

¿Decepción con ETFs Apalancados?

Recientemente la prensa financiera se ha hecho eco de crecientes inquietudes relativas a los ETFs inversos y apalancados. Estos instrumentos fueron fuertemente demandados por los inversores desde fines del 2008. Semanas atrás UBS dejó de operar este tipo de instrumentos y diferentes grupos de inversores han presentado demandas contra los emisores.

¿Qué es un ETF?

Un ETF (Fondo Negociado por Intercambio) es un fondo que sigue un índice, o una canasta de valores, pero se negocia como una acción. Los ETFs presentan las siguientes características:

- **Transparencia y Liquidez:** La cartera de un ETF es publicada diariamente. La cotización del mismo se puede seguir a tiempo real, de igual forma que se sigue la cotización de una acción.
- **Diversificación:** Se reduce el riesgo no sistemático, ya que se invierte en un índice o canasta de valores.
- **Estructura de comisiones competitiva:** No tiene comisión de suscripción, reembolso o resultados. El costo es el mismo que operar una acción
- **Amplia Elección:** Existen ETFs sobre una amplia variedad de clases de activos; por ejemplo: Índice S&P 500, Dow Jones, Nasdaq, Petróleo, Oro, Energía Renovable, Commodities agrícolas, Sector Financiero de Estados Unidos, etc.

El primer ETF, y el de mayor volumen operado diariamente, SPY, tiene como objetivo replicar el índice S&P 500.

Limitaciones de ETFs Apalancados

Inicialmente los ETF simplemente replicaban un índice o a una canasta de acciones de determinados sectores o países. Recientemente han ido surgiendo ETFs que tienen por objeto duplicar y hasta triplicar la performance de determinados índices y canastas de valores, así como evolucionar en forma inversa a los mismos. Este tipo de instrumentos son en la actualidad la vedette del mercado, con un volumen de operaciones que ha crecido en forma explosiva. Sin embargo una serie de limitaciones de los mismos está levantando crecientes críticas. Las críticas se han centrado en tres aspectos:

- Fiscales
- Errores de Tracking
- Apalancamiento y Volatilidad

Fiscales

Los contribuyentes norteamericanos pueden ser titulares de cuentas con diferente tratamiento fiscal, este hecho determina que las distribuciones de ganancias de capital, asociadas con los diferentes ETFs pueden arrojar diferentes resultados según el tipo de cuenta.

Por ser de aplicación sólo para inversores norteamericanos no profundizaremos en este análisis.

Errores de Tracking¹

Los ETFs inversos están designados para generar un retorno inverso a un determinado índice o canasta de bienes, mientras que los ETFs apalancados generan un retorno 1, 2 o 3 veces mayor al índice o canasta de bienes que replican. Ambos deben replicar su activo subyacente en forma diaria. En la práctica el tracking no es perfecto a nivel diario.

Apalancamiento y Volatilidad

Los ETF apalancados e inversos pueden generar resultados significativos aunque el mercado no sufra cambios. Supongamos un escenario en el que el índice oscile inicialmente 10% al alza, pasando de 1.000 a 1.100 y luego tenga una baja de 9,1% volviendo al valor original de 1.000. Veamos qué sucedería con los diferentes instrumentos apalancados e inversos.

	Factor de apalancamiento					
	1	2	3	-1	-2	-3
Valor Inicial	1.000,00	1.000,00	1.000,00	1.000,00	1.000,00	1.000,00
Variación + 10,00%	100,00	200,00	300,00	(100,00)	(200,00)	(300,00)
Valor Intermedio	1.100,00	1.200,00	1.300,00	900,00	800,00	700,00
Variación - 9,10%	(100,00)	(218,00)	(355,00)	82,00	146,00	191,00
Valor Final	1.000,00	982,00	945,00	982,00	946,00	891,00
Resultado	-	(18,00)	(55,00)	(18,00)	(54,00)	(109,00)
Resultado (%)	0,00%	-2,00%	-5,00%	-2,00%	-5,00%	-11,00%

El ETF con apalancamiento de 2 pasa de 1.000 a 1.200 al subir el mercado 10% y luego al bajar el mercado 9,1 %, a los niveles iniciales, cae a 982 dólares. El resultado final es que el ETF pierde 2% de su valor cuando en la realidad el mercado ha vuelto a sus niveles originales. Para un ETF con un apalancamiento de 3 la pérdida es mayor, de un 5%. Los ETFs inversos se comportan en forma similar.

Veamos ahora el caso opuesto. El mercado primero baja y luego sube.

	Factor de apalancamiento					
	1	2	3	-1	-2	-3
Valor Inicial	1.000,00	1.000,00	1.000,00	1.000,00	1.000,00	1.000,00
Variación -9,10%	(91,00)	(182,00)	(273,00)	91,00	182,00	273,00
Valor Intermedio	909,00	818,00	727,00	1.091,00	1.182,00	1.273,00
Variación + 10,00%	91,00	164,00	218,00	(109,00)	(236,00)	(382,00)
Valor Final	1.000,00	982,00	945,00	982,00	946,00	891,00

¹ Cuando nos referimos a tracking nos referimos al intento por replicar el comportamiento del índice.

Resultado	-	(18,00)	(55,00)	(18,00)	(54,00)	(109,00)
Resultado (%)	0,00%	-2,00%	-5,00%	-2,00%	-5,00%	-11,00%

El resultado es el mismo, los ETF apalancados pierden valor aún cuando el mercado vuelve a los valores iniciales. La pérdida es mayor, cuando mayor es el apalancamiento.

¿Qué sucedió en la práctica?

Tomemos el caso de varios ETFs del sector financiero. En la siguiente tabla se detallan diferentes ETFs y el factor que determina como deberían evolucionar en relación a XLF y Russell 1000 Financial Services, dos de los ETFs que reflejan el valor del sector financiero de EE.UU.

	Factor de apalancamiento respecto a :	
	XLF (Sector Financiero de S&P 500)	Russell 1000 Financial Services
SEF	-1	
SKF	-2	
UYG	2	
FAZ		-3
FAS		3

De esta manera si XLF sube 1%, UYG debiera de subir 2%, SEF caer 1% y SKF caer 2% . Cuando el Russell 1000 Financial Services sube 1% el FAS debiera de subir 3% y el FAZ caer 3%.

Veamos que ha sucedido en la práctica. Primero analicemos la evolución a nivel diario.

	Performance Diaria (11/09/2009)			Performance Diaria (14/09/2009)	
	Variación Observada	Variación Objetivo		Variación Observada	Variación Objetivo
XLF	-0,62%		XLF	1,31%	
SEF (x-1)	0,70%	0,62%	SEF (x-1)	-1,40%	-1,31%
SKF (x-2)	0,98%	1,23%	SKF (x-2)	-2,47%	-2,62%
UYG (x2)	-1,23%	-1,23%	UYG (x2)	2,50%	2,62%

	Performance Diaria (11/09/2009)			Performance Diaria (14/09/2009)	
	Variación Observada	Variación Objetivo		Variación Observada	Variación Objetivo
Russell 1000 F.S.	-0,66%		Russell 1000 F.S.	1,37%	
FAZ (x-3)	1,53%	1,99%	FAZ (x-3)	-3,71%	-4,12%
FAS (x3)	-1,62%	-1,99%	FAS (x3)	3,77%	4,12%

Se observa que a nivel diario los ETFs apalancados e inversos logran en forma relativamente eficaz sus objetivos, aunque la correlación no es exacta.

Veamos sin embargo que ha sucedido en un período más prolongado. Analicemos el período desde el 31/12/08 al 14/09/2009.

Performance (31/12/2008 - 14/09/2009)		
	Variación Observada	Variación Objetivo
XLF	17,57%	
SEF (x-1)	-39,97%	-17,57%
SKF (x-2)	-74,67%	-35,14%
UYG (x2)	-4,64%	35,14%

Performance (31/12/2008 - 14/09/2009)		
	Variación Observada	Variación Objetivo
Russell 1000 F.S.	18,14%	
FAZ (x-3)	-93,75%	-54,43%
FAS (x3)	-37,29%	54,43%

Aquí la distorsión es significativa y en determinados casos la evolución de los instrumentos ha sido inclusive de signo contrario al esperado. Hemos identificado dos motivos para el posible origen de la distorsión:

- Errores de Tracking
- Apalancamiento y Volatilidad

Errores de Tracking

Analicemos dos ETFs:

UYG = Performance Objetivo XLF x 2

SKF = Performance Objetivo XLF x -2

Factor de Apalancamiento			
ETF	Promedio ²	Objetivo	Desvío Standard ³
SKF	-1,776	-2	0,781
UYG	1,712	2	0,923

² Promedio del factor de apalancamiento real en el período 31/12/2008 – 14/09/2009.

³ Desvío Standard del factor de apalancamiento observado en el período 31/12/2008 – 14/09/2009.

En el cuadro superior se observa que los instrumentos tienen un comportamiento que no es exactamente el establecido como objetivo y que el desvío standard es considerable.

Veamos qué habría sucedido desde el inicio del año si el factor de apalancamiento se hubiera mantenido constante en forma diaria en los valores establecidos como objetivo (2 para UYG y -2 para SKF).

ETF	Variación Observada	Variación Teórica ⁴
XLF	17,57%	
SKF	-74,67%	-78,86%
UYG	-4,64%	-5,97%

El resultado obtenido es similar al que realmente observado en la realidad. Aún si no hubiesen existido errores de tracking, el comportamiento de los instrumentos analizados hubiese sido totalmente alejado al objetivo para el plazo considerado (-35,14% para SKF y 35,14% para UYG). El error de tracking, por lo tanto, no constituye la causa fundamental de la distorsión observada.

Apalancamiento y volatilidad

Veamos el segundo posible origen de distorsiones, apalancamiento y volatilidad. Fuertes oscilaciones pueden generar importantes distorsiones en el comportamiento de los instrumentos de acuerdo a lo analizado anteriormente.

Si analizamos la evolución de XLF observamos una fuerte oscilación. El mercado cayó violentamente hasta Marzo y luego se recuperó.



Fuente Yahoo Finance

Veamos ahora la gráfica comparativa de XLF, UYG, SKF.

⁴ Variación manteniendo el factor de apalancamiento objetivo diario (-2 para SKF y 2 para UYG) durante todos los días del período analizado.



Fuente: Yahoo Finance

En la gráfica se observa claramente el quiebre que supone el cambio de tendencia del mercado en Marzo. Resulta claro que la fuerte volatilidad es la responsable del errático comportamiento de estos instrumentos.

Conclusión

En resumen los ETFs inversos y apalancados son instrumentos interesantes cuando el mercado tiene una tendencia definida. Sin embargo, cuando el mercado oscila, como ha sido el caso en lo que va del año, y como sucede en general con el mercado de renta variable durante períodos prolongados, estos instrumentos no logran el cumplir su objetivo. Los ETFs inversos y apalancados son instrumentos interesantes para los operadores de corto plazo, no así como instrumentos de inversión en el mediano y largo plazo.