

Flash note 20/08/2024

Alex Fusté

[@AlexfusteAlex](#)

alex.fuste@andbank.com

Efecto VaR. Cómo la venta forzada desencadenó el colapso y la resurrección del mercado japonés. ¿Y ahora qué?

El Impacto del Modelo VaR en la Liquidación de Acciones en Japón: Un Análisis de la Volatilidad Extrema y la Limpieza del Mercado

La reciente liquidación de acciones en Japón, desencadenada el 5 de agosto, fue impulsada principalmente por la venta forzada vinculada al modelo de Valor en Riesgo (VaR). La renombrada publicación Nikkei ha analizado en detalle las causas subyacentes de este colapso, que resultó en una caída del 12% en un solo día. En esa jornada, el índice de volatilidad VIX alcanzó un pico de 70, un nivel no visto desde la crisis financiera de 2008, provocando la interrupción de la cotización en unas 800 empresas (aproximadamente el 20% del total) debido a los circuit breakers. Además, el precio de las opciones de venta fuera del dinero (out-of-the-money) se disparó. Lo llamativo es que todo ello se dio en un contexto en el que las acciones japonesas ya estaban significativamente infravaloradas, con un alto porcentaje de empresas cotizando por debajo de su valor en libros y unos múltiplos financieros que sugerían oportunidades atractivas.

Hasta ahora, las explicaciones sobre las causas de este desplome se han centrado en la doble sorpresa que supuso una intervención agresiva del Banco de Japón (BOJ) a partir de mediados de julio, y unos datos macroeconómicos decepcionantes de Estados Unidos, en particular en la creación de empleo. Sin embargo, estos factores por sí solos difícilmente justifican una caída de tal magnitud. Para entender verdaderamente las razones detrás de este movimiento extremo y evaluar la probabilidad de que se repita, es esencial considerar la mecánica del mercado.

La vulnerabilidad del mercado japonés se debió en gran medida a la acumulación de posiciones apalancadas. Cuando la volatilidad extrema se materializó, la mayoría de estas posiciones, sujetas al modelo VaR, fueron liquidadas de manera forzada. Este modelo, utilizado por prácticamente todos los bancos (detrás de un apalancamiento siempre hay un banco), desencadena ventas automáticas cuando el valor del activo comprado con apalancamiento empieza a fluctuar significativamente. Los bancos, en defensa de sus intereses, obligan a los prestatarios a liquidar, exacerbando la caída. Según las conclusiones de la revista Nikkei, apoyado en datos de entidades como JPMorgan, la venta inducida por la volatilidad fue el principal motor del desplome, seguida por la reversión de las operaciones de carry trade. Dinámicas muy relacionadas entre sí. Los factores macroeconómicos en USA, y las expectativas sobre un aumento en las tasas de interés del BOJ, simplemente, actuaron como el detonante.

Posibilidades de Repetición y Limpieza del Mercado

Tras un desplome del mercado causado por la liquidación masiva de posiciones apalancadas, especialmente cuando el apalancamiento está ligado a modelos como el Valor en Riesgo (VaR), suele tener lugar una limpieza considerable y saludable del mercado; lo que reduce considerable

El presente documento ha sido elaborado por Andbank, principalmente para su distribución interna y para inversores profesionales. La información en él contenida no debe considerarse un asesoramiento en materia de inversión ni una recomendación para la compra de activos o productos o la adopción de estrategias. Ninguna referencia a cualesquiera emisores de títulos o a cualesquiera valores que figuren en este documento se entenderá que constituye una recomendación de compra o de venta de tales valores.

el riesgo de nuevos episodios de volatilidad extrema. Basándome en experiencias históricas y datos disponibles, estos son los desarrollos clave que se despliegan en las semanas posteriores a este tipo de eventos:

1. Reducción del Apalancamiento y Depuración del Mercado:

- Durante un desplome desencadenado por la liquidación forzada, una parte sustancial del apalancamiento financiero desaparece rápidamente. Los bancos ejercen sus derechos y las posiciones especulativas son eliminadas, lo que suele llevar a una reducción de entre el 20% y el 50% del apalancamiento total en los mercados afectados. En eventos significativos, como la crisis financiera de 2008, se observó una contracción del apalancamiento de hasta un 50% en algunos segmentos del mercado, reflejando una purga masiva del riesgo acumulado.

2. Reevaluación del Riesgo:

- La extrema volatilidad obliga a las instituciones financieras a reconsiderar su tolerancia al riesgo y a ajustar sus modelos de gestión. Los bancos tienden a endurecer los requisitos de margen y a recalibrar sus modelos VaR para reflejar la nueva realidad del mercado, lo que puede provocar una mayor reducción del apalancamiento en el corto plazo. Ello se traduce en una breve fase de consolidación gradual del mercado.

3. Recuperación del Mercado:

- Tras estos episodios de limpieza, y tras la fase de consolidación al recalibrar los modelos VaR y los requisitos de margen, el mercado suele mostrar una recuperación gradual, favorable y constante. La propia reducción del apalancamiento disminuye la vulnerabilidad sistémica, y más importante aún, la “limpieza” y el desapalancamiento nunca es permanente. Con el tiempo, a medida que el mercado se estabiliza y la confianza se restablece, el apalancamiento tiende a aumentar nuevamente, aunque al principio de manera más cautelosa..

No es sorprendente que desde el 5 de agosto el mercado japonés haya subido un 20%, recuperando el 80% de las pérdidas sufridas en aquella fatídica primera semana de agosto. Sin embargo, las dificultades para el mercado japonés comenzaron el 10 de julio con intervenciones cada vez más evidentes por parte del BOJ en defensa del yen, lo que inició la desarticulación del *carry trade*. Efectivamente, la recuperación del JPY empezó a materializarse de forma violenta, pero vino acompañada de un movimiento aún más violento, y que no esperábamos, en el índice bursátil nipón.

Posicionamiento en mandatos discrecionales y valoración del impacto

Con todo, y a pesar de la fuerte corrección de principios de agosto en el Topix, nuestra posición en Japón dentro de nuestros mandatos discrecionales era en moneda local, lo que ayudó a amortiguar el golpe. Poniendo los números sobre la mesa, desde el 10 de julio, que es cuando empieza la corrección, las pérdidas por mercado de acciones (Topix) han sido del -8.22%, pero las ganancias por apreciación del JPYEUR han sido del 8% (con el cruce pasando de 175 a 162).

Perspectivas

De cara al futuro, preveemos una continuidad en la apreciación del yen hasta los 145-150 frente al euro, acompañada de un mercado bursátil japonés al alza, beneficiado por la depuración/reducción del apalancamiento (en un ~40%), una mejora en los beneficios corporativos y unas valoraciones más atractivas que en otros mercados desarrollados (medido por el múltiplo PE forward y la prima de riesgo).

La venta forzada impulsada por el modelo VaR fue el principal catalizador detrás del desplome del mercado japonés del 5 de agosto. A pesar de los factores macroeconómicos y las decisiones del BOJ, la verdadera causa del colapso radicó en la mecánica del mercado y la acumulación de apalancamiento (algo difícil de medir, pues los datos y los libros de registros sobre el volumen de posiciones apalancadas de los grandes bancos no están fácilmente disponibles). La posterior limpieza del mercado ha reducido significativamente el riesgo de nuevos episodios de volatilidad extrema, lo que, junto con condiciones de mercado más atractivas, sugiere un panorama favorable para la recuperación del mercado japonés.

Cordiales saludos.