lo menos en el Tagua Fund. Más aún, el 2016 también ha comenzado a la baja. Cabe destacar que dos años consecutivos negativos ya se vuelve algo bastante inusual, dándose sólo en 4 ocasiones durante los últimos 100 años: durante la Gran Depresión del ‘29, en el ‘40 con la Segunda Guerra Mundial, a principios de los 70’s y en el 2000.

¿Qué está pasando? Entre los numerosos problemas que pesan sobre el estado de ánimo de los inversionistas (mucho más que sobre los resultados de las compañías) destacan: China, el petróleo, el terrorismo y el “Fed”.

Cifras 2015

Tagua Fund

	1-ene-2015	31-dic-2015	Retorno Total
Precio por Acción	\$1,900.47	\$1,757.26	-7.54%
Número de Acciones	31,560	32,987	n/a
Activos Totales	\$59,978,833.20	\$57,966,735.62	n/a

Tesis de Inversión

- (1) El mercado está relativamente barato, cotizándose en la actualidad a 15 veces las utilidades, levemente por debajo del promedio histórico, en tiempos en que las tasas de interés (léase alternativas de inversión) están en .5% y no en 5%. Más aún, detrás del índice hay grandes divergencias, con un grupo selecto de compañías de la nueva tecnología (eje. Google y Facebook), energía (cuyas ganancias se esfumaron), etc. cotizándose a múltiplos altos y el resto de las compañías a niveles muy bajos. Entre estas últimas, destacan los bancos que, aun después de 7 años de limpieza y resultados cada vez mejores, siguen cotizándose por debajo de su valor en libros.

- (2) La economía de los Estados Unidos da señales de estar relativamente sana. Esto se refleja inequívocamente en las cifras de empleo, los bienes raíces (donde se limpiaron todos los excesos de inventario del 2008), el consumidor (que ha saneado su crédito) y el crecimiento de 2%. Este último no es nada espectacular, pero es la nueva realidad post crisis, y funciona para un país rico con bajo crecimiento de la población. Lo anterior contrasta con otras regiones y países donde, casi sin excepción, el panorama luce mucho más complicado e impredecible.

- (3) Sobre los problemas listados arriba, comienzo por decir que no hay entre los inversionistas legendarios (eje. Graham, Buffett, etc.), ninguno que invierta en base a consideraciones macroeconómicas. Buffett habla de emplear el tiempo en temas donde realísticamente uno puede predecir en alguna medida lo que va a ocurrir y cuándo sucederá, y es por ello que enfoca todo esfuerzo a nivel micro en las compañías. Predecir el precio de los “commodities”, el curso de eventos sociopolíticos, la economía global, etc. está más en el ámbito de la especulación. Dicho lo anterior: (a) Sobre China, pareciera que se trata de un contagio psicológico más que real. Siendo una economía cerrada, no hay créditos chinos en el sistema. Las exportaciones de Estados Unidos a China representan el 1% del PIB, y los chinos van a seguir consumiendo; sólo estamos hablando de un crecimiento más lento. Si devalúan el Yuan, esto afecta a otros países manufactureros-mercantilistas que compiten con ellos. Igualmente, los exportadores de “commodities”, tipo Brasil, ya vienen sufriendo hace años el fin de la bonanza china. Sin embargo, para los países que importan materias primas el efecto es positivo. (b) Sobre la caída del Petróleo, su efecto es mixto, pero muchos consideran que en el balance a largo plazo es muy positivo. Éste es un sector acostumbrado a severos ciclos de “boom and bust”. Hace 10 años, cuando el precio estaba alto y se esperaba que llegara a \$200, entraron grandes inversiones al sector, lo que ocasionó que aumentara la oferta y se desplomara el precio. El resultado es que las ganancias en la industria (componente importante del S&P 500) desaparecieron y muchas compañías pequeñas, emisores de “junk bonds”, están en peligro de quiebra. Los petroestados (eje. Rusia, Venezuela, Medio Oriente, etc.) también se ven severamente afectados. Sin embargo, el impacto sobre los bancos de Estados Unidos parece ser bastante limitado; y, por el lado positivo, el consumidor tiene más dinero en su bolsillo y los gastos de las compañías se reducen. (c) Sobre el “Fed”, el aumento de .25% sólo busca enviar el mensaje de que estamos en una economía más sana; la política monetaria sigue siendo claramente expansionista. Este aumento no es algo que afecta a los actores económicos, y la expectativa es que el “Fed” vaya muy despacio, aumentando sólo si las condiciones lo permiten (“data dependent”).

- (4) Sobre las alternativas, a mi parecer, las acciones de compañías de calidad de Estados Unidos y Europa sobresalen como la mejor opción en términos de seguridad y retorno. En la actualidad, hay “trillones” en el “sideline” ganando cerca de cero. Obviamente, esto no es sostenible para los ahorristas y los fondos de pensión; eventualmente, tienen que buscar algo más productivo. En los bonos con alto grado de inversión, el retorno es un poco mejor, pero todavía muy bajo. Los mercados emergentes han experimentado una caída dramática, pero son una alternativa más extrema y difícil de analizar y predecir. Los “junk bonds”, rindiendo 6%, están ahora casados con la suerte del petróleo y los “commodities”.

Las claves del éxito: controlar las emociones y tener un horizonte de inversión razonablemente largo.

Sin duda, el que tiene un horizonte de inversión de mediano a largo plazo, tiene el juego casi ganado. El paso del tiempo, si las compañías son buenas, puede inclusive expurgar pecados graves como comprar en momentos de euforia y pagar demasiado caro. En los últimos 100 años, lo cual representa 500 observaciones, solamente han habido dos periodos de 5 años con retorno negativo. Lo anterior, porque las compañías van aumentando su valor intrínseco y, si el precio de la acción no sube, se van poniendo demasiado baratas. Por ejemplo, durante los últimos 5 años, el valor en libros por acción de Berkshire Hathaway pasó de \$64 a \$101; el de JP Morgan de \$43 a \$60, más \$7 en dividendos durante el periodo.

En cuanto a las emociones, es bien sabido que los inversionistas somos nuestros peores enemigos, con una proclividad innata, que hay que combatir, a comprar caro y vender barato. Es por ello que, en un famoso estudio que abarca 20 años, los inversionistas dentro de la muestra obtuvieron un retorno promedio de 3% comparado con 9% del mercado.

La ironía de las inversiones es que en un momento como el actual, donde el péndulo se ha movido severamente hacia el pesimismo, escepticismo y miedo, el hecho de que haya muchos vendedores y pocos compradores provoca que los precios bajen, el riesgo baje y el potencial de retorno aumente. Es decir, se convierte en el momento óptimo para invertir. En tiempos como este es cuando inversores como Buffett se activan y hacen sus mejores negocios. Lo opuesto, obviamente, se da cuando el ambiente se percibe como benévolo y reina la complacencia y el optimismo; es “atractivo” invertir y los precios están altos. Las inversiones realizadas en esas circunstancias tienden a ser de resultados mediocres hacia abajo.

La realidad es que el “mundo” es relativamente constante, en el sentido de que siempre presenta grandes problemas, riesgos e incertidumbre. De igual forma, las compañías, en términos generales, son bastante estables en sus resultados. Es el sentimiento de los inversionistas el que es volátil y va de un extremo a otro, creando grandes distorsiones en los precios en el corto plazo. Cuando el mercado baja, como lo ha hecho en los últimos meses, produce una sensación de abismo, como de que pudiese bajar indefinidamente. Sin embargo, hay que recordar que las acciones representan pedazos de compañías y éstas tienen un valor, igual como lo tiene una casa o cualquier otro activo productivo. Más aún, hay una larguísima historia de valuación de compañías, y, los precios de sus acciones, con el tiempo, invariablemente convergen con niveles “normales” que reflejan sus fundamentos. Por ello, en el mercado aplica tanto el principio de

“reversión a la media” al igual que la frase célebre de Horacio que le gusta a Buffett: *“Many shall be restored that are now fallen and many shall fall that are now in honor”*.

A largo plazo, las acciones no sólo han sido el medio más productivo, sino el que le ha dado más estabilidad a los patrimonios. Sólo basta ver la lista “Forbes 500”, compuesta casi en un 100% por propietarios de compañías, donde los mismos nombres se repiten año tras año. Los cuatro hermanos Walton, por ejemplo, llevan cada uno décadas en el “Top 12”, a pesar de ser Walmart una compañía sobre la cual el sentimiento de los inversionistas es muy fluctuante y desde hace años negativo. De igual manera, Bill Gates, ha encabezado la lista en 16 de los últimos 21 años, siendo Microsoft una compañía que está “out of favor” hace años. Y ni hablar de Buffett, eternamente en el “Top 3”.

Resumiendo, tengan presente que, a través del Tagua Fund, somos dueños de compañías que están entre las mejores del mundo, con negocios de larga data y rentabilidad duradera y comprobada, y que año tras año están aumentando su valor intrínseco (el 2015 no fue la excepción); y la historia demuestra que el mercado más temprano que tarde refleja este valor.

Con estas líneas culmino la carta, no sin antes reiterarles nuestro agradecimiento por la confianza que han depositado en el producto y su administración. Sepan que en los años buenos y malos, el administrador está plenamente invertido junto a ustedes en esta estrategia, y que el trabajo se realiza siempre con el mayor respeto y dedicación. Los exhorto a que seamos persistentes con esta fórmula de inversión, que está basada en información objetiva y ha demostrado ser la mejor por los últimos 200 años. Confío en que pronto volveremos a ver el portafolio creciendo y la magia del “interés compuesto” operando para compensar con creces por estos últimos meses. De hecho, este episodio poco placentero, como es para cualquier mortal, le puede dar un impulso al portafolio, en función de que las compañías constantemente hacen adquisiciones y recompran sus acciones, ahora más baratas.

Los esperamos el lunes, a aquellos que nos puedan acompañar, para saludarlos y recibir sus comentarios e inquietudes.

Muchos saludos.

Atentamente,



Joaquín de la Guardia A., CFA