



## Sobre el dinero y los mercados

Una memoria de Wall Street

por Henry Kaufman

### RESUMEN EJECUTIVO

Muchas autobiografías son utilizadas por sus autores para elogiarse. Las memorias de Henry Kaufman, *Sobre el Dinero y los Mercados*, no es una de esas. Kaufman es un banquero de inversión (*investment banker*) que además es un gran académico y un caballero. Estas memorias capturan el ánimo del hombre desde sus comienzos en el negocio bancario, pasando por sus años en Salomon Brothers, hasta su propio negocio de consultoría.

El libro cubre el período desde antes de la segunda guerra mundial hasta el final del siglo XX - el más dinámico en la historia de los mercados financieros. La mezcla de relato histórico de Wall Street con las reflexiones del autor, lo hacen un relato absorbente de gran utilidad para ejecutivos e inversionistas.

### Henry Kaufman: Con Mis Propias Palabras

Nací en 1927, en un pueblo de Alemania llamado Wenings. En el pueblo habían apenas 1.200 habitantes; todos relacionados con la agricultura o con negocios relacionados.

A los 4 años me enfermé de polio. Aún cuando me operaron la pierna izquierda, la enfermedad la dejó debilitada; nunca volvió a recobrar su fuerza por completo.

Los siguientes cinco años de mi vida estuvieron plenos de gratas memorias, pero el mundo estaba cambiando rápidamente. Cuando tenía nueve años, la situación en Alemania se había tornado contra mi familia – debido a nuestra religión. Los demás niños no querían jugar conmigo debido a que era Judío y mi padre no podía encontrar un empleo por la misma razón.

En 1936 partimos de Alemania por nuestro bien. Unos meses más tarde llegamos a Nueva York; pasarían 22 años antes de que yo regresara a mi país natal.

Mi familia se mudó a un apartamento de dos habitaciones, en el Este del Bronx. Aún cuando el país se estaba preparando para la guerra, la economía todavía sufría por los efectos de la depresión.

Era muy difícil para mi padre lograr mantener a la familia; lo que más recuerdo de esos días era el estoicismo de mis padres

y las constantes visitas de parientes que vivían en el área de Nueva York.

Crecí idolatrando al Presidente Roosevelt; yo creía realmente en sus políticas económicas. Creo que estas políticas me influyeron a estudiar economía y lo hice en la Universidad de Nueva York. Luego cursé una Maestría de Ciencias en Columbia, donde destaqué en los cursos de banca y economía. Esperaba que mis estudios me prepararan para hacer carrera en una firma de Wall Street o en un banco.

### Del Bronx a Wall Street

Mi primer trabajo, luego de graduarme de Columbia, fue en la banca industrial. En 1949, los bancos industriales financiaban a las pequeñas y medianas empresas a través de medios que no eran aceptados en los bancos comerciales. Yo trabajaba en el departamento de crédito, revisando balances y estados de ganancias y pérdidas.

Aprendí en aquellos días que la calidad e integridad de la gerencia del prestatario eran críticos para estimar el riesgo de un préstamo.

Mientras trabajaba tiempo completo durante el día, asistía a la Universidad cuatro noches a la semana – cursaba el PhD en economía en la Escuela de Negocios de la Universidad de Nueva York. Hice esto entre 1950 y 1956.

Fue durante mis estudios en la NYU que conocí al Profesor Marcus Nadler, un hombre que se convirtió en un buen amigo y en un consejero confiable. Siguiendo sus consejos, me uní al Banco de la Reserva Federal (“el Fed”) en 1957, trabajando en el departamento de investigación.

Las actividades de investigación en el Fed incluían estudios acerca de la calidad de crediticia, inversión y préstamo de la banca comercial, el desarrollo de los mercados de cambio de moneda extranjera, el papel de los bancos de ahorros mutuales (mutual savings) y de las compañías de seguros de vida en los mercados de capital, el crédito al consumidor y los préstamos del FED.

Una de las dimensiones más emocionantes de mi nuevo trabajo era la oportunidad de escribir artículos acerca de las investigaciones que llevaba a cabo. Comencé a escribir para la *Bank's Monthly Review*, muy pronto fui conocido por mis opiniones. Cuando el encargado de información pública se enfermaba, yo

asumía el rol de vocero público acerca temas financieros y económicos. Fue así como comencé mi carrera, como vocero público de estos temas.

En 1957 me casé con Elaine Reinheimer de Newark, New Jersey. Hemos estado juntos por casi cinco décadas.

### Del Fed a Solly

Mi partida para Salomon Brothers y la banca de inversión no fue planeada. Hacia 1961 recibía muchas ofertas de otros bancos. Smith Barney me hizo la mejor oferta para representarlos en Europa, pero Nadler pensaba que una persona con mi afiliación religiosa, jamás llegaría a ser socio principal de la firma.

Entré en Salomon Brothers poco después rechazar la oferta de Smith Barney. Nadler me presentó a Charles Simon, un socio principal de Salomon, en una reunión de Money Marketeers, una asociación creada y compuesta únicamente por ex-alumnos de Marcus Nadler.

Durante los próximos días pasé tiempo con Charles Simon y otros socios de la firma; unos días más tarde fui invitado a una reunión con Bill Salomon para discutir la compensación. En la reunión, Bill Salomon me ofreció un puesto como asistente de socio, por la suma anual de \$13.000. Cuando expresé que yo merecía \$1.000 más, me dijo: “tómalo o déjalo”. Consulté con Nadler y él me dijo que una carrera de por vida en la Fed estaba bien, pero que solo en Salomon Brothers sabría si “nadaría o me hundiría”. Comencé con Salomon Brothers en Enero de 1962.

Mis años en Salomon estuvieron llenos de transformaciones personales y de crecimiento. Durante los próximos 26 años avancé a las posiciones de socio principal, miembro del comité ejecutivo y director ejecutivo de los cuatro departamentos de investigación de la compañía.

El pronóstico más dramático que hice fue en 1965, cuando proyecté que los mercados crediticios estaban posicionados para duplicarse en tamaño en los próximos diez años. Esta predicción conmocionó a mis colegas; pero este era mi trabajo, analizar las condiciones económicas y hacer predicciones acerca del futuro. El crecimiento de los mercados crediticios resultó ser mayor de lo que anticipé en mi osada declaración.

Mientras que mi carrera se transformaba y crecía, también lo hacían los mercados financieros. El mercado de bonos americanos creció de \$485 billones en 1970 a un estimado de \$13 trillones para finales de 1998. El incremento en la compra y venta de acciones durante este período también fue abrumador. En 1960, 767 millones de acciones fueron negociadas; hoy día se negocian más acciones en un día, de lo que se negoció todo ese año.

## La transformación de los mercados

### Securitización

De todos los desarrollos que transformaron los mercados en la post-guerra, el que tuvo mayor alcance fue la conversión de valores no comercializables en comercializables - el proceso de securitization. Este proceso ha permitido empaquetar, revender y comercializar una serie de obligaciones (por ejemplo hipotecas) que antes pertenecían sólo a los portafolios de los prestamistas e inversionistas originales. Lo que una vez fue un activo fijo, a largo plazo y no comercializable, se ha convertido en un instrumento financiero comercializable y volátil.

### La revolución de los derivados

Los derivados (derivatives) son instrumentos financieros cuyo valor se “deriva” de otros instrumentos financieros subyacentes.

El éxito de los derivados en la década de los 80 fue el resultado de la convergencia de varios factores subyacentes: la caída de las tasas de interés, una curva de rendimiento creciente, la desintermediación a gran escala, la búsqueda de altas tasas de interés y nuevas técnicas computacionales.

Los derivados facilitan la protección ante el riesgo y la especulación. Estos introducen niveles más altos de apalancamiento al sistema, lo que incrementa la volatilidad y la necesidad de una mejor evaluación de los riesgos crediticios.

### La corporatización de Wall Street

Este fenómeno se refiere a la conversión de “sociedades” (*partnerships*), forma en la cual funcionaban la mayoría de los bancos de inversión, en corporaciones.

Conforme crecía el tamaño de los mercados y los campos de aplicación, sociedades como Salomon necesitaban acceder a niveles más altos de capital para realizar negocios.

Aún cuando Salomon siempre seguía la estrategia de retener altos niveles de ganancias para futuras expansiones, no lograba mantener el ritmo de la tasa de crecimiento de los mercados financieros en los años setenta.

En 1981 Salomon se fusionó con Philbro, gigante de la compra/venta de commodities (materia prima como petróleo, oro, jugo de naranja, etc.). La fusión no produjo los resultados deseados; después de un período de lucha interna, el CEO (*Chief Executive Officer*, oficial ejecutivo en jefe o gerente general) de Salomon, John Gutfreund, fue designado como CEO de Philbro-Salomon. El nombre Philbro se eliminó y su negocio fue reducido. La nueva Salomon seguía una política agresiva de crecimiento apalancado.

Yo no estuve de acuerdo con esta política de sobre-expansión apalancada, y luego de intentar fallidamente de convencer al comité ejecutivo para que cambiara tal política, renuncié a la empresa en 1988.

## La americanización de los mercados financieros globales

La influencia de Estados Unidos sobre el ámbito financiero mundial ha ocurrido en no menos de seis áreas: la securitización, la gerencia de activos según el desempeño (*performance-driven asset management*), la indexación del desempeño de portafolio, alto apalancamiento, derivados y fondos mutuales.

Esta globalización es el resultado de la peculiar democracia económica de Estados Unidos. Las políticas económicas en Estados Unidos han sido organizadas para dar oportunidades. En contraste, en Europa y Japón las políticas económicas han sido diseñadas para nivelar las disparidades - la democracia social.

### Del Éxito a la Insensatez

He aprendido que el éxito en Wall Street produce amnesia. En su empeño por innovar y generar ganancias, la mayoría de los expertos de Wall Street han olvidado las consecuencias de las conductas irresponsables del pasado.

Hacen falta herramientas para luchar contra la amnesia de Wall Street; las siguientes son las reglas que he descubierto durante estos años:

1. Aún los participantes altamente apalancados pierden acceso en un mercado desordenado.
2. Los buenos tiempos crean la ilusión de una liquidez sin límites.
3. La comerciabilidad no es lo mismo que la liquidez.
4. Marcar activos financieros para llevarlos al mercado es un proceso imperfecto.
5. Modelar el riesgo tiene grandes limitaciones, incluyendo malos lineamientos para manejar riesgos con opciones.
6. El contagio es una fuerza poderosa en el sistema moderno globalizado y securitizado.
7. La diversificación internacional no suministra gran protección al inversionista.

8. Los inversionistas no se pueden confiar en los analistas que trabajan para bancos de inversión que venden instrumentos financieros (*sell-side*) para conocer las malas noticias; no se pueden confiar tampoco del Gobierno, del Fondo Monetario Internacional o del Banco Mundial.

9. Las agencias certificadoras no son oportunas en sus análisis. El riesgo de crédito en el mundo financiero ha sido minimizado sistemáticamente por largo tiempo.

10. Las técnicas analíticas racionales no pueden predecir los extremos del comportamiento financiero.

### Del Pasado al Futuro

Como pronosticador de las condiciones económicas, me veo en la obligación de hacer algunas predicciones acerca del futuro.

1. Pienso que la euforia financiera de la última década será revertida en los próximos años.
2. En el próximo rally cíclico, los bonos a largo plazo del gobierno decaerán muy por debajo de sus mínimos tradicionales, cayendo a cerca de un 4%.
3. En el ámbito del mercado cambiario internacional, la prueba más grande del Euro está todavía por venir. El poder de la nueva Europa es todavía una incógnita.
4. Independientemente de los patrones de tasas de interés, los mercados financieros continuarán expandiéndose a un ritmo muy acelerado.

Al mirar hacia atrás, hacia el siglo pasado, hay dos observaciones que me gustaría hacer:

1. Las medidas cuantitativas del crecimiento de Wall Street, desde inicios del siglo XX, no han comenzado a reflejar la verdadera importancia de las finanzas en la historia estadounidense.
2. Los intermediarios financieros necesitarán ser mucho más diligentes, para balancear sus impulsos emprendedores con sus responsabilidades fiduciarias.

Este Resumido ha sido parcialmente patrocinado por:



Directorio y Buscador de Negocios  
en Hispanoamérica



Lo mejor de las revistas de negocios



Estadísticas e Investigación de Mercado Digital  
en Latinoamérica

**Título original:** On Money and Markets

**Editorial:** McGraw-Hill Companies

**Publicado el:** abril de 2000

Resumido.com, respetando la propiedad intelectual y los respectivos derechos de autor de las diferentes publicaciones citadas, no pretende reproducir ni parcial ni totalmente el contenido de las mismas ni el modo en el que su contenido se presenta aquí. Por el contrario, ofrecemos la oportunidad de que dichas obras no sólo sean conocidas sino adquiridas en beneficio de sus respectivos creadores; motivo por el cual, Meltom Technologies se reserva el derecho de excluir cualquier título, cuando se presuma la vulneración de derechos subjetivos, particulares o directos del mismo.

¿Le gustó el Resumido? Compre el libro en:

<http://www.resumido.com/es/libro.php?cod=127>