

GESTIÓN FONDO EDUCATIVO

Filosofía de inversión para un endowment

11 de marzo de 2014



Cuesta del Sagrado Corazón, 6 CP: 28016 Madrid
Tel: +34 91 577 86 57 Fax: +34 91 144 28 05

1- Los fondos Endowment

Los fondos “endowment” son una importante fuente de ayuda para las fundaciones que permiten reforzar su sostenibilidad a largo plazo.

Los “endowments” son fondos permanentes que tienen como objetivo mantener el equilibrio entre protección del principal a largo plazo – para preservar el poder adquisitivo de las futuras generaciones- y distribuciones de renta suficientes para atender los compromisos.

Concepto desarrollado en EE.UU., responde a la necesidad de las grandes fundaciones norteamericanas de comprometerse con desarrollos a muy largo plazo, incluso a perpetuidad.

Todas las universidades importantes en USA, Canadá y el Reino Unido tienen sus propios Endowment Funds (más de 800 en USA, más de 250 en Canadá y más de 100 en UK), pero también numerosas Fundaciones, Instituciones Culturales (museos, teatros, hospitales) y Organizaciones Religiosas.

Tras más de 150 años de historia se demuestra que los endowments consiguen a largo plazo retornos muy superiores a la media del mercado. La filosofía de inversión de un endowment implica mantener una política de inversión coherente y flexible, con énfasis en la diversificación entre clases de activos y capaz de aprovechar las oportunidades de los mercados.

Resultados de los principales endowments de Universidades:

Super Endowments as of June 2013

| | Harvard | Yale | Stocks | Bonds |
|-----------------------|----------------|-------------|---------------|--------------|
| 10 yrs Annual returns | 9,4% | 11,0% | 8,1% | 4,5% |
| 20 yrs Annual returns | 12,0% | 13,5% | 10,0% | 5,9% |

2- ¿Cómo conseguir retornos muy superiores a la media?

Los endowments mantienen portfolios “equity-oriented”, muy diversificados, donde combinan tres objetivos, crecimiento, liquidez y gestión del riesgo.

La diversificación entre clases de activos es esencial para reducir riesgos, y un portfolio diversificado, dinámico y flexible permite seguir y adaptarse a los continuos cambios en las condiciones de la economía. Las fluctuaciones cíclicas de la actividad comercial e industrial, las fases de prosperidad y crisis se suceden pero siempre en periodos de tiempo, secuencias e intensidades irregulares. La única forma de gestionar una cartera a largo plazo sometida a los vaivenes de las fluctuaciones cíclicas de la economía, es mantener un grado de flexibilidad y de diversidad en los componentes de la cartera que nos permitan situarnos eficientemente en todos los escenarios, desde épocas de “Depresión” a “Auge”, “Recesión” a “Reactivación”, “Contracción” a “Recuperación”.

GESTIÓN FONDO EDUCATIVO

Filosofía de inversión para un endowment // 11 de marzo de 2014

A modo de ejemplo, la universidad de Yale incluye en su cartera de inversiones 6 categorías de activos, que se definen en función de su respuesta estimada a las condiciones económicas (como por ejemplo cambios en inflación o en tipos de interés) y se ponderan en la cartera atendiendo a su rentabilidad ajustada por riesgo y su correlación con el resto de activos. En concreto la cartera que Yale propone para este año 2014 es:

Yale asset allocation targets for fiscal 2014:

| | |
|-------------------|-----|
| Private Equity | 31% |
| Absolute Return | 20% |
| Real Estate | 19% |
| Foreign Equity | 11% |
| Natural Resources | 8% |
| Domestic Equity | 6% |
| Bonds and Cash | 5% |

Las carteras de los endowments son carteras muy diversificadas, y la tendencia en los últimos años ha sido a un incremento notable en los activos alternativos (Natural Resources, Private equity, Hedge funds) en detrimento de los activos tradicionales como la renta fija y la renta variable.

2012 NACUBO- COMMONFUND STUDY OF ENDOWMENTS

| Asset Allocation | Average | | Greater than \$1 Billion | | \$500 Million-\$1 Billion | | \$101 Million-\$500 Million | | \$51 Million-\$100 Million | |
|------------------------|---------|------|--------------------------|------|---------------------------|------|-----------------------------|------|----------------------------|------|
| | 2002 | 2012 | 2002 | 2012 | 2002 | 2012 | 2002 | 2012 | 2002 | 2012 |
| Equity | 57% | 31% | 45% | 27% | 56% | 35% | 57% | 43% | 61% | 49% |
| Fixed Income | 27% | 11% | 21% | 9% | 20% | 12% | 25% | 16% | 28% | 22% |
| Cash | 4% | 4% | 2% | 3% | 1% | 5% | 3% | 5% | 4% | 5% |
| Alternative Strategies | 10% | 54% | 32% | 61% | 22% | 48% | 14% | 36% | 7% | 24% |

3- ¿Por qué la Renta Fija tiene un peso medio en los endowments de tan solo un 11%?

La renta fija genera flujos estables de renta y es ciertamente la mejor inversión dentro de un “endowment” para asegurar cashflows nominales futuros.

Sin embargo a pesar de lo anterior, los pesos atribuidos a esta categoría son reducidos, principalmente porque la rentabilidad que ofrecen ajustada por riesgo no permite cumplir con los compromisos de reparto de rentas y preservación del capital y por la amenaza que supone para un flujo futuro cierto el efecto de la inflación.

GESTIÓN FONDO EDUCATIVO

Filosofía de inversión para un endowment // 11 de marzo de 2014

Los endowments en Estados Unidos suelen repartir el 5% como renta anual. Una cartera exclusivamente invertida en bonos, y distribuida a partes iguales entre bonos del Tesoro Americano a 30 años, a 10 años y Letras (menos de 1 año), no habrían podido llegar a repartir esa cantidad sin descapitalizar la entidad.

En la tabla siguiente mostramos las rentabilidades reales –descontada la inflación- de una cartera como la descrita anteriormente:

Cartera de Bonos

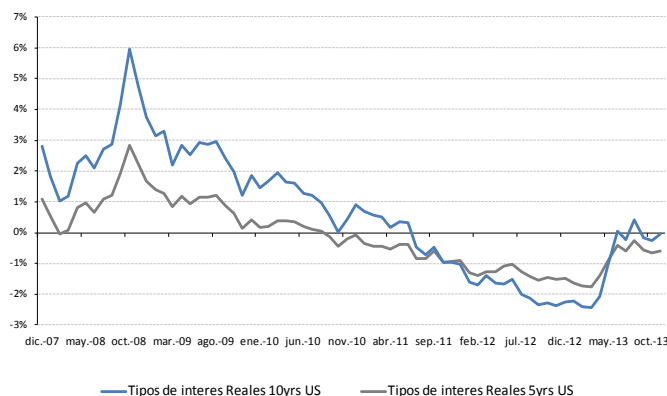
| Datos hasta dic- 2011 | Rentab. Real en USD |
|------------------------------|----------------------------|
| últimos 15 años | 3,32% |
| últimos 25 años | 3,45% |
| últimos 50 años | 2,25% |
| últimos 75 años | 1,02% |
| últimos 100 años | 1,40% |

Además, aunque hubiera resultado que los compromisos que la entidad debiera atender fueran el equivalente a una renta menor del 1%-2% a largo plazo, estos resultados se hubieran obtenido con mucho menor riesgo con una cartera diversificada con más activos -descorrelación entre activos-.

4- **¿Por qué ahora es menos recomendable que en otros ciclos, tener una cartera totalmente invertida en Renta Fija?**

- Porque las rentabilidades reales que hoy se obtienen en una cartera de renta fija son negativas en los principales bonos a medio y corto plazo. Es decir, a no ser que entremos en un ciclo de deflación –como el que ha sufrido Japón- la inversión en bonos no será suficiente para mantener el poder adquisitivo de la cartera.

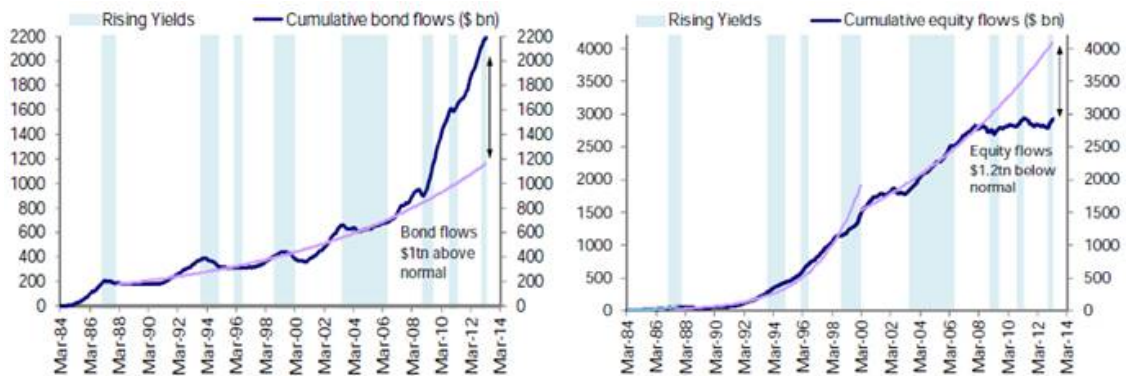
Tipos de interés Reales USA



GESTIÓN FONDO EDUCATIVO

Filosofía de inversión para un endowment // 11 de marzo de 2014

- Porque como consecuencia de la incertidumbre económica y de las apuestas de los reguladores/estados para sostener la economía estamos en una burbuja de renta fija sin precedentes.
- Tanto por los volúmenes de inversión que se han desplazado a este tipo de activos.



- Como por los bajísimos niveles de tipos que hemos alcanzado.

Bonos del tesoro US 10yrs



- Porque se puede obtener una cartera con riesgos similares y mayor rentabilidad, combinando otros activos.

Esto se consigue gracias a los movimientos que tienen tan dispares los diferentes activos frente a las mismas condiciones económicas.

GESTIÓN FONDO EDUCATIVO

Filosofía de inversión para un endowment // 11 de marzo de 2014

Tomando como ejemplo los datos históricos del mercado americano para un periodo de 20 años, una cartera diversificada obtiene frente a una cartera exclusivamente invertida en Renta Fija para un mismo nivel de volatilidad –riesgo- una rentabilidad adicional del 1,5% anual, es decir un 35% más acumulado al final de ese periodo, como muestra la tabla adjunta.

Series USA desde dic93 hasta Oct13:

| | Volatilidad | Rentabilidad | Peso Renta | Peso Renta |
|-------------------------|--------------------|---------------------|-------------------|-------------------|
| | Anual | Anual | Fija | Variable |
| Cartera Diversificada | 5,0% | 9,4% | 51,0% | 49,0% |
| Cartera solo Renta Fija | 5,0% | 7,9% | 100,0% | 0,0% |

- Porque si hay normalización en la situación macroeconómica que vivimos o peor todavía un repunte en la inflación, los tipos de interés deberían situarse en niveles muy superiores a los actuales, lo que llevaría a pérdidas nominales (por supuesto en mayor medida pérdidas en poder adquisitivo o pérdidas reales) en la cartera.

Basta el ejemplo de cómo sufriría una cartera de bonos a 10 años y 30 años, antes potenciales subidas en los tipos de interés:

Perdidas en Bonos del Tesoro USA ()*

| | 10yrs | 30yrs |
|--------------------------------------|--------------|--------------|
| Normalización, Subida de tipos de 2% | -16% | -28% |
| Inflación, Subida de tipos de 5% | -34% | -52% |

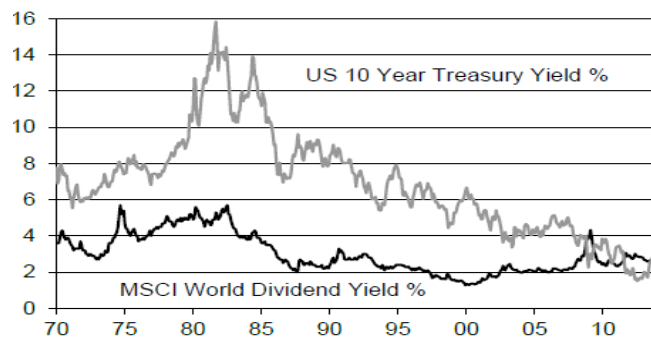
(*) subidas de tipos inmediatas

- Porque debido a la burbuja en la Renta Fija, la comparativa entre los Bonos y la Renta Variable favorece la tenencia a largo plazo de este último activo. La valoración de la renta variable es muy atractiva frente a los bonos. Tras casi 40 años (1970-2008) donde la renta fija ofrecía rentabilidades aproximadamente el doble que la rentabilidad que proporcionaba la renta variable (dividendos), estamos en una situación donde la rentabilidad que ofrece la renta variable es superior al yield de la renta fija y con posibilidad de revalorización en el precio, cosa que no ocurre en los bonos.

GESTIÓN FONDO EDUCATIVO

Filosofía de inversión para un endowment // 11 de marzo de 2014

Equities Yield Same as Bonds



Este es el caso de los principales países desarrollados, incluido USA donde si a los dividendos (2%) le sumamos las recompras de acciones (4% este año 2013) estamos con una rentabilidad del 6% en la renta variable frente a un 2,80% en los bonos.

Country Equity And Bond Yields (%)

