

EL AUGE DE LOS ETFs, TRES DÉCADAS DESPUÉS: ¿TODOS SON MOTIVOS DE CELEBRACIÓN?

Ensayos y Notas 1/2020

José M. Domínguez Martínez
Director del Proyecto Edufinet

Resumen

Se cumplen 30 años del lanzamiento del primer ETF y desde entonces el panorama ha cambiado, siendo un producto financiero que está ganando relevancia.

Palabras clave: ETFs; Fondos de inversión cotizados.

Códigos JEL: G10; G20; I22.

Según W. Goetzmann, las finanzas son una especie de tecnología que, desde hace cinco mil años, viene posibilitando el progreso de la humanidad. Con una visión mucho más restrictiva y llena de escepticismo, frente a la opinión de ese distinguido historiador, un destacado financiero como Paul Volcker —que fue presidente de la Reserva Federal estadounidense entre agosto de 1979 y julio de 1987— llegó a proclamar que el cajero automático había sido la única innovación útil realizada en el ámbito de la banca. Sin duda alguna, una *boutade* en toda regla, ciertamente exitosa. Es una lástima que su reciente e irreparable pérdida nos impida conocer —a expensas de una búsqueda específica— su opinión acerca de todos los hitos alcanzados en la prolongada historia de las finanzas, magistralmente narrada por Goetzmann¹.

Los fondos de inversión cotizados, más conocidos por sus siglas en inglés (ETFs, “exchange traded funds”), son un instrumento relativamente joven que, después de una larga etapa para su acoplamiento en el ruedo financiero, se ha implantado con una fuerza arrolladora. En 2020 acumulará ya tres décadas de recorrido, avalado por un enorme éxito en términos cuantitativos. ¿Cabe celebrar su consolidación como un hecho apreciable en todos los órdenes?

Como su propio nombre indica, un fondo de inversión cotizado es un fondo de inversión... cotizado. A diferencia de los fondos de inversión genuinos, cuyas participaciones se suscriben o reembolsan según su valor liquidativo, determinado al cierre de cada sesión, las participaciones de los ETFs cotizan en un mercado secundario y pueden comprarse o venderse en el curso de las sesiones del mercado, al igual que las acciones o los bonos cotizados².

Hay otra característica fundamental de este instrumento que, en buena medida, lo separa de lo que originariamente era la misión de los fondos de inversión, la de posibilitar la captación de recursos para invertirlos en determinados activos de renta fija y variable según el perfil diseñado por los gestores. La gestión activa parecía un atributo intrínseco de los fondos de inversión, bajo los principios de libertad de elección considerando el binomio riesgo-rentabilidad, diversificación y profesionalización. Los ETFs se desvían de la gestión activa y se decantan por una gestión meramente pasiva al invertir sus recursos de manera que se replique la composición de un índice

¹ “Money changes everything. How finance made civilization possible”, Princeton University Press, 2016.

² Al respecto puede verse la guía informativa de la CNMV “Los fondos cotizados (ETF)”, 2015 (www.cnmv.es).

bursátil de referencia³. La idea de los fondos indexados se apoya en la teoría de los mercados eficientes y el modelo de precios de los activos de capital⁴.

Ahora bien, el hecho de que las participaciones de los ETFs tienen un precio que cambia a lo largo del día hace que puedan utilizarse para una gestión activa⁵.

El fenómeno de los ETFs es saludado como una de las mayores tendencias de las finanzas en la última década, con un crecimiento explosivo a partir de un interés de los inversores movidos por un creciente interés en los costes y la persistente incapacidad de la mayoría de los gestores de carteras de fondos para batir sus referencias (*benchmarks*)⁶. Pese a ello, la nota de la controversia ha estado siempre presente en su recorrido⁷.

El gráfico adjunto muestra la evolución de los fondos de inversión indexados (fondos centrados en un índice, pero sin cotizar) y los ETFs. A finales del año 2018, ambas categorías de instrumentos gestionaban activos por un valor cercano a los 10 billones de dólares. Según la consultora ETFGI, el ejercicio 2019 se ha cerrado con un importe de 6,35 billones de dólares en el caso de los ETFs⁸. En 2019, los “Big Three” (o, como también se denominan, los “Tres Gigantes”) -BlackRock, Vanguard y State Street- canalizaron un flujo neto adicional de más de más 330.000 millones de dólares en ese instrumento típicamente norteamericano que en los últimos años cobra brío en Europa⁹. El fondo individual que gestiona un mayor volumen de activos -unos 318.000 millones de dólares- es SDPR S&P 500 ETF (conocido como “SPY”)¹⁰.

En 2020 se cumplen treinta años del lanzamiento del primer ETF en Canadá. Como en su momento expresaba *The Economist*, “La idea original era crear carteras de acciones replicando un índice del mercado de valores... Los fondos indexados habían estado disponibles para los inversores institucionales desde los años 1970s”¹¹. Los ETFs fueron ideados en los años setenta del pasado siglo, pero no tuvieron una fácil acogida, toda vez que los gestores de activos se mostraban muy escépticos de que cualquiera fuera aceptar conformarse con el rendimiento medio del mercado¹².

El éxito de los ETFs se ha cimentado en las ventajas que presentan para los inversores. De hecho, no faltan analistas que los consideran una “superior tecnología de distribución, ya que

³ Existen dos métodos para replicar la evolución del índice subyacente elegido, la réplica directa o física, y la réplica indirecta o sintética (CNMV, 2015, pág. 13). A fin de gestionar el seguimiento de los índices, los ETFs dependen de algún mecanismo de arbitraje para regular la oferta y la demanda de las participaciones en los ETFs en relación con el precio de los activos subyacentes integrantes de los índices seguidos. Vid. I. Kaminska, “A little ETF rule change that could make a big difference”, *Financial Times*, 6 de febrero de 2020.

⁴ Vid. Goetzmann (2016, pág. 509).

⁵ Vid. J. Authers, “Pluses and pitfalls in the ETF revolution”, *Financial Times*, 24 de marzo de 2015.

⁶ Vid. R. Wigglesworth, “Bond ETFs gain traction in the great rotation to passive investing”, *Financial Times*, 30 de diciembre de 2019.

⁷ Vid. C. Flood, “Popularity of passive investing changes rules of the game”, *Financial Times*, 22 de octubre de 2019.

⁸ ETFGI, “Newsletter”, 16 de enero de 2020.

⁹ Vid.: C. Flood, “ETF providers end 2019 on high with record assets”, *Financial Times*, 13 de enero de 2020; C. Flood, “Passive investing boom reaches Europe as assets hits \$1tn”, *Financial Times*, 5 de enero de 2020.

¹⁰ Vid.: State Street Global Advisors, SPDR, www.ssga.com. Lanzado en enero de 1993, fue el primer ETF en Estados Unidos. Su ratio TER (“total expense ratio”) es del 0,0945%. Sobre este último concepto, puede verse Edufinet, Guía Financiera, 2018 (“Fondos de inversión: rentabilidad y riesgo”).

¹¹ “Too much of a good thing”, 25 de junio de 2011.

¹² Vid. R. Wigglesworth y A. Janiaud, “Index funds break through \$10tn-in-assets mark amid active exodus”, *Financial Times*, 8 de enero de 2020.

ofrecen transparencia, liquidez y acceso al mercado a unos costes reducidos¹³. Las comisiones aplicadas pueden ser inferiores al 0,1% al año, mientras que los mismos inversores privados anteriormente afrontaban importes diez veces mayores en los fondos de inversión tradicionales¹⁴.

Después de juxtaponer sus diferentes ventajas, J. Authers no duda en afirmar que “el gran regalo de los ETFs es democratizar la asignación de activos”¹⁵, en tanto que R. Wigglesworth los califica como “una de las invenciones financieras más relevantes del último medio siglo”¹⁶.

Y no faltan alusiones a los bajos niveles de cultura financiera para explicar por qué este instrumento no está aún más extendido¹⁷.

Constatadas las ventajas de los ETFs, deben igualmente ponderarse sus riesgos. De entrada, el furor “innovador”, en éste y otros instrumentos, es una fuente importante de riesgos. Como ya hace años recordaba *The Economist*, “La mayoría de la gente aún considera estos ETFs ‘plain-vainilla’ como una benigna invención que permite a los pequeños inversores poseer una cartera diversificada a un coste bajo... Pero los gestores de fondos pronto alteraron el diseño original”, con la introducción de instrumentos como los “ETFs apalancados”, los “ETFs inversos” y los “ETFs apalancados inversos”¹⁸.

Por otro lado, respecto a los ETFs de renta fija puede darse un riesgo de “desajuste de liquidez”, motivado por el hecho de que los activos subyacentes puedan intercambiarse con una frecuencia muy inferior a la continua de los ETFs. Esto, a su vez, puede originar el riesgo de un *gap* de precios. Sin embargo, para algunos analistas, a la vista de la experiencia, se trata de una crítica infundada¹⁹.

De mayor alcance son las críticas que ponen el foco en el ámbito de la eficiencia. Así, según algunas opiniones, los ETFs pueden dañar la eficiencia en los mercados al impedir la percepción de los precios, o al empeorar los estándares de gobierno corporativo²⁰. Algunos detractores han llegado incluso a catalogar la inversión pasiva como algo “peor que el marxismo”, y los ETFs, como “devoradores del capitalismo”²¹.

Más sorprendente es la crítica formulada por J. Guthrie, para quien “La gestión pasiva de fondos es un gran éxito construido sobre una falacia... Alguien ha de construir el pajar en primera instancia. En este caso, son los gestores activos, que seleccionan los títulos que creen van a destacar por encima de la media”²².

¹³ Vid. O. Walker, “Mutual funds’ liquidity problems highlight ETF advantages”, *Financial Times*, 29 de julio de 2019.

¹⁴ J. Authers pone de relieve el caso de la “indexación oculta” (“closet indexing”), consistente en la práctica de gestionar un fondo “activo”, cargando las comisiones de gestión, pero ofreciendo en realidad una inversión que meramente replica un índice. Vid. “Pull closet indexing out of the closet”, *Financial Times*, 4 de octubre de 2013.

¹⁵ “Pluses and pitfalls in the ETF revolution”, *Financial Times*, 24 de marzo de 2015.

¹⁶ “Passive attack: the story of a Wall Street revolution”, *Financial Times*, 20 de diciembre de 2018.

¹⁷ Vid. R. Hampson, “ETFs: are retail investors missing out on the message?”, *Financial Times*, 7 de octubre de 2019.

¹⁸ *The Economist*, “Too much of a good thing”, 25 de junio de 2011. Sobre las referidas modalidades de ETFs puede verse CNMV (2015, págs. 29-31).

¹⁹ Vid. J. Jim, “Bond ETFs are no menace to the financial system”, *Financial Times*, 27 de noviembre de 2019.

²⁰ Vid. Wigglesworth y Janiaud (2020).

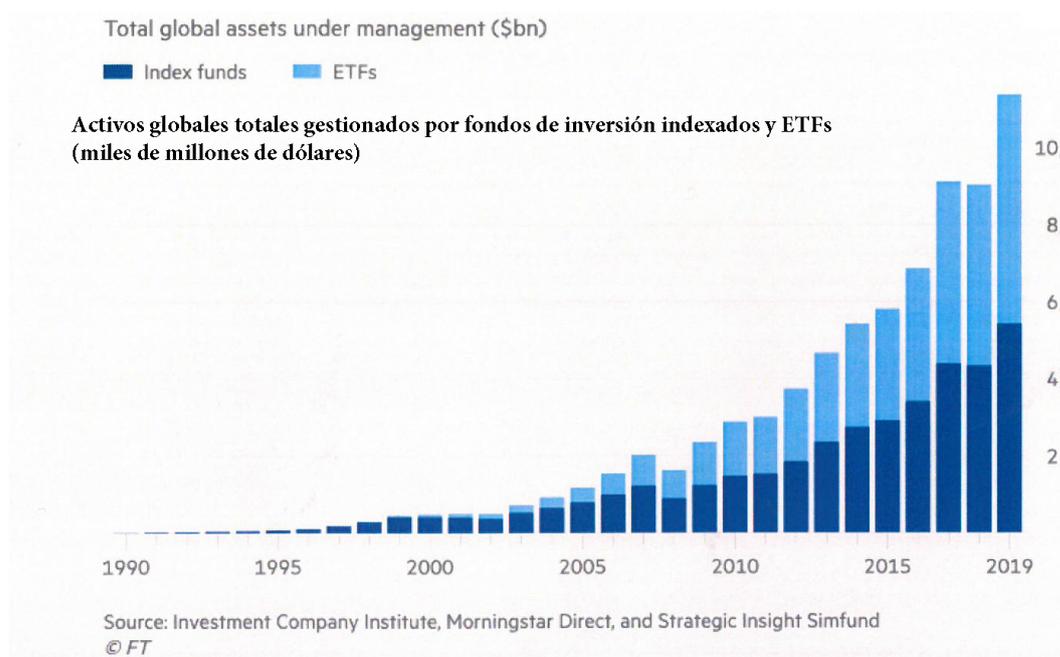
²¹ Vid. Wigglesworth (2018).

²² Vid. “The fallacy behind the rise of passive fund”, *Financial Times*, 15 de enero de 2020.

En otro orden de cosas, según algunas proyecciones, los “Big Three”, dentro de no demasiado tiempo, estarán en disposición de controlar un 40% de los votos de las corporaciones norteamericanas, con todas las implicaciones que de ello pueden derivarse²³.

El pasado año, a la edad de 89 años, fallecía Jack Bogle, el fundador de Vanguard, y pionero de los ETFs. Curiosamente, muy recientemente, el coloso financiero estadounidense ha realizado un movimiento, que se sitúa en las antípodas del enfoque de su fundador, dirigido hacia la esfera de la *private equity*²⁴. ¿Se trata de un signo de los tiempos cambiantes? ¿Puede representar algún punto de inflexión en la tendencia de los últimos años?

No hay que olvidar que, precisamente, el auge de la gestión pasiva ha generado su antítesis, llevando a que los grandes inversores institucionales se adentren en las zonas del capital privado²⁵. Una prueba más de que el universo financiero, en continua expansión, sino cuantitativa, sí cualitativa, está poblado de los más diversos astros, de distintos tamaños, colores y órbitas. Y, como testimonia la experiencia de Newton, puede tratarse de órbitas más difíciles de predecir que la de los cuerpos celestes.



²³ Ante la situación ya existente, E. A. Posner y E. G. Weyl, autores de la obra “Los mercados radicales”, han propuesto medidas de limitación de las participaciones empresariales de los fondos de inversión. Vid. J. M. Domínguez Martínez, “Los mercados radicales”, Sur, 30 de noviembre de 2019.

²⁴ Vid. Financial Times, “Why passive managers like Vanguard are moving into PE”, 7 de febrero de 2020.

²⁵ Vid. The Economist, “Privacy and its limits”, 1 de febrero de 2020.