

Liquidez de ETF

Conozca a fondo la mecánica de la negociación con ETF

Grupo de Mercados de Capitales de SPDR ETF y Equipo de Estrategia y Análisis de SPDR ETF

- **Comprender el proceso de creación y reembolso de un ETF permite a los inversores formarse una idea precisa de la liquidez adicional a la que pueden acceder.**
- **Las horquillas entre los precios comprador y vendedor vienen determinadas por la horquilla entre los precios comprador y vendedor de los valores subyacentes, la liquidez de estos, los costes de ejecución y el riesgo de mercado.**
- **Se recomienda a los inversores que, cuando operen en el mercado secundario, se planteen utilizar órdenes a mercado y órdenes limitadas; en el caso de órdenes que afecten a grandes importes notacionales o de órdenes en bloque, operar a través de mesas de trading institucionales puede proporcionarles liquidez adicional.**

Proceso de creación/reembolso — El mercado primario

Conocer el proceso de creación y reembolso de ETF es fundamental para entender la verdadera magnitud de la liquidez global de un ETF y para lograr una ejecución más eficiente con una selección más variada de fondos. El proceso de creación y reembolso de ETF tiene lugar en el mercado primario y es facilitado por participantes autorizados (AP, por sus siglas en inglés). Los AP son broker-dealers registrados en Estados Unidos, con su propio sistema de compensación de valores, que regulan la oferta de acciones de ETF en el mercado secundario.

La creación es el proceso por el cual los AP introducen acciones adicionales en el mercado secundario. Durante este proceso, los AP entregan los valores subyacentes a la gestora del fondo (también conocida como patrocinador) a cambio de las acciones del ETF. En el momento del reembolso, los AP entregan acciones del ETF a la gestora del fondo a cambio de los valores subyacentes. Estas operaciones se ejecutan en grandes bloques conocidos como «unidades de creación», que comprenden entre 10.000 y 600.000 acciones.

La capacidad de introducir diariamente acciones adicionales en el mercado es la prueba, precisamente, de que el volumen de negociación de un ETF no refleja en su integridad la liquidez global de un fondo. Para conocer la magnitud real de la liquidez de un ETF, los inversores también deben tener en cuenta la liquidez de sus valores subyacentes.

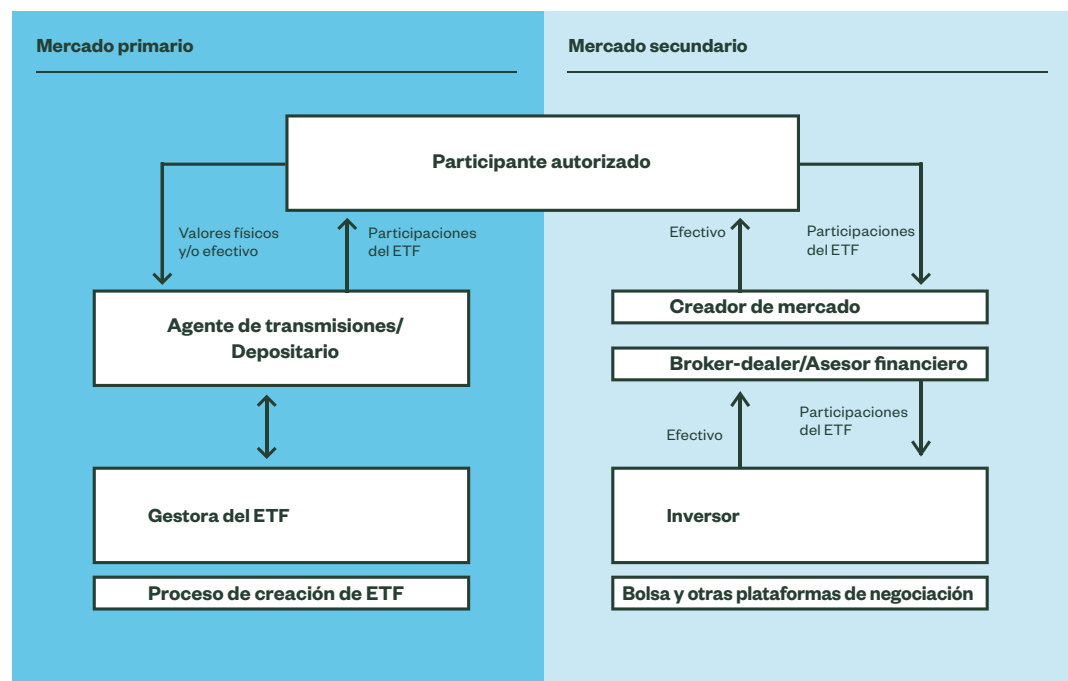
¿Por qué crea un participante autorizado (AP) acciones de un ETF?

Son varias las razones por las que un AP crea o reembolsa acciones de un ETF: arbitraje, gestión de existencias, facilitación para clientes y creación con fines de préstamo. Los dos motivos que son más pertinentes para los inversores son la facilitación para clientes y el arbitraje.

Facilitación para clientes Los AP pueden crear o reembolsar acciones de ETF para clientes con el fin de permitirles acceder a más liquidez sin tener que recurrir al mercado secundario. Por ejemplo, si un fondo de pensiones está interesado en adquirir 50 millones de dólares del ETF XYZ, puede optar por trabajar con un AP para que este cree acciones para él. Más información, en la Sección 3: Comprar y vender un ETF.

Arbitraje Los AP pueden crear o reembolsar acciones de ETF para sacar partido de oportunidades de arbitraje en el mercado. Por ejemplo, si las acciones del ETF XYZ cotizan a 55 dólares en el mercado secundario y el valor de los activos subyacentes es 54,95 dólares por acción, existe una oportunidad de arbitraje inherente. Para poder materializarla, el AP vendería acciones del ETF a 55 dólares y cubriría su posición comprando la correspondiente cesta subyacente de valores a 54,95 dólares, lo que le permitiría obtener un beneficio de 0,05 dólares. A continuación, el AP puede entregar los valores subyacentes a la gestora del fondo a cambio de acciones del ETF y así cerrar su posición corta en el ETF. En este ejemplo, el AP obtiene un beneficio de 0,05 dólares. La moraleja para los inversores es que las constantes oportunidades de arbitraje a disposición de los AP y de las mesas de trading institucionales permiten que el precio de mercado de los ETF siga siendo acorde con el valor de sus valores subyacentes.

Figura 1
Creación/reembolso de ETF



La información anterior se ofrece únicamente con fines ilustrativos.

Horquillas de precios comprador/vendedor

¿Qué representa la horquilla de precios comprador/vendedor?

El precio vendedor (ask) es el precio mínimo al que los vendedores están dispuestos a vender y, por lo tanto, el precio al que otros inversores pueden comprar acciones de ETF; el precio comprador (bid) es el precio máximo que los compradores están dispuestos a pagar, y por lo tanto, el precio al que los inversores pueden vender dichas acciones. La diferencia entre el precio comprador y el precio vendedor es la horquilla (o spread), que refleja el coste global de operar en cualquier valor (más cualquier coste por comisiones de intermediación aplicable).

Las horquillas de precios comprador/vendedor de los ETF reflejan los costes de ejecución, el riesgo de mercado y las horquillas de precios comprador/vendedor de los valores subyacentes integrados en la cesta del ETF. Todas estas variables se tienen en cuenta cuando mesas de trading institucionales crean mercado para los inversores. Como la mayoría de los negocios, el coste para el cliente final está estrechamente correlacionado con los costes de los insumos. A este respecto, la negociación de ETF no es diferente del resto de actividades. Por lo tanto, quienes operan con ETF han de tener en cuenta distintas categorías de costes cuando facilitan operaciones con ETF:

Comisión de creación/reembolso Es el coste fijo que la gestora del ETF cobra al AP por crear o reembolsar acciones de ETF. La comisión varía de unos fondos a otros y consiste en un coste por orden, no por unidad de creación o de reembolso. Las comisiones oscilan, por lo general, entre varios cientos y varios miles de dólares, dependiendo del ETF y de la clase de activos subyacente.

Horquillas de los valores subyacentes integrados en una cesta de ETF Las horquillas de precios comprador/vendedor de los valores subyacentes inciden directamente en los costes en que incurren los creadores de mercado cuando operan con ETF. Estos costes suelen ser más elevados cuando los activos subyacentes pertenecen a clases de activos complejas y menos líquidas, como la renta variable de mercados emergentes o la deuda privada de alto rendimiento (high yield). Si un creador de mercado se ve obligado a adquirir una parte de los componentes del ETF en el mercado secundario para luego entregarlos al fondo en el marco del proceso de creación de la cesta, el coste de adquisición de esos valores debería reflejarse en la horquilla de precios comprador/vendedor, ya que los costes suelen repercutirse al cliente final.

Riesgo En ocasiones, el riesgo de mercado puede tener un efecto sustancial en las horquillas, sobre todo durante períodos de elevada volatilidad en los mercados. En esos momentos, los creadores de mercado se ven obligados a ampliar sus horquillas para incluir una protección contra la volatilidad adicional del mercado. Para cubrir su riesgo y crear mercados ordenados cuando operan, los creadores de mercado utilizarán diversas herramientas —los valores subyacentes u otros valores correlacionados que los puedan representar, como índices de futuros u otros ETF—. El coste de esta cobertura se incluirá en la horquilla del ETF y también se repercutirá a los inversores que negocien en el mercado secundario.

¿Cómo cambia la horquilla de un ETF con el transcurso del tiempo?

Aunque sin duda son varios los factores que contribuyen a la formación de la horquilla de un ETF, creemos que hay un factor fundamental que tiende a comprimir esas horquillas —el volumen de operaciones del ETF en el mercado secundario—. Con el tiempo, conforme el volumen de operaciones en el mercado secundario crece, se observa una elevada correlación con el estrechamiento de las horquillas. A medida que un ETF sube, la competencia entre los participantes en el mercado puede comprimir las horquillas y permitir a los inversores operar de forma más rentable en el mercado secundario. Cuando maduran, los ETF pueden cotizar dentro de una «banda de arbitraje» determinada por los costes en que los AP incurren cuando crean y reembolsan sus acciones.

Primas/descuentos y por qué se producen

En algunos casos, los ETF pueden cotizar por encima o por debajo de su valor liquidativo diario. Esta discrepancia se conoce como prima o descuento del fondo. Los ETF pueden cotizar con una prima o un descuento con respecto a su valor liquidativo diario debido a varios factores, como la horquilla de precios comprador/vendedor de los valores subyacentes, los costes de ejecución, el sentimiento de los inversores y el riesgo de mercado.

En el caso de los ETF cuyo subyacente son valores de renta variable internacionales, se suelen observar primas/descuentos más elevados debido a los mayores costes de transacción y al riesgo de mercado adicional. Además, al analizar estas primas y descuentos, convendría que los inversores tuvieran en cuenta las diferencias existentes entre los distintos horarios de negociación de los valores subyacentes y los ETF cotizados en Estados Unidos.

En condiciones normales del mercado, los ETF cuyo subyacente son títulos de renta fija suelen cotizar con una prima con respecto al valor liquidativo. La principal causa de este fenómeno es que los ETF de renta fija cotizan al punto medio (entre los precios comprador y vendedor) de sus valores subyacentes, mientras que los valores liquidativos se calculan utilizando los precios compradores, lo que genera un diferencial al ser el punto medio superior al precio comprador.

Sin embargo, cuando el entorno de mercado está dominado por el miedo (taper tantrum, debate sobre el techo de deuda, desplome del petróleo), las primas de los ETF pueden reducirse y los fondos pueden llegar a cotizar con un descuento con respecto a su valor liquidativo. En este caso, el descuento es una expresión del sentimiento del mercado, ya que los inversores utilizan los ETF como herramienta de descubrimiento de precios. También refleja el riesgo que soportan los creadores de mercado al vender los bonos en efectivo subyacentes, ya que, durante episodios de volatilidad, puede ocurrir que algunos de los valores de renta fija menos líquidos no se negocien activamente o no se fijen precios para ellos.

Comprar y vender un ETF

¿Qué es el mercado secundario?

En un ETF hay dos capas de liquidez: la liquidez disponible en el mercado secundario y la liquidez de los valores subyacentes. Para acceder a la totalidad de la liquidez disponible, resulta importante conocer las diversas formas en que los inversores pueden comprar y vender ETF.

La mayoría de las órdenes relativas a ETF se cursan por medios electrónicos y se casan con las órdenes cursadas por compradores y vendedores naturales en el mercado secundario, donde los participantes publican cotizaciones de oferta y demanda a los precios a los que están dispuestos a comprar o a vender un número determinado de acciones de un ETF concreto. En el mercado secundario se pueden utilizar órdenes de varios tipos. Muchos inversores emplean órdenes limitadas, que son órdenes para comprar o vender un volumen determinado de un título a un precio especificado o un precio mejor. Para comprender mejor por qué los inversores deberían utilizar órdenes limitadas cuando compran o venden ETF, pondremos un ejemplo utilizando el mercado secundario hipotético para el ETF XYZ que se describe a continuación:

Precio comprador XYZ		Precio vendedor XYZ	
Acciones	Precio (USD)	Precio (USD)	Participaciones
1.000	36,11	36,25	1.000
1.000	36,10	36,30	3.000
10.000	35,96	36,35	12.000
3.000	35,95	36,39	4.000

La información anterior se ofrece únicamente con fines ilustrativos.

Si un inversor cursara una orden a mercado para adquirir 20.000 acciones de XYZ, su precio medio de ejecución sería 36,35 dólares, es decir, 0,10 dólares por encima de la mejor oferta en el momento de la ejecución. Esto se debe a que solo 1.000 acciones se ofrecen al mejor precio de oferta de 36,25 dólares. El resto de la orden se va ejecutando, por tanto, a los niveles de precios que se ofrecen posteriormente hasta que la ejecución se completa. Como consecuencia, una orden a mercado para la compra de 20.000 acciones barrería la liquidez disponible —en este caso, en los cuatro niveles señalados—. En cambio, el inversor podría cursar una orden limitada a la mejor oferta de 36,35 dólares, en virtud de la cual se ejecutaría de forma instantánea la compra de 1.000 acciones a ese precio. Las otras 19.000 acciones restantes se adquirirían en el mercado secundario a ese mismo precio hasta que se haya ejecutado completamente la orden.

Este ejemplo sirve para explicar por qué conviene evitar las órdenes a mercado cuando se negocia con ETF, sobre todo los que presentan un menor volumen de operaciones. Aunque las órdenes a mercado ofrecen una ejecución más rápida del conjunto de la orden, la falta de control sobre el precio puede traducirse en un deslizamiento (o slippage) no deseado. Con las órdenes limitadas, la ejecución es menos inmediata, pero se logra un mayor control sobre el precio. Un riesgo de las órdenes limitadas es que no se ejecute la totalidad de la orden. Para incrementar la probabilidad de que la orden se ejecute íntegramente, los inversores pueden cursar órdenes limitadas más agresivas, a precios unos puntos por encima de la mejor oferta en el mercado secundario.

Cómo gestionar grandes operaciones

Pese a las eficiencias del mercado secundario, los inversores pueden verse en situaciones en las que el volumen de sus operaciones sea excesivo para la liquidez disponible en el mercado secundario. En estos casos, puede ser conveniente ejecutarlas a través de una mesa de trading institucional. Hay dos formas habituales de ejecutar órdenes de ETF de gran volumen a través de mesas de trading:

Operación con riesgo (o risk trade) Una de las formas en que los inversores pueden interactuar con una mesa de trading institucional es por medio de una operación con riesgo. En este tipo de operación, la mesa de trading ofrecerá una cotización por un ETF concreto y un volumen dado. Por ejemplo, para un cliente que desee adquirir 125.000 acciones del ETF XYZ, la mesa calculará su riesgo e indicará el precio al que está dispuesta a vender las 125.000 acciones al cliente. Si el

cliente está de acuerdo con el precio, la operación se ejecutará en el mercado extrabursátil (OTC) y el proveedor de liquidez deberá anotar la operación en el registro consolidado de operaciones ejecutadas (consolidated tape). El motivo por el cual este tipo de operación se denominada operación con riesgo es que, una vez ejecutada la operación, la mesa de trading asume el riesgo de mercado de la posición (la capacidad para cubrir la posición y limitar la pérdida de capital de la operación causada por las fluctuaciones del mercado). Si la operación es suficientemente grande, la mesa puede crear o reembolsar acciones para reducir su riesgo. Esto puede beneficiar a los clientes que deseen ejecutar sus órdenes rápidamente a un mismo precio.

Creación/reembolso Los inversores también pueden recurrir a una mesa de trading o un AP para cursar una orden de creación en su nombre a la gestora del fondo. En este caso, el precio que el cliente paga por las acciones se basa en el valor liquidativo de cierre, al que se suman cualesquiera costes implícitos en que el AP incurra al crear las acciones. Como ya se ha indicado, estos costes incluyen la ejecución de los valores subyacentes y la comisión de creación que cobre la gestora del ETF.

Ambos escenarios permiten a los inversores acceder a fondos de liquidez más profundos que los ofrecidos por el propio ETF en el mercado secundario. La principal diferencia entre ellos es que, en el caso de las operaciones con riesgo, los inversores transfieren el riesgo de mercado al AP y reciben un precio de ejecución inmediato, mientras que, con la creación de acciones de ETF, los inversores conservan el riesgo de mercado hasta el final del día. La elección de uno u otro método depende de los objetivos del inversor.

	Pros	Contras
Orden a mercado	Por lo general, la orden se ejecuta rápidamente	Sin control sobre el precio de ejecución
Orden limitada	Control sobre el precio de ejecución	Posibilidad de que la orden no se ejecute íntegramente

Mejorar la eficiencia de la negociación

La utilización de ETF continúa acelerándose a medida que intermediarios e inversores institucionales se decantan por estos fondos por sus ventajas intrínsecas, como su reducido coste, su eficiencia tributaria, la liquidez intradía que ofrecen y su transparencia¹. Comprender la singular estructura de los ETF permite a los inversores comprarlos y venderlos de una forma más eficiente.

El Grupo de Mercados de Capitales de SPDR entabla relaciones con los participantes autorizados, creadores de mercado, proveedores de liquidez, mesas/plataformas de trading de ejecución y mercados bursátiles de los ETF de SPDR. Desempeñamos así un papel activo en la promoción de mercados competitivos y mantenemos el ecosistema de liquidez de los ETF de SPDR. Dado nuestro conocimiento de la actividad en los mercados primario y secundario —y nuestro acceso a una amplia gama de herramientas de análisis de la liquidez antes de las operaciones—, nuestro equipo de profesionales comerciales trabaja estrechamente con los clientes para darles a conocer los matices de la ejecución de ETF y, en última instancia, velar porque tengan los conocimientos necesarios para operar con los ETF de SPDR de la forma más eficaz posible.

En resumen

Los ETF cotizan como las acciones Inversores y asesores deben recordar que los ETF se compran, venden y liquidan como si fueran un valor de renta variable. Al comprar o vender un ETF, los inversores deberían tener en cuenta todos los factores que analizan al comprar o vender una acción, así como algunos más, como la liquidez global total del ETF.

En situaciones de volatilidad extrema, el flujo de información puede ser menos eficiente De acuerdo con la hipótesis del mercado eficiente, se considera que el mercado de valores es eficiente y refleja toda la información públicamente disponible sobre los valores. En períodos de tensión, los mercados tienden a ser menos eficientes. Como consecuencia de la incertidumbre en los mercados generales, las horquillas de precios comprador/vendedor o las primas/descuentos con respecto al valor liquidativo de los ETF pueden ampliarse en esos períodos. No obstante, suele tratarse de fenómenos meramente temporales. La magnitud de la ampliación de las horquillas suele estar directamente relacionada con el riesgo percibido o la volatilidad de la clase de activos.

Los ETF se negocian de forma eficaz incluso en entorno volátiles En los primeros compases de fases de volatilidad, los volúmenes de negociación de ETF se incrementan acusadamente, ya que los inversores recurren a los ETF por la transparencia y la liquidez que los caracterizan. Los ETF también pueden servir de herramientas de descubrimiento de precios, ya que permiten conocer la opinión del mercado sobre cuáles son los precios justos, incluso en períodos en los que la liquidez subyacente de una clase de activos se ha visto reducida.

Notas

- 1 La gestión pasiva y el proceso de creación/reembolso pueden contribuir a minimizar la distribución de plusvalías.

ssga.com/etfs

Glosario

Horquilla de precios comprador/vendedor La diferencia de precio entre el precio más alto que un comprador está dispuesto a pagar por un activo y el precio más bajo al que un vendedor está dispuesto a venderlo.

Proceso de creación y reembolso El proceso por el cual un emisor de ETF adquiere y vende cestas de activos a cambio de la emisión o retirada de nuevas acciones del ETF.

Orden limitada Una orden cursada a un intermediario para comprar o vender un número determinado de acciones a un precio específico o un precio mejor.

Liquidez Capacidad de un activo o valor de ser comprado o vendido en el mercado sin que esto afecte a su precio. La liquidez se plasma en un elevado volumen de operaciones.

Orden a mercado Una orden que un inversor cursa a través de un intermediario para comprar o vender una inversión inmediatamente al mejor precio disponible en ese momento.

Valor liquidativo Los activos calculados menos los pasivos calculados divididos por las acciones en circulación. El valor liquidativo es un indicador directo de los activos reales que tiene un fondo.

Mercado primario El mercado en el que se crean o reembolsan las acciones de un ETF.

Mercado secundario Un mercado en el que los inversores compran o venden valores o activos a otros inversores, en lugar de a las propias sociedades emisoras. La Bolsa de Nueva York y el NASDAQ son mercados secundarios.

State Street Global Advisors en todo el mundo

Información importante sobre riesgos

Invertir implica un riesgo, incluido el riesgo de pérdida de capital. Queda prohibida la reproducción, copia o transmisión, total o parcial, de este documento, así como la divulgación de su contenido a terceros sin el consentimiento expreso y por escrito de SSGA. Las opiniones expresadas en este material son las opiniones del Grupo de Mercado de Capitales hasta el período que finaliza el 28 de

febrero de 2020 y están sujetas a cambios en función de las condiciones del mercado y otras condiciones. Este documento contiene algunas declaraciones consideradas prospectivas.

Tenga en cuenta que ninguna de esas declaraciones es garantía de determinados rendimientos en el futuro y que los resultados o acontecimientos reales pueden diferir de los aquí proyectados.

Los ETF cotizan como acciones, están sujetos a riesgo de inversión, su valor de mercado fluctúa y pueden cotizar a precios por encima o por debajo de su valor liquidativo. Las comisiones de intermediación y los gastos del ETF reducirán la rentabilidad.

Las operaciones frecuentes con ETF podrían incrementar considerablemente las comisiones y otros costes, llegando incluso a contrarrestar los importes ahorrados cuando los costes y las comisiones eran bajos.

Estas inversiones pueden tener dificultades para liquidar una posición de inversión sin un descuento significativo con respecto al valor de mercado vigente, lo que puede constituir un problema especialmente grave en el caso de los valores con menos volumen de operaciones. Los riesgos asociados con la inversión en renta variable incluyen la posibilidad de que los valores de las acciones fluctúen en respuesta a las actividades de las distintas empresas y las condiciones generales del mercado y de la economía.

Los fondos no diversificados que se centran en un número relativamente reducido de valores suelen ser más volátiles que los fondos diversificados y que el mercado en su conjunto. Standard & Poor's®, S&P® and SPDR® son marcas registradas de Standard & Poor's Financial Services LLC ('S&P'); Dow Jones es una marca registrada de Dow Jones Trademark Holdings LLC ('Dow Jones'). Dichas marcas han recibido licencia de uso por parte de S&P Dow Jones Indices LLC ('SPDJ'), así como sublicencia por parte de State Street Corporation para determinados fines. Los productos financieros de State Street Corporation no son patrocinados, respaldados, vendidos ni promocionados por SPDJ, Dow Jones, S&P, sus respectivas sociedades vinculadas o terceras partes licenciantes y ninguna de dichas partes realiza manifestación alguna en cuanto a la conveniencia de invertir en tal/es producto/s, como tampoco se hacen responsables de nada relacionado con lo anterior, incluido cualquier error, omisión o interrupción de cualquier índice. State Street Global Advisors Funds Distributors, LLC Member FINRA, SIPC.

© 2020 State Street Corporation.
Todos los derechos reservados.
ID182300-3003260.11.EMEA.INST 0320
Fecha de venc.: 31/12/2020