



FONDOS DE INVERSIÓN COTIZADOS

DEBORAH FUHR ¹

1 Deborah Fuhr tiene un MBA de la Escuela de Graduados de Administración J.L. Kellogg de Northwestern University, y un título de Bachelor of Science (B.S.) de la Universidad de Connecticut. Actualmente es Directora Mundial de Investigación y Estrategia de Implementación de ETF (Exchange Traded Funds) y Directora Gerente de Barclays Global Investors (BGI). Bajo la dirección de Fuhr, el equipo de Investigación y Estrategia de Implementación ETF de BGI es responsable de asesorar a los clientes sobre la implementación de estrategias en la asignación de activos utilizando ETF, produciendo análisis y textos de guía sobre la industria global de ETF. Antes de incorporarse a BGI en septiembre de 2008, Fuhr pasó los últimos once años trabajando en Morgan Stanley.

Este documento pretende explicar lo que son los Fondos de Inversión Cotizados (Exchange Traded Funds o ETF), algo de su historia y cómo están siendo utilizados por los planes de pensiones y sus administradores de activos.

El año pasado, los ETF pudieron decir efectivamente que fue un gran año para ellos. Fue uno de los pocos productos a los que la situación de Lehman les produjo algo positivo. Si se mira las tendencias de inversión de pensiones en productos, los ETF ahora pueden verse en muchos fondos soberanos de inversión y en fondos de pensiones. Hasta los inversionistas individuales usan ETF dentro de sus esquemas de fondos de pensiones minoristas en Estados Unidos y en el Reino Unido, así como en otros mercados.

VISIÓN GENERAL DEL PRODUCTO ETF

Un ETF es a fin de cuentas un fondo índice de capital variable. Lo que es único en ellos es que aunque se transan como acciones, el fondo mismo es mantenido por un custodio. Los activos están protegidos frente a otros inversionistas, de manera que en un escenario fatal, como el que ocurrió con Lehman, si algo fuera a suceder a un administrador de ETF, un nuevo administrador sería designado y el fondo seguiría adelante.

Los ETF se rigen de la misma manera que los otros fondos en los que se puede invertir. Cuando se quiere comprar ETF, se llama a un corredor, y se transan y liquidan como cualquier otra acción, y como en el caso de las acciones, se pagan comisiones. Lo que es único, sin embargo, es que los ETF son transparentes, de modo que se pueden ver sus componentes a diario. Una de las razones por las que los planes de pensiones usan ETF es que frecuentemente hay pequeños equipos responsables de administrar montos considerables de dinero, pero que no pueden escoger acciones, bonos ni invertir en productos básicos (commodities) en todo el mundo. Por lo tanto, si se trata de invertir en infraestructura, se puede usar un ETF para invertir en un índice determinado de infraestructura. O si se quiere una exposición a energía limpia, energía alternativa o agua, existen ETF que permiten invertir muy fácilmente. Si el objetivo final es invertir en acciones individuales, se puede ver efectivamente de qué están compuestos los ETF, y se puede invertir en acciones individuales en vez de mantener el ETF por un plazo más prolongado.

Lo otro que es único de los ETF es el volumen de las transacciones. El año 2008, en Estados Unidos, la transacción de ETF dio cuenta de aproximadamente 38% a 43% de todo el volumen de transacciones de valores. Si se observan los ETF europeos, se podría pensar que no parecen transarse mucho. El problema está en que en Europa, la directiva MiFID² no exige informar las transacciones de ETF, por ende menos de un tercio de las transacciones son informadas en la bolsa de comercio.

Es importante recordar que con los ETF se tienen en efecto dos formas de liquidez: la liquidez secundaria normal como cualquier otra acción, o en el caso de una orden de magnitud más grande –digamos más de 50.000 unidades– los corredores pueden transar la canasta subyacente. En este caso, esencialmente, tenemos una transacción primaria como los negocios programados (*program trade*), y una transacción secundaria como las acciones. De modo que los ETF son realmente muy líquidos.

El Cuadro 1 muestra algunos datos importantes a fines de abril de 2009. A nivel global, tenemos 1.678 ETF diferentes, que tienen más de 3.000 cotizaciones, y hay 90 proveedores de ETF que están transando en 43 bolsas de comercio diferentes en el mundo con más de US\$ 700 mil millones en activos bajo administración.

CUADRO 1

| Medida | Global | | EE.UU. | | Europa | | Japón | | Asia (excluye Japón) | |
|---|-----------|---------|-----------|---------|----------|---------|--------|---------|----------------------|---------|
| | abr-09 | Var.(%) | abr-09 | Var.(%) | abr-09 | Var.(%) | abr-09 | Var.(%) | abr-09 | Var.(%) |
| Activos bajo administración (US\$ Bn) | 706,87 | -0,5% | 480,22 | -3,4% | 151,37 | 6,0% | 24,63 | -10,2% | 25,24 | 8,3% |
| Nº de ETF | 1.678 | 5,6% | 697 | -0,1% | 701 | 10,9% | 63 | 3,3% | 103 | 9,6% |
| Nº de Proveedores | 90 | 5,9% | 18 | 0,0% | 32 | 10,3% | 5 | 0,0% | 35 | 2,9% |
| Nº de Bolsas de Comercio | 43 | 0,0% | 3 | 0,0% | 21 | 10,5% | 2 | 0,0% | 13 | 0,0% |
| Volumen diario de transacciones (Millones US\$) | 76.556,93 | -5,0% | 72.529,09 | -5,8% | 2.255,38 | 11,4% | 166,40 | -1,7% | 800,73 | 52,3% |

NOTA: LAS VARIACIONES PORCENTUALES SON ANUALES A LA FECHA; DATOS A FINES DE ABRIL DE 2009.
FUENTE: EQUIPO MUNDIAL DE INVESTIGACIÓN Y ESTRATEGIA DE IMPLEMENTACIÓN DE ETF, BARCLAYS GLOBAL INVESTORS, BLOOMBERG.

¿Por qué se han popularizado los ETF? La idea clave detrás de los ETF es que son una herramienta que ayuda a los inversionistas institucionales e individuales a invertir en el lugar, la oportunidad y la forma en que ellos quieren. Hemos visto gran interés en ETF del mercado monetario, recientemente con alto rendimiento, y también hemos visto interés en productos de commodities. La Figura 1 muestra los diferentes usos de ETF. Se

2 Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros.

puede apreciar que los ETF son de gran ayuda si queremos invertir en amplias exposiciones globales, tales como en el MSCI Mundial, en el MSCI de mercados emergentes, y países individuales; o si queremos índices de capitalización de mercado u otros tipos de índices temáticos, de bienes raíces o fundamentales, o exposición a dividendos, y renta fija.

FIGURA 1



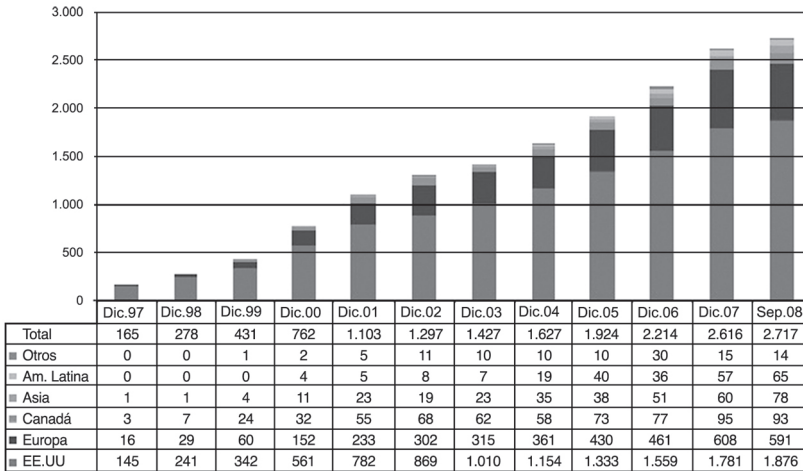
*OTROS ETP (PRODUCTOS COTIZADOS) INCLUYEN HOLDR (CERTIFICADOS DE DEPÓSITO DE EMPRESAS TENEDORAS), ETC (COMMODITIES COTIZADOS), PRODUCTOS DE MONEDA COTIZADOS, Y PAGARÉS COTIZADOS (ETN). A FINES DE ABRIL DE 2009.
FUENTE: EQUIPO MUNDIAL DE INVESTIGACIÓN Y ESTRATEGIA DE IMPLEMENTACIÓN DE ETF, BARCLAYS GLOBAL INVESTORS.

OFERTA Y DEMANDA DE ETF

¿Quién está usando ETF? Como se puede apreciar en la Figura 2, solamente 165 instituciones estaban usando al menos un ETF a diciembre de 1997. En el 2008, el número subió a 2.717 instituciones. Los datos no son perfectos, porque cuando viajo me encuentro con muchos clientes que usan ETF, pero no están captados en los fondos mutuos ni en los datos que se muestran a continuación.

FIGURA 2
CRECIMIENTO EN USUARIOS INSTITUCIONALES DE ETF

Cantidad de Instituciones



FUENTE: EQUIPO MUNDIAL DE INVESTIGACIÓN Y ESTRATEGIA DE IMPLEMENTACIÓN DE ETF, BARCLAYS GLOBAL INVESTORS, THOMSON FINANCIAL.

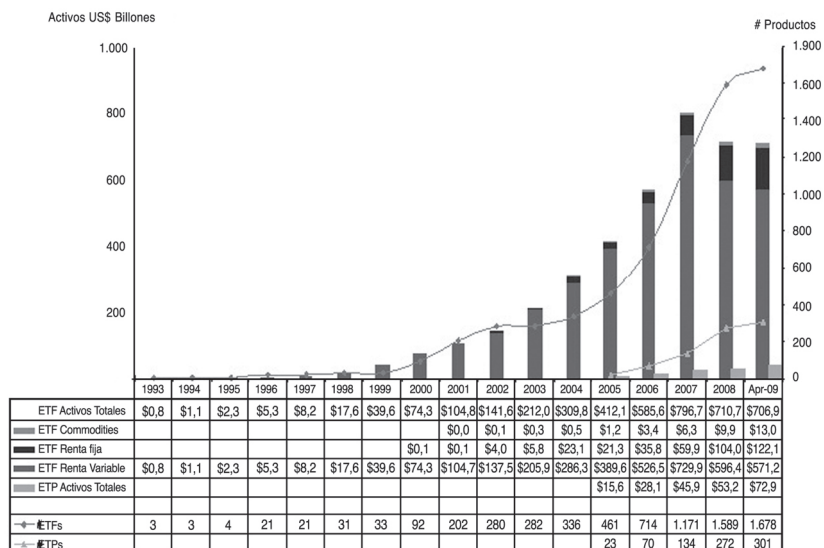
La tendencia importante a advertir en el Cuadro 2 es que los ETF son usados por asesores de inversión, fondos de cobertura, bancos privados y todo tipo de instituciones, así como por individuos. De esta manera, al margen de si se trata de una inversión de 200 euros o de mil millones de euros, se puede obtener las mismas economías de escala, independientemente del monto. Este es uno de los beneficios principales de los ETF.

CUADRO 2
TIPOS DE USUARIOS INSTITUCIONALES DE ETF

| Tipo de institución | Dic. 97 | Dic. 98 | Dic. 99 | Dic. 00 | Dic. 01 | Dic. 02 | Dic. 03 | Dic. 04 | Dic. 05 | Dic. 06 | Dic. 07 | Dic. 08 |
|----------------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Asesor inversiones | 109 | 200 | 319 | 549 | 802 | 923 | 1.023 | 1.167 | 1.380 | 1.564 | 1.946 | 2.014 |
| Fondo Cobertura | 9 | 20 | 30 | 73 | 114 | 114 | 152 | 180 | 209 | 285 | 340 | 388 |
| Bancos y Fideicomis. | 14 | 19 | 30 | 67 | 92 | 109 | 120 | 139 | 161 | 174 | 189 | 181 |
| Fondo Pensiones | 5 | 8 | 9 | 15 | 22 | 28 | 28 | 33 | 45 | 36 | 45 | 48 |
| Corredora | 14 | 11 | 15 | 15 | 16 | 25 | 28 | 31 | 37 | 40 | 45 | 44 |
| Cía. Seguros | 13 | 19 | 27 | 39 | 50 | 60 | 65 | 66 | 74 | 80 | 23 | 14 |
| Fondo de Dotación | 1 | 1 | 1 | 3 | 3 | 3 | 5 | 5 | 7 | 8 | 9 | 9 |
| Capital Privado | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 4 | 7 | 8 |
| Soc. Inversiones | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 2 | 3 | 3 | 4 | 3 | 5 |
| Sociedad anónima | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 4 | 16 | 5 | 4 |
| Fundación | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 2 | 1 | 2 | 3 | 3 | 2 |
| Capital de riesgo | 0 | 0 | 0 | 1 | 2 | 3 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 |
| Total | 165 | 278 | 431 | 762 | 1.103 | 1.297 | 1.427 | 1.627 | 1.924 | 2.214 | 2.616 | 2.717 |

FUENTE: EQUIPO DE INVESTIGACIÓN Y ESTRATEGIA DE IMPLEMENTACIÓN DE ETF, BARCLAYS GLOBAL INVESTORS, THOMSON FINANCIAL.

FIGURA 3
CRECIMIENTO DE ETF Y ETP



DATOS A FINES DE ABRIL DE 2009.

FUENTE: EQUIPO MUNDIAL DE INVESTIGACIÓN Y ESTRATEGIA DE IMPLEMENTACIÓN DE ETF, BARCLAYS GLOBAL INVESTORS, BLOOMBERG.

Como se puede apreciar en la Figura 3, el primer ETF se lanzó en Estados Unidos en 1993. Si se observa, se podría pensar que los ETF no han existido por mucho tiempo, pero es importante recordar que el primer fondo mutuo indexado se lanzó en Estados Unidos recién en 1976, por lo tanto no es que los fondos mutuos hayan existido por cientos de años. Los primeros productos fueron lanzados en Europa recién en el año 2000, pero aunque son un producto relativamente nuevo, se puede notar el crecimiento. El año 1999 fue muy importante, porque fue el año en que empresas, tales como Barclays, State Street y Vanguard abrieron familias de fondos, y comenzaron a usar los ETF como herramientas de inversión para sus clientes.

Si observamos hoy, podemos ver que aquellas mismas empresas, iShares, State Street y Vanguard, son las administradoras de mayor tamaño (ver Cuadro 3). No hace mucho, varias de ellas se distanciaron debido a las inquietudes acerca del riesgo de inercia de la contraparte. Además, las personas han dejado de usar certificados, permutas financieras (swaps) y productos estructurados. Muchos bancos y corredores están ingresando al negocio de ETF. Si se revisa la lista, se puede ver que incluye a muchos de aquellos bancos y corredores.

CUADRO 3
25 PROVEEDORES PRINCIPALES DE ETF EN EL MUNDO
CLASIFICADOS POR ACTIVOS BAJO ADMINISTRACIÓN, A FINES DE ABRIL DE 2009

| Proveedor | Abr.09 | | | | Var. anual a la fecha | | | | Participación de Mercado (%) |
|--------------------------------|-----------|--|---------|-------------|-----------------------|--------|--|-------------------------------|------------------------------|
| | Nº de ETF | Activos Bajo Administración (US\$ Bn.) | % Total | Nº Planeado | Nº de ETF | % ETF | Activos Bajo Administración (US\$ Bn.) | % Activos Bajo Administración | |
| Ishares | 381 | \$ 336,17 | 47,60% | 18 | 20 | 5,5% | \$ 11,32 | 3,50% | 1,8% |
| State Street Global Advisors | 104 | \$ 110,14 | 15,60% | 28 | 6 | 6,1% | -\$ 35,86 | -24,60% | -5,0% |
| Vanguard | 39 | \$ 51,04 | 7,20% | 4 | 1 | 2,6% | \$ 5,89 | 13,00% | 0,9% |
| Lynx Asset Management | 116 | \$ 33,34 | 4,70% | 3 | 1 | 0,9% | \$ 0,11 | 0,30% | 0,0% |
| db x-trackers | 106 | \$ 25,32 | 3,60% | 0 | 8 | 8,2% | \$ 1,26 | 5,20% | 0,2% |
| PowerShares | 143 | \$ 24,19 | 3,40% | 37 | 1 | 0,7% | \$ 1,91 | 8,60% | 0,3% |
| ProShares | 64 | \$ 24,00 | 3,40% | 106 | 0 | 0,0% | \$ 3,68 | 18,10% | 0,5% |
| Nomura Asset Management | 29 | \$ 13,47 | 1,90% | 0 | 0 | 0,0% | -\$ 1,47 | -9,80% | -0,2% |
| Bank of New York | 1 | \$ 6,91 | 1,00% | 0 | 0 | 0,0% | \$ 0,22 | 3,30% | 0,0% |
| Van Eck Associates Corp | 19 | \$ 6,32 | 0,90% | 13 | 3 | 18,8% | \$ 1,87 | 42,10% | 0,3% |
| Nikko Asset Management | 9 | \$ 5,58 | 0,80% | 0 | 1 | 12,5% | -\$ 0,61 | -9,80% | -0,1% |
| Credit Suisse Asset Management | 8 | \$ 5,61 | 0,80% | 0 | 0 | 0,0% | -\$ 0,34 | -5,70% | 0,0% |
| Daiwa Asset Management | 23 | \$ 5,12 | 0,70% | 1 | 0 | 0,0% | -\$ 0,94 | -15,50% | -0,1% |
| EasyETF | 58 | \$ 4,58 | 0,60% | 8 | 4 | 7,4% | \$ 0,12 | 2,60% | 0,0% |
| Zurich Cantonal Bank | 4 | \$ 4,38 | 0,60% | 0 | 0 | 0,0% | \$ 1,08 | 32,70% | 0,2% |
| Direxion Shares | 20 | \$ 3,83 | 0,50% | 114 | 6 | 42,9% | \$ 2,89 | 309,10% | 0,4% |
| Nacional Financiera | 1 | \$ 3,54 | 0,50% | 0 | 0 | 0,0% | -\$ 0,10 | -2,60% | 0,0% |
| Hang Seng Investment Managers | 3 | \$ 3,51 | 0,50% | 0 | 0 | 0,0% | \$ 0,69 | 24,50% | 0,1% |
| ETFLab Investment | 24 | \$ 3,47 | 0,50% | 0 | 14 | 140,0% | \$ 0,95 | 37,60% | 0,1% |
| WisdomTree Investments | 50 | \$ 3,15 | 0,40% | 64 | 0 | 0,0% | -\$ 0,08 | -2,40% | 0,0% |
| Commerzbank | 50 | \$ 2,67 | 0,40% | 0 | 0 | 0,0% | \$ 0,08 | 2,90% | 0,0% |
| Credit Agricole Structured AM | 36 | \$ 2,49 | 0,40% | 0 | 12 | 50,0% | \$ 0,63 | 33,90% | 0,1% |
| UBS Global Asset Management | 8 | \$ 2,24 | 0,30% | 0 | 0 | 0,0% | \$ 0,84 | 60,30% | 0,1% |
| BBVA Asset Management | 8 | \$ 2,13 | 0,30% | 0 | 0 | 0,0% | \$ 0,05 | 2,20% | 0,0% |
| Claymore Securities | 57 | \$ 2,05 | 0,30% | 10 | 3 | 5,6% | \$ 0,43 | 26,60% | 0,1% |

FUENTE: EQUIPO MUNDIAL DE INVESTIGACIÓN Y ESTRATEGIA DE IMPLEMENTACIÓN DE ETF, BARCLAYS GLOBAL INVESTORS, BLOOMBERG.

Observando cómo y por qué las personas usan ETF, el cuadro muestra la forma en que la mayoría de los activos que permanecen en ETF hoy están en acciones; sin embargo, vemos el aumento en el uso de varias alternativas de renta fija, exposición al mercado monetario y a commodities y otras alternativas (ver Cuadro 4). El indicador clave de la conveniencia de un ETF es el portafolio de referencia (*benchmark*). Claramente, cuando la mayoría de las personas analizan si usar o no un ETF, quieren una exposición a algo

parecido al S&P 500³, al FTSE⁴ o al MSCI⁵, de manera que el benchmark al que están atados los ETF es una de las características que los inversionistas utilizan al decidir cuál ETF es apropiado para sus necesidades de inversión (ver Cuadro 5).

CUADRO 4 ACTIVOS GLOBALES DE ETF POR TIPO DE EXPOSICIÓN

| Región de Exposición | Abr. 09 | | | | Var. anual a la fecha | | |
|---|--------------|----------------------|--|---------------|-----------------------|----------------------------------|-------------------------------|
| | N° de ETF | Cotizaciones Totales | Activos Bajo Administración (US\$ Bn.) | % Total | N° de ETF | Var. Activos Bajo Administración | % Activos Bajo Administración |
| América del Norte - Renta Variable | 476 | 654 | \$ 306,61 | 43,4% | 4 | -\$ 36,16 | -10,5% |
| Renta Fija - todo menos efectivo | 183 | 339 | \$ 111,29 | 15,7% | 35 | \$ 19,87 | 21,7% |
| Mercados Emergentes - Renta Variable | 246 | 499 | \$ 90,14 | 12,8% | 19 | \$ 19,30 | 27,3% |
| Europa - Renta Variable | 366 | 793 | \$ 76,00 | 10,8% | 16 | \$ 0,41 | 0,5% |
| Pacífico Asiático - Renta Variable | 141 | 235 | \$ 49,18 | 7,0% | 6 | -\$ 2,92 | -5,6% |
| Global (sin EE.UU.) - Renta Variable | 61 | 66 | \$ 38,53 | 5,5% | 1 | -\$ 5,95 | -13,4% |
| Commodities | 49 | 107 | \$ 12,96 | 1,8% | 1 | \$ 3,39 | 35,4% |
| Renta Fija - Efectivo (Mercado Monetario) | 16 | 32 | \$ 10,86 | 1,5% | 3 | -\$ 1,49 | -12,1% |
| Global - Renta Variable | 98 | 242 | \$ 10,69 | 1,5% | 1 | -\$ 0,21 | -1,9% |
| Monedas | 13 | 13 | \$ 0,31 | 0,0% | 0 | -\$ 0,08 | -21,0% |
| Mixto - (Renta Fija y Renta Variable) | 27 | 27 | \$ 0,30 | 0,0% | 1 | \$ 0,02 | 6,5% |
| Alternativo | 2 | 2 | \$ 0,01 | 0,0% | 2 | \$ 0,01 | 100,0% |
| TOTAL | 1.678 | 3.009 | \$ 706,87 | 100,0% | 89 | -\$ 3,80 | -0,5% |

DATOS A FINES DE ABRIL DE 2009.
FUENTE: EQUIPO MUNDIAL DE INVESTIGACIÓN Y ESTRATEGIA DE IMPLEMENTACIÓN DE ETF, BARCLAYS GLOBAL INVESTORS, BLOOMBERG.

- 3 Standard & Poor's 500 Index.
- 4 Financial Times Stock Exchange.
- 5 Morgan Stanley Capital Investment.

CUADRO 5
PROVEEDORES DE ÍNDICES A NIVEL MUNDIAL
CLASIFICADOS POR ACTIVOS BAJO ADMINISTRACIÓN DE ETF

| Proveedores de Índices | Abr. 09 | | | | Var. anual a la fecha | | |
|------------------------|-----------|----------------------|--|---------|-----------------------|----------------------------------|-------------------------------|
| | N° de ETF | Colizaciones Totales | Activos Bajo Administración (US\$ Bn.) | % Total | N° de ETF | Var. Activos Bajo Administración | % Activos Bajo Administración |
| S&P | 217 | 329 | \$ 173,86 | 24,6% | 7 | -\$ 29,23 | -14,4% |
| MSCI | 226 | 568 | \$ 146,51 | 20,7% | 24 | \$ 9,89 | 7,2% |
| BarCap | 58 | 127 | \$ 61,47 | 8,7% | 13 | \$ 11,84 | 23,9% |
| Otros | 394 | 551 | \$ 56,69 | 8,0% | -25 | \$ 1,33 | 2,4% |
| Rusell | 55 | 88 | \$ 50,47 | 7,1% | 4 | -\$ 7,16 | 12,4% |
| Dow Jones | 109 | 179 | \$ 32,58 | 4,6% | 1 | -\$ 2,12 | -6,1% |
| STOXX | 171 | 424 | \$ 32,26 | 4,6% | 11 | -\$ 1,07 | -3,2% |
| FTSE | 126 | 260 | \$ 27,31 | 3,9% | 5 | \$ 2,93 | 12,0% |
| Markit | 42 | 85 | \$ 27,18 | 3,8% | 1 | \$ 6,59 | 32,0% |
| Deutsche Boerse | 27 | 65 | \$ 18,07 | 2,6% | -1 | \$ 0,49 | 2,8% |
| NASDAQ | 29 | 47 | \$ 17,72 | 2,5% | 1 | \$ 0,86 | 5,1% |
| Nikkei | 8 | 9 | \$ 12,56 | 1,8% | 1 | -\$ 0,61 | -4,6% |
| Topix | 52 | 61 | \$ 12,56 | 1,8% | 0 | -\$ 2,27 | -15,3% |
| EuroMIS | 14 | 41 | \$ 11,03 | 1,6% | 1 | -\$ 0,01 | -0,1% |
| Hang Seng | 8 | 17 | \$ 8,75 | 1,2% | -2 | \$ 0,95 | 12,2% |
| CAC | 14 | 19 | \$ 6,47 | 0,9% | 1 | -\$ 0,29 | -4,3% |
| NYSE | 8 | 9 | \$ 4,07 | 0,6% | 4 | \$ 1,28 | 45,7% |
| WisdomTree | 43 | 43 | \$ 2,95 | 0,4% | 43 | \$ 2,95 | 100,0% |
| Intellidex | 45 | 55 | \$ 2,48 | 0,4% | 0 | -\$ 0,04 | -1,7% |
| Morningstar | 13 | 13 | \$ 1,28 | 0,2% | 0 | -\$ 0,07 | -5,4% |
| Zacks | 14 | 14 | \$ 0,31 | 0,0% | 0 | \$ 0,01 | 3,4% |
| Value Line | 5 | 5 | \$ 0,28 | 0,0% | 0 | -\$ 0,03 | -10,0% |
| TOTAL | 1.678 | 3.009 | \$ 706,87 | 100,0% | 89 | -\$ 3,80 | -0,5% |

DATOS A FINES DE ABRIL DE 2009.

FUENTE: EQUIPO MUNDIAL DE INVESTIGACIÓN Y ESTRATEGIA DE IMPLEMENTACIÓN DE ETF, BARCLAYS GLOBAL INVESTORS, BLOOMBERG.

LOS ETF EN EUROPA

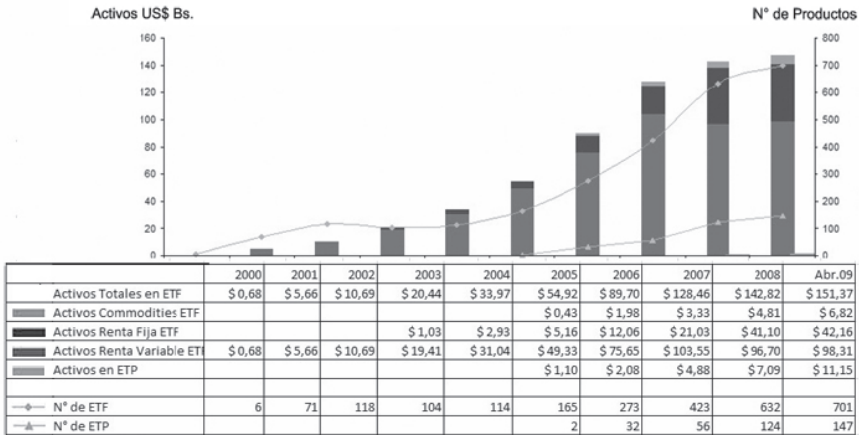
Europa es interesante porque no hay ningún ETF de gran tamaño que sea usado por individuos; los ETF tienden a ser usados por inversionistas institucionales. Los ETF son uno de los pocos productos en que los activos invertidos a fines de 2008 aumentaron en un 11% en relación con el año anterior. La mayoría de los productos bajaron en forma importante el año pasado, lo que es verdaderamente significativo, si se considera que la mayoría de los activos están mantenidos en valores, y el MSCI Mundial – como benchmark – cayó en más de 40%. El S&P GSCI⁶ cayó aún más, mientras que una cantidad sustancial de nuevos fondos se trasladaron a ETF. El hecho de que muchas personas

6 El S&P GSCI (ex Goldman Sachs Commodity Index) sirve como un benchmark para la inversión en mercados de commodities y como una medida de rendimiento de los commodities en el tiempo. Es un índice transable que está fácilmente disponible para los participantes del mercado de la Bolsa de Comercio de Chicago. El índice fue creado originalmente por Goldman Sachs. En 2007, la propiedad fue traspasada a Standard & Poors, quienes actualmente lo poseen y publican.

dejaran de usar fondos mutuos el año pasado es indicativo de dicha situación. El fondo de mercado monetario de Estados Unidos obtuvo un rendimiento negativo y hubo un debate importante acerca de los administradores activos versus los administradores pasivos y si es que ellos pueden ser tomados como benchmarks.

De acuerdo con una encuesta de S&P sobre benchmarks y administradores activos del 20 de abril de 2009, el 71% de los administradores activos no superan al índice S&P 500 y otros benchmarks internacionales, y en forma similar, no aventajan a los mercados emergentes. Por ende, aunque hemos experimentado un mercado a la baja, ha habido desafíos para los administradores activos. El año pasado, hubo 18 días de transacción en que el índice S&P se movió, en un día, en más de un 5%. Al invertir en un fondo mutuo, el precio real de comprar o vender solamente está disponible al fin del día. Al usar un ETF, se puede optar por entrar o salir en cualquier momento del día. Estos factores llevaron a los inversionistas a mostrar ventas netas de fondos mutuos en Europa por US\$ 495 mil millones el año pasado. Las ventas netas de ETF en Europa el año pasado fueron US\$ 76 mil millones, de manera que hay muchas transacciones impulsando el uso de los ETF.

FIGURA 4
CRECIMIENTO DE ETF Y ETP EN EUROPA



DATOS A FINES DE ABRIL DE 2009.
FUENTE: EQUIPO DE INVESTIGACIÓN Y ESTRATEGIA DE IMPLEMENTACIÓN DE ETF, BARCLAYS GLOBAL INVESTORS, BLOOMBERG.

Otra pregunta que debe ser abordada es el costo de usar ETF en relación con los fondos mutuos. En el Cuadro 6 hemos considerado todos los tipos diferentes de ETF y, en promedio, la tasa de gasto total anual (TER) para ETF es 31 puntos base. Si se compara con los fondos mutuos indexados, se advierte que para las acciones, los puntos base son 87 u 84, y 47 para la renta fija. En consecuencia, los ETF normalmente representan menos de la mitad del costo de un fondo mutuo, y, para aquéllos que pueden hacer préstamos de valores, las acciones de ETF se pueden prestar ganando ingresos por préstamo, que pueden compensar una parte de (si es que no toda) la tasa de gasto total.

CUADRO 6
GASTOS DE ETF VERSUS FONDOS MUTUOS DE CAPITAL VARIABLE EN EUROPA

| TER Promedio | TER Promedio (pbs) |
|--|--------------------|
| Fondos Cotizados * | |
| Alternativo | 65 |
| Commodities | 45 |
| Europa Exposición País – Renta Variable | 28 |
| Estados Unidos Exposición País – Renta Variable | 38 |
| Monedas | 19 |
| Exposición Sector Europeo – Renta Variable | 37 |
| Exposición Sector Eurozona – Renta Variable | 43 |
| Renta Fija | |
| Exposición Global – Renta Variable | 49 |
| Mercados Internacionales / Emergentes - Renta Variable | 63 |
| Inverso | 41 |
| Apalancado | 55 |
| Inverso Apalancado | 61 |
| Mixto (Renta Variable y Renta Fija) | 72 |
| Europa Exposición Regional – Renta Variable | 35 |
| Eurozona Exposición Regional – Renta Variable | 23 |
| Estilo – Renta Variable | 37 |
| Exposición Sector EE.UU. – Renta Variable | 72 |
| Total – ETF Renta Variable | 37 |
| Total – ETF Renta Fija | 16 |
| Total – Todos | 31 |
| Fondos Mutuos de Capital Variable** | |
| Renta Variable Local Activamente Administrada | 175 |
| Renta Variable Internacional Activamente Administrada | 173 |
| Renta Fija Activamente Administrada | 101 |
| Renta Variable Local Pasiva / Indexada | 87 |
| Renta Variable Internacional Pasiva / Indexada | 84 |
| Renta Fija Pasiva / Indexada | 47 |

*A FINES DE FEBRERO DE 2009. **CAPTURADOS A TRÁVES DE MORNINGSTAR EL 20 DE MARZO DE 2009.
FUENTE: MORNINGSTAR, EQUIPO DE INVESTIGACIÓN Y ESTRATEGIA DE IMPLEMENTACIÓN DE ETF, BARCLAYS GLOBAL INVESTORS.

¿CÓMO SE USAN LOS ETF?

Al principio, muchos inversionistas deben haber usado los ETF como un producto de transacción, de modo que era en efecto una alternativa al uso de futuros. Hoy, puesto que las comisiones han bajado, los inversionistas están usando ETF como tenencias estratégicas; en breve se mostrará un tipo de estrategia basada en núcleo y satélites. La otra razón de usar ETF es táctica, ya que permite tener de manera eficiente exposición en fondos temáticos, como también en mercados con límites o restricciones para los inversionistas extranjeros. Con los ETF no se necesita solicitar autorización al gobierno para invertir en mercados, tales como Corea, Taiwán e India, por ejemplo. Se puede comprar un ETF que tenga ese estatus y adquirir esa exposición con toda facilidad.

A través de los años los clientes me han dicho que prefieren los ETF porque, justamente ahora, estamos en un ambiente que ha vuelto a lo básico. Las personas quieren productos simples que hagan lo que dicen que van a hacer. Los ETF son transparentes, es decir, se puede ver lo que incluyen todos los días: se puede buscar en Internet, en Bloomberg. El hecho de que efectivamente tengan esta liquidez, ya sea secundaria como las acciones, o que puedan ser transados, significa una diversificación instantánea a benchmarks muy amplios de manera costo-eficiente. El hecho de tener la flexibilidad de tantos tipos diferentes de benchmarks cubiertos, así como el hecho de que sean costo-eficientes y que se puedan prestar, son los principales factores por los cuales las personas están empezando a usar los ETF, además del hecho de saber que están a su disposición y que pueden retirarlos cuando los requieran.

Algunos pueden decir que están muy contentos, la mayoría de sus inversiones están en bonos locales y algunas acciones locales, pero si quieren invertir en Estados Unidos o en Japón, ciertos sectores temáticos utilizarán los ETF como satélites. Para otros, los ETF pueden ser una tenencia central (tipo núcleo) o pueden ser núcleo y satélites. Un aspecto que los ha hecho más populares, pero que tiene problemas respecto de los benchmarks, es que no hay mucha coherencia cuando se observan los benchmarks de renta fija. Los índices accionarios se han movido básicamente en línea; existe un ajuste de libre flotación, mirando las capitalizaciones del mercado, y otros temas; la metodología, cuando se observa la renta fija: ¿los precios provienen de un banco o de un corredor? ¿Se trata de un consorcio? ¿Son transacciones del día? ¿De fin del día? ¿Están captando precios intermedios o finales? Pero efectivamente se ve el crecimiento, y el uso de estos productos está aumentando en forma muy importante.

El último sector en el que estamos viendo mucho interés en invertir serían los commodities, pero ellos también están desplazándose hacia el área nueva. Bajo las pautas de UCITS⁷, que son las pautas para los fondos mutuos de Europa, se pueden observar los ETF y los fondos en benchmarks diversificados, el S&P GSCI o el Índice UBS Commodity de Dow Jones. Si se avanza hacia los sub-índices y commodities individuales, es aquí donde vemos la evolución de lo que las personas llaman Pagarés Cotizados (ETN), Commodities Cotizados, o los denominan colectivamente Productos Cotizados (ETP). Lo importante de observar es que bajo UCITS hay muchas formas de invertir en fondos y ETF, de manera que si se observan los productos, muchos bancos y corredores, a diferencia de administradores de activos, se involucran en el negocio de ETF. Muchos de ellos –en vez de comprar los valores subyacentes– están utilizando swaps, lo que se permite siempre que no se supere el 10% del valor de activo neto del fondo. El swap produce el rendimiento, y el resto de la canasta de valores no tiene nada que ver con el benchmark. Por ende, se puede comprar un producto como el DAX ETF a uno de los bancos que proporcione este tipo de productos, lo que constituirá un swap por menos de 10% de la cartera, y el resto es una canasta de acciones japonesas.

Es importante asegurarse de entender cómo está estructurado el producto. A medida que uno se cambia hacia estos pagarés o commodities cotizados, que básicamente son deuda del emisor (garantizada o no), se produce un 100% de exposición a la contraparte. Si se miran los fondos, se notará que si uno mantiene una cartera de fondos, se puede invertir hasta 20% en otro fondo. Si se están manteniendo pagarés o certificados, sólo se podrá invertir 10% porque hay problemas de contraparte.

7 *Las UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) son instituciones de inversión colectiva sujetas a la normativa europea.*

CONCLUSIONES

La industria global de ETF, en 16 años, ha crecido de cero llegando a convertirse en un sector que mueve miles de millones de dólares, y a pesar de las turbulencias actuales del mercado, no hay señales de que el interés de los inversionistas en ETF se esté desvaneciendo. Creemos que el futuro seguirá siendo positivo para los ETF, ya que ellos siguen siendo uno de los vehículos de inversión preferidos para una exposición beta de bajo costo.

Varios factores impulsan este crecimiento, por ejemplo:

- El crecimiento en la cantidad de inversionistas institucionales e individuales que usan ETF y los consideran herramientas útiles.
- Los cambios en la normativa de Estados Unidos y Europa y muchos mercados emergentes que permiten que los fondos inviertan mayores proporciones en ETF.
- La cantidad y los tipos de valores, renta fija, commodities y otros índices cubiertos.
- El desarrollo y crecimiento de estilos de inversión que emplean productos como ETF con betas de bajo costo.
- La cantidad creciente de bolsas que planifican lanzar nuevos segmentos de transacción de ETF.
- La expectativa de que habrá una cantidad de nuevos emisores/administradores de ETF.