

UNA REVISION DE METODOLOGIAS Y RESULTADOS SOBRE PREMIO POR RIESGO DE LIQUIDEZ DE BONOS CORPORATIVOS DE MERCADO

Rafael Romero Meza, Doctor of Business Administration, Boston University
PKF Chile Finanzas Corporativas
Universidad del Desarrollo

Héctor Osorio Gómez, Magíster en Finanzas, Universidad de Chile
PKF Chile Finanzas Corporativas
Centro de Innovación Financiera, UAI

René Mellado Díaz, Magíster en Finanzas, Universidad de Chile
PKF Chile Finanzas Corporativas

La literatura financiera ha planteado como un puzzle el diferencial de rentabilidad de los bonos corporativos. Este diferencial es una compensación por la probabilidad de impago de los bonos, pero que representa un porcentaje mucho mayor de rendimiento que lo que justifica la evidencia de pérdidas históricas de los bonos corporativos. Esto es claro para bonos con alto grado de calificación y que tienen una baja probabilidad de impago. Al contrario, los diferenciales de rendimiento son bastantes amplios. Se sabe ahora que la liquidez de los bonos corporativos varía entre distintos bonos, pero sin embargo hay poca evidencia directa sobre el efecto de la liquidez sobre el diferencial de rentabilidad de los bonos. Asimismo, se conoce poco sobre la variación en el tiempo de la liquidez de los bonos corporativos, y del premio por riesgo asociado con cambios en la liquidez a través del tiempo. En este documento se proporciona una revisión de la evidencia empírica y de algunas metodologías sobre bonos corporativos que están expuestos a shocks sistemáticos de liquidez. Así, se revisa el premio por riesgo de liquidez asociado de los bonos, y se muestra que este premio ayuda a explicar el puzzle del diferencial de rentabilidad de los bonos corporativos.

Metodologías

La literatura financiera ha propuesto diferentes metodologías para estimar la prima por liquidez, las que enunciaremos brevemente a continuación:

- 1) Modelo de microestructura de los autores Koziol y Sauerbier, que proponen un enfoque teórico de opción que aborda las dimensiones del precio y plazo de la opción, para estimar la prima por liquidez. El valor de esta prima se explica como la relación

entre el valor de una opción para el caso con liquidez, y el valor de una opción para el caso sin liquidez.

2) Enfoque de análisis directo; este método implica escoger un par de instrumentos o portfolios que se suponen son idénticos, excepto en su liquidez, y luego comparar el precio, retornos esperados y rentabilidades, e inferir entonces la iliquidez relativa del activo o portfolio.

3) Enfoque de Modelo Estructural; el desarrollo de este modelo se basa en el enfoque de Merton, y considera que es posible estimar un adecuado diferencial de retornos de bonos corporativos y luego comparar esta estimación con los diferenciales vigentes de retornos de mercado, para inferir entonces el componente de prima por liquidez.

4) Enfoque basado en regresiones; mediante este enfoque se estiman parámetros econométricos de liquidez de bonos corporativos, asociados con instrumentos de más altos retornos y en particular con instrumentos de renta fija con mayores diferenciales de rentabilidad.

En este documento se describe con cierto detalle el enfoque basado en regresiones. Es común que este tipo de análisis se base en un modelo lineal de valoración de activos multifactorial, en el que los retornos esperados de los bonos corporativos están explicados por su exposición a los factores de riesgo de mercado y riesgo de liquidez. Típicamente se incluyen dos factores de riesgo de mercado: la rentabilidad sobre un índice de acciones y el cambio en la volatilidad del índice de opciones implícita de las acciones.

Se recoge evidencia de estimaciones usando datos de bonos corporativos de Estados Unidos para el período 1993-2002 por de Jong y Driessen. Para la medición de los rendimientos de los bonos corporativos, se utilizan portfolios que son contruidos de acuerdo a su vencimiento y nivel de clasificación. Se efectúa también, un análisis para una muestra reciente de datos de bonos corporativos europeos.

Siguiendo los lineamientos de los investigadores Pastor y Stambaugh, quienes estiman un modelo lineal para retorno de acciones, con diversos factores explicativos de la rentabilidad y de los shocks de liquidez, de Jong y Driessen suponen una dependencia lineal del rendimiento de los bonos corporativos, de los factores de riesgo de mercado y de los factores de riesgo de liquidez. Para la estimación del modelo, utilizan un procedimiento en dos etapas. En la primera etapa, los factores explicativos y los betas de liquidez son estimados con una regresión multivariada no restringida de

los excesos de rentabilidad conseguidas de los bonos corporativos, sobre un número K_f de factores de riesgo de mercado y un número K_l de factores de riesgo de liquidez. En la segunda etapa, corren una regresión de corte transversal de los valores estimados de los excesos de retornos esperados, correlacionados con los factores explicativos estimados de la rentabilidad de los bonos.

Evidencia Empírica

Los resultados del análisis de regresión, de los bonos corporativos estadounidenses, muestran que los retornos de estos bonos tienen una significativa exposición a los factores explicativos de la rentabilidad, esto es los factores de riesgo de liquidez, pero que no están sujetos a exposición significativa a los factores de riesgo por volatilidad de los retornos. Para 2005, en términos de retornos esperados, el premio por riesgo de liquidez estimado, es aproximadamente de 0,45% para bonos de largo plazo con alto grado de inversión, y alrededor de 1% para bonos con bajo grado de inversión. Estos parámetros estimados pueden cambiar al cambiar la muestra. Para 2007, en términos de retornos esperados, el premio por riesgo de liquidez estimado, es aproximadamente de 0,6% para bonos de largo plazo con alto grado de inversión, y alrededor de 1,5% para bonos con bajo grado de inversión.

Junto con el premio por riesgo de mercado, el premio por liquidez explica una parte significativa del puzzle de diferencial de rentabilidad de bonos corporativos.

Por otra parte, el análisis de los resultados de regresión del modelo, utilizando los datos de bonos corporativos europeos, muestra que el rendimiento de estos bonos también tiene una significativa exposición a los factores de riesgo de liquidez, en línea con los resultados encontrados en el análisis de los bonos estadounidenses, y esto explica en parte el puzzle sobre el diferencial de retornos de los bonos corporativos.

En resumen, este documento explora diversas metodologías y evidencia empírica sobre el papel del riesgo de liquidez en la valoración de los bonos corporativos y como estos factores de riesgo inciden en los retornos esperados de los bonos, lo que permite explicar en forma importante el puzzle de los diferenciales de rentabilidad de los bonos corporativos.

Esta evidencia es importante, ya que permite un mejor conocimiento de un factor clave en la valoración de bonos corporativos de largo plazo que poseen poca liquidez.

En Chile, inversionistas institucionales tales como Fondos de Inversión, AFPs y Compañías de Seguro deberían considerar este tipo de estudios para valorar sus carteras de inversión, ya que el descuento por liquidez puede ser más importante mientras mayor sea la duración del instrumento de inversión.