

GESTIÓN DE RIESGOS RELATIVA Y ABSOLUTA EN UN MERCADO CAMBIANTE

Andrés Felipe Manrique, FRM
Chief Risk Officer Skandia Latam

AGENDA

1. Introducción
2. Métricas absolutas
3. Métricas relativas
4. Rol del *Benchmark*
5. ¿Cuándo usar métricas absolutas o relativas ?
6. Valoración a precios de mercado
7. Fees y comisiones de éxito
8. Conclusiones

1. Introducción

Mercados globales enfrentan ciclos de alta volatilidad (COVID-19, 2022, tensiones geopolíticas).

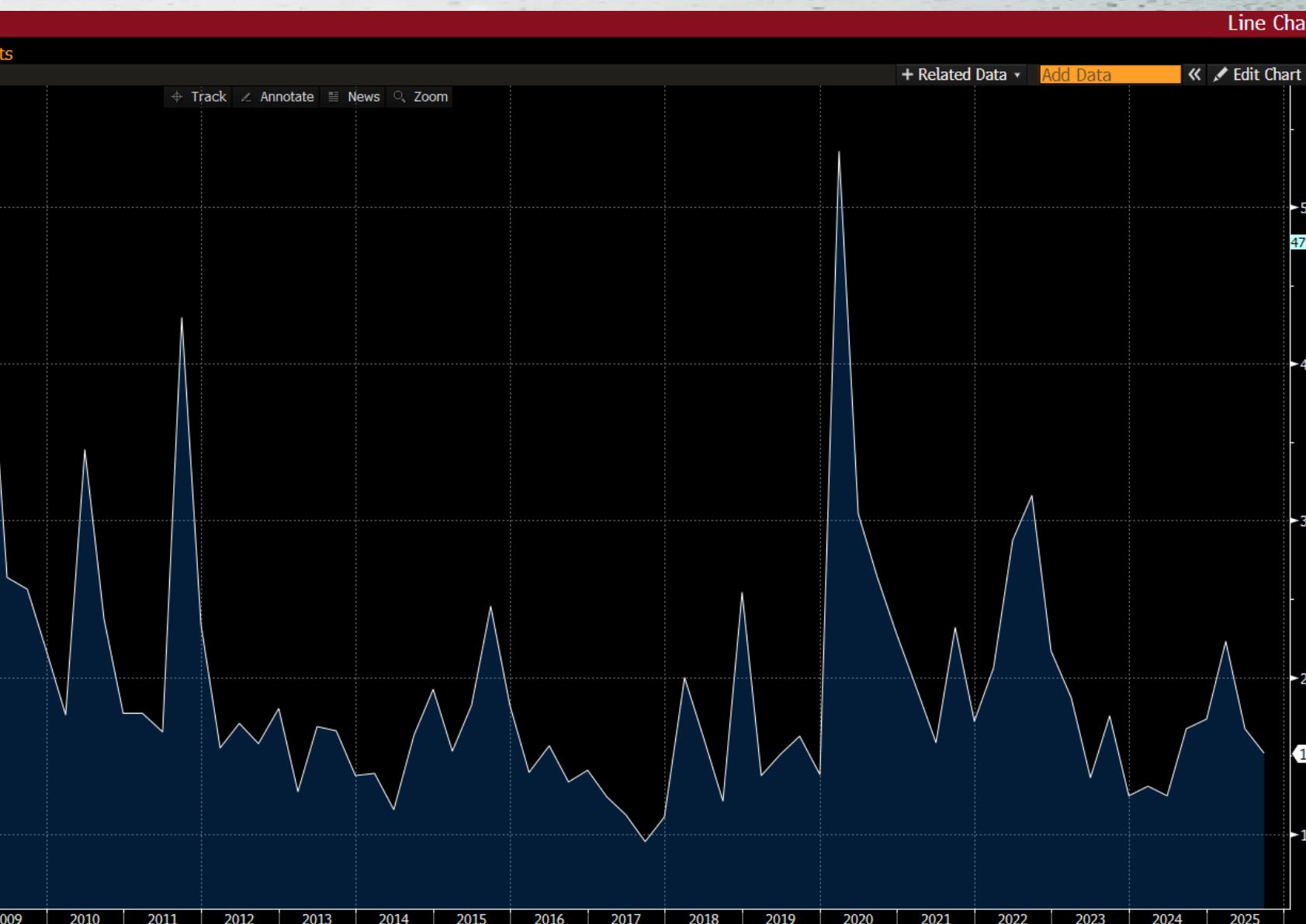
El riesgo se puede medir desde dos ópticas: absoluta y relativa.

Las métricas absolutas nos dicen cuánta pérdida podemos esperar.

Las métricas relativas nos dicen si lo hacemos mejor o peor que una referencia.

Ambas visiones son necesarias, especialmente en entornos cambiantes como los actuales

¿Qué pesa más en sus decisiones: medir riesgo en términos absolutos o contra un *benchmark*?



Fuente: Bloomberg
Serie histórica VIX 2000-2025

2. Métricas absolutas de Riesgos

Volatilidad: Qué tan estables o inestables son nuestros retornos..

Value-at-Risk (VaR): pérdida máxima esperada a un nivel de confianza (ej. 99%, 10 días).

Expected Shortfall (ES): pérdida promedio en escenarios peores que el VaR.

Fáciles de comunicar (ej. “riesgo de perder 10% en un mes”).

Independientes de referencia externa.

Útiles para regulación (Basilea, Solvencia II).

Ventajas:

Supuestos (normalidad, independencia de retornos).

No consideran “colas gordas” en crisis.

Miopía frente al contexto de mercado.

- El VaR nos da una foto cuantitativa del peor escenario esperado, pero no dice nada sobre cómo nos fue comparado con el resto del mercado. En crisis, todos perdemos, y ahí entran las métricas relativas.

- En Colombia, la Superintendencia Financiera exige reportar VaR en portafolios de fondos de pensiones obligatorias. Esto nos permite tener un número estándar que refleja el tamaño del riesgo.

- Recuerden 2007: El VaR de los bancos era bajo... hasta que llegó 2008.

Desventajas:

Supuestos (normalidad, independencia de retornos).

No consideran “colas gordas” en crisis.

Miopía frente al contexto de mercado.

3. Métricas relativas de Riesgos

Tracking Error (TE): Volatilidad de las diferencias con el *benchmark*. → Presupuesto de Riesgo.

Information Ratio (IR): exceso de retorno / TE → Mide cuánto valor adicional genera por unidad de riesgo relativo.

Beta: Sensibilidad a movimientos del mercado.

Ventajas:

Evalúan habilidad del gestor vs. *benchmark*.

Refuerzan *accountability* y control.

Favorecen consistencia en la estrategia.

Desventajas:

Dependen de calidad del *benchmark*.

Incentivan “*benchmark hugging*”.

Pueden ignorar riesgos absolutos importantes.

- El Tracking Error mide qué tanto se separa un portafolio de su referencia. Sirve para evaluar si un gestor agrega valor, pero puede esconder riesgos absolutos: un tracking error bajo no significa un portafolio seguro.

- En la industria de AFPs en América Latina, los reguladores y los afiliados quieren saber no solo cuánto ganó o perdió un fondo, sino cómo lo hizo frente a sus pares y frente a índices de referencia.

3. Métricas relativas de Riesgos

Caso: Crisis COVID 2020 – S&P 500 → En marzo de 2020, el S&P 500 cayó -34%.^(*)

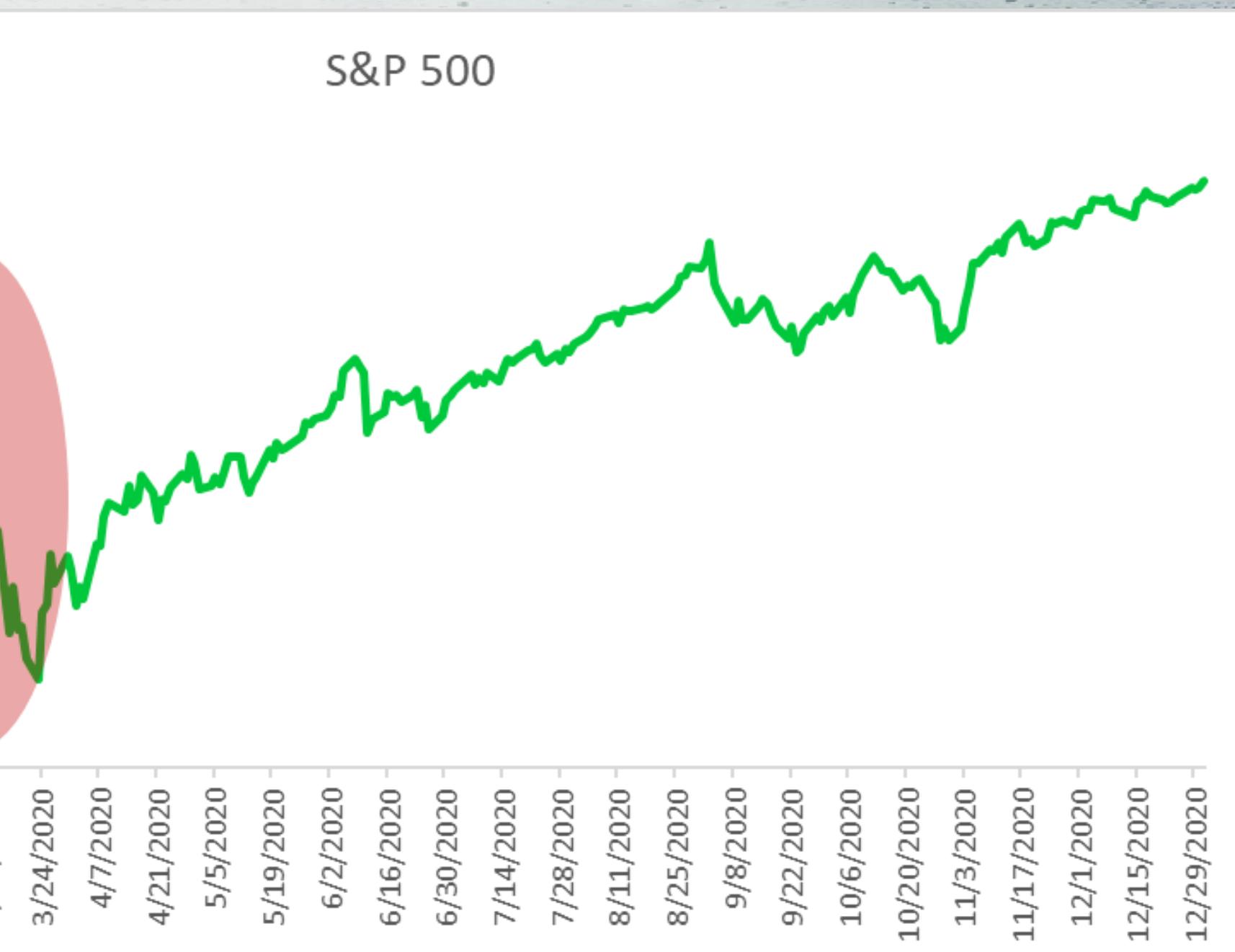
Un portafolio que buscaba estar muy pegado al índice tuvo un TE de apenas 1.2%.

El *benchmark* cayó -34%, el portafolio -33%. ¿El gestor fue exitoso? Relativamente sí.

¿El cliente? Perdió un tercio de su capital en un mes.

Lección: El TE es útil para medir la gestión, pero no protege al inversionista de la pérdida absoluta.

^(*) entre el 19 de febrero y el 23 de marzo



4.1 Rol del Benchmark – Asignación Estratégica de Activos (AEA)

La AEA sirve como un marco de referencia para los administradores de portafolio. El cual es un portafolio de activos que cumplen con determinadas características, entre ellas:

Objetivo de Rentabilidad

Liquidez

Adecuada relación entre volatilidad y retorno.

Exposición y cobertura a diversas fuentes de riesgo (mercado, crédito, soberano).

Los inversionistas pueden tener un manejo pasivo o activo del portafolio, sin embargo, esta labor corresponde a la asignación táctica de activos.

El principal objetivo del *benchmark* es incorporar las preferencias del inversionista en términos de riesgo y de retorno.

- Un buen índice de referencia debe considerar los objetivos del inversionista, como el nivel de preservación de capital y el horizonte de inversión, así como su tolerancia al riesgo y otras necesidades particulares.

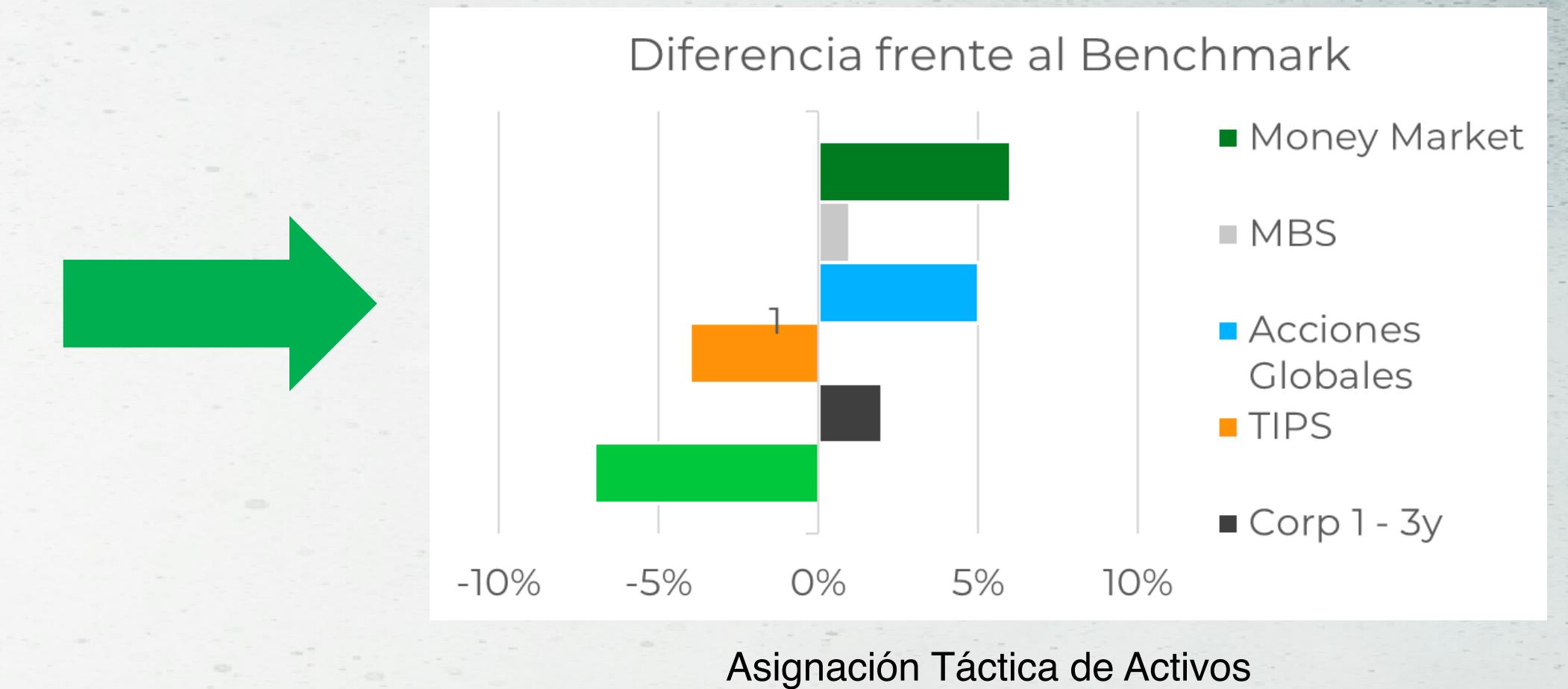
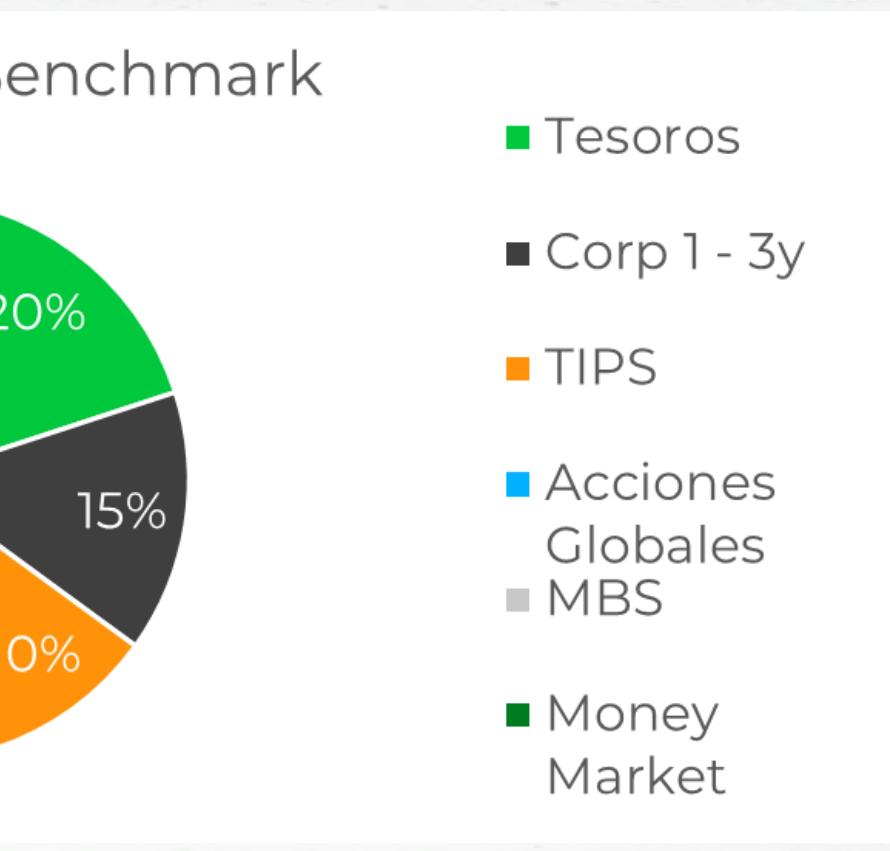


Fuente:

Bloomberg

Serie histórica NMXWO 2000-2025

4.1 Rol del Benchmark – Asignación Estratégica de Activos (AEA)



4.2 Rol del Benchmark – Características

Características

Representativo, replicable, invertible y consistente en el tiempo.

El manejo activo permite reducir el riesgo del portafolio y capturar ineficiencias del mercado. Por ejemplo, evitar bonos con mala perspectiva en un índice de crédito.

Riesgos de un mal *benchmark*:

Incentivos perversos (ej. referencia a corto plazo en portafolio de largo plazo).

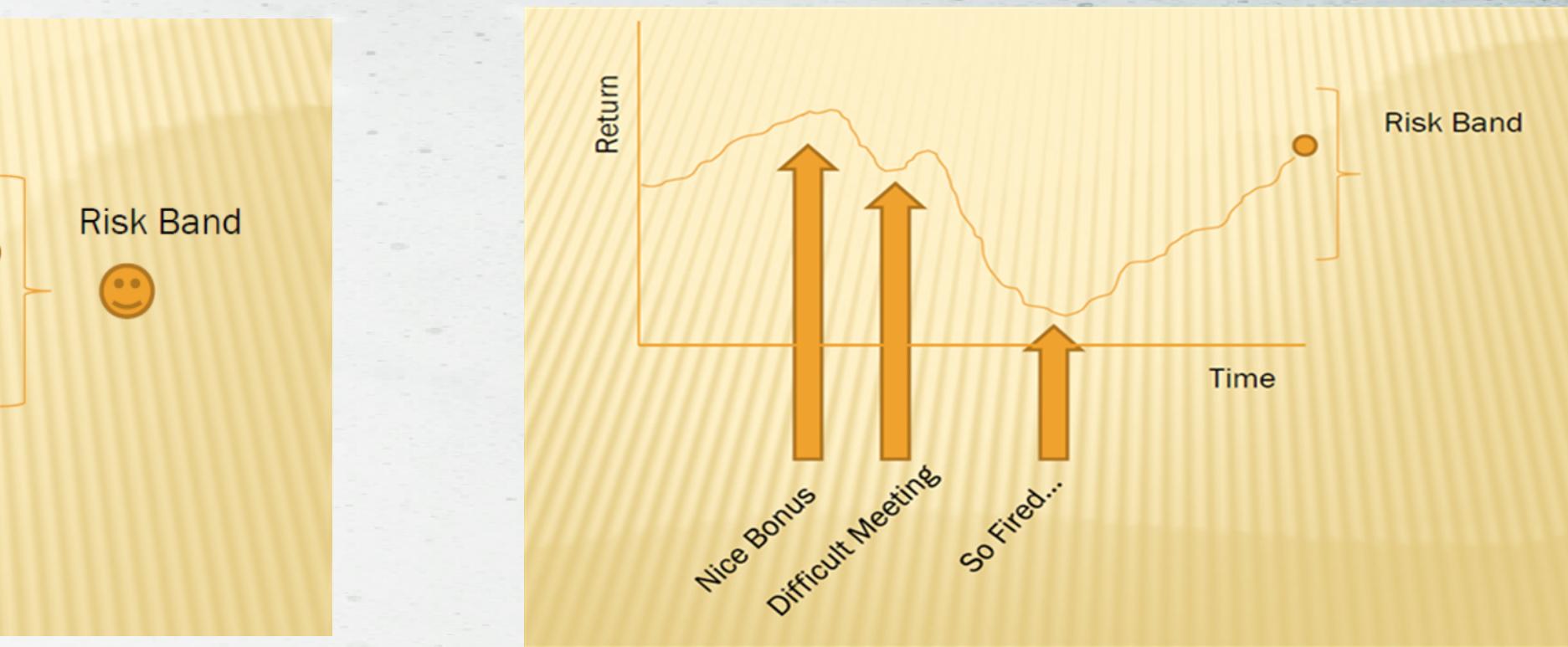
Sesgos de construcción (ej. índices concentrados en pocos emisores).

Riesgo reputacional ante clientes y reguladores.

En México, los fondos de pensiones cambiaron de *benchmarks* tradicionales a *benchmarks* de ciclo de vida, ajustados por edad, porque los anteriores no reflejaban el verdadero perfil de riesgo de los afiliados.

¿Qué quiere un inversionista?

Lo que los mercados le dan a los inversionistas



El *benchmark* es como una brújula: si está mal calibrada, podemos sentir que vamos bien, pero terminar lejos del objetivo real del cliente o regulador.

5. ¿CUÁNDO USAR MÉTRICAS ABSOLUTAS O RELATIVAS? (1/3)

Uso de métricas **absolutas**:

Se recomienda cuando el foco está en solvencia, estabilidad y control de pérdidas reales.

Casos típicos:

Regulación prudencial: Bancos (Basilea), aseguradoras (Solvencia II), fondos de pensiones (SFC Colombia exige VaR).

Gestión del balance: Reservas técnicas de aseguradoras o portafolios ALM.

Situaciones de estrés de mercado: Medir impacto de shocks de tasas de interés, devaluaciones abruptas, crisis de liquidez.

Comunicación con clientes conservadores: Cuando importa más la magnitud de la pérdida que la comparación con un índice.

- En 2022, con el aumento de tasas en Colombia, los TES a 10 años pasaron de 6% a 14%. La SFC exigió reportes de VaR y *stress testing* de portafolios para asegurar que los fondos pudieran soportar pérdidas en términos absolutos, más allá de comparaciones con *benchmarks*.



Fuente:

Bloomberg

Serie histórica S&P 2015-2025

5. ¿CUÁNDΟ USAR MÉTRICAS ABSOLUTAS O RELATIVAS? (2/3)

Uso de métricas **relativas**:

Se recomienda cuando el foco está en evaluar la habilidad del gestor, *accountability* y comparación contra un referente de mercado.

Casos típicos:

Fondos activos vs. pasivos: Medir si el gestor agrega valor sobre el benchmark (ej. S&P 500).

Comisiones de éxito: *Carried interest* y *waterfall* dependen de superar un benchmark o *hurdle rate*.

Competencia entre gestores: AFPs, *mutual funds*, *hedge funds* comparados con índices y entre ellos.

Gestión delegada: Cuando un inversionista institucional contrata un *asset manager*, necesita métricas relativas para medir si justifican sus *fees*.

- En México, las Siefors tienen *benchmarks* generacionales (ciclo de vida). Los *asset managers* son evaluados por su *tracking error* y IR, porque el regulador y los afiliados quieren saber si la gestión realmente superó al *benchmark* ajustado por edad.

5. ¿CUÁNDΟ USAR MÉTRICAS ABSOLUTAS O RELATIVAS? (3/3)

Uso de métricas **combinadas**:

En mercados cambiantes, lo ideal es usar ambos enfoques de forma complementaria.

Riesgo absoluto protege contra la quiebra o pérdida patrimonial severa.

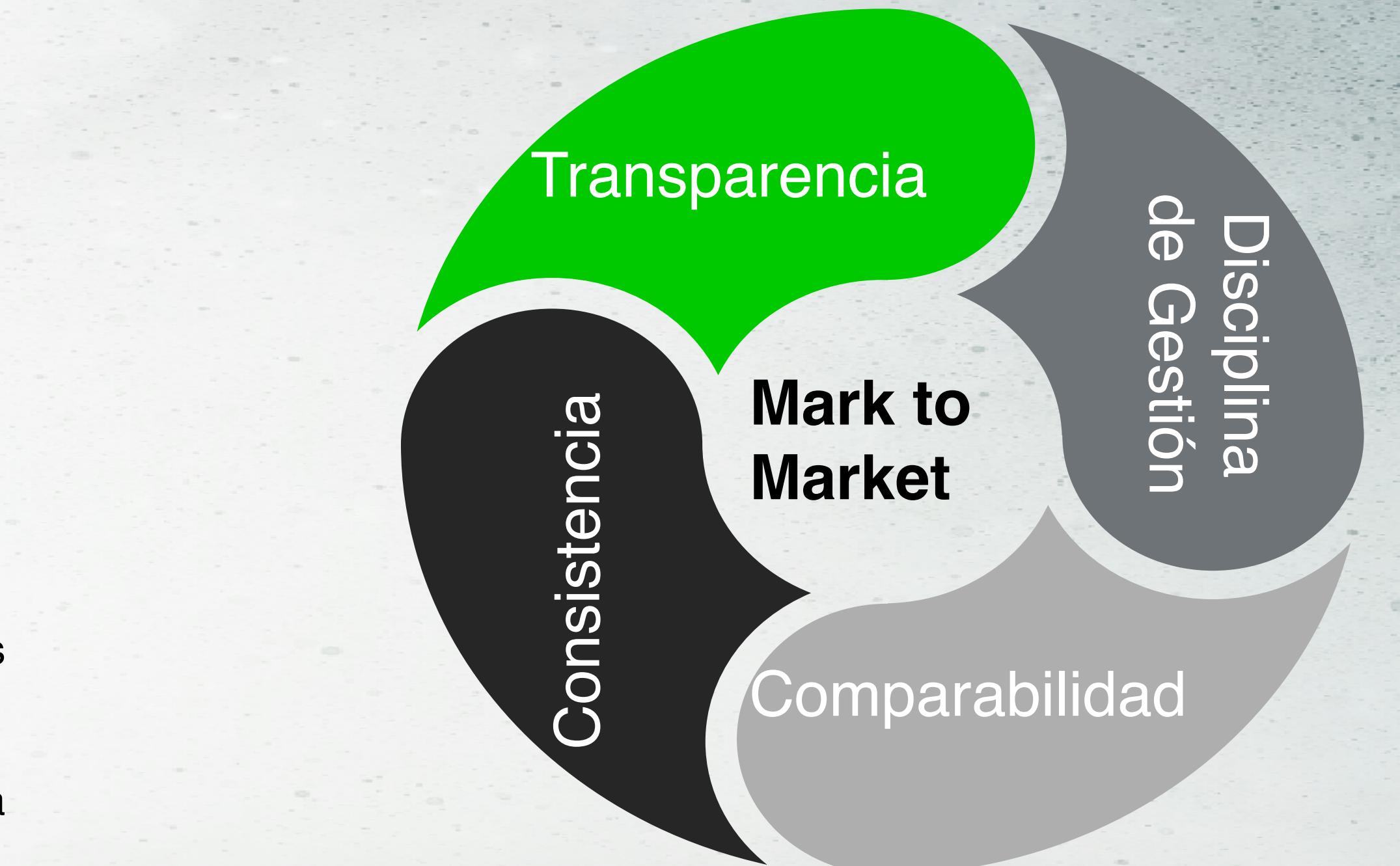
Riesgo relativo asegura que la gestión sea evaluada en términos de valor agregado frente al *benchmark*.

Stress testing / escenarios extremos integran ambos enfoques y muestran la vulnerabilidad en condiciones no lineales.

- En fondos de retiro programado (Colombia), se mide VaR para asegurar estabilidad de pagos de pensiones (riesgo absoluto), pero también se evalúa el desempeño frente a un *benchmark* definido por el Regulador (riesgo relativo). Ambos son requeridos para dar confianza al regulador, los afiliados y la junta directiva.

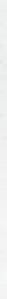
6. VALORACIÓN A PRECIOS DE MERCADO

- Valoración *mark-to-market* garantiza transparencia y comparabilidad.
- Riesgo absoluto y relativo dependen de precios confiables.
- Evita acumulación de pérdidas ocultas (*mark-to-model bias*).
- Reguladores (IFRS 9, SFC, CNSF, Basilea) exigen valoración diaria a precios de mercado.
- Caso real: crisis 2008 → instrumentos estructurados mal valorados amplificaron la caída.
- Podemos tener los mejores modelos de VaR o Tracking Error, pero si los activos no están correctamente valorados, las métricas son un espejismo.
- Sin una valoración real, ninguna métrica absoluta o relativa tiene sentido. *El mark-to-market* es la base de la confianza y la gestión de riesgos en un mercado cambiante.



7. FEES Y COMISIONES DE ÉXITO

- Gestión activa suele cobrar fees fijos + comisión de éxito.
- La comisión de éxito depende de superar un *benchmark* o un *hurdle rate* (ej. LIBOR + 2%).
- *Waterfall*: Define cómo se reparten los retornos entre el inversionista y el gestor.
- *Clawback provisions*: Corrigen pagos de éxito si en el largo plazo el portafolio no mantiene la performance.
- Riesgo: *Benchmark* inadecuado = incentivos perversos.
- *Benchmark* mal elegido →
 - Si pongo un *benchmark* muy bajo, el gestor cobra comisiones aun cuando el cliente pierde en términos absolutos.
 - Si pongo un *benchmark* muy exigente, el gestor puede asumir riesgos excesivos para intentar superarlo.
 - Las métricas de riesgo relativas no solo sirven para medir gestión, sino también para alinear incentivos en la remuneración de los gestores. Si no cuidamos ese diseño, podemos generar conflictos de interés y riesgos reputacionales enormes.



8. CONCLUSIONES

Enfoque	Pros	Contras
Absoluta (VaR, ES, Volatilidad)	<ul style="list-style-type: none">Mide pérdidas potenciales reales (solvencia).Independiente del benchmark.Exigido por reguladores (Basilea, Solvencia II, SFC).Fácil de comunicar en términos monetarios (“podemos perder hasta X”).	<ul style="list-style-type: none">Se basa en supuestos que pueden fallar (normalidad, colas).No mide habilidad del gestor.Puede generar decisiones defensivas excesivas.
Relativa (Tracking Error, IR, Beta)	<ul style="list-style-type: none">Evalúa habilidad del gestor frente a un benchmark.Refuerza accountability y control.Facilita comparación entre gestores.Alinea incentivos (comisiones de éxito, hurdle).	<ul style="list-style-type: none">Depende de la calidad del benchmark.Puede incentivar <i>benchmark hugging</i>.Ignora pérdidas absolutas.Riesgo reputacional si cliente pierde dinero aunque “ganó al índice”.