

1995

CONTEXTO; Entrega N° 1.769; Julio 3, 2023

HARRY MAX MARKOWITZ

(1927 - 2023)

Nació en Chicago, Illinois, Estados Unidos. “Soy hijo único. Mi papá tenía un pequeño comercio” (Markowitz, 1990). “A los 13 años me fascinó cómo Charles Darwin sistematizaba los hechos. David Hume fue el filósofo que más me impresionó. René Descartes distinguió entre conocimiento y conjetura. Participantes de un mismo evento ven cosas distintas y ¿quién sabe quién está en lo correcto?” (Markowitz, 2004).

Estudió en la universidad de Chicago. “Sólo apliqué a Chicago” (Markowitz, en Buser, 2004). “Cuando defendí mi tesis doctoral, Milton Friedman dijo que no la podían aprobar porque la teoría del portafolio no formaba parte de la teoría económica. Pensé que sólo a medias hablaba en serio, porque la aprobaron. Pero en un sentido tenía razón: en aquel momento la teoría del portafolio no integraba la teoría económica. Ahora sí” (Markowitz, 1990a). “Friedman se la pasó repitiendo su punto durante una hora y media. Mis manos comenzaron a sudar” (Markowitz, en Buser, 2004).

“Desarrolló buena parte de su carrera profesional fuera del ámbito académico. Entre 1952 y 1963 trabajó en la organización RAND y entre 1974 y 1983 en el centro de investigaciones de la IBM” (Hester, 2008). También trabajó en la Comisión Cowles, “por invitación de James Tobin” (Markowitz, 2004). “Como aplica lo que predica, pasó buena parte de su vida profesional trabajando en el mundo de los negocios” (Cate, 1997). “Me gano la vida asesorando” (Markowitz, 2014). “A partir de 1969 fue administrador de portafolio, y luego presidente, de Arbitrage Management Company, una firma dedicada a las inversiones” (Berndt, 1991).

A partir de 1982 enseñó en la universidad Rutgers. También lo hizo en el Baruch College, de la Universidad de la ciudad de Nueva York.

En 1989 recibió el premio von Neumann.

En 1990 compartió el premio Nobel en economía con Merton Howard Miller y William Forsyth Sharpe. Según el Comité Nobel, los 3 lo recibieron “por su contribución pionera a la

teoría de la economía financiera”, y en el caso específico de Markowitz “por haber desarrollado la teoría del portafolio. Su principal contribución consistió en desarrollar una teoría operativa, rigurosamente formulada, referida a la selección de portafolios bajo incertidumbre. Mostró que la ‘ley de los grandes números’, según la cual agregando nuevos activos al portafolio el riesgo podría tender a eliminarse, no se aplica porque muchos activos en la práctica están correlacionados”. “Mi trabajo por un lado, y el de Miller y Sharpe por el otro, constituyen las partes I y II de un curso de microeconomía de los mercados de capitales” (Markowitz, 1990a). “Recibir el Nobel me sorprendió, porque Tobin lo había recibido antes, entre otras cosas, por la teoría del portafolio” (Markowitz, en Buser, 2004).

“La razón por la cual Andrew Donald Roy no compartió el Nobel fue que él no siguió trabajando en economía financiera” (Markowitz, en Buser, 2004). “Markowitz y Roy, en 1952, con 3 meses de diferencia, trabajando de manera independiente, desarrollaron la misma teoría de selección de portafolio. Ambos merecen el mismo crédito” (Sullivan, 2011). “Sorprendo y alivio a Markowitz cuando le puntualizo que publicó su trabajo 3 meses antes que Roy diera a conocer el suyo” (Buser, 2004a).

“Comparando su monografía con Roy (1952), Markowitz (1999) afirma caritativamente que ‘por Markowitz (1952) con frecuencia me consideran el padre de la moderna teoría del portafolio, pero Roy puede reclamar una porción del honor, del mismo tamaño’” (Rubinstein, 2002). “Las similitudes de los análisis son impactantes, pero también hay una diferencia importante: como guía decisoria Roy utiliza el principio de ‘la seguridad ante todo’. Principio inusual para un economista, que probablemente derive de su experiencia bélica. En efecto, luego de analizar una lucha armada afirmó que ‘si la supervivencia económica se da siempre por descontada, las reglas de comportamiento aplicables a un mundo incierto y despiadado no pueden ser descubiertas’... Roy no le otorgaba mucha importancia a su monografía, y era muy escéptico con respecto al uso práctico de su teoría” (Sullivan, 2011).

“La vida me permitió realizar actividades placenteras, como una buena comida, caminar con mi esposa luego de una nevada, remontar barriletes con algunos de mis nietos, escuchar música (especialmente J. S. Bach), etc. Pero ninguna compete con analizar algún problema técnico o filosófico, sólo o interactuando con colegas... Nunca pensé que mi labor podría mejorar la condición humana. Buena parte de los problemas humanos surgen de la agresión violenta, la restricción política y los odios, y sobre esto no sé cómo colaborar. Junto a mi esposa trato de ser un buen vecino, contribuir moderadamente a la caridad, tratar de ayudar a mis hijos y a mis nietos, estudiantes y colegas, etc.” (Markowitz, 2004). “Mi propuesta referida a una buena vida es que del fallecido se diga lo siguiente: ‘vivió de tal manera que cuando falleció quienes lo conocieron dijeron: estamos tristes por su partida, pero vivió una buena vida’” (Markowitz, 2014).

¿Por qué los economistas nos acordamos de Markowitz? Porque “Markowitz (1952) marcó el comienzo de la moderna teoría de la economía financiera. Siempre me impresionó que la monografía parece haber venido de ningún lado... Obvio que no fue el primero que le prestó atención a la diversificación, teniendo entre sus antecesores a Daniel Bernoulli y a William

Shakespeare... Tuvo la brillante idea de sistematizar el hecho de que si bien la diversificación tiende a reducir el riesgo, en general no lo elimina por completo... Probablemente el aspecto más importante de su obra consiste en mostrar que lo que a un inversor le interesa más no es el riesgo de cada bono o acción, sino la contribución que hace a la varianza de su portafolio” (Rubinstein, 2002). “Su formulación tiene una implicancia fundamental: que el grado de riesgo de un título o acción no se debe medir por su varianza, sino por su covarianza” (Varian, 1993).

“Yo no acuñé el término moderna teoría del portafolio. No sé quién lo hizo” (Markowitz, en Buser, 2004). “Publicó el trabajo cuando tenía 25 años” (Brealey, 1991). “No tenía experiencia en inversiones, porque cuando era estudiante no tenía dinero” (Markowitz, en Buser, 2004). “La profesión lentamente comenzó a tomar en serio sus ideas” (Rubinstein, 2002).

“Es considerado un ‘autor de una sola idea’, aunque también hizo contribuciones en otras áreas” (Brealey, 1991). “Ejemplos: ‘mejoró el análisis de decisiones bajo riesgo planteado en 1948 por Friedman y Leonard Jimmie Savage, e hizo contribuciones a la ciencia de la administración de negocios’” (Hester, 2008).

“Mientras esperaba hablar con Jacob Marschak, quien dirigiría su tesis, conversó con un empresario, quien le sugirió que analizara los precios de las acciones. Así comenzó sus investigaciones sobre la teoría del portafolio, que partieron de la lectura de John Burr Williams... El inversor no es un sabelotodo, pero no comete errores de lógica o aritmética... El sentido común dice que si el futuro fuera conocido con certeza la gente tendría un sólo activo, pero como es incierto diversifica” (Cate, 1997). “Quien no quiera contratar un asesor debe graficar la performance a largo plazo de algún índice bien diversificado, y decidir cómo dividir su riqueza entre ese índice y el efectivo” (Markowitz, en Buser, 2004).

“Williams sostenía que no había que preocuparse por los riesgos, porque con suficiente grado de diversificación desaparecerían. Esto ocurriría si los riesgos fueran independientes, y los rendimientos no correlacionados entre sí. Pero cuando los riesgos están correlacionados, no desaparecen. En el capítulo 5 de Selección de portafolios enuncié la ‘ley de la covarianza promedio’, según la cual si los riesgos están correlacionados y tienen igual ponderación en el portafolio, la varianza no converge a cero, sino que la covarianza puede ser sustancial” (Markowitz, en Buser, 2004).

“Es importante distinguir entre el supuesto de que el inversor basa sus decisiones en una función de utilidad cuadrática, y el uso de una aproximación cuadrática a determinada función de utilidad” (Markowitz, 2004). “En 1959 concluí que, para muchas funciones de utilidad, si la distribución de probabilidades no está demasiado desparramada, una aproximación cuadrática ajusta muy bien” (Markowitz, 2014).

Es autor de Selección de portafolio: diversificación eficiente de las inversiones, publicado en 1959; Simsript: un lenguaje para programar simulaciones, con B. Hausner y H. Kerr, publicado en 1963; Estudios en análisis de procesos, con A. S. Manne y otros, también publicado en 1963; El lenguaje de programación simsript, con P. Kiviat y R. Villanueva; y El lenguaje de programación EAS-E, con A. H. Malhotra y D. P. Pazel, que viera la luz en 1981.

“No está claro que selección... se podría haber escrito si no hubiera sido por la invitación de Tobin” (Markowitz, 1990). “Selección... es un libro típico de su estilo. En todo momento está preocupado con los problemas de implementación práctica de las ideas” (Brealey, 1991).

“Es un dotado economista matemático aplicado” (Hester, 2008). “Tomó muy en serio aquello de que lo que parece un hecho debe tomarse como una hipótesis” (Cate, 1997). “CAPM [modelo del precio de los activos de capital] es una teoría fantástica, pero usa alguna licencia poética para arribar a conclusiones nítidas. Por lo cual hay que recordar que quien no adopta las referidas licencias poéticas, no llega a las mismas conclusiones” (Markowitz, en Buser, 2004). “Uno es bayesiano cuando cree que la acción humana está basada en las `creencias sobre las probabilidades´... Frente a un problema no comienzo preguntándome cuáles son mis aprioris y luego realizo un cálculo bayesiano. Me pregunto por mis puntos de vista sobre la cuestión, cuál es la evidencia que los fundamenta y los contradice, y considero cuán firmes son mis creencias y cuán plausibles son las visiones alternativas” (Markowitz, 2014). “Prefiero los métodos factibles desde el punto de vista de la computación, aunque sean aproximaciones. Esta es la diferencia entre el enfoque de Kenneth Joseph Arrow y el mío” (Markowitz, 1990a).

Berndt, E. R. (1991): “Harry M. Markowitz, father of modern portfolio theory”, The practice of econometrics: classic and contemporary, Addison-wesley publishing company.

Blaug, M. (1999): Who’s who in economics, Edward Elgar.

Brealey, R. A. (1991). “Harry M. Markowitz’s contributions to financial economics”, Scandinavian journal of economics, 93, 1.

Buser, S. (2004): “Interview to Markowitz”, Rady school of management, University of California, San Diego.

Buser, S. (2004a): “Interview to Sharpe”, American finance association, página web.

Cate, T. (1997): “Markowitz, Harry M.”, An encyclopedia of keynesian economics, Edward Elgar.

Hester, D. D. (2008): “Markowitz, Harry Max”, New palgrave dictionary of economics, Macmillan.

Markowitz, H. (1952): “Portfolio selection”, Journal of finance, 7, 1, marzo.

Markowitz, H. M. (1990): “Autobiography”, Nobel foundation.

Markowitz, H. M. (1990a): “Foundations of portfolio theory”, Nobel foundation.

Markowitz, H. (1999): “The early history of portfolio theory: 1600-1960”, Financial analysis journal, 55.

Markowitz, H. M. (2004): “Trains of thought”, en Szenberg, M. y Ramrattan, L.: Reflections of eminent economists, Edwar Elgar.

Markowitz, H. M. (2014): “God, ants, and Thomas Bayes”, en Szenberg, y Ramrattan, L.: Eminent economist – II, Cambridge university press.

Roy, A. D. (1952): “Safety first and the holding of assets”, Econometrica, 20, 3, julio.

Rubinstein, M. (2002): “Markowitz’s `Portfolio selection’: a fifty-year retrospective”, Journal of finance, 57, 3, junio.

Sullivan, E. J. (2011): “A. D. Roy: the forgotten father of portfolio theory”, Research in the history of economic thought and methodology, 29.

Varian, H. (1993): “A portfolio of Nobel laureates: Markowitz, Miller and Sharpe”, Journal of economic perspectives, 7, 1, invierno.