

**ALLISON SCHRAGER**

**LA  
ECONOMISTA  
EN EL  
BURDEL**



**Y otros lugares  
inesperados donde  
comprender  
qué es el riesgo**

**conecta**

# La economista en el burdel

Y otros lugares inesperados donde  
comprender qué es el riesgo

ALLISON SCHRAGER

Traducción de Alfonso Barguño Viana

**conecta**

SÍGUENOS EN  
megustaleer



@megustaleerebooks



@megustaleer



@Conectad2s



@megustaleer

| Penguin  
Random House  
Grupo Editorial |

## Introducción al riesgo: El «qué» y el inusual «dónde»

La idea revolucionaria que determina el límite entre los tiempos modernos y el pasado es el control del riesgo: la idea de que el futuro es más que el capricho de los dioses y de que los hombres y las mujeres no son pasivos ante la naturaleza.

PETER BERNSTEIN, *Against the Gods*

A pesar del resplandeciente sol de Nevada, la habitación estaba a oscuras y necesitaba ventilarse. En la televisión sin volumen, una sórdida reposición de *I love Lucy*. Sonó un timbre y entró un hombre rechoncho y anodino. De pronto, una docena de mujeres salieron de los largos pasillos, pasaron zumbando por mi lado y se alinearon en el vestíbulo. Con las manos detrás de la espalda, dieron un paso al frente y pronunciaron su nombre de una en una. El hombre señaló a la segunda por la izquierda, una voluptuosa rubia platino con un tanga rojo y un sostén de encaje. Ella lo tomó de la mano y se lo llevó a su habitación.

Bienvenidos al Moonlite BunnyRanch. Tal vez un burdel no sea el lugar en el que esperaríamos encontrar a una economista especializada en planes de pensiones, pero soy una adicta al riesgo bastante particular. Me acerco al

riesgo para comprenderlo mejor. No busco situaciones que me suban la adrenalina. Nunca he hecho puenting, no esquío y quizá sea la única habitante de Nueva York a la que le da miedo cruzar en rojo. En lugar de explorar situaciones arriesgadas para tentar a la suerte, busco lugares inusuales que me puedan enseñar más sobre el riesgo y sobre cómo gestionarlo.

Me había formado para confeccionar políticas legales, asesorar a grandes empresarios o escribir ensayos de investigación en la universidad. Pero ahí estaba, sentada en un sofá de terciopelo rojo en una casa revestida de vinilo, en un recóndito lugar de Nevada, porque los mercados heterodoxos como el del sexo prosperan en un ambiente de riesgo. Siempre se pueden encontrar mejores formas de calcular y reducir el riesgo, así que voy a cualquier sitio donde se tiene a la suerte. Después de todo, financiar la jubilación cuando no sabemos si el mercado de acciones crecerá o se hundirá, ni cuántos años vamos a vivir, requiere estar familiarizado con el riesgo.

El comercio sexual es un negocio arriesgado. Fui a Nevada para comprender qué hace la industria para aislar y asignar un precio a este riesgo. La mayoría de las trabajadoras sexuales y sus clientes podrían ser arrestados o sufrir agresiones violentas. Es trece veces más probable que asesinen a una trabajadora sexual que ejerza en la calle que a cualquier individuo de la población general. El 35 por ciento de los asesinatos de trabajadoras sexuales los cometen asesinos en serie.[1] Pagar por sexo o venderlo conlleva un estigma: las trabajadoras sexuales y sus clientes se enfrentan a repercusiones sociales, profesionales y legales si los detienen. Fui al burdel para comprender cuánto cuesta eliminar este riesgo.

¿Qué es el riesgo?

Cuando oímos la palabra «riesgo», automáticamente pensamos en algo terrible, el peor de los escenarios, como perder el trabajo, la salud o el cónyuge.

Pero tenemos que correr riesgos para mejorar nuestras vidas. Debemos apostar para conseguir lo que queremos, aunque conlleve la posibilidad de perder. Si buscamos una relación amorosa profunda, nos arriesgamos a que nos rompan el corazón. Si queremos progresar en nuestro trabajo, hay que emprender proyectos que pueden fracasar. Si se evitan los riesgos, no se avanza en la vida. Técnicamente, el riesgo es cualquier cosa que pueda ocurrir —buena o mala—, y la probabilidad de que ocurra en un sentido o en otro.

Incluso la historia de la palabra «riesgo» ilustra los sentimientos encontrados respecto a este concepto: deriva de *rhizikón*, un término marinerol de los antiguos griegos que se utilizaba para referirse a un grave peligro. Aunque su uso evolucionó un poco a lo largo de los años, siempre ha hecho referencia a algo peligroso. Pero el significado cambió en el siglo XVI, con la exploración del Nuevo Mundo; entonces la gente empezó a pensar en el riesgo como algo controlable, que no dependía del destino. En alemán, *rysigo* significa «atreverse, emprender, iniciar, esperar un éxito económico».[2]

Nos demos cuenta o no, corremos riesgos grandes y pequeños cada día, en todos los aspectos de la vida. Lo bueno es que ya no es necesario depender de la suerte ni esperar que vaya bien. En este libro aprenderemos a correr riesgos con sensatez y a minimizar la posibilidad de que pueda ocurrir lo peor.

Con frecuencia nos enseñan a pensar en las decisiones en términos de «si hago X, entonces conseguiré Y», pero, en realidad, cada vez que tomamos una decisión hay varias Y posibles, desde una magnífica hasta una terrible. Cuando somos conscientes de ello, podemos alterar la gama de Y. No existe la garantía de un resultado positivo, pero al pensar en el riesgo de forma más estratégica, aumentamos las posibilidades de tener éxito. A esto se le suele llamar «correr

un riesgo calculado», pero el riesgo se fundamenta en una ciencia que nos ayuda a entender qué merece la pena probar y cómo podemos maximizar las posibilidades de éxito.

La ciencia del riesgo a la que me refiero proviene de la economía financiera. Tal vez nos estemos imaginando a hombres de pelo engominado hacia atrás y con trajes relucientes intentando ganar dinero —o ganar nuestro dinero—, pero casi todo lo que ocurre en los mercados financieros se resume, sencillamente, en comprar y vender riesgo.

En finanzas, el riesgo es una estimación de todo lo que le puede ocurrir a un activo, como la probabilidad de que las acciones suban un 2 o un 20 por ciento, o de que caigan un 60 por ciento. Una vez medido el riesgo, se puede comprar o vender: podemos elegir aumentar el riesgo o reducirlo, en función de lo que nos interese. La economía financiera estudia el riesgo en los mercados financieros, pero estas lecciones se pueden aplicar a cualquier mercado o decisión que debamos tomar en la vida.

Por ejemplo, como cualquier investigadora del riesgo, nunca cogeré un autobús para cruzar Nueva York, porque el tiempo del trayecto es totalmente impredecible: de media, se necesitan treinta minutos para cruzar la isla de Manhattan en autobús, pero este mismo trayecto puede llevar más de una hora o solo unos breves quince minutos, todo es posible, dependiendo del día y el momento. Si elijo caminar, siempre tardo treinta y cinco minutos, y no tengo que preocuparme del tráfico ni de las paradas donde se sube y se baja un montón de gente. Cruzar la ciudad a pie es casi predecible, y en mi caso me lleva casi el mismo tiempo que en autobús. Dicho en términos de economía financiera: si tenemos que decidir entre dos carteras con rentabilidad similar, escojamos la que tenga menos riesgos.

Las lecciones de economía financiera pueden ser útiles siempre que debamos tomar una decisión arriesgada, pero la mayoría de nosotros las

desconocemos. Soy doctora en ciencias económicas, pero no aprendí mucho de las finanzas hasta que acabé la facultad. Di por descontado que la economía financiera era solo el estudio de cómo prever los movimientos del mercado de acciones para hacerse rico. Y, aunque en parte es así, puesto que aumentar el riesgo ofrece la posibilidad de ganar más dinero, la economía financiera es mucho más: es el estudio del riesgo.

A medida que profundicé en este campo, me di cuenta de que los conocimientos del riesgo basados en el mercado podían configurar una nueva forma de ver y comprender el mundo en otros muchos aspectos. Saber cómo utilizar estas herramientas nos ayudará a tomar mejores decisiones arriesgadas y complejas a diario, desde decidir volver a estudiar en la universidad o aceptar un puesto en una *start-up*, hasta calcular la cantidad de tiempo que debemos dedicarle a un proyecto o determinar cuánto ofrecer por la casa de nuestros sueños.

La economía del riesgo está en todas partes. Al escribir este libro hice algo bastante inhabitual para una economista. En lugar de quedarme sentada en casa estudiando datos, pasé muchas horas con personas que no eran economistas, lejos de Wall Street, y les pregunté cómo evaluaban el riesgo en su vida y en su carrera.

Todas las personas a las que he entrevistado han encontrado maneras inteligentes de gestionar el riesgo en una economía que cambia rápidamente. Sus historias ilustran los principios más importantes de la economía financiera mejor que de lo que lo haría cualquier otra crónica sobre el mercado de acciones.

## Burdel-nomía



Cuando visité el Moonlite BunnyRanch el propietario era Dennis Hof, un hombre grande y calvo, algo encorvado, que a sus setenta años tenía una presencia imponente. Solía llevar una camisa de jugar a los bolos y pantalones caqui, y caminaba por los pasillos del burdel flanqueado por dos rubias que se disputaban su atención y beneplácito. Hof murió en octubre de 2018 a los setenta y dos años. Lo encontró la estrella del porno Ron Jeremy en la suite de lujo de uno de sus prostíbulos.

Hof se crio como un querido hijo único en Arizona. Mientras estaba en el instituto, trabajó en una gasolinera, dejó embarazada a su novia y se casó con ella. Poco después empezó a comprar gasolineras; vendió combustible ilegalmente durante la crisis energética de principios de los setenta y se embolsó una pequeña fortuna. Tuvo varias aventuras con otras mujeres y su matrimonio se fue al traste. Se mudó a San Diego, creó una empresa que vendía multipropiedades y trabó amistad con gente de la industria del porno. Al mismo tiempo se convirtió en un cliente habitual de los burdeles legales de Nevada.

Los únicos lugares de Estados Unidos donde es legal vender sexo son un puñado de condados de Nevada, donde esta industria está regulada al máximo. Los trabajadores sexuales declarados deben trabajar en un prostíbulo con licencia, pasar revisiones médicas periódicas para prevenir las enfermedades de transmisión sexual y superar una verificación de antecedentes penales.

En la década de los ochenta, cuando Hof y sus amigos frecuentaban los burdeles, estos eran lugares sucios y tristes, por lo general una caravana en el desierto donde se esperaba que las mujeres estuvieran dispuestas a realizar cualquier acto sexual que le pidiera el cliente por el precio que dispusiera el burdel. No les permitían salir de allí durante días.

En 1993, Hof compró el burdel Moonlite en un pueblecito a las afueras de Carson City y decidió abordar el trabajo sexual igual que la venta de

multipropiedades. Eliminó los precios fijos y dejó que las mujeres escogieran los servicios que querían prestar y a quién. Organizó el negocio de forma que cada mujer era una contratista independiente que podía ir y venir cuando quisiera[\*] y negociar los términos de cada transacción ella misma. Les daba más autonomía y las incentivaba a negociar para conseguir más dinero. Cuando murió, Hof tenía seis prostíbulos en Nevada; yo visité cuatro de ellos.

En muchos aspectos, un burdel es como cualquier otro lugar de trabajo. Hay reuniones semanales de personal (en contraposición con la tradición de la mayoría de las empresas, en estas juntas las mujeres suelen llevar sombreros estrambóticos y beben té), consultas con asesores financieros, bonificaciones por rendimiento e incluso viviendas corporativas (Hof era dueño de un edificio de apartamentos donde vivían muchos de sus trabajadores). El Moonlite BunnyRanch, su local más conocido, llegó a aparecer en un programa de telerrealidad bastante subido de tono llamado *Cathouse*.

Pero donde Hof generaba valor era reduciendo riesgos, tanto para los compradores como para los vendedores de sexo.

## OFERTA

Durante el tiempo que pasé en Nevada conocí a docenas de trabajadoras sexuales, y cada una de ellas lo hacía por una razón distinta. Algunas historias son sobrecogedoras; otras sencillamente describen a una mujer a quien le gusta su trabajo y el dinero que le proporciona. Conocí a una chica con un máster en administración de empresas y un doctorado. Y, en todos los años que llevo estudiando la economía y las finanzas, nunca me he cruzado con una empresaria más astuta que Shelby Starr.

Starr era una de las que más ganaba en los siete burdeles de Hof.[\*] Tiene

unos cuarenta años, es voluptuosa, con un ondeante cabello rubio y un acento tejano cálido y rasposo. Está casada, tiene tres hijos y, dejando a un lado su poco habitual profesión, lleva una vida normal y corriente. Trabaja durante todo el día en el burdel y la mayoría de las noches vuelve a casa con su familia. Me recibió en su habitación y empezamos a hablar de su trabajo.

Antes de empezar en el prostíbulo, Starr vivía una doble vida: era ejecutiva de marketing durante el día y bailarina exótica por la noche. O tal vez sea más exacto decir que era una stripper muy bien pagada «en el circuito de los congresos» que, además, trabajaba en una empresa.

«¿Hay un circuito de congresos para las strippers?», le pregunté.

Ella me explicó que no existe ningún circuito oficial, pero se dio cuenta de que ganaba más bailando cuando ciertos congresos llegaban a la ciudad. Investigó sobre las ubicaciones de las diferentes convenciones —sobre todo las de tecnología, con las que ganaba más— y contactó con clubes de estriptis de todo el país para poder seguir los eventos más lucrativos por diferentes ciudades.

No es sorprendente que Starr ganara más bailando que en su trabajo de oficina. Reconoció que lo mantenía para evitar el estigma asociado con ser una stripper, en parte porque proviene de una familia religiosa. Una ocupación tradicional también le facilitaba la vida en una comunidad pequeña y para criar a sus hijos.

Durante más de quince años siguió adelante con ambas carreras. Pero Starr se dio cuenta de que su modo de vida empresarial/*Flashdance* era «bastante obvio. Quiero decir, con el pelo platino, el bronceado falso y las tetas, no engañaba a nadie».

Cuando empezó a acercarse a los cuarenta, Starr sintió que se estaba haciendo demasiado mayor para seguir bailando. Odiaba su empleo de oficina y la empresa quería recolocarla; entonces despidieron a su marido del trabajo.

Era el momento de probar algo nuevo. Starr había oído que el trabajo sexual legal estaba bien pagado y conocía el BunnyRanch por el reality show, así que contactó con la directora del burdel, Madam Suzette. La invitaron a Nevada, por su propia cuenta, para que probara durante dos semanas.

Este primer viaje es una apuesta importante, y constituye uno de los mayores riesgos que asumen las mujeres del burdel. Deben pagárselo todo, comprarse la ropa y el maquillaje adecuados, obtener la licencia y pasar una revisión médica. Estos costes anticipados pueden llegar a los mil quinientos dólares, una pequeña fortuna para la mayoría de las mujeres, que suelen ser jóvenes trabajadoras y mal pagadas cuyos empleadores prefieren despedirlas a darles dos semanas de fiesta. Y cuando obtengan la licencia para ser una trabajadora sexual legal, esta quedará registrada en su historial, sin importar que desempeñe la profesión por muy poco tiempo.

Añadamos a estas incertidumbres la probabilidad de que quizá no les den el trabajo y de que no puedan recuperar el dinero, o que no les guste el burdel en particular. A Starr le preocupaba la dinámica de la casa, llena de mujeres que perseguirían a los mismos clientes. Pero, si salía bien, el potencial era enorme: una oportunidad de ganar más dinero que nunca.

Las primeras dos semanas fueron geniales. Sin más dilación, hizo las maletas y se mudó con su familia a Nevada. Ahora es el único salario del hogar, pero gana más de seiscientos mil dólares al año. Es completamente transparente sobre su modo de vida, incluso con sus hijos.

Pero todo tiene un coste. ¿Qué porcentaje de sus ganancias está dispuesta a ceder al prostíbulo por darle la oportunidad de vender sexo legalmente? ¿Un 10 por ciento? ¿Un 25?

Me quedé de piedra cuando supe que Starr les cede la mitad de sus ganancias. ¿Por qué? La razón principal es reducir el riesgo que comporta su actividad laboral. Pero este no es el único gasto de las trabajadoras del

burdel; también deben pagarse el viaje a Nevada,[\*] los dormitorios y las facturas de las revisiones médicas, la ropa, el maquillaje, los condones y los juguetes sexuales. Como contratistas independientes, las mujeres deben pagar los impuestos sobre la renta, que suponen entre el 30 y el 40 por ciento de los ingresos. No es de extrañar que varias de ellas me contaran orgullosas que podían deducir los juguetes sexuales y la pornografía de sus impuestos.

Entrevisté a veintitrés mujeres sobre sus últimos cinco clientes, o todos los clientes recientes que pudieran recordar, en los cuatro burdeles de Hof, y analicé ciento diez transacciones.[\*] La tarifa media por hora es de mil cuatrocientos dólares, aunque puede variar significativamente dependiendo de la persona y el tipo de servicio. Los precios van desde trescientos sesenta dólares por hora (que es lo que cobra alguien que acaba de llegar al burdel) hasta los doce mil dólares por hora.

Ante tales cantidades de dinero, ¿no sienten las mujeres la tentación de trabajar ilegalmente y quedarse con todo? La mayoría de las trabajadoras sexuales lo hacen. Internet ha transformado el lado ilegal del negocio: no tienen que ceder parte de sus ganancias a una agencia o un proxeneta porque se pueden publicitar en la red y venderse a un gran abanico de clientes. Pero la tarifa media por sexo ilegal es mucho más baja que esos mil cuatrocientos dólares.

Pude calcular el precio del sexo ilegal utilizando los datos de cuatro años (de 2013 a 2017) en la página web *Erotic Review*, una publicación que ofrece estudios detallados de transacciones en el sector sexual.[\*][3] En las ciudades de Estados Unidos, y en el norte de Nevada, la tarifa media para prostitutas de alto nivel es de trescientos cincuenta dólares por hora. Los precios son un poco más altos en ciudades grandes como Nueva York y Las Vegas, donde llegan a unos cuatrocientos dólares por hora.

El sobrecoste del 300 por ciento por los servicios legales me sorprendió.

[\*]

Pero los mil cuatrocientos dólares por hora que gana una trabajadora sexual legal tampoco son tan excesivos como parecen si se suman los costes: 50 por ciento para el burdel, entre el 30 y el 40 por ciento de impuestos, sin contar con los gastos fijos para la ropa, el seguro médico y las herramientas de trabajo. Al final, el pago neto por hora es similar, e incluso a veces inferior, que el de las trabajadoras ilegales, y no se incluyen otros gastos como los viajes y asentarse en Nevada, o tener que aceptar la política y la estructura del burdel. Desde una perspectiva económica, marcharse del prostíbulo parece una elección mejor.

Cuando pregunté a las mujeres si habían pensado en emprender una carrera por su cuenta, unas pocas respondieron que de vez en cuando sentían la tentación de hacerlo, y que quien dijera lo contrario, mentía. Pero todas afirmaron que no estaban dispuestas a hacerlo, y me dieron la misma razón. En palabras de Starr: «Es demasiado arriesgado. Aquí sé que estoy segura».

Las mujeres que trabajan en los burdeles no deben preocuparse de si su cliente es un lunático homicida o un policía de paisano. Hablé con varias de ellas que habían trabajado por su cuenta ilegalmente y todas habían pasado, por lo menos, por una mala experiencia.

El burdel cuenta con guardias de seguridad y en todas las habitaciones hay un botón de alarma. Me contaron que algunos clientes cruzaban los límites y hacían muchas preguntas sobre la vida personal de las mujeres, hasta el punto de averiguar su nombre real y su dirección. En los locales de Hof se practica una política de tolerancia cero respecto a estos comportamientos: los clientes que incurren en ellos tienen prohibida la entrada y los guardias de seguridad acompañan a las mujeres a su casa.

Los burdeles legales ofrecen algo que las mujeres no pueden conseguir por sí mismas: seguridad a cambio de ganancias. El trabajo en el burdel es lo que

en finanzas se conoce como cobertura: ceder parte de los beneficios potenciales a cambio de reducir el riesgo. El precio de la cobertura nos dice cuánto vale la reducción de riesgos para las trabajadoras sexuales de Nevada. El precio de un encuentro sexual también nos dice cuánto dinero extra necesitan las trabajadoras sexuales para correr más riesgos. Los economistas han estimado que las trabajadoras sexuales de México cargan un 23 por ciento más a los clientes que no quieran utilizar preservativo.[5] Los economistas creen que este 23 por ciento representa la compensación por el riesgo adicional.

## DEMANDA

Incluso más sorprendente es que los clientes pagan tres veces más en el burdel que en el mercado ilegal.

En cualquier mercado ilícito, como el de animales exóticos, armas, sexo o identidades robadas, lo que determina si un bien ilegal cuesta más o menos que la alternativa legal es quién tiene más poder de mercado, el comprador o el vendedor. En general, el poder se resume con la disponibilidad.

Tomemos el ejemplo de los cigarrillos: podemos comprarlos legalmente en estancos y gasolineras, de modo que solo los compraremos en el mercado negro si nos hacen un gran descuento. No asumiríamos los riesgos de una transacción ilegal (que nos arresten o nos pongan una multa) a menos que comporte un importante ahorro de dinero. Sin embargo, es algo que no se cumple en la mayoría de los mercados ilegales: el vendedor carga un sobreprecio porque lo que ofrece es difícil de encontrar (animales exóticos o monedas desconocidas) o está restringido (armas, sexo o drogas) en el mercado general.

Di por descontado que el trabajo sexual legal se correspondería con la situación de los mercados ilícitos. Es difícil de comprar y solo está disponible en lugares recónditos de Nevada, lo cual supone horas de avión o coche para la mayoría de los estadounidenses. En comparación, el sexo ilegal es más fácil de comprar y está disponible a través de la red en casi todas las ciudades. Solo por comodidad, se podría pensar que las trabajadoras sexuales ilegales cobrarían más. Pero el sexo ilegal es una compra arriesgada, y los clientes están dispuestos a pagar para reducir ese riesgo.

Otro buen ejemplo de cómo el riesgo impulsa la demanda es el servicio más popular y caro, llamado Girlfriend Experience, o GFE en la jerga de los burdeles. Incluye los placeres de una relación convencional: besos, caricias, charla, ir a cenar o al cine. También los mercados ilegales ofrecen el GFE, y también cobran más por ello.

Los hombres pagan más por el servicio porque supone el último grito en los encuentros sin ningún riesgo: la ilusión de intimidad les libra del riesgo del rechazo o de las exigencias de compromiso. Esto explica por qué las mujeres que más ganan en los burdeles no son las de diecinueve años que aparecen en las revistas pornográficas, sino mujeres de mediana edad como Starr que ofrecen comodidad e intimidad. Las mejores habilidades personales de las mujeres veteranas les dan una ventaja a la hora de trabar una relación con sus clientes, satisfacer sus necesidades y hacerlos sentir seguros y cómodos. «La mayoría de los tipos simplemente se sienten solos —comentó una de las mujeres—. Muchos de ellos ni siquiera quieren tener sexo.»

Los propietarios del BunnyRanch saben que los riesgos habituales relacionados con el sexo por dinero, e incluso con las citas convencionales, no existen aquí. El burdel trata de eliminar el riesgo de la ecuación en todos los pasos. Si un cliente paga con la tarjeta de crédito, el cargo aparece con un nombre inofensivo. El comprador valora tanto la seguridad del trabajo sexual



legal que está dispuesto a viajar y pagar una bonificación sustanciosa. Esto, a su vez, proporciona a los burdeles poder de mercado y la capacidad de imponer sobrepuestos considerables a sus servicios.

Hof me describió la experiencia que quería ofrecer a los clientes: «No deben preocuparse de que los detengan, de que se entere su mujer ni de que los chantajeen; tampoco de contraer una enfermedad, porque las mujeres pasan una revisión cada semana».

Al contrario que los proxenetas tradicionales, Hof no se hizo rico obligando a mujeres jóvenes a pasar por situaciones peligrosas, sino que fue al revés: ganó dinero fijando una transacción segura entre la trabajadora sexual y el cliente. Ambos estaban dispuestos a pagar por su seguridad. Era el pedazo del pastel de Hof.

## Finanzas: la ciencia del riesgo

Las trabajadoras sexuales pagan un 50 por ciento de sus ganancias para eliminar el riesgo. Por su parte, los clientes pagan un 300 por ciento de sobrecoste. ¿Es mucho o poco? Somos nosotros quienes decidimos. El mercado del sexo es un ejemplo extremo, porque la mayoría de nosotros no participaremos en él. El sobrecoste refleja el precio que el mercado asigna al sexo arriesgado. Los mercados poco habituales con frecuencia arrojan luz sobre cómo se valora, se compra y se vende el riesgo. Dado que no se oculta nada en mercados como el del trabajo sexual, las sutilezas que existen en todos los mercados son más evidentes. Por esta razón podemos aprender muchísimo estudiando cómo funcionan los negocios en los límites de la economía y aplicar estos conocimientos a transacciones económicas más habituales.

Pensemos con cuánta frecuencia nos dan la opción de pagar para reducir los riesgos: nos ofrecen una garantía ampliada en todos los dispositivos nuevos, diferentes tarifas en los aviones por si queremos guardar la maleta en los compartimentos superiores, o nos proponen un tipo de interés variable o fijo en un préstamo. En cada situación, prescindimos de algo para reducir el riesgo, o nos arriesgamos para conseguir más por menos.

En el burdel, el precio del riesgo es claro y evidente: tanto las trabajadoras sexuales como los clientes saben exactamente por qué están pagando. En las transacciones más corrientes, el precio del riesgo puede estar oculto en la letra pequeña o incluido en otros servicios.

El objetivo de la ciencia de las finanzas es diferenciar qué parte del precio se debe al riesgo. Cuando este precio está claro, es mucho más fácil identificar los riesgos a los que nos enfrentamos y discernir las mejores maneras de reducirlos. Cada capítulo de este libro nos ayudará a comprender cómo valorar, mejorar o reducir el riesgo al analizar distintos mercados con la lente de la economía financiera. Es un marco para entender qué papel desempeña el riesgo en mercados inhabituales y dispares.

En la mayoría de las áreas de la economía, el valor se basa en la escasez. Pero la economía financiera no funciona igual, porque considera que el riesgo es un componente crucial del valor. Los bienes que disminuyen el riesgo suelen ser más caros. Esta información esencial puede cambiar por completo la forma que tenemos de sopesar las decisiones para que estén más fundamentadas y sean mejores.

Analicemos, por ejemplo, cómo actúa este principio en el precio de las tarifas de las aerolíneas. Quizá no seamos conscientes, pero cuando compramos el billete más barato, estamos en el primer puesto de la lista para que nos dejen en tierra si la compañía vende más asientos de los que tiene. Un billete barato implica el riesgo de perder el vuelo. Comprar billetes más caros

reduce este riesgo.

Tomar una buena decisión arriesgada requiere transparencia y tener claro qué pagamos por ese riesgo. En un mercado disfuncional, esta certidumbre no existe. Por ejemplo, los precios no son transparentes en los mercados negros de los negocios criminales (pensemos en el trabajo sexual ilegal antes de internet), de modo que el riesgo no se puede racionalizar basándonos en el precio. La opacidad en el precio es la causa de que el trabajo sexual, tradicionalmente, haya tenido una asignación de riesgo desequilibrada: los proxenetas se llevaban casi todo el dinero y apenas asumían riesgos. El crimen es un ejemplo extremo, pero cuando los precios no están claros es más habitual que paguemos más o que asumamos más riesgos de los que creemos. Recordemos que cuanto más barato sea el billete de avión, más probabilidades habrá de que nos dejen en tierra a causa de ese mismo descuento.

Algunos mercados no recompensan el riesgo de manera proporcional, normalmente porque algo interfiere en su buen funcionamiento. Por ejemplo, la información es escasa, el riesgo es difícil de calcular, o algo limita la competencia entre los compradores y vendedores de riesgo. En capítulos posteriores explicaré que un mercado de riesgo alterado es el responsable de todas las películas malas que hace Hollywood (capítulo 4) y de los caballos de carreras lentos (capítulo 8).

Si somos capaces de aislar el riesgo en una transacción y de determinar cómo se valora, podremos tomar mejores decisiones. Las finanzas emplean muchas herramientas técnicas para identificar, tasar y vender riesgo, pero las ideas básicas en que se sustentan son fáciles de entender y se pueden aplicar a cualquier mercado o problema. Si dominamos estas herramientas, no volveremos a dudar al elegir un restaurante, un seguro médico o una garantía ampliada.

## Las reglas del riesgo

Los legisladores, los periodistas y los académicos a menudo se quejan de la incapacidad de la gente corriente para comprender el riesgo. De hecho, somos proclives a adoptar comportamientos que nos hacen distorsionar los riesgos y, por eso, a veces no tomamos las mejores decisiones. Pero esto no significa que no seamos capaces de comprender el riesgo y elaborar estrategias inteligentes para gestionarlo. Es probable que ya tengamos algunas bajo la manga, como una estrategia segura para llegar al aeropuerto a tiempo o algún truco para escoger un restaurante que le guste a toda la familia. La mayoría de las personas toman decisiones arriesgadas de forma inteligente y sofisticada en un ámbito de su vida, pero no actúan igual en otros, como en los planes de pensiones. Todos tenemos el potencial para ser grandes estrategas del riesgo, pero a pocos nos han enseñado a aplicar un análisis de riesgo en la toma de decisiones.

En cuanto aprendamos unos pocos principios fundamentales de la economía financiera, tendremos claro qué determina que una decisión arriesgada sea más fácil que otra y podremos implementar mejores estrategias en todos los aspectos de nuestra vida.

En este libro explicaremos las siguientes cinco reglas para sopesar y aprovechar mejor el riesgo en nuestra vida. Cada una de ellas consiste en un concepto de la economía financiera que ilustraré con personas y situaciones llevadas al límite, y luego entenderemos cómo aplicar el concepto a la vida diaria.

### **1. Quien no arriesga, no gana**

Arriesgarnos a perder es el precio que pagamos por la posibilidad de conseguir más. Pero siempre hay maneras de maximizar el éxito. En estas páginas contaremos diferentes estrategias sofisticadas de la economía financiera, pero la forma más efectiva de aumentar las probabilidades de compensar los riesgos que corremos es bastante sencilla: definamos qué significa riesgo y recompensa para nosotros.

El mayor error que cometemos cuando corremos un riesgo es no haber definido el objetivo con claridad. Parece simple, pero con frecuencia arriesgamos mucho sin pensar qué es lo que queremos, además de cambiar las cosas. Sin embargo, un riesgo sin una recompensa bien definida pocas veces nos da resultados. Saber lo que queremos puede ser difícil, pero nos ayudará a configurar una estrategia para identificar y definir la recompensa, y calcular cuánto riesgo correr en cualquier decisión. Puede que no parezca lógico, pero la mejor forma de determinar un resultado arriesgado es determinar lo contrario: la opción sin riesgo.

Después aprenderemos a cuantificar el riesgo. A menudo, medimos el riesgo basándonos en lo que ha ocurrido en el pasado, pero ¿el pasado nos dice algo del futuro? Si es así, ¿cuál de los dos es más relevante? Incluso admitiendo que el pasado es una guía útil, ¿qué acontecimientos del pasado se repiten con más probabilidad? Explicaremos cómo comprender el pasado para calibrar los riesgos actuales.

Por último, analizaremos los diferentes tipos de riesgo a los que nos enfrentamos y cómo discernir la diferencia entre acontecimientos excepcionales que suelen ser fáciles de gestionar y acontecimientos sistemáticos, que son más complicados.

## **2. Soy irracional y lo sé**

No siempre nos comportamos de la manera que predicen los modelos económicos y financieros cuando debemos tomar una decisión arriesgada. Tenemos pánico a perder y, con frecuencia, esto nos lleva a correr más riesgos de los que deberíamos o de los que somos conscientes. La clave es una mejor concienciación, y desentrañaremos cómo seguir siendo racionales incluso cuando haya mucho en juego.

La percepción del riesgo no siempre se basa en probabilidades objetivas; más bien depende de cómo nos presenten el riesgo. A veces damos por supuesta la certidumbre cuando no existe, o creemos que algo inusual es probable. Aprenderemos a cambiar nuestra percepción del riesgo para que no importe cómo se presente y sigamos manteniendo el control.

### **3. Sacar el máximo partido a nuestro dinero**

Cuanto más importante es la recompensa potencial, más riesgos debemos asumir. Pero un mayor riesgo no siempre implica una mayor recompensa. En ocasiones nos enfrentamos a dos opciones que ofrecen la misma expectativa de recompensa, pero una es más arriesgada que la otra. Asumir más riesgos de los necesarios es ineficaz. Aprenderemos a diversificar para reducir los riesgos innecesarios y mantener intacta la recompensa potencial.

### **4. Conocer el terreno**

Después exploraremos la gestión del riesgo, o cómo aumentar las probabilidades de obtener más y reducir las de obtener menos. Cuando hayamos eliminado los riesgos innecesarios, aún podremos reducir más el riesgo remanente.

Una estrategia para minimizar el riesgo es la cobertura, que es lo que

evita que perdamos algo por culpa de una medida compensadora cuando tratamos de encontrar un equilibrio entre el riesgo y la seguridad, como hacen las mujeres del burdel. La cobertura también podrían ser dos apuestas a la vez, en sentido contrario y cuyos resultados se complementan. Prescindimos de algunas ganancias potenciales para reducir las posibles pérdidas.

Otro método para reducir el riesgo son los seguros, cuando pagamos a otro para que asuma el lado negativo del riesgo. Al contrario que la cobertura, después de pagar un seguro conservamos todo el potencial positivo.

La gestión del riesgo reduce la probabilidad de que ocurra lo peor, pero también tiene un nuevo inconveniente. Cualquier herramienta para reducir el riesgo se puede utilizar para mejorarlo; una red de seguridad puede servirnos para protegernos de la caída o, como si fuera un tirachinas, para catapultarnos a más altura. Lo mismo ocurre con las coberturas y los seguros. No solo eso: reducir el riesgo también puede conllevar correr más riesgo y provocar que utilicemos un apalancamiento extra para correr riesgos aún mayores.

## **5. Lo imprevisible ocurre**

Incluso el mejor cálculo de riesgos es incapaz de abarcarlo todo. El riesgo evalúa todo lo que puede ocurrir, pero también hay lugar para todo aquello que nunca hemos imaginado que podría ocurrir: es la diferencia entre riesgo (lo que puede ser calculado) e incertidumbre (lo que no podemos prever).[6] Siempre ocurren cosas que no esperamos, pero podemos prepararnos para lo inesperado. Analizaremos cómo protegernos de la incertidumbre.

## El mundo es cada vez más arriesgado y podemos controlarlo

Desde una perspectiva de riesgo, nunca ha habido un momento mejor que este. Durante gran parte de la historia humana nos han asolado con regularidad riesgos verdaderamente catastróficos, como las hambrunas y las plagas. Pongamos por ejemplo una decisión fácil que muchos de nosotros no nos pensaríamos dos veces hoy en día, como ir a visitar a un amigo a otra ciudad. En el pasado, un viaje podría exponernos a nosotros y a nuestra familia a una enfermedad mortal y horrible. En la actualidad, si vivimos en un país rico y estable, es un riesgo altamente improbable.

Pero los individuos modernos nos enfrentamos a riesgos más graves que amenazan nuestra vida. La economía está pasando por una transición importante, ningún trabajo parece tan seguro y fiable como antes. Hasta hace poco, los empleadores absorbían la mayoría de los riesgos: corrían el riesgo de la jubilación al ofrecernos pensiones, nos protegían del riesgo de la fluctuación de los sueldos y nos proporcionaban estabilidad laboral, con un salario regular y horas constantes y previsibles. No obstante, estos beneficios son cada vez más infrecuentes en el siglo XXI.

Para ayudarnos, contamos con más herramientas que nunca generadas gracias a los algoritmos y los datos, que se pueden utilizar tanto para calcular como para mitigar los riesgos. Tener más datos significa que podemos aprovechar el potencial de calcular el riesgo con más precisión, y la tecnología nos ayuda a interpretar los datos en segundos para tomar decisiones rápidas. A menudo, podemos hacerlo con los móviles: Waze minimiza el riesgo de quedar atrapado en un embotellamiento; Netflix aumenta las posibilidades de ver una película que nos guste; las páginas web de viajes



pueden predecir si el precio de un vuelo subirá o bajará. Los datos y la tecnología generan una economía más inestable, pero también conllevan que las masas sean capaces de calcular riesgos antes esotéricos e inaccesibles.

Como hemos visto en las grandes quiebras de la industria de las finanzas, las herramientas de la economía financiera pueden ser inútiles, a veces incluso dañinas, si no tenemos el conocimiento que nos permita usarlas. Es algo que se cumple con riesgos grandes y pequeños. Tal vez Google Maps estime que tardaremos quince minutos en llegar hoy al trabajo, pero, como sabemos demasiado bien, es una estimación aproximada. Google sería más preciso si calculara quince minutos de más o cinco de menos, dependiendo del estado del tráfico. Estos cinco minutos son una estimación de riesgo.[\*] Si no los tenemos en cuenta, quizá lleguemos tarde.

Si se utilizan correctamente, las herramientas que extraemos de la economía financiera nos ayudarán a entender las compensaciones y los peligros que podemos tener por delante. Contribuirán a que tomemos mejores decisiones y a que reduzcamos el riesgo. Los modelos financieros proporcionan un mapa para las decisiones que debemos tomar en la vida. Si planificamos un viaje con un mapa, tendremos una ruta para llegar a nuestro destino y sabremos en qué lugar está en relación con otros lugares. El mapa aumenta las posibilidades de llegar a nuestro destino y provocará que estemos más dispuestos a ponernos al volante y hacer el viaje.

Pero un mapa no nos garantiza un viaje seguro. Es muy posible que no conste el árbol con el que podríamos chocar mientras conducimos y escribimos un mensaje de texto. Tampoco incluirá el camión que podría colisionar contra nosotros, aunque conduzcamos con prudencia.

No obstante, esto no significa que debamos prescindir de un mapa. Sigue aumentando las probabilidades de que el viaje sea un éxito, sobre todo si sabemos cómo leerlo. En los próximos capítulos, contaré historias de personas

que corren riesgos en diferentes ámbitos de la economía, desde las trabajadoras sexuales y los soldados hasta los surfistas y los criadores de caballos. Lo que todos ellos tienen en común es el riesgo. Ninguno ha trabajado nunca en Wall Street, pero emplean las mismas estrategias financieras para gestionar el riesgo. Estas historias ilustran cómo las lecciones de las finanzas nos pueden ayudar a comprender la economía moderna.

## Regla 1

### Quien no arriesga, no gana

No seguiremos en Nevada para ilustrar esta regla, a pesar de que a menudo, cuando oímos eso de «quien no arriesga, no gana», automáticamente pensamos en el juego y en Las Vegas. Es una afirmación poderosa, pero que con frecuencia se comprende mal. Solemos centrarnos en la parte del riesgo y solo pensamos en él cuando debemos tomar una decisión. Pero, en realidad, la parte más importante es la recompensa. Es más probable que un riesgo sea efectivo si tenemos como objetivo una recompensa clara. Parece muy obvio, pero a menudo corremos riesgos solo porque queremos un cambio. Y, al hacerlo, pase lo que pase, solemos perder.

Esta regla nos enseñará a saber adónde vamos antes de incorporarnos al carril rápido del riesgo. En el capítulo 2 aprenderemos que identificar una recompensa definida aumenta las posibilidades de que el riesgo merezca la pena. Y, a menudo, debemos definir la recompensa en términos de lo que no es el riesgo, o de lo que está libre de riesgo. «Libre de riesgo» es uno de los conceptos más importantes de las finanzas. En el capítulo 3 analizaremos cómo utilizar la carencia de riesgos como fundamento para la toma de decisiones financieras.

En el capítulo 4 examinaremos cómo calcular el riesgo, y cómo saber de qué riesgos debemos preocuparnos. Después, en el capítulo 5 determinaremos los diferentes riesgos a los que nos enfrentamos. Es más fácil asumir unos riesgos que otros, y vale la pena saber diferenciarlos.

**Recompensa:  
Conseguir lo que queremos implica  
saber lo que queremos**

Si no sabemos adónde vamos, quizá acabemos en cualquier lugar.

YOGI BERRA

**C**orrer un riesgo sin un objetivo es como subirse a un coche y conducir sin dirección con la esperanza de llegar a un lugar fantástico. Quizá encontremos un paraje maravilloso, pero lo más probable es que acabemos en un lugar al que no queríamos ir.

Todos tenemos días en los que queremos dejar el trabajo, cortar con nuestra pareja o empezar de cero. Seguro que conocemos a personas que lo han hecho y, la mayoría de las veces, la apuesta no mereció la pena. Seguían con los mismos problemas laborales y de relaciones personales. Para tener un trabajo mejor, debemos saber primero qué queremos hacer con nuestra carrera. Para tener una relación mejor, tenemos que dejar claro qué buscamos en nuestra pareja.

Obviamente, si tenemos un destino en mente es más probable que lleguemos a él, pero a menudo corremos riesgos sin una idea clara de por qué lo hacemos.

El riesgo por el riesgo puede ser una estrategia política viable. Cuando la inacción y las luchas intestinas de los políticos tradicionales nos frustran, suelen aparecer candidatos que nos prometen «cambio» o «reformas». Este mensaje de renovación nos atrae porque el *statu quo* es mejorable. El cambio es un mensaje ganador incluso si no sabemos qué políticas se quieren aplicar o qué cambiará exactamente. No es de extrañar que suelen decepcionarnos, porque arriesgarse por arriesgarse en algo desconocido es una mala estrategia: solo crea incertidumbre sin la promesa de una recompensa claramente definida.

Parece algo evidente, pero saber qué queremos tal vez sea lo más difícil en la gestión de riesgos. Nos gastamos miles de dólares en terapeutas y asesores para tratar de averiguar qué queremos en la vida. Aunque la economía financiera no sea un sustituto de una buena terapia, nos ofrece un método que nos ayudará a definir el objetivo que, más que cualquier otra cosa, aumentará las probabilidades de obtener un buen resultado. Este proceso de tres pasos nos aclarará la situación y nos ayudará a calibrar cuánto riesgo queremos correr para lograr el objetivo.

1. ¿Cuál es el objetivo último? Si lo logramos, ¿cómo será la situación?
2. ¿Cómo podemos lograr el objetivo sin riesgo, o con el mínimo riesgo posible? En otras palabras, ¿qué garantizaría que lográramos el objetivo?
3. Esta opción sin riesgo, ¿es posible o deseable? Si no, ¿cuánto riesgo debemos correr para lograr lo que queremos?

Este proceso nos presenta un concepto que los economistas financieros utilizan cada día: la opción libre de riesgo. Es aquella en la que logramos lo que queremos con una seguridad total. Si estamos pensando en qué hacer esta noche y el objetivo es una velada agradable, la opción libre de riesgo podría

ser quedarse en casa y ver una película en Netflix, porque sabemos cuál será el resultado. Salir es más arriesgado. Podría ocurrir cualquier cosa: conocer al amor de nuestra vida o que nos atropelle un coche.

La opción libre de riesgo es diferente para cada persona, y esta es la razón por la que saber cuál es nuestra opción libre de riesgo nos aclarará las cosas y nos ayudará a evaluar el riesgo. Articular lo que queremos y fijarlo como objetivo es una herramienta extremadamente efectiva. Solemos idolatrar a los que se arriesgan, pero la diferencia entre triunfar o fracasar no consiste en correr más riesgos, sino en correr riesgos inteligentes, o con un objetivo claro. Pongamos como ejemplo a Kat Cole. Pasó de la pobreza a dirigir una empresa de miles de millones cuando apenas superaba los treinta. Corrió lo que parecía un gran riesgo tras otro para llegar a su objetivo, pero la mayoría de ellos merecieron la pena, porque Cole siempre supo exactamente lo que quería y cuándo arriesgarse.

## El MiniBon

Kat Cole parece alguien que ha nacido con suerte. Como directora de operaciones de Focus Brands, gestiona marcas muy conocidas, como Cinnabon y los pastelitos de Auntie Anne. Elegante y elocuente, divide su tiempo entre sus casas de Atlanta y Nueva York cuando no está viajando por todo el mundo. Casi nadie adivinaría los orígenes de Cole ni lo que ha tenido que superar para alcanzar semejante triunfo.

Cole se labró un nombre al reducir de tamaño el producto estrella de Cinnabon, el rollo de canela con mantequilla relleno de azúcar. El codiciado bollo original, incluidas sus ochocientas ochenta calorías, tiene el tamaño de nuestra cara y es absolutamente delicioso. Cole tenía treinta y dos años cuando

la contrataron en 2010. Cinnabon llevaba seis años de declive en las ventas. Con la recesión, los consumidores frecuentaban menos los centros comerciales y los aeropuertos, y demandaban opciones más saludables. Cinnabon tenía que cambiar las cosas, y para eso se creó el Proyecto 599.

El objetivo del Proyecto 599 consistía en reducir las calorías del Cinnabon original con un producto que estuviera por debajo de las seiscientas. Los estudios aseguraban que ofrecer alternativas más saludables aumentaría las ventas, pero eliminar calorías suponía fabricar un producto lleno de edulcorantes y estabilizadores artificiales. Cole, que apenas llevaba un año como presidenta, detuvo la iniciativa. El nuevo rollo no tenía tan buen sabor. Conservó la receta original y ordenó que todas las franquicias ofrecieran un MiniBon de trescientas cincuenta calorías, una versión más pequeña, del tamaño de un puño. Los rollos más pequeños ya existían, pero menos de un 15 por ciento de las tiendas los vendían.

Los dueños de las franquicias eran escépticos. Cinnabon era conocido por su gran tamaño. Si la empresa vendía una versión más pequeña, debería ponerle un precio menor: dos dólares con cincuenta en lugar de tres dólares con sesenta. Si un número considerable de clientes se decidían por el mini en lugar de por el original, significaría que obtendrían menos beneficios. El mini también requería invertir en un nuevo equipo para hornear.

Cole pensaba que los rollos más pequeños aumentarían el volumen de ventas al atraer a nuevos clientes que no querían un rollo de canela tan grande. Convenció a los dueños de las franquicias para que corrieran el riesgo, confiando en que vendieran más volumen. Mereció la pena: las ventas del original cayeron ligeramente, pero las generales aumentaron un 6 por ciento, en gran medida debido al mini. Cinnabon siguió creciendo, mientras que otras empresas de comida rápida tuvieron problemas o se arruinaron.

Cole tenía un objetivo claro: aumentar las ventas. Todos en Cinnabon habían



identificado el problema: el rollo alto en calorías ya no se vendía bien en un mercado preocupado por la salud. Cole se preguntó por qué Cinnabon quería reducir calorías, y el equipo ejecutivo le dijo que «había muchos estudios que demuestran que aumentarían las ventas con una alternativa baja en calorías».

[1] Pero «se referían a tentempiés frecuentes, como las patatas fritas; nadie se come un rollo de canela cada día —explica Cole—. No es nuestro modelo. Vendemos en ubicaciones inusuales, como centros comerciales y aeropuertos. Nuestro producto está diseñado para deliciosas indulgencias excepcionales. Esto suponía un problema, porque el rollo edulcorado no era tan rico y seguía teniendo quinientas noventa y nueve calorías».

De alguna forma, la opción de reducir las calorías —no la de aumentar las ventas— se había convertido en el objetivo. Cole puso la cuestión sobre la mesa al preguntar a quienes estaban trabajando en el bollo de menos de seiscientas calorías «si comprarían un rollo de quinientas noventa y nueve calorías que no tenía buen sabor, y todos me dijeron que no».

Cole afirma que cuando necesitamos un cambio, a menudo «nos arriesgamos por arriesgarnos». Y rara vez nos sale bien.

Apostarlo todo por un Cinnabon sibarita fue una opción atrevida para Cole, que era mucho más joven que casi todos sus compañeros. Era nueva en la empresa y también en el sector de la comida rápida. Mientras tanto, el resto de la industria buscaba un menú bajo en calorías y «saludable». En aquel momento, apostar por un producto hipercalórico parecía un gran riesgo, y Cole lo asumió poniendo toda su carrera en juego.

Podemos observar el concepto de «libre de riesgo» en la toma de decisiones de Cole. En primer lugar, identificó el objetivo: aumentar las ventas en un mercado cambiante. Hay que resaltar que evitó lo que hizo la competencia: crear una alternativa saludable. No hacer nada podría haber sido una opción libre de riesgo, pero le habría sido imposible lograr su objetivo,

porque las ventas estaban cayendo.

Entonces, Cole halló la opción con menos riesgo que podría aumentar las ventas. Sus colegas pensaron que un bollo bajo en calorías era la respuesta adecuada, porque el resto de las industrias del sector estaban ofreciendo versiones menos calóricas de sus productos. Pero Cole consideró que en ese camino había más riesgos, porque un nuevo producto no garantizaba el aumento de las ventas y amenazaba con perjudicar a la marca, que se basaba en la calidad y el sibaritismo.

Por lo tanto, si la solución no era un producto nuevo, entonces «la única forma de reducir calorías era que fuera más pequeño o que tuviera ingredientes diferentes», explica. El rollo más pequeño ya estaba presente en el mercado. Algunas franquicias llevaban vendiéndolo más de una década. Trabajar con un producto existente en lugar de cambiar la receta de otro que ya tenía éxito era menos arriesgado de lo que parecía, sobre todo porque, según los datos de algunas franquicias, había pruebas de que el rollo pequeño se iba a vender, y no comprometía la reputación de la empresa. Basándose en los datos, ofrecer el rollo más pequeño era una opción menos arriesgada para aumentar las ventas, y funcionó. En unos pocos años los ingresos se doblaron y Cinnabon se convirtió en una marca que superó los mil millones de dólares.

Cole aprendió a gestionar el riesgo al tomar decisiones poco convencionales desde muy joven. Tuvo una infancia caótica con un padre alcohólico que se ganaba bien la vida gracias a un buen empleo de cuello blanco, lo cual era raro en su extensa familia, tanto materna como paterna, que solía vivir en caravanas y chabolas.

Sin posibilidad de mantenerse sola, la madre de Cole tomó la difícil decisión de dejar a su marido y llevarse a sus hijas con ella. Tuvo numerosos empleos, mantuvo un paupérrimo presupuesto de diez dólares a la semana para comida y delegó responsabilidades en la joven Kat, la mayor, que por

entonces tenía nueve años. Armada con una lista de tareas, Kat se ocupaba de la casa y aprendió que correr riesgos a menudo significa «dejarse la piel» para cumplir con los objetivos. «En aquel momento no me di cuenta de que era una valiosa lección empresarial: la creencia de que era posible tomar decisiones impopulares y poco tradicionales, y que funcionaran.»

Cole escogió una carrera estable, se especializó en ingeniería en la Universidad de Florida del Norte con la intención de convertirse en abogada mercantil. Para pagarse los estudios, trabajó de camarera en Hooters, la cadena de restaurantes famosa por uniformar a las camareras con faldas ajustadas y minipantaloncitos naranjas.

Fue una gran camarera. Si el barman no podía trabajar porque su hijo estaba enfermo, Cole se ocupaba de ello. Si el personal de cocina se iba porque los cocineros no estaban dispuestos a trabajar más horas, Cole freía las alitas de pollo. Cuando la dirección de Hooters preguntó al encargado quién era el mejor empleado de la franquicia, dio el nombre de Cole. Hooters necesitaba a alguien que fuera a Australia y que formara a los empleados de la nueva franquicia, así que se lo pidieron a ella. «Acepté ir a Australia. Ni siquiera tenía pasaporte. Nunca me había subido a un avión. Nunca había salido del país. Pero dije que sí y me dejé la piel en el trabajo.»

Cole desempeñó muy bien sus funciones y pronto Hooters la hizo viajar por todo el mundo para que ayudara a las nuevas franquicias. Sin embargo, sus estudios empezaron a resentirse y comenzó a faltar a clases. Debía tomar una decisión: abandonar la universidad y olvidarse de su sueño de convertirse en una abogada mercantil o dejar de viajar para Hooters.

Tanto Bill Gates como Mark Zuckerberg dejaron la universidad y se convirtieron en multimillonarios, pero Cole no iba a dejar Harvard con una red de contactos importante, ni tampoco tenía una familia adinerada que pudiera apoyarla. Su destino no era Silicon Valley, donde para algunos dejar

la universidad se considera una insignia de honor. En su mundo, la universidad era el camino más seguro para el éxito y la estabilidad, y la opción era abandonar los estudios para que le pagaran por horas en Hooters.

Puede que parezca una decisión arriesgada, pero el objetivo de Cole era conseguir un buen trabajo y lograr la seguridad y la estabilidad que le habían faltado de niña. Al principio pensó que eso significaba ser abogada mercantil, pero luego se dio cuenta de que no era el fin último, sino una forma de alcanzar su objetivo. Y alguien le ofrecía un camino hacia lo que ella quería en última instancia, aunque no fuera el más habitual. Dejó la universidad. No todo el mundo lo habría visto tan claro; para muchos, parecería una decisión arriesgada.

Cole comprendió que abandonar los estudios era la decisión correcta porque así lo sintió, y resultó ser una decisión de bajo riesgo para lograr su objetivo. «No fue tan difícil, y no me pareció tan arriesgado porque tenía una buena alternativa —recuerda—. No estaba cavilando... mmm... no sé si la universidad es para mí... Creo que haré otra cosa. Sino que estaba viajando por todo el mundo y se me daba bien. Hacía algo que me encantaba, me dieron la oportunidad de seguir haciéndolo, pero no había ninguna garantía. No tenía contrato. Me pagaban por horas. Nadie se sentó conmigo para decirme: este es el camino, puedes contar con ello. Pero sentí que era lo correcto.»

Cole trabajó tantas horas que amasó cuarenta y cinco mil dólares en un año. Al final, la dirección de Hooters le ofreció un trabajo asalariado por veintidós mil dólares que aceptó, porque era una oportunidad para escalar hacia un puesto ejecutivo.

Ascendió, y a los veintiséis era vicepresidenta ejecutiva. Es verdad que había dejado los estudios, pero las empresas que habitualmente contrataban a licenciados de las universidades de la Ivy League ahora le ofrecían a ella altos cargos ejecutivos. Se quedó en Hooters, «aunque cada vez que daba mi tarjeta

de visita me avergonzaba un poco».

Aunque no se había licenciado, Cole consiguió estudiar un MBA. En 2010 era una estrella en la industria de restauración y le hicieron una oferta imposible de rechazar: la oportunidad de dirigir Cinnabon.

Para los demás, las decisiones de Cole podían parecer arriesgadas, pero su éxito se debe a correr riesgos de forma inteligente. Se resume en identificar bien el objetivo y la forma menos arriesgada de conseguirlo. No se lo pensó dos veces cuando tuvo que dejar la universidad o renunciar al Proyecto 599. Para la mayoría de nosotros, el camino no siempre está tan claro.

Saber lo que queremos es difícil, sobre todo cuando sentimos que es necesario un cambio. En la economía financiera, el primer paso es identificar el objetivo y darle un precio en términos libres de riesgo. Existe una inversión conocida como «activo libre de riesgo» que ofrece a los inversores lo que no promete ningún otro activo: predictibilidad. En las finanzas, el activo libre de riesgo asegura cierta compensación sin importar lo que ocurra. Si el mercado se hunde, sabemos lo que nos pagarán. Si el mercado sube como la espuma, solo nos pagarán lo que estaba inicialmente estipulado. El precio de este activo libre de riesgo es la información más importante en cualquier inversión, o decisión, que sopesemos.

## El precio de liberarse de los riesgos

Supongamos que las vacaciones familiares del próximo verano nos van a costar tres mil dólares. Si necesitamos tres mil dólares en un futuro cercano, deberíamos invertir el dinero de nuestras vacaciones en algo seguro: no queremos perder ni un céntimo en el mercado. Podríamos optar por una simple cuenta de ahorro o una letra del Tesoro, donde nos dan un tipo de interés fijo

por un período de tiempo determinado. Para tener unos tres mil dólares cuando llegue el verano, deberemos invertir dos mil novecientos setenta dólares al 1 por ciento de interés durante un año.

En este caso, lo arriesgado es todo lo demás —bonos a largo plazo, acciones, oro, Bitcoin—, que nos ofrecen un rendimiento mucho más alto y la posibilidad de que los dos mil novecientos setenta dólares se conviertan en seis mil en seis meses. Pero también existe la posibilidad de que el mercado se hunda y que nos quedemos con unos exiguos quinientos dólares para irnos de vacaciones.

Si el objetivo es tener tres mil dólares para irnos de vacaciones el año que viene, la opción libre de riesgo es la cuenta de ahorro que rendirá al 1 por ciento. Determinar esto antes de invertir tiene dos funciones importantes.

En primer lugar, nos ayuda a calibrar cuánto riesgo debemos correr para lograr el objetivo. Supongamos que nos proponen una inversión que nos aseguran que doblará su valor en un año (de hecho, deberíamos huir a toda velocidad y avisar a nuestros familiares y amigos para que eviten a esta persona... pero, para reforzar el ejemplo, consideremos que es una oferta legítima). Si esta inversión de verdad existe, no tenemos por qué arriesgarnos a perder dinero en el mercado de acciones, y solo deberemos ahorrar mil quinientos dólares para las vacaciones familiares. La tasa libre de riesgo asigna un coste a lo que queremos con seguridad. Si solo tenemos mil quinientos dólares, no nos podremos permitir la opción libre de riesgo, así que o corremos más riesgos, o planificamos unas vacaciones más baratas.

En segundo lugar, pero más importante: el proceso de definir la opción libre de riesgo nos ayuda a clarificar nuestros objetivos. Determinar lo que significa la opción libre riesgo nos obliga a reflexionar a fondo sobre lo que queremos y lo que ocurrirá cuando lo tengamos. El rendimiento del 1 por ciento es todo el dinero que ganaremos en un año. Si hoy tenemos dos mil dólares, dentro de

un año tendremos dos mil veinte dólares. Si tenemos dos mil novecientos setenta, será suficiente para irnos de vacaciones.

Pero puede ser difícil discernir la opción libre de riesgo, porque no existe ningún activo libre de riesgo universal: depende del objetivo. Para la mayoría de nosotros, dejar la universidad sería arriesgado. Pero para Cole, dejar la universidad fue una opción menos arriesgada que estudiar y endeudarse durante años para ser abogada mercantil, porque tenía un objetivo específico en mente (un cargo ejecutivo) y alguien le ofreció un camino para lograrlo cuando solo tenía diecinueve años.

Determinar el objetivo y asignarle el precio a la opción libre de riesgo son los primeros pasos para correr riesgos de forma inteligente.

La opción libre de riesgo es diferente en cada caso, porque depende del objetivo. Es una verdad que se cumple incluso con las finanzas.

## Sin riesgo para mí, pero no para ti

Supongamos que, cuando nos jubilemos dentro de veinte años, queremos invitar a nuestra pareja a hacer el viaje de nuestra vida. Calculamos que nos costará unos treinta mil dólares.

Obtener treinta mil dólares en veinte años, libres de riesgo, es más complicado. Debemos asegurarnos de que no perdemos dinero en el mercado y de que no se devaluará con la inflación. Si la tasa media de inflación es del 2 por ciento[\*] durante veinte años, los treinta mil dólares de hoy solo valdrán unos veinte mil cuando hagamos el viaje. La cuenta bancaria que utilizamos para pagar las vacaciones familiares no es una inversión libre de riesgo durante veinte años porque el tipo de interés, probablemente, no compensará la inflación. El activo financiero libre de riesgos para unas vacaciones cuando

estemos jubilados es un bono a veinte años que nos garantice que la rentabilidad de la inversión siga el mismo ritmo que la inflación.

Definir el objetivo en términos de ausencia de riesgo nos ayudará a clarificar cualquier decisión vital. Todos tenemos amigos que se quieren casar desesperadamente y suponen que la manera libre de riesgo de conseguirlo es hacerlo con la primera persona que los quiera de verdad, aunque ellos no sientan lo mismo. De hecho, se sienten más seguros, porque dan por supuesto que esta persona no los abandonará, así que nunca los herirán. Pero, con frecuencia, en su matrimonio falta una conexión mutua sólida, la relación no es lo bastante profunda para capear los temporales de la vida, y se divorcian. Si casarse, tal cual, es su objetivo, entonces la opción libre de riesgo es hacerlo con la primera persona que los ame. Pero si su objetivo es estar casado, entonces conformarse con lo primero que llegue es una opción de alto riesgo.

Sopesemos otras decisiones vitales: supongamos que encontramos la casa de nuestros sueños en un mercado inmobiliario en ebullición. Si el objetivo es comprar esa casa en concreto, entonces la opción libre de riesgo es hacer una oferta generosa, tal vez por encima del precio estipulado, tanto como estemos dispuestos a pagar (dando por descontado que no pagaremos más de lo que nos podemos permitir), para garantizar que la conseguimos. Con esto eliminaremos el riesgo de que alguien haga una oferta mayor, aunque pagemos más. Si es la única casa que nos gusta y queremos vivir en ella el resto de nuestra vida, pagar más es el precio para estar seguros de que no perderemos en una guerra de ofertas.

No obstante, si lo que queremos es una ganga para obtener beneficios con esta inversión, o si tenemos pensado vender la casa en un futuro cercano, entonces el objetivo es diferente y, por lo tanto, también lo es la estrategia de la opción libre de riesgo. Si el fin es pagar tan poco como sea posible en lugar de comprar la casa perfecta, entonces deberíamos ofrecer menos de lo que



creemos que vale la casa y que no nos preocupe el riesgo de perderla en una guerra de ofertas. Si no, nos arriesgamos a pagar más y perder dinero cuando la vendamos.

Con frecuencia confundimos ambos objetivos y ofertamos a la baja por una casa que queremos de verdad, o nos dejamos llevar por el frenesí del mercado y pagamos demasiado por una casa que pensamos vender en cinco años.

Supongamos que estamos considerando cambiar de trabajo. Nos gusta nuestro puesto actual: tenemos un jefe comprensivo que nos deja salir antes cuando tenemos alguna obligación doméstica y ya sabemos hacer todo aquello que requiere nuestra posición. Si el objetivo es progresar en nuestra carrera o ganar más dinero, entonces permanecer en nuestro empleo no contribuirá a ello, e incluso puede ser más arriesgado que cambiar.

Cambiar de empleo nos obliga a ampliar la red de relaciones y a aprender algo nuevo, lo cual puede ser beneficioso para nuestra carrera, aumentar los ingresos y tener más ofertas laborales en el futuro. Pero si el objetivo es encontrar un equilibrio entre el trabajo y la vida personal, dejar el puesto será un gran riesgo, dado que el nuevo jefe quizá no acepte nuestras peticiones. Además, dominar nuevas habilidades y conocer la política de la empresa requiere que dediquemos más horas. La opción arriesgada depende del objetivo.

A veces necesitamos equilibrar objetivos contrapuestos: una casa que nos encanta por un buen precio, una carrera estable que nos permite compaginar el trabajo con la vida personal y que es una buena oportunidad para progresar. Pero pensar bien qué es lo que queremos y formularlo en términos de ausencia de riesgo nos ayudará a refinar el objetivo y darnos cuenta de cuánto riesgo estamos dispuestos a correr.

Cualquier persona puede correr un riesgo. Pero hacerlo con un objetivo claro precisa convicción y concentración. Es necesario saber con exactitud

qué queremos, y pocos de nosotros lo sabemos. Una de las frases preferidas de Cole es concentrarse en cosas que «son lo bastante pequeñas para poder cambiarlas, pero lo bastante grandes para que sean importantes». En otras palabras, debemos tomar el camino con menos riesgo para lograr nuestro objetivo.

Averiguar qué queremos y formularlo en términos de ausencia de riesgo debería ser el primer paso para sopesar cualquier problema. Pero en ocasiones, quizá la mayoría de las veces, identificamos la opción de bajo riesgo y no es la que queremos o la que nos podemos permitir. Pongamos el ejemplo de la casa de los sueños: si no podemos pagar más, debemos correr el riesgo de una guerra de ofertas. En el siguiente capítulo analizaremos el próximo paso: saber cuándo correr más riesgos.

## Correr riesgos: Cuándo rechazar la seguridad e ir a por más

Los peligros de la vida son infinitos, y entre ellos está la seguridad.

GOETHE

Aprender a determinar el objetivo y asignarle un precio en términos de ausencia de riesgo es el fundamento de una buena estrategia de riesgo. Pero ¿qué ocurre cuando no queremos la opción libre de riesgo? Quizá es demasiado cara, o preferimos más riesgo y la posibilidad de una recompensa mayor. Solemos pensar que correr riesgos es una decisión binaria: o lo hacemos o no lo hacemos. Pero hacerlo de forma inteligente implica ir a por más, y arriesgarse más de lo necesario, o de lo que esperamos, para lograr el objetivo. Calcular la cantidad adecuada de riesgo es el siguiente paso, pero si no hemos definido el riesgo ni le hemos asignado un precio en términos de ausencia de riesgo, estaremos abocados al fracaso.

Cometí ese error de forma bastante dolorosa. La mayoría de los economistas que reflexionan sobre las jubilaciones son prudentes funcionarios del gobierno con aversión al riesgo o profesores: no llevan a cabo sus investigaciones en los burdeles. Yo no planeé ir por este camino. Llegué aquí

porque corrí un gran riesgo al inicio de mi carrera sin un objetivo claro y sin comprender qué significaba para mí la opción libre de riesgo.

## A veces, ni siquiera los economistas comprenden la opción libre de riesgo

A principios de 2006, iba corriendo por Copley Place en Boston, embutida en un traje y con botas de nieve, con los zapatos de tacón metidos en una bolsa de plástico. Vi una señal con una flecha abajo: «Entrada para las entrevistas de Barneys [los grandes almacenes de lujo]».

Como un rayo, seguí la flecha hasta una sala donde una mujer bien vestida estaba sentada a una mesa. «Estoy en la ciudad haciendo una entrevista para ser profesora de economía —dije. Y luego bajé la voz—: Pero, entre nosotras, no creo que sea para mí. ¿Me podrían hacer una entrevista para trabajar en Barneys?»

Me miró desconcertada antes de que otra mujer bien vestida, que estaba esperando para ser entrevistada, dijera en un tono indignado: «No puedes aparecer de la nada y pedir una entrevista. Yo envié mi currículum hace semanas».

Rechazada, me fui de allí a la entrevista que tenía concertada. Tampoco me dieron ese trabajo.

Hacer un doctorado en economía fue uno de los mayores riesgos que he corrido nunca, y el primero que parecía irme mal. Unos meses más tarde de aquel día en Boston, después de seis años de trabajo incansable, acabé los estudios sin un trabajo ni un plan de futuro.

Hay cosas peores en la vida que ser una joven y sana posgraduada de una universidad de la Ivy League sin trabajo. Pero, en mi sector, tener un título y

no tener trabajo es un problema, y después de años en la universidad, había perdido perspectiva. Confiaba en la economía para explicarlo todo, y creía que la economía y mi vida estaban bajo control. Me encantaban los modelos económicos que trataban de explicar un mundo caótico. Muchos modelos dan por supuesto que si hacemos X, ocurrirá Y: si hay menos impuestos, la economía crecerá; si bajamos los tipos de interés, caerá el desempleo. Se convirtió en una religión para mí. Si me esforzaba, conseguiría un trabajo. Sin embargo, cuando no lo conseguí, me sentí devastada.

Al principio me atrajo la economía porque había crecido en una comunidad con altos índices de pobreza. La economía respondía a las preguntas que me hacía sobre la falta de trabajo y la desigualdad, así que comencé la universidad entusiasmada por esta materia. Pero no estaba en absoluto preparada para hacer un doctorado basado en las matemáticas. A la mayoría de las personas no se les ocurriría hacer un doctorado cuantitativo sin, al menos, haber hecho una asignatura de matemáticas en la universidad, pero yo no lo dudé.

El primer año fue duro, apenas dormí mientras estudiaba libros de matemáticas para hacer los trabajos. Casi me quedé fuera. El reto me inspiró para doblar la apuesta: decidí no solo terminar, sino ser además la mejor. Escogí el tema de investigación más seguro y útil que se me ocurrió: la economía de la jubilación.

Muchos jóvenes de veintitrés años seguramente optan por un tema más atractivo, pero a mí me cautivó el concepto de la jubilación. Era el problema económico más puro y bello de todos: ¿cuál es la mejor forma de transferir recursos al futuro? ¿Cómo decidimos cuánto ahorrar ahora, y cuánto después?

Es la pregunta más compleja, a pesar de que sea sencilla, que debe responder un economista, o cualquier persona. La sintetice en un elegante problema matemático que describía de forma exacta cuánto se debería ahorrar

en un entorno con riesgos controlados. La mayoría de las disertaciones económicas no incluyen un problema matemático tan complicado, pero yo todavía tenía el complejo de ser la estudiante menos preparada en matemáticas. Si me esforzaba y resolvía este problema complicadísimo, entonces tendría el éxito garantizado, o, al menos, eso fue lo que pensé. Resolver un difícil problema matemático se convirtió en mi estrategia de riesgo, aunque no estaba muy segura de qué significaba el éxito para mí.

Me encerré en la biblioteca y me pasé gran parte de los mejores años de mi juventud aislada, tratando de resolver aquel problema. Cinco años después, cuando por fin logré solucionarlo, esperaba que sucediera algo increíble. Pero, en lugar de ello, todo se desmoronó. La relación con mi tutor se deterioró, y la muerte repentina de una amiga íntima me dejó emocionalmente destrozada. El peor enemigo, no obstante, era mi ambivalencia.

La mayoría de los doctorandos aspiran a lograr un puesto en la universidad. Es el objetivo estándar con el que se mide el éxito. Por extraño que parezca, después de todos aquellos años, nunca había cuestionado este objetivo hasta que me encontré haciendo entrevistas para ser profesora de economía mientras oía una voz interior que me decía: «¡Corre!».

Así que no es de extrañar que torpedeara todas mis entrevistas y, con ellas, mi plan vital por defecto. En la universidad me hicieron comprender que la opción libre de riesgo era obtener una plaza en espera a que me nombraran profesora titular. No había otra opción que valiera la pena, y si uno deja la academia, no se puede volver nunca. Así que salir del único mundo que conocía como adulta, por no hablar de la seguridad laboral, suponía dar un paso cósmico.

Como doctora frustrada en ciencia, tecnología, ingeniería y matemáticas, en una época de crecimiento económico, tomé la decisión, quizá exenta de lógica, de probar con el periodismo, aunque el sector tampoco pasaba por su mejor

momento y mi estilo de escritura era, por decirlo con suavidad, académico. Esta vez, no obstante, tenía un objetivo claro: evitar las matemáticas, pasarlo bien y relacionarme con otras personas. Para esa meta, el periodismo era la opción libre de riesgo. Muchas publicaciones estaban lanzando sus ediciones digitales en 2006, así que no eran muy quisquillosos sobre quién escribía en sus webs. *The Economist* me dio una oportunidad sin sueldo y la aproveché. No sabía adónde me llevaría, o durante cuánto tiempo podría trabajar sin cobrar (una situación extraña para una experta en pensiones que siempre piensa en financiar el futuro), pero decidí arriesgarme y esperé que funcionara.

Mientras tanto, un amigo le enseñó mi disertación con el complicado problema matemático sobre la jubilación a Robert C. Merton, un economista financiero que había ganado el Premio Nobel. Poco después me ofreció un trabajo. Juntos desarrollamos estrategias para ayudar a las personas a invertir en su jubilación. Se convirtió en el mentor que nunca había tenido y me enseñó finanzas. Trabajar con él cambió mi pensamiento sobre la economía y sobre cómo tomaba decisiones. Fui capaz de identificar los errores que había cometido calculando el riesgo.

Al apostar por unos estudios difíciles y que requerían mucho tiempo sin una idea clara de lo que quería conseguir con ello, había asumido un riesgo sin un objetivo claro. Nunca había pensado qué significaba para mí la opción libre de riesgo. Di por descontado que era más educación —cuanto más difícil, mejor—, pero esto no siempre era verdad, sobre todo en los grados avanzados y de especialización. El activo libre de riesgo en el que había invertido era un puesto académico.

No calibré cuánto riesgo quería correr. Esperaba más de mi carrera y estaba dispuesta a correr más riesgos para lograrlo. No quería la opción libre de riesgo, algo de lo que no me di cuenta hasta que intenté que me entrevistaran en Barneys. Pero, paralizada por las dudas, tampoco estaba segura sobre esta

decisión, lo cual me impidió avanzar.

No me arrepiento de haber hecho el doctorado, porque me ofreció oportunidades maravillosas, entre ellas, al final, la carrera que quería. Pero si hubiera sabido que estaba persiguiendo el objetivo libre de riesgo equivocado desde el principio, habría gestionado mejor los riesgos y habría estado preparada para que mi carrera tomara un camino inhabitual. Habría hecho el doctorado igual, pero sin pensar desde el principio en un puesto académico. Con una estrategia diferente, habría hecho prácticas en lugares que no fueran el gobierno o la universidad. De esta forma, habría sabido cuánto riesgo podía asumir cuando recibía ofertas en sectores que estaban fuera de mi zona de confort. Me costó lograr mi primer trabajo porque me faltaba claridad y confianza. Todo lo que sabía es que o tomaba el camino seguro y marcado, o me adentraba en la desconocida oscuridad. Si hubiera sido sincera conmigo desde el principio respecto al mundo académico, habría calibrado mejor los riesgos y me habría ahorrado —y a muchos entrevistadores— mucho tiempo.

Cuando perseguimos el objetivo equivocado y corremos riesgos, lo más probable es que no nos vaya bien. ¿En qué reto vital suele equivocarse más la gente sobre la opción libre de riesgo? En mi primer amor, el problema de la jubilación. Cuando empecé a trabajar con Merton, llevaba años investigando las jubilaciones y pensaba que las conocía bastante bien. Pero Merton resituó el problema de las jubilaciones en términos que yo nunca me había planteado al formular qué significa la opción libre de riesgo en la jubilación y, a partir de ahí, cómo gestionar los riesgos. Esta estrategia cambió mi visión de las cosas.

## Jubilación sin riesgo



Cuando nos sentamos a hablar con un planificador financiero y nos pregunta: «¿Cuál es su tolerancia de riesgo?», se suele referir a cuánto dinero estamos dispuestos a perder. Pero es una pregunta equivocada. No aborda el objetivo del ahorro: ser capaces de jubilarnos un día. Una pregunta más adecuada para clarificar el objetivo en términos de ausencia de riesgos es: «¿Cuántos ingresos necesitará en su jubilación, y cuántos ingresos le gustaría tener?».

La industria financiera se creó en gran medida para conservar y aumentar la riqueza de fondos fiduciarios y grandes legados. Cuando el sistema de pensiones proporcionadas por el empleador se transformó en las cuentas de ahorro para la jubilación gestionadas por los empleados, la industria financiera sencillamente utilizó esta estrategia de inversión de los fondos fiduciarios y se la ofreció a las personas normales, pero la misma estrategia no podía funcionar para todos.

Recordemos que para averiguar cuál es la opción libre de riesgo, debemos comenzar con un objetivo. La gente corriente y los fondos fiduciarios no pretenden resolver el mismo problema. Los segundos intentan generar una fortuna que dure generaciones. Para los primeros, el objetivo es ahorrar cuando son jóvenes y gastar cuando son viejos. Esta cuestión requiere una solución muy diferente que conservar y aumentar la riqueza durante generaciones, algo que, para empeorar las cosas, es un problema mucho más difícil de solucionar. No sabemos cuánto tiempo debe durar nuestro dinero y, si gastamos demasiado, nos arriesgamos a ser pobres durante nuestros años más vulnerables.

La industria financiera, de un modo muy convencional, se propone crear tanta riqueza como sea posible (la estrategia de los fondos fiduciarios) y luego gastar un porcentaje, por ejemplo, un 4 por ciento, cada año a partir de nuestra jubilación. Pero el 4 por ciento anual no es una cantidad fija: la cantidad real que recibiremos dependerá de lo que ocurra en el mercado de acciones. Es en

este punto donde la estrategia está equivocada. Un salario predecible, como el que ganamos cuando trabajamos, debería ser el objetivo de un fondo de jubilación. La mayoría de los trabajadores no aceptarían un salario que variara con el precio de las acciones. ¿Por qué deberían hacerlo los jubilados?

En la jubilación estamos expuestos a más riesgos de los que pensamos, porque la industria financiera ha definido mal la opción libre de riesgo. Podríamos pensar que una pensión libre de riesgo significa invertir en bonos del gobierno a corto plazo porque, como la cuenta de ahorro para las vacaciones de verano que hemos analizado en el capítulo 2, es una inversión que no pierde dinero. Y es bastante probable que nuestra cuenta de jubilación se invierta en el denominado fondo con fecha objetivo. Reduce el riesgo de que nuestra cartera pierda dinero a medida que pasa el tiempo al transferir el dinero de las acciones a bonos a corto plazo, porque su precio es bastante estable y predecible y el saldo no fluctuará mucho. Esta estrategia ofrece alguna certidumbre sobre cuánto dinero habremos ahorrado el día que nos jubilemos.

Pero no nos da ninguna certidumbre sobre cuánto dinero podremos gastarnos cada año, porque no podemos predecir cuánto viviremos o cómo afectará el mercado a nuestros ahorros durante la jubilación. Podemos comprar esta certeza a una compañía de seguros al contratar una renta vitalicia: entregamos nuestros ahorros a una compañía de seguros y nos pagará una cantidad fija[\*] cada año hasta que nosotros y/o nuestra pareja fallezcamos. Es lo más parecido a una opción libre de riesgo que se puede encontrar, porque con ello logramos el objetivo de unos ingresos anuales predecibles, en contraposición a una cantidad ahorrada hasta el primer día de nuestra jubilación que, en adelante, deberemos seguir gestionando.

Una advertencia importante sobre la opción libre de riesgo de la renta

vitalicia es que contratar una no es necesariamente una opción libre de riesgo. Los precios de las rentas vitalicias dependen de los tipos de interés a largo plazo. Cuanto más bajos sean, menos cobraremos de la compañía de seguros. Supongamos que trabajamos durante años con un solo objetivo: tener un millón de dólares en el banco el día que nos jubilemos. En el año 2000, cuando el tipo de interés real era del 4,4 por ciento, un millón generaba una renta vitalicia acorde con la inflación de setenta y cinco mil dólares. En 2017, cuando los tipos de interés reales estaban en el 0,43 por ciento, el mismo millón solo generaba cincuenta y dos mil dólares al año.

Es imposible saber cuándo es el mejor momento para contratar una renta vitalicia, y puede suponer la diferencia entre comer lubina en un buen restaurante o atún en lata durante los años dorados. Pero lo que podemos hacer es invertir en bonos a largo plazo como activo libre de riesgo. Invertir para obtener ingresos con bajo riesgo requiere cambiar la cartera de bonos a corto plazo por bonos a largo plazo para que nuestra riqueza se corresponda con los precios de la renta vitalicia. La sabiduría popular nos dice que los bonos a corto plazo son de bajo riesgo porque nuestro saldo de activos no cambiará mucho, pero puede ser arriesgado cuando el objetivo es el ingreso de una pensión porque no siguen el mismo ritmo que los precios de las rentas vitalicias.[\*]

La prima de una renta vitalicia es el precio de una pensión libre de riesgo. Ahora tenemos que averiguar dos cosas: ¿queremos adoptar la estrategia libre de riesgo? Si la queremos, ¿podemos asumir el precio? Por desgracia, la mayoría de nosotros no podemos permitirnos ahorrar lo suficiente para una pensión libre de riesgo. Las rentas vitalicias son caras y los bonos equivalentes a las rentas vitalicias no generan muchos intereses. La mayoría de las personas deben correr más riesgos e invertir también en acciones.

Aunque contratar una renta vitalicia no sea idóneo para todo el mundo, los

precios que nos cobran por ellas son un dato muy importante. En Estados Unidos, muchos planes 401(k) muestran el saldo en términos de ingresos, usando el precio de la renta vitalicia. Es el precio de la pensión libre de riesgos, que nos dice cuánto podemos gastar sin riesgo. Por ejemplo, saber que tenemos cincuenta y dos mil dólares para vivir cada año es más significativo que saber que tenemos un millón de dólares en el banco. La cantidad de ingresos libres de riesgo que puede comprar nuestra riqueza es el fundamento de cualquier plan de gasto, contratemos o no una renta vitalicia. Si, por ejemplo, solo hemos ahorrado para contratar una renta vitalicia que rinde cincuenta y dos mil dólares y queremos gastar setenta mil, sabemos que deberemos correr algunos riesgos.

El precio de la renta vitalicia nos ayuda a calibrar cuánto riesgo podemos tolerar o necesitamos correr en el mercado. Supongamos que, de los setenta mil dólares, estimamos que necesitamos cincuenta mil para necesidades básicas, como el coche o la casa, y veinte mil más para gastos discrecionales, como viajar o comer fuera. Sería inteligente invertir un 30 por ciento del dinero que destinamos a la pensión en algo arriesgado para financiar los gastos discrecionales y el resto en activos libres de riesgo, como bonos a largo plazo o una renta vitalicia. Con esta estrategia garantizaremos el pago de los gastos necesarios sin importar qué pase en el mercado y seguiremos teniendo alguna recompensa por lo que arriesgamos.

La conversación que debemos tener con nuestro planificador financiero acerca de la pensión no es sobre qué pensamos del riesgo, sino sobre cuántos ingresos queremos correr. Una discusión así no solo nos ayudará en la planificación de la jubilación, sino que también cambiará la forma que tenemos de invertir y afrontar el riesgo.

## Medición del riesgo: La búsqueda sin fin de certidumbre en Hollywood

*Il n'est pas certain que tout soit incertain.*

(No es seguro que todo sea inseguro.)

BLAISE PASCAL, *Pensamientos*

La opción libre de riesgo es un resultado único y predecible. El riesgo es lo contrario: todo lo que puede ocurrir y la probabilidad de que ocurra. En un mundo perfecto, tendríamos una estimación de riesgo que captaría todos los resultados posibles y asignaría una probabilidad precisa a cada uno de ellos. Pero nuestro mundo está repleto de incertidumbre. Carecemos de la imaginación para anticipar todo lo que puede ir mal (o bien) y rara vez conocemos las probabilidades exactas. Lo único que podemos hacer es suponer y, con frecuencia, la forma más científica de hacerlo es con una estimación de riesgo: se analizan los datos del pasado y se genera un abanico de posibilidades futuras, junto con la estimación de su probabilidad.

En algunos casos es fácil hacer una estimación precisa. Pero, en otros, es casi imposible. No se me ocurre ejemplo mejor que la industria cinematográfica para ilustrar la medición del riesgo, porque allí, en Hollywood, llevan años tratando de resolver uno de los problemas más

complicados de este campo: dar con una cifra sobre las probabilidades de que una película sea un taquillazo.

## La tierra de los modelos de riesgo rotos

A menudo se dice que Hollywood es la tierra de los sueños rotos, y cualquier lugar en el que las apuestas vayan tan mal con tanta frecuencia es bueno para el análisis de riesgos. Cada día, personas jóvenes, llenas de ilusión y con talento llegan a Hollywood con la esperanza de triunfar. Pero pocas cumplen sus sueños, y muchas dejan la ciudad amargados y arrepentidos.

No obstante, también se podría llamar a Hollywood la tierra de los modelos de riesgo rotos. Los inversores —bancos, fondos fiduciarios y compañías de seguros— han ido a la conquista de Hollywood pensando que podrían comprender el mercado con ciencia y datos, pero han acabado mal o envueltos en demandas judiciales. Existe un dicho en los círculos financieros de Hollywood: «El secreto para ganar un montón de dinero es llegar con tres montones de dinero».

Una baja reciente fue Ryan Kavanaugh, nacido en Los Ángeles, que encandiló a Hollywood con una charla sobre la simulación de Monte Carlo[\*] en una elaborada hoja de cálculo y que aseguraba poder predecir lo impredecible.[1] Sostenía que su modelo podía prever qué películas venderían entradas y cuáles se hundirían. Era una propuesta seductora.

Esta predictibilidad es seductora, porque en Hollywood no hay nada predecible. Si el rendimiento del pasado fuera una señal del éxito, los inversores no se hubieran ni fijado en Kavanaugh, pero todo Hollywood está buscando el próximo éxito en un mar de resultados aleatorios. Como otros en el pasado, el modelo de Kavanaugh acabó fallando, pero no antes de que

muchos inversores se lo creyeran.

Quienes trabajan en la industria cinematográfica aseguran que es imposible predecir qué será un taquillazo y qué un fracaso. Cada película es como una empresa con cientos de partes movibles. La única forma de gestionar el riesgo es hacer muchas películas: la mayoría no generarán beneficios, pero algunas triunfarán y compensarán las pérdidas. Es una forma arriesgada de dirigir un negocio, y también explica por qué hay tantas películas malas, con argumentos nefastos y poco originales, que fracasan en los cines. Cada año vemos un fracaso notorio que cuesta cientos de millones de dólares y un drama independiente, con un guion de primera, que cuesta solo diez millones y genera trescientos.

Esta estrategia de apostar por todo es un gasto colosal de dinero y talento. Grandes películas no llegan a rodarse nunca, mientras que se invierten miles de millones en fiascos que olvidamos tan pronto como salimos del cine.

Predecir a los ganadores es un problema de riesgo especialmente difícil. En la mayoría de los sectores, quienes toman las decisiones se basan en datos del pasado para averiguar qué inversiones saldrán a cuenta en el futuro. Una buena estimación de riesgo requiere datos que nos digan dos cosas: 1) lecciones del pasado que serán relevantes para el futuro, y 2) predicciones de resultados más probables. La naturaleza de la industria cinematográfica implica que los datos no nos pueden decir ninguna de estas dos cosas.

Para colmo, rodar películas es una empresa particularmente arriesgada que supone una gran inversión inicial que no se recupera durante años, si es que se recupera. Los estudios cinematográficos se las apañan para reducir los riesgos financieros implicando a agentes externos que les financian y corren con parte del riesgo. Para atraer a estos inversores deben implicar en el proyecto lo que esté de moda, firmar con una gran estrella o conseguir potenciales ingresos por mercadotecnia. Se incorporan estas estrategias para aumentar las

probabilidades de ganar dinero, pero no aumentan necesariamente las probabilidades de que una película sea buena ni de que genere beneficios.[\*]

Los inversores que financian las películas suelen tener una participación, lo cual significa que reciben parte de los beneficios después de que los guionistas, actores, directores, personal de producción y editores hayan cobrado.[\*] Puesto que la expectativa de ingresos de la mayoría de las películas es menos que cero, los inversores asumen casi todo el riesgo financiero a cambio de una recompensa que puede ser inexistente. Para compensar el riesgo, los contratos suelen incluir una docena de películas, pero los inversores, con frecuencia, no pueden elegir cuáles.

Parece increíble que alguien acepte estas condiciones, pero invertir en películas es emocionante y atractivo: nos codearemos con estrellas y asistiremos a los estrenos. Matthew Lieberman, ejecutivo de PricewaterhouseCoopers, afirma que los clientes que invierten en películas suelen ser personas sofisticadas a las que les ciega el glamour de Hollywood, asistir a las entregas de premios y relacionarse con famosos, y hacen inversiones que no contemplarían en otros mercados.

Pero si a alguien se le ocurriera una manera de detectar científicamente a las triunfadoras, entonces se podría crear un mercado eficiente de películas. Llega la hora de Ryan Kavanaugh.

Nació en una familia privilegiada de Los Ángeles y, después de acabar la universidad, fundó una empresa de capital de riesgo con su padre que recaudaba dinero de los contribuyentes más importantes de Hollywood para invertir en *start-ups* durante los años noventa. La empresa quebró después del desplome de las punto.com del año 2000, y los inversores demandaron a Kavanaugh.

Poco después volvió a la carga y cofundó Relativity Media en 2004. Ni siquiera había cumplido los treinta. Junto con un equipo de expertos en



cálculo, se presentó como un genio de las matemáticas que vestía con tejanos y que podía suministrar la predictibilidad que anhelaban Hollywood y los inversores. No pudo aparecer en mejor momento, puesto que los estudios cinematográficos necesitaban una nueva fuente de financiación a mediados de la primera década del siglo XXI. Durante años habían dependido de las exenciones tributarias alemanas para atraer a los inversores y descargar parte del riesgo financiero que conlleva producir películas. Pero el gobierno de coalición de Angela Merkel suprimió las exenciones cuando llegó a la cancillería en 2005.

La exención de impuestos alemana había dado a los inversores y a los estudios un incentivo financiero para invertir en las películas, de modo que, al perderlo, los estudios no supieron muy bien cómo iban a financiarse. Mientras tanto, los fondos fiduciarios querían invertir en activos arriesgados de alto rendimiento. Encontraron la horma de su zapato. Kavanaugh no dejó pasar esta oportunidad única, sobre todo porque los fondos fiduciarios, nacidos en las finanzas, deben asignar una cifra a cualquier riesgo que corran.

Ofreció a los inversores lo que querían. Por un lado, les dio el glamour que anhelaban. Un abogado del mundo del entretenimiento que había trabajado con Kavanaugh declaró a *The New Yorker* en 2012: «Ryan sabe cómo camelar a la gente con el esplendor de Hollywood. Imagínate que eres un banquero que lleva una vida aburrida y, de repente, te ves rodeado de estrellas de cine. Te dices: “¡Estoy yendo a la playa con Gerard Butler!”. Antes de darte cuenta, estás buscando razones de por qué deberías hacer esta inversión».[2]

Y, por otro lado, Kavanaugh aseguraba que podía asignar una cifra fiable al riesgo, precisamente lo que los inversores querían oír antes de invertir el dinero de sus clientes en la producción de películas. Kavanaugh iba a Nueva York, visitaba a los banqueros y los fondos fiduciarios, les hablaba en su lenguaje y escribía ecuaciones en la pizarra que cifraban de forma precisa las

probabilidades de que una película fuera o no un taquillazo.

Era un planteamiento ideal para los fondos fiduciarios, porque las finanzas consisten en medir riesgos. Se sienten más tranquilos cuando pueden determinar la probabilidad del éxito. Nos pasa a todos.

## Convertir los datos en riesgo: lo que suele ocurrir

No importa qué decisión debamos tomar, si es crucial o una nadería: la manera más sencilla de medir el riesgo es tener en cuenta lo que ha ocurrido en el pasado y suponer que en el futuro ocurrirá algo parecido. Esto nos da una estimación fiable del abanico de cosas que pueden ocurrir.

Si vamos en coche al mismo aeropuerto una vez al mes, lo más probable es que no siempre tardemos treinta y tres minutos exactos. Lo normal es que tardemos entre veinte y cuarenta minutos, dependiendo del tráfico o del tiempo. Este intervalo no tiene en cuenta acontecimientos extraordinarios, como un accidente grave que provoque una hora de retraso.

En general, tomamos decisiones basándonos en contingencias normales. Si somos prudentes, consideraremos que con cuarenta minutos tendremos suficiente. Si podemos tolerar algo de riesgo, quizá pensemos que con treinta minutos baste.

El riesgo es lo que suponemos que nos deparará el futuro. En concreto, es la variedad de cosas que pueden ocurrir y las posibilidades de que ocurran. La probabilidad de adivinar un resultado particular correctamente —por ejemplo, que una película recaude doscientos millones de dólares— es casi nula (ni siquiera Kavanaugh fue capaz de hacerlo), pero sí que es posible confeccionar un abanico de resultados probables.

Un taquillazo de verano tiene una alta probabilidad de recaudar entre un

millón y cuatro mil millones de dólares en los cines estadounidenses. Es posible que la cifra sea cuatro mil millones, pero es una suposición muy generosa, y es casi seguro que recaudará más de un millón, así que hacer una buena evaluación del riesgo precisa minimizar el abanico de posibilidades.

Para tomar cualquier decisión arriesgada necesitamos un campo de posibilidades factible. Si siempre que vamos al aeropuerto prevemos un atasco de trescientos coches, saldremos con tres horas de antelación y, casi todas las veces, desperdiciaremos nuestro tiempo sentados en una terminal vacía.

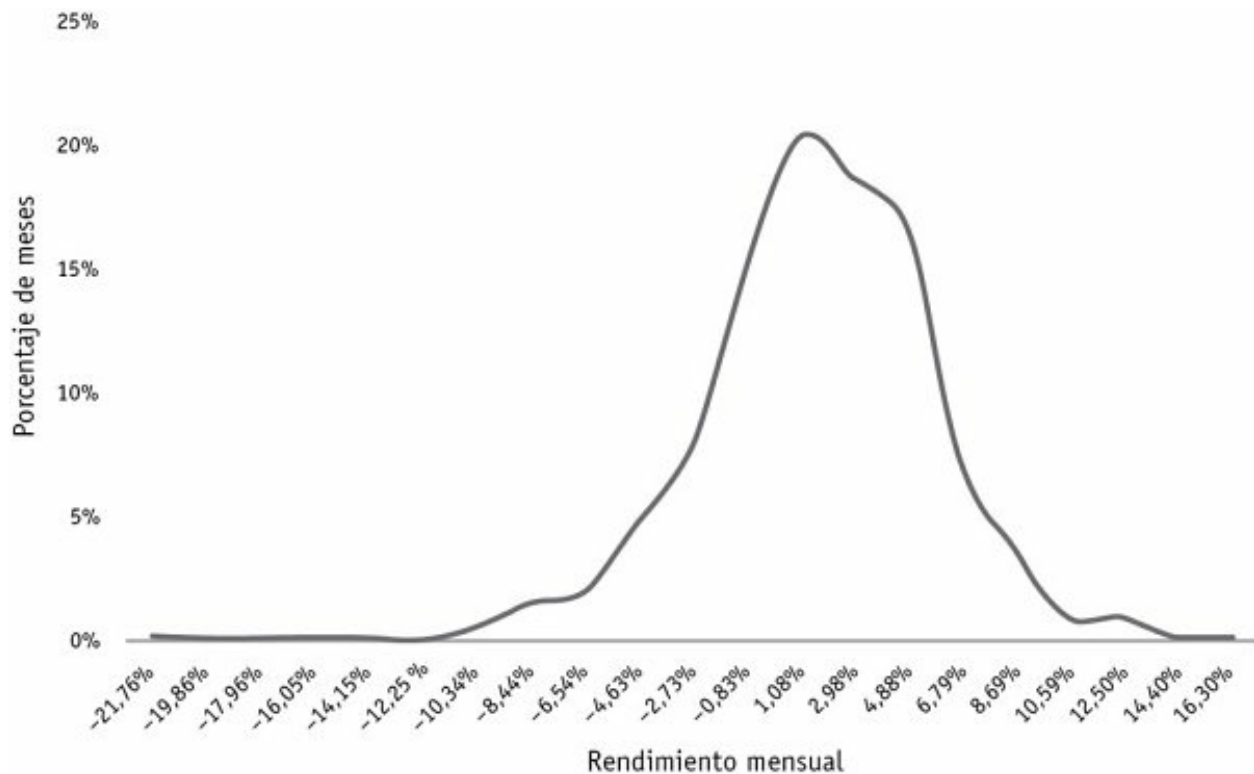
Lo difícil es saber qué constituye un campo de posibilidades razonable. ¿De veinte a cuarenta minutos es suficiente, o el tráfico es tan impredecible que necesitamos cincuenta minutos o, incluso, tres horas?

En la economía financiera se determina el abanico ideal de situaciones con un poco más de método. Suponer lo que puede ocurrir basándonos en los datos es una medición de riesgo. Tal como la conocemos, es una invención humana reciente. Hasta el final del Renacimiento y el comienzo de la Ilustración, la mayoría de las personas suponían que la incertidumbre estaba determinada por las fuerzas divinas y no se podía medir.[3] Pero, en el siglo XVII, los matemáticos Blaise Pascal y Pierre de Fermat empezaron a medir las probabilidades de los juegos que implicaban el uso de dados. Sus investigaciones cambiaron la forma de pensar en el riesgo: empezaron a considerarlo como algo que se podía medir y controlar.

El matemático Jakob Bernoulli profundizó en estos estudios unos sesenta años después y aplicó sus lecciones al mundo real, fuera del ámbito de las situaciones controladas con unas probabilidades precisas y cuantificables. Supuso que el abanico de cosas que habían ocurrido en el pasado podía servir para predecir las probabilidades de que algo ocurriera en el futuro. Una de sus mayores contribuciones fue la ley de los grandes números, que afirma que, si

repetimos un experimento bastantes veces, podemos estimar las probabilidades precisas de lo que ocurrirá en el futuro.

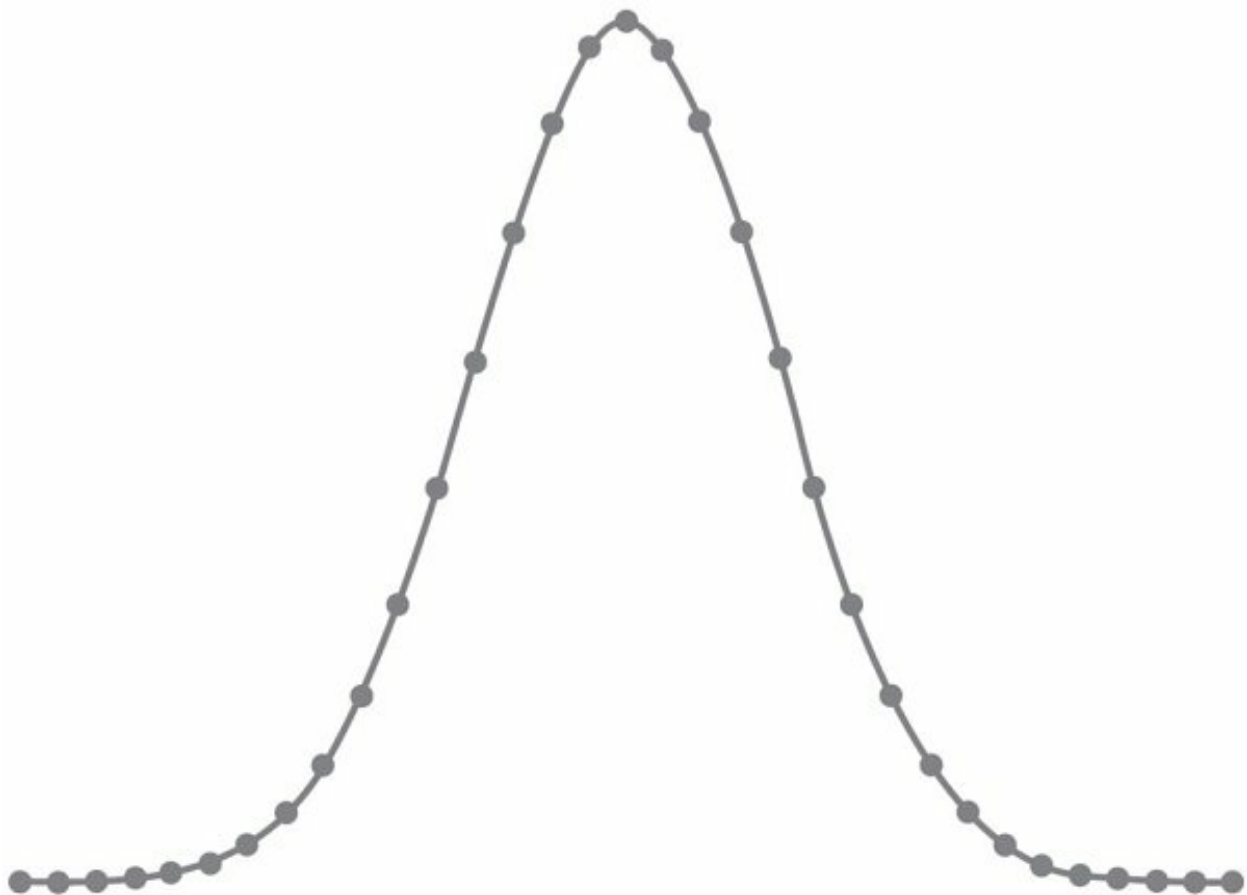
Estos pioneros nos proporcionaron la base de la estadística moderna, el estudio de cómo medimos el riesgo basándonos en lo que ha ocurrido en el pasado. Por ejemplo, consideremos el precio de una acción y cuánto ha subido o bajado de un mes a otro. En el siguiente gráfico se muestra cuánto bajaron o subieron los precios de las acciones, el S&P 500, cada mes entre 1950 y 2018. Pensemos en ello como ochocientos veinticuatro viajes al aeropuerto, pero tratándose de los rendimientos mensuales. Si suponemos que el futuro será como el pasado, el gráfico que sigue a continuación nos muestra todo lo que podría ocurrir en el mercado de acciones en los próximos sesenta y nueve años y las probabilidades de que ocurra.



Fijémonos en la forma de este gráfico y en cómo la mayoría de los

rendimientos de las acciones se agrupan en el medio. En casi todos los meses, el mercado de acciones rinde entre el  $-11$  y el  $13$  por ciento. Un rendimiento del  $16$  por ciento es muy inusual.

La economía financiera da por hecho a menudo que la historia de los rendimientos de las acciones conforma una imagen precisa llamada «de distribución normal» o campana de Gauss. Es clara y simétrica, y la mayoría de los datos se concentran en el medio. Se parece a la figura de abajo:



Si creemos que el abanico de lo que puede ocurrir parece normal, podremos hacer una rápida estimación de riesgo. A esto se le llama desviación típica o volatilidad. La volatilidad nos informa de las variables en las que se moverán los rendimientos de las acciones durante la mayor parte del tiempo. O, para

ser más exactos, en cualquier mes, el 68 por ciento de las veces, el mercado de acciones de Estados Unidos caerá un 3 por ciento o subirá un 5 por ciento, o algún porcentaje intermedio. Cuanto más amplio es el abanico, más arriesgada es la cartera de acciones (o cualquier tipo de riesgo), porque la expectativa de lo que puede ocurrir es más amplia.

Invertir en mercados de acciones emergentes es más arriesgado que invertir en acciones estadounidenses: lo más probable es que los precios caigan un 8 por ciento o suban un 9 por ciento, o algún porcentaje intermedio.

Si ir al aeropuerto nos pone superneuróticos, podríamos utilizar la misma técnica. Supongamos que vamos en coche al aeropuerto novecientas veces y calculamos la volatilidad de los trayectos al aeropuerto: el período de tiempo que normalmente necesitamos es de entre veinte y treinta minutos. También nos habremos dado cuenta de que un accidente grave de tráfico que nos retrase tres horas es mucho menos probable. Solo ocurre entre un 1 y un 2 por ciento de las veces. El accidente de tráfico se llama «riesgo de cola», porque un trayecto de tres horas es tan improbable que solo lo vemos en la cola de la distribución normal.

Estos parámetros son los que nos permiten definir el riesgo en la economía financiera: con frecuencia presumimos una distribución normal y utilizamos la volatilidad como la medición estándar de riesgo. A grandes rasgos, nos dice en qué medida bajará o subirá el precio de las acciones del fondo de inversión. Delimita la distribución normal, pero no nos da mucha información sobre el riesgo de cola que, aunque improbable, podría ser un resultado catastrófico, como cuando el mercado de acciones cae un 40 por ciento.

La normalidad es una presunción controvertida, y existen muchas pruebas que apuntan a que los rendimientos de las acciones no se ajustan a estos parámetros.[4] Si los rendimientos no son normales, entonces el intervalo de la volatilidad pasará por alto algunos riesgos. De modo que, en el ejemplo de

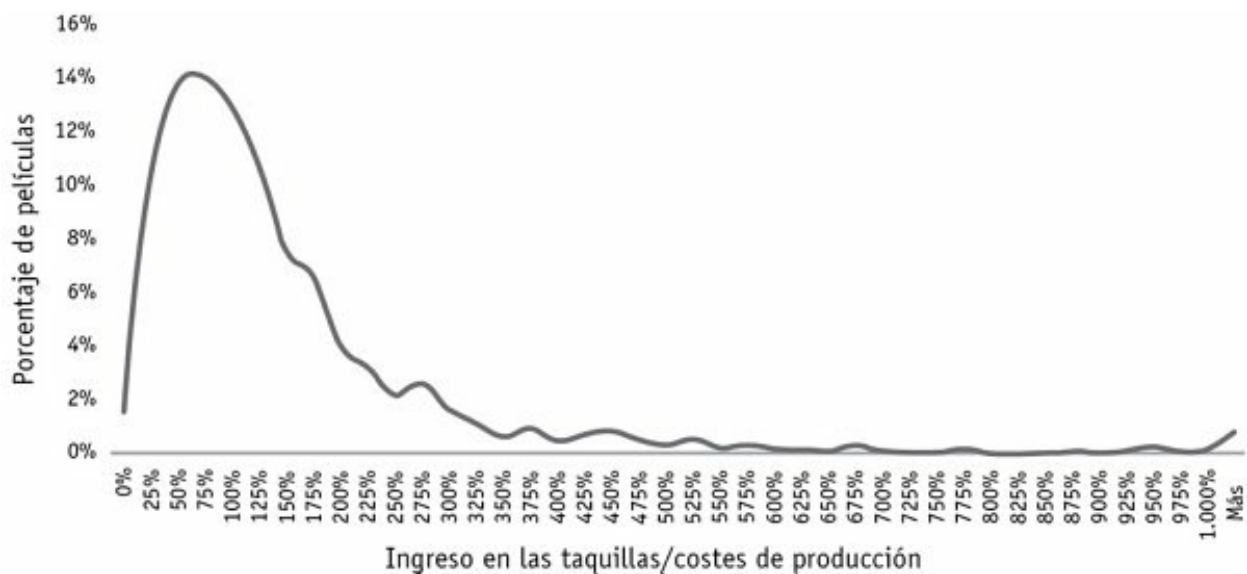
los trayectos al aeropuerto, la duración de veinte a cuarenta minutos podría tener lugar solo un 50 por ciento de las veces. O el riesgo de cola, la pesadilla de un atasco de tres horas, podría ser más habitual de lo que esperamos y llegar hasta el 5 por ciento de los trayectos.

Producir películas en Hollywood es igual que el tráfico: no hay nada normal en ello.

## El distorsionado negocio de las películas

Es difícil medir el riesgo en la industria cinematográfica, porque es casi imposible determinar un intervalo razonable. Una película es como un trayecto al aeropuerto que podría durar indistintamente diez minutos o dos horas.

Si confeccionamos un gráfico de los beneficios de las películas, veremos que es totalmente diferente que el de la distribución normal que se presume en las finanzas.



Este gráfico muestra la proporción entre los ingresos de taquilla (extranjera

y nacional) y los costes de producción de todas las películas lanzadas y proyectadas en, al menos, un centenar de salas estadounidenses entre 2008 y 2017.[5] Cualquier valor por debajo del 100 por ciento significa que los ingresos no cubrieron los costes de producción. Para cubrir los costes adicionales y de marketing ajenos a la producción, normalmente se calcula que una película debe generar el doble de sus costes de producción para ser rentable.[\*]

Durante décadas, los ingresos de la taquilla siempre han tenido el mismo patrón de riesgo, a pesar de las innovaciones como el IMAX y la competencia del *streaming* y de la mejor calidad de la televisión. Los economistas Arthur De Vany y W. David Walls estudiaron los ingresos de las taquillas de dos mil quince películas entre 1985 y 1996 y llegaron casi a las mismas conclusiones. [6]

Este gráfico se conoce como distribución asimétrica. Es lo que hace que el negocio de las películas sea como es. También describe cómo son muchas de las decisiones que tomamos cada día.

La forma asimétrica da fe de lo arriesgado e impredecible que es el negocio de las películas. En una distribución normal hay equilibrio en el centro, de modo que existe la misma posibilidad de que se generen beneficios o se pierda dinero, y la mayoría de las películas se encuentran cerca de este intervalo. Con una distribución de asimetría positiva, como la que ilustra la producción de películas, el abanico de posibilidades es amplio. Hay muchas más posibilidades de ganar que de perder dinero.

Fijémonos en la larga cola de la derecha, que enmarca las posibilidades de generar beneficios. Una película de este conjunto podría llegar a cubrir gastos o rendir un 1.000 por ciento, o cualquier otra posibilidad entre estas dos. Pero todos los supuestos en los que se generan beneficios son igual de improbables. Lo más plausible es que una película pierda dinero, porque la mayoría de ellas



se encuentran en la parte más pequeña —la de las pérdidas— de la campana. El 53 por ciento de las películas que se proyectan no cubren los costes de producción con los ingresos, y esto contando con que se difundan en muchos cines (la mayoría de ellas no tienen esta suerte). E incluso si generan beneficios en taquilla, el potencial de ganancias parece una ruleta de la fortuna con solo unos pocos ganadores.

La «asimetría» supone ciertos problemas para medir el riesgo. Para que la volatilidad nos pueda servir para saber qué ocurrirá la mayor parte de las veces, necesitamos una distribución normal, simétrica. Si la distribución es asimétrica, la volatilidad subestimaré el riesgo. Quizá solo podamos saber qué ocurrirá entre el 30 y el 40 por ciento de las veces.

La cola larga contiene un amplio conjunto de posibilidades: todas son igualmente probables o improbables. Los estudios saben que gran parte de las películas pierden dinero, pero también que unas pocas estarán en el último tramo de la cola y que compensarán a las demás, pero no saben cuáles serán ni si el éxito será moderado o excepcional.

Es habitual que el riesgo sea asimétrico. Llamamos normal a la distribución simétrica, pero no es tan común. Los aspirantes a estrellas de cine que llegan a Hollywood se enfrentan a una distribución de asimetría positiva. Lo más probable es que nunca triunfen, pero existe un amplio abanico de situaciones laborales potenciales que tienen pocas probabilidades de darse, desde papeles cortos hasta ser la próxima superestrella.

Supongamos que estamos pensando en dejar un trabajo estable en el que nos pagan bien para empezar en una nueva empresa tecnológica. Tendremos un salario menor, pero nos ofrecen una buena participación en las acciones. Pensemos en todas las cosas que pueden salir mal: la empresa se puede ir a pique, o tal vez ganemos menos dinero durante unos años y luego la dejemos. Por otro lado, podrían ocurrir muchas cosas buenas: quizá se convierta en la

próxima Google y nos hagamos ricos. O quizá nos compren la empresa y pillemos un buen pellizco, pero tendríamos que buscarnos otro trabajo. O tal vez se convertiría en una gran compañía y en un día ganaríamos lo que ganamos ahora en un mes, pero tendríamos más responsabilidades.

Aunque parece que hay más resultados positivos que negativos, estos últimos son más probables, porque la mayoría de las incipientes empresas tecnológicas se arruinan. Si trazamos en un gráfico estas posibilidades, se parecerá a una distribución asimétrica y no a una distribución normal. Gran parte de ellas están en la zona de pérdidas, pero hay una larga cola que se extiende con todos los supuestos triunfantes, pero improbables.

De hecho, las estrategias de inversión de los fondos de capital de riesgo que invierten en empresas tecnológicas nuevas son similares a las de los estudios cinematográficos. La mayoría de las inversiones pierden dinero, pero el raro unicornio compensa las pérdidas de las demás. La trayectoria de Kavanaugh en el sector del capital de riesgo fue una buena preparación para convencer a personas de que invirtieran en proyectos de escasa viabilidad. La distribución asimétrica de esta industria también explica por qué se dilapidan millones de dólares en películas mediocres que son claramente prescindibles.

Kavanaugh afirmaba que su modelo podía generar una estimación segura del riesgo y así superar la maldición de la asimetría.

¿Cómo lo hizo? Seleccionó ciertas características de las películas, como el reparto, la dirección, el género, el presupuesto, la fecha de lanzamiento y la clasificación, y determinó cuáles serían las ganadoras del futuro analizando las mismas características de películas anteriores. El modelo daba como resultado un abanico de beneficios potenciales basándose en cómo estas características habían rendido en el pasado. Escoger en qué películas invertir teniendo en cuenta ciertos factores puede significar menos riesgo, porque la distribución que obtenemos nos ayuda a hacer estimaciones de riesgo más

seguras.

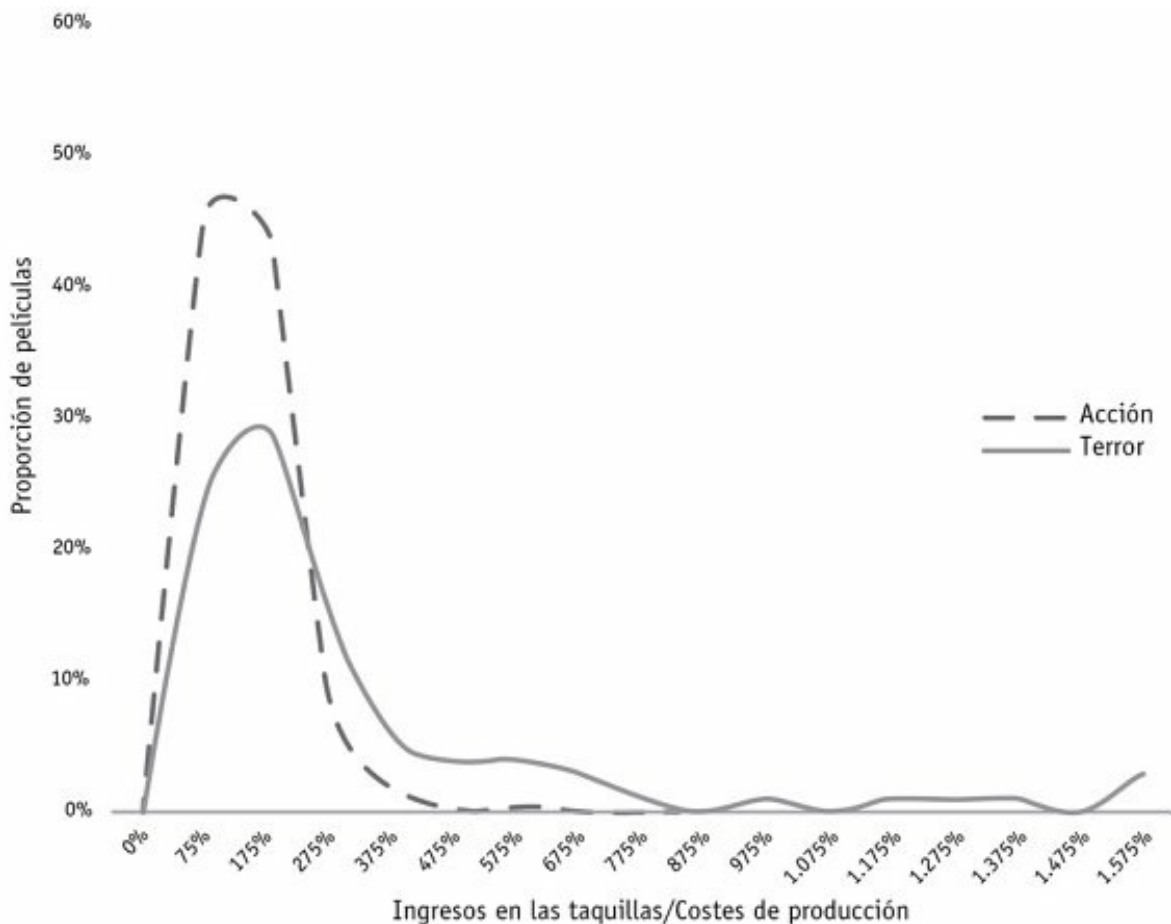
Por ejemplo, las películas de acción son inversiones más arriesgadas porque cuestan más dinero. De 2008 a 2016, el presupuesto medio de producción de una película de acción era de ciento cuatro millones de dólares, mucho más que los modestos diecinueve millones que cuesta hacer una película de terror típica.[7] Únicamente alrededor de un 35 por ciento de las películas de acción cubrieron los costes de producción con los ingresos de taquilla, mientras que las películas de terror llegaron al 67 por ciento. Entonces, ¿Hollywood debería hacer más películas de terror? Pues no. Entre 2007 y 2016, se produjeron más del doble de películas de acción que de terror (216 frente a 103).

El gráfico de la página siguiente muestra la proporción beneficios/costes de las películas de acción y de las de terror. Se producen más películas de acción por muchas razones: suelen funcionar bien a nivel internacional, ofrecen la posibilidad de hacer franquicias y mercadotecnia, y, dado que los ingresos de taquilla son menos asimétricos, su rendimiento es más predecible y, por lo tanto, son inversiones menos arriesgadas. Los ingresos de las películas de terror, en cambio, tienen una cola muy larga: muchas pierden dinero, y hay un gran abanico de posibles situaciones positivas para las mejores. Aunque suelen ser más rentables que las películas de acción, en cierta forma son más arriesgadas, porque son menos predecibles.

Kavanaugh aseguraba que su modelo podía generar un abanico seguro de situaciones con ganancias potenciales, porque el proceso de seleccionar ciertas características[\*] mejoraba la predictibilidad y las probabilidades de ganar dinero. Y si más del 70 por ciento de estas situaciones estaban relacionadas con suficientes beneficios, Kavanaugh les decía a los inversores que apostaran por la película como parte del conjunto de películas que él había elegido. A los estudios les entusiasmó tanto el potencial del modelo para

financiar que compartieron todos los datos de sus beneficios con Kavanaugh. Él lo llamó el «Santo Grial» de Hollywood.[8]

La hoja de cálculo de Excel contenía el Santo Grial de los datos y lo transformó en algo más esquivo y deseable: las estimaciones de riesgo seguras que necesitaban los bancos y los fondos fiduciarios para dar el visto bueno a las inversiones. Invirtieron cientos de millones de dólares en las películas que seleccionó Kavanaugh. En 2005 y 2006, financió treinta y seis películas con Universal y Sony y rentabilizó el dinero de los inversores. Los fondos fiduciarios ganaron ciento cincuenta millones en una de las primeras selecciones, un rendimiento de entre el 13 y el 18 por ciento.[9] A Kavanaugh le pagaron millones de dólares por cada película y apareció en los créditos de producción a pesar de no desempeñar en ella papel alguno.



Pero luego Kavanaugh se volvió codicioso. Elliott Management, un fondo fiduciario de veintiún mil millones de dólares, pagó sesenta y siete millones por el 49,5 por ciento de Relativity en 2008. Esto permitió a Kavanaugh tener el dinero que necesitaba para empezar a invertir en películas por su cuenta. Gastó sin control: en su cuarto de baño privado había papel higiénico con la imagen del presidente Obama, llevaba animales exóticos al despacho y comenzó a trabajar en un hangar del aeropuerto lujosamente decorado. Lo peor fue que su modelo mágico dejó de funcionar y seleccionó fiascos como *El camino del guerrero*, que costó cuarenta y dos millones y solo generó cinco millones setecientos mil dólares en Estados Unidos, y *Machine Gun Preacher*, que recaudó poco más de medio millón de dólares.[10] Elliott Management dejó la empresa en 2010. Kavanaugh se las arregló para encontrar más financiación, pero los problemas continuaron porque gastó cada vez más y las películas posteriores fueron un fracaso. Relativity quebró en 2016.

De nuevo, Hollywood acabó con otro modelo de riesgo.

## El pasado es una forma pésima de predecir el futuro

Otra de las razones por las que resulta tan difícil medir el riesgo en Hollywood es que los datos se quedan obsoletos muy pronto. La infame simulación Monte Carlo de Kavanaugh predecía el futuro, pero los datos en los que se basaba eran del pasado.

Funcionó durante un tiempo. Los inversores tenían las cifras que necesitaban para no ponerse nerviosos y ganaron dinero. Parecía que el modelo de Kavanaugh triunfaba donde otros habían fracasado. Pero este es el problema cuando predecimos el futuro a partir del pasado: funciona hasta que

deja de hacerlo, porque el mercado (sobre todo, el cinematográfico) no deja de cambiar, y las estimaciones que se basan en datos antiguos pierden su eficacia. Lo difícil es saber cuándo debemos actualizar los datos. Con frecuencia no nos damos cuenta de que el mundo ha cambiado hasta mucho después.

Solo en los últimos diez años, las ventas de DVD se han desplomado, China se ha convertido en un gran mercado y las películas inspiradas en personajes de cómic son más rentables. Internet y la mejora en la oferta de las cadenas de televisión han provocado que la gente vaya menos al cine. Las críticas en las revistas digitales sobre cine como *Rotten Tomatoes* pueden echar por tierra las mejores planificaciones de marketing. Por ello, algunos expertos de la industria, como el periodista de *The Wall Street Journal* Ben Fritz, afirman que el mercado ha cambiado para siempre.[11] Esto significaría que los datos de hace quince años ya no nos dicen nada del mercado actual. Sostiene que los estudios cada vez harán menos películas y que se concentrarán en los personajes de los cómics.

Los datos obsoletos socaban algo más que la predicción de qué películas serán un récord de taquillazo. Los patrones de voto de las elecciones de Obama y Romney no fueron relevantes para comprender las de Trump y Clinton, lo cual generó proyecciones de encuestas erróneas. La tecnología y el comercio cada vez más global alteran las antiguas relaciones económicas y convierten en irrelevantes los datos del pasado.

El director de medios de JPMorgan, David Shaheen, describió el modelo de Kavanaugh diciendo: «Si metes basura, sale basura».[12] Argumenta que Relativity Media usaba los datos equivocados de la forma equivocada. Mantener una base de datos que sea precisa y que pueda seleccionar las películas triunfadoras es difícil, si no imposible, cuando los datos cambian con tanta rapidez. Shaheen y sus colegas conjeturan que, aunque las películas

basadas en cómics parecen una apuesta segura en la actualidad, el mercado acabará saturándose y llegará otra moda. Lo impredecible significa que Hollywood se suma muy deprisa a una moda para abandonarla tan pronto como sale otra.

## Lo mejor que tenemos es terrible, y pronto podrás verlo en el cine

Kavanaugh se excedió en sus promesas porque no hay estimaciones de riesgo perfectas. El riesgo, una medida de la incertidumbre, es una creación humana que intenta ordenar un futuro desconocido. El sentido del riesgo es que nos ayude a comprender qué tenemos frente a nosotros para que podamos planificar lo que pueda ocurrir, bueno o malo. También nos ayuda a sopesar diferentes opciones y ver cuáles se acercan más a nuestros objetivos. Utilizamos datos para tomar decisiones cada día: probamos un restaurante nuevo porque nos gusta un cocinero que ya conocemos o vamos de vacaciones a un hotel en el que lo pasamos genial el año pasado. En ocasiones, las estimaciones se equivocan, porque ha cambiado la dirección del hotel o el nuevo restaurante no es tan bueno como el anterior.

Aunque los datos son una manera pésima de predecir el futuro, es lo único que tenemos y, por lo tanto, lo mejor. Las limitaciones de los datos son en ciertos aspectos cada vez más patentes en un mundo que cambia velozmente y que los convierte en obsoletos. Al mismo tiempo, los datos son una herramienta cada vez más eficiente para medir el riesgo. El mundo moderno está adoptando las ideas originales de Pascal, Fermat y Bernoulli y los está llevando a sus últimas consecuencias porque ahora tenemos más y mejores datos, y más capacidad informática para medir el riesgo. Lo que compramos,

vemos y las personas a las que conocemos generan cantidades infinitas de datos. Tenemos aplicaciones que convierten estos datos en predicciones sobre probables retrasos de un vuelo, las posibilidades de una cita a ciegas y las fluctuaciones del mercado.

Más datos y técnicas de estimación, como el aprendizaje automático, significan más estimaciones de riesgo seguras. Pronto, ámbitos que se resistían a toda medición, como cuándo triunfará una película, podrían ser posibles.

Netflix nos envía una recomendación basándose en las probabilidades de que una persona con nuestro perfil demográfico quiera ver una película. En lugar de tomar decisiones arriesgadas basándonos en una estimación aproximada de la experiencia que hemos tenido con otras películas, podemos fiarnos de la experiencia de varios millones de personas. Como demostró Bernoulli, más datos significa más precisión. Con ello tendremos el poder de tomar decisiones con más fundamento, pero también debemos ser conscientes de los límites de los datos.

Hay una pregunta, por ejemplo, que aún no tiene respuesta: ¿Hollywood produce tantas películas malas porque es muy difícil medir el riesgo con datos cambiantes y distribuciones asimétricas, o es un mercado disfuncional e indisciplinado, en el que quienes asumen más riesgo, aquellos que financian las películas, se dejan llevar más por el glamour que por la recompensa, lo que crea una distribución asimétrica?

Pronto lo sabremos.

De nuevo, la tecnología está cambiando el mercado cinematográfico, porque cada vez más personas ven películas por internet desde sus casas. Amazon y Netflix, que ahora también producen sus propias novedades, tienen los datos de quién ve qué y quién lo acaba de ver. Actualmente, casi la mitad del presupuesto de un filme se destina a marketing, porque las películas se publicitan en todo el mundo, con la vaga esperanza de atraer a alguien. Ahora



que los estudios poseen datos sobre los patrones de visionado, pueden ajustar la estrategia de marketing y saber qué películas interesan al público objetivo por mucho menos dinero. Se espera que esto cambie la distribución de los resultados potenciales, concentrándola y haciéndola más predecible.

Con ello tal vez se produzcan otro tipo de películas, se reduzca la asimetría y quizá incluso signifique que empezaremos a ver obras de mejor calidad.

## Diferentes tipos de riesgo: Las vidas secretas de los paparazzi

Sueña, diversifica... y que no se te escape nada.

WALT DISNEY

**E**n Wall Street la gente está obsesionada con el riesgo, y utiliza ordenadores de alta velocidad y matemática avanzada para identificar los diferentes tipos y cómo sacar provecho de ello. Pero a solo unos kilómetros de allí, me topé con una investigación igual de detallada del riesgo cuando conocí a un reportero que vivía en Nueva York y cuyo sustento dependía de conocer los tipos de riesgo a los que se enfrenta. La estrategia que emplea es similar, aunque con mucha menos tecnología, a la que ponen en práctica los expertos en finanzas para distinguir y gestionar los riesgos. Sin embargo, en el caso del fotógrafo, su mejor estrategia siempre se ve amenazada por el incentivo de hacer trampas.

Un cartel gigantesco con la modelo Gigi Hadid cuelga sobre una calle de uno de los barrios de moda de Nueva York. La imagen de Gigi puede verse desde el apartamento real de Gigi, donde se refugia con su novio. Abajo, en la calle, se reúnen un puñado de hombres de mediana edad, sosteniendo sus cámaras.

Hablamos de los últimos movimientos de Gigi. «Ayer cenó con su madre y su hermana. Luego vino a visitarla Kendall Jenner —dice uno de ellos—. Ahora está con Zayn. Llevan ahí arriba una eternidad... ¿Qué crees que estarán haciendo?»

Me parece extraño estar charlando sobre los hábitos de una joven de veintidós años con hombres maduros, pero conocer los hábitos de Gigi significa dinero para estos paparazzi. Una foto de Gigi saliendo de su apartamento les proporcionará una cantidad relativamente pequeña de dinero, quizá diez dólares. No obstante, dado que las personas que la rodean también son famosas, lograr una foto con ellas puede significar varios centenares de dólares. Y si hacen algo inusual, tal vez valga una pequeña fortuna. «Si alguien la ataca, como ocurrió en París, tal vez estemos hablando de cien mil dólares», me cuenta otro hombre.

Conseguir una foto especial de Gigi es impredecible. Una buena técnica fotográfica sin duda ayuda, pero con frecuencia todo depende de la suerte: estar en el lugar adecuado en el momento adecuado. Es un riesgo que es difícil, si no imposible, de controlar.

La imagen de Gigi es un activo y su valor no para de crecer. Meses atrás, el principal interés de los paparazzi era la amiga de Gigi, Kendall Jenner. Pero uno de los fotógrafos me dice que este activo ya no vale tanto: «Lo de Kendall se acabó; ahora es Gigi».

## Las reglas de oro de los paparazzi

En la entrada del apartamento de Gigi conozco a Santiago Baez. Trabaja de reportero desde principios de los noventa. Es un personaje parecido a Zelig en la reciente historia cultural de Nueva York. Cámara en mano, ha sido testigo

de cómo se airean aventuras extramaritales, cómo nacen bebés o nuevos amores, o cómo rompen relaciones algunos de los habitantes más famosos de la ciudad. Y le encanta su trabajo. Estamos frente al apartamento donde Naomi Watts y Liev Schreiber vivieron juntos tiempo atrás y, cuando le pregunto sobre su ruptura, se lamenta: «Fue duro. Fue algo que me decepcionó bastante. Los había seguido durante años. Eran buena gente, una buena familia».

Unos días después de conocernos frente al apartamento de Gigi, nos volvemos a encontrar para atisbar a Alec Baldwin con su mujer, Hilaria. Le han chivado a Baez que piensan irse a los Hamptons y que planifican renovar los votos matrimoniales. Como explica el fotógrafo, una imagen de un famoso que implique una noticia vale más que una instantánea de cuando sale a pasear.

La mujer de Baez, mucho más joven, cuyo nombre nunca ha mencionado (Baez la llama «la buena esposa»), es su socia en la fotografía. También está allí, con su hijo en un cochecito. Cuando comenzamos a alejarnos del apartamento de Baldwin, una mujer sale de una heladería con un cucurucho para el hijo de Baez. Él me explica que es importante tener buenas relaciones con las personas que trabajan en comercios cerca de las casas de los famosos, porque les dejan utilizar los baños. Los paparazzi se pueden pasar varias horas esperando a la foto y, en ocasiones, semanas enteras.

Baez llegó a Nueva York en 1981 desde la República Dominicana. Trabajó en fábricas de pieles y como ayudante de camarero. Aprendió inglés con un diccionario y leyendo el periódico. Iba justo de dinero, pero una de las primeras cosas que se compró fue una cámara de trescientos dólares. Siempre quiso ser arquitecto, pero los estudios «costaban demasiado dinero», así que se dedicó a la fotografía. Cuando solo era un ayudante de camarero que no sabía hablar inglés, recuerda decirle a su peluquero que «un día sería fotógrafo profesional. Pensó que me había vuelto loco».

Unos años después, Baez logró un trabajo mejor pagado. Mientras tanto,

empezó a frecuentar recepciones de alfombra roja con su cámara para tomar fotos y venderlas a los periódicos locales. Luego, en 1991, en una ceremonia de premios, Baez conoció a un viejo fotógrafo francés que había ganado una pequeña fortuna vendiendo fotos subidas de tono de Sarah Ferguson, la duquesa de York. Le recomendó a Baez que dejara su trabajo y que se dedicara a la fotografía a tiempo completo. Se convirtió en su mentor, le introdujo en su agencia de fotos y le presentó al intermediario que vendía las fotos a las revistas de famosos. Le enseñó el oficio, dónde colocarse, cómo enfocar la cámara, cómo esconderse, qué lentes usar y las reglas de oro de la fotografía de famosos: 1) no permitas que te vean, y 2) si te ven, no les dirijas la palabra a menos que ellos lo hagan primero.

Fuera del apartamento de Baldwin, Baez me enseña cómo pone en práctica sus habilidades: el lugar exacto en el que colocarse si Baldwin sale de su domicilio y el ángulo adecuado en el que sostener la cámara. Nos preparamos para cumplir la primera regla de la fotografía paparazzi: buscamos un lugar en el que escondernos detrás de un contenedor de basura o a la vuelta de la esquina, puesto que no queremos que Baldwin nos vea. Cuando un famoso mira a cámara, la ilusión se resquebraja. Las mejores fotos son las que les pasan desapercibidas. No debe haber nada que se interponga entre el personaje y la cámara, tiene que verse el rostro de Baldwin y no incluir a otras personas. Lo más probable es que solo dispongamos de unos segundos para tomar la foto perfecta.

Con un conocimiento enciclopédico de las residencias de los famosos en Nueva York, Baez posee una red de chóferes, camareros y dependientes que lo llaman para informarle de dónde se encuentran las estrellas. Con frecuencia, el chivatazo lo dan los mismos famosos por las redes sociales: con la esperanza de que los sigan, alertan al público (sobre todo a los fotógrafos) de sus movimientos. En otras ocasiones, la agencia le dice a Baez adónde ir. Si un

famoso quiere que le fotografien, su representante llamará a la agencia y esta enviará a Baez.

Algunos fotógrafos se especializan en famosos concretos. Por ejemplo, Baez solía seguir a Isabella Rossellini y a John F. Kennedy Jr. durante los noventa. La especialización puede ser una buena estrategia, porque así el fotógrafo aprende los horarios del famoso en cuestión, lo cual aumenta las probabilidades de obtener una buena foto. También se pueden gestionar las fotos para no inundar el mercado. Pero el mercado para las fotos de ciertos famosos puede desaparecer: es lo que ocurrió con Paris Hilton y, con ella, también desapareció el valor de conocer sus horarios.

La mayoría de las fotos no valen mucho, pero una buena instantánea de un recién nacido, de una famosa besando a su nuevo amor o de una boda puede cambiar la fortuna de un fotógrafo. Y esto, básicamente, depende de estar en el lugar adecuado en el momento adecuado. El elemento de la suerte y el momento provoca que los ingresos de un paparazzi sean extremadamente arriesgados, porque son muy variables e impredecibles. Su riesgo es que un día tal vez no consigan ni una sola foto y que otro día se encuentren con un famoso que desayuna con su nueva pareja. Los paparazzi tienen varias formas de gestionar estos riesgos, pero incluso las mejores estrategias se van al traste por las luchas intestinas y una industria cambiante.

Dado que las mejores fotos se consiguen estando en el lugar adecuado en el momento adecuado, los fotógrafos con frecuencia forman equipos o alianzas para compartir chivatazos y, a veces, los ingresos, para aumentar las probabilidades de estar donde conviene estar. En 2003, Baez fundó un grupo llamado PACO, «como los tejanos», al mezclar las palabras «paparazzi» y «company».

PACO estaba formado por diez fotógrafos con experiencia. Intercambiaban información sobre por dónde y cuándo se movían los famosos. Así que, si

Baez veía a un famoso desayunando en un restaurante de moda, alertaba al resto de los miembros. Afirma, henchido de orgullo: «Cuando aparecíamos, los demás decían: “Oh, no, ya llega PACO”, porque éramos los mejores».

Pero la tentación de no respetar la alianza, de retener una información especialmente valiosa o de no compartir de forma justa las ganancias provoca que cualquier alianza sea tan frágil como el matrimonio de los famosos. Después de todo, tener una imagen que nadie más tiene significa más dinero. Si un reportero es el único que tiene la imagen providencial, la tentación es no compartirla, lo cual genera resentimiento entre los fotógrafos. PACO[\*] duró diez años, toda una vida en el mundo de los paparazzi.

«Los fotógrafos de famosos no tienen lealtad», se queja Baez, todavía triste por las amistades que perdió porque no respetaron la alianza.

Las luchas intestinas y la tentación de hacer trampas socaban la capacidad de los paparazzi para reducir el riesgo de perderse una foto y aumentar las probabilidades de conseguir una buena imagen. Y, más recientemente, se enfrentan a un riesgo diferente, que es incluso más difícil de gestionar.

## La fiebre del oro de los paparazzi

El precio de la instantánea de un paparazzi lo determina un puñado de personas como Peter Grossman, el editor de imágenes del *Us Weekly* entre 2003 y 2017. Grossman no trabajaba directamente con paparazzi. Un fotógrafo como Baez vende las fotos a una agencia que está en contacto con editores como Grossman.[\*] El fotógrafo recibe entre un 30 y un 70 por ciento de los derechos de las imágenes, dependiendo de cada persona y del trato que tenga con la agencia. Cuanto más veterano, capaz y talentoso sea, mejores condiciones obtendrá, lo cual a menudo implica que venderá sus fotos a una

sola agencia. Pero los paparazzi a menudo traicionan esta exclusividad vendiendo fotos bajo nombres distintos.

Me reuní con Grossman varias veces para charlar sobre este negocio en un restaurante de Brooklyn. La conversación a menudo se nos iba por las ramas. Yo no me cansaba de los cotilleos que me contaba de cuando estaba en primera línea, aunque las condiciones económicas que rigen las fotos de famosos sean igual de interesantes.

Grossman me explicó que uno de sus mayores triunfos fue una serie de fotografías de la actriz Kristen Stewart, que por entonces salía con el actor Robert Pattinson, abrazando apasionadamente a Rupert Sanders, el director casado de *Blancanieves y el cazador*, una película que protagonizaba la actriz. Un día de 2012, un grupo de paparazzi la vio salir de su gimnasio de Los Ángeles. Eran fotos convencionales que no valían mucho. Cuando se subió al coche todos se fueron, pero uno de ellos decidió seguirla. Se dio cuenta de que, en lugar de ir a casa, se metió en un aparcamiento y se encontró con un hombre que no era su novio. El fotógrafo supo que había descubierto una mina mientras hacía las fotografías. Su agente estaba tan entusiasmado que mandó despertar a Grossman en plena noche. Le dijo que tenía la bomba más grande de su carrera. Grossman asegura que pagó por ellas una cantidad de «seis cifras». Fotos como estas solo aparecen «una vez cada generación».

Grossman fue el responsable del éxito de las imágenes de *Just Like Us*. El 1 de abril de 2002, *Us Weekly* publicó por primera vez la serie semanal «Estrellas: son como nosotros», en las que aparecían famosos durante su vida cotidiana, tomando café o poniendo gasolina. Antes de eso, las fotos de la vida diaria no tenían mucho valor, pero *Us Weekly* humanizó a los famosos representándolos de forma menos glamurosa. Al público le encantó, y pronto un montón de revistas empezaron a publicar este tipo de imágenes, de forma que se acabó con lo que en la industria se conoce como los años de la fiebre



del oro, el momento culminante de Paris Hilton, Britney Spears y Lindsay Lohan.

Grossman me contó que en aquella época el precio que pagaba por una fotografía dependía de lo que estuviera haciendo el famoso y de si era una exclusiva, la única imagen de un famoso haciendo una actividad particular. Durante el mayor esplendor de la fiebre del oro, una foto exclusiva de *Just Like Us* valía entre cinco mil y quince mil dólares.

La era de la fiebre del oro también conllevó la mentalidad de esa época: muchos fotógrafos se unieron a la industria con la intención de incumplir las leyes y empeorar todavía más la mala reputación de los paparazzi por presionar en exceso y acosar a los famosos y sus hijos. Grossman no pudo más. Organizó una cena como la de *El padrino*, solo que, en lugar de jefes de familias criminales, invitó a editores, jefes de agencias y a los mejores fotógrafos. Les instó a dar un paso atrás, todos juntos, pagar menos por las fotografías y no incumplir las leyes o poner a otros en peligro para conseguir una imagen. No funcionó. Puesto que la cooperación nunca funciona en el negocio de las fotos a famosos, perjudica a la reducción de riesgos de la industria.

La Gran Recesión y la aparición de los medios digitales acabó con la fiebre del oro. Internet aumentó la demanda de fotografías de famosos, pero los precios bajaron. Las agencias empezaron a consolidarse o a arruinarse, y las que quedaron cambiaron el modelo de negocio. En lugar de cobrar por cada foto, crearon un servicio de suscripción: los editores podían utilizar todas las fotos que quisieran para cubrir la demanda de fotos baratas. Como consecuencia, los paparazzi cobran una pequeña fracción de la cuota de suscripción. La fracción depende de cuántas de sus fotos se utilicen cada mes. Esto significa que una foto exclusiva de *Just Like Us*, que antes se habría vendido entre los cinco mil y los quince mil dólares, ahora solo genera cinco o

diez dólares.

La vida de un fotógrafo es dura, y cada vez lo es más. Ya ha pasado la época en la que muchos paparazzi tenían un sueldo de seis cifras. Ahora, para ganar mucho dinero es necesario atrapar una gran ballena blanca, como las fotos adúlteras de Kristen Stewart.

## Riesgo sistemático *versus* riesgo no sistemático

Debo admitir que acosar a los famosos con los paparazzi fue muy divertido. Salí con Baez varias veces. Me asignaba pequeñas tareas: apostarme junto a una esquina para ver quién venía o cubrirle cuando tomaba una foto de una estrella en ciernes. Me sentí como una espía en una misión. Nos daba un subidón cuando veíamos a un famoso, porque solía ser una casualidad, lo cual es precisamente parte de las razones de que los ingresos de Baez sean tan volátiles. No es de extrañar, por tanto, que Baez aplique estrategias de riesgo similares a las que se usan en los mercados financieros.

Los economistas financieros clasifican el riesgo en dos grandes categorías: la primera son los riesgos no sistemáticos, o el riesgo exclusivo de un activo particular. Supongamos, por ejemplo, que Facebook cambia a los directivos de la empresa. El futuro será incierto, y el precio de las acciones bajará debido a factores exclusivos de Facebook que no afectan a otros activos.

Los paparazzi se enfrentan a todo tipo de riesgos no sistemáticos. Lo que haga Gigi hoy —que pase tiempo con sus amigos íntimos o con conocidos, que la fotografíen saliendo del restaurante por la puerta principal o la de atrás, o que lleve un vestido negro o un chándal— determina lo que ganarán esa semana. Si Gigi deja de ser interesante o popular, el valor de sus fotos disminuirá. Las imágenes de Gigi son como las acciones: su valor depende de

factores particulares de Gigi y de un fotógrafo específico que le haga una foto en el momento adecuado.

El segundo tipo de riesgo es el sistemático, es decir, un riesgo que afecta al sistema en su conjunto en lugar de a un activo individual. El riesgo sistemático se da cuando todas las acciones suben o bajan porque el mercado prospera o se hunde, como ocurrió en 2008. Los acontecimientos que influyen en el riesgo sistemático suelen ser grandes perturbaciones económicas, como una recesión o un resultado electoral que se supone que afectará a la economía. Los riesgos sistemáticos son más difíciles de gestionar que los no sistemáticos, y los efectos nocivos son potencialmente más peligrosos. Si el mercado de acciones se desploma, nos arriesgamos a perder el trabajo y la cartera de acciones a la vez.

Un ejemplo de riesgo sistemático en el sector de los paparazzi fue la fiebre del oro y el posterior derrumbe cuando, durante la recesión, el público dejó de comprar revistas a cinco dólares. Los perjuicios del riesgo sistemático de los paparazzi se han agudizado en los últimos diez años. A todos les cuesta más ganar dinero. Muchos lo han dejado. Después de casi treinta años haciendo fotos a los famosos, Baez volvió con tristeza a la República Dominicana en el verano de 2018, con su mujer y su hijo, para buscar trabajo.

De hecho, los paparazzi experimentan los dos tipos de riesgo en mayor medida que la mayoría de los trabajadores. Son un ejemplo extremo, pero por esa razón son una ilustración valiosa de cómo detectar riesgos sistemáticos y no sistemáticos y de cómo gestionarlos. Todos nos enfrentamos a diferentes tipos de riesgo en el trabajo, en nuestras relaciones personales e incluso cuando elegimos lo que comemos.

Supongamos que decidimos probar un nuevo restaurante de sushi. El riesgo no sistemático es que sirvan pescado en mal estado y nos intoxicemos. El riesgo sistemático es una infección parasitaria del atún generalizada.

Ser capaces de distinguirlos es importante, porque determina cuál es la mejor estrategia de riesgo (nos ocuparemos de ello en los próximos capítulos). Por ejemplo, cuando buscamos una casa para comprar, el precio puede estar determinado por riesgos no sistemáticos (una nueva moda, como encimeras de hormigón en la cocina) o por riesgos sistemáticos (el mercado está en auge y los precios suben). Diferenciando los tipos de riesgo sabremos si estamos pagando de más o si es el momento adecuado para comprar.

## Es útil conocer la diferencia

La manera de gestionar el riesgo no sistemático en finanzas es comprando muchas acciones. Poseer acciones de muchas empresas significará que apenas nos afectará que una corporación quiebre debido a una mala gestión, porque hemos diversificado el riesgo en muchas empresas. No deberíamos tener acciones de la empresa en la que trabajamos porque estaremos expuestos en gran medida al riesgo no sistemático de nuestros empleados. Por ejemplo, si hubiéramos trabajado en Enron y poseyéramos acciones, habríamos perdido el trabajo, los ingresos y los ahorros para la jubilación a la vez, cuando el gran escándalo de contabilidad llevó a la empresa a la quiebra.

Los paparazzi también se protegieron del riesgo no sistemático diversificándolo. Es lo que hacen cuando forman una alianza o trabajan en equipo. Cada fotógrafo se expone a muchos riesgos, porque depende de la suerte cada día: si pilla a un famoso en público con su último amor o si una famosa sale del restaurante por la puerta de atrás donde le está esperando el fotógrafo. Una alianza de paparazzi comparte el azar y, por lo tanto, reduce el riesgo no sistemático. Esto significa que tendrá unos ingresos más estables, porque aumentará las posibilidades de hacer una buena foto.

No obstante, la tentación de hacer trampas socaba constantemente su capacidad para reducir el riesgo no sistemático. Baez se pasó toda su carrera formando alianzas, sabiendo que al final acabaría quemado, porque era la única manera de reducir el apabullante riesgo no sistemático. Valía la pena.

Pero el riesgo sistemático es más difícil de gestionar. Para medirlo, los economistas financieros se fijan en el historial de los precios de las acciones y en cuánto varían respecto al resto del mercado. Esto genera una cifra particular, que se basa en esta correlación, y que llamamos coeficiente Beta.

En la década de los sesenta, los economistas William Sharpe y John Lintner desarrollaron una teoría según la cual el coeficiente Beta puede explicar por qué unas acciones rinden más que otras.[1] El riesgo no sistemático se puede reducir con facilidad si compramos muchos tipos de acciones diferentes. Pero una acción que reduzca el riesgo sistemático es igual de valiosa, porque es más inhabitual y tiene la capacidad de reducir el riesgo de la cartera en su conjunto.

Una acción que fluctúa de forma diferente o con menos volatilidad que el resto del mercado tiene un coeficiente Beta bajo, lo cual reduce el riesgo sistemático y nos da más seguridad, de forma que también tiene una rentabilidad más baja de lo normal. Al contrario, una acción sensible al resto del mercado, que sube un 15 por ciento cuando el mercado solo lo hace un 5 por ciento, tiene un coeficiente Beta alto. Aumenta el riesgo sistemático de nuestra cartera, de modo que solo la compraremos si recibimos una buena recompensa por asumir más riesgo. Debería suponer una rentabilidad mucho más alta. Si queremos reducir riesgos en nuestra cartera, necesitamos acciones con un coeficiente Beta bajo; si queremos más rendimiento y no nos parece mal tener mucho riesgo no diversificado, necesitaremos acciones con un coeficiente Beta alto.

En la vida, tomamos un montón de decisiones con un coeficiente Beta alto.

Imaginemos que queremos volver más deprisa a casa y tenemos que elegir entre tomar una carretera secundaria o una autopista. La primera opción supone el riesgo no sistemático de que nos tapone un coche lento. La autopista probablemente es más rápida, pero tiene más riesgo sistemático, porque durante las horas punta podemos encontrar un atasco. O pongamos que nos ofrecen un trabajo en la construcción. Hay un coeficiente Beta alto, porque los empleos en ese sector salen a cuenta cuando la economía está creciendo, pero son los primeros trabajadores a los que se despide cuando hay una recesión.

Las recompensas de las imágenes de «Estrellas: son como nosotros» suponen más riesgos sistemáticos, porque son especialmente sensibles al mercado. Cuando el mercado de las fotos de famosos estaba en su esplendor, los medios pagaban de buena gana miles de dólares por estas imágenes. Pero su valor se derrumbó hasta unos pocos dólares cuando el mercado se desplomó con la recesión y la aparición de los medios digitales. Y, aun así, estas imágenes siguen siendo populares, porque son relativamente baratas y fáciles de obtener, puesto que gran parte del tiempo los famosos son como nosotros. El rendimiento relativo de estas fotos, por el tiempo y el esfuerzo, es alto si lo comparamos con otros tipos de imágenes menos sensibles al mercado.

Por ejemplo, la foto exclusiva de un bebé es lucrativa en cualquier mercado, pero puede suponer semanas de esfuerzos para que sea buena (Baez me contó que a veces debía dedicar dos semanas para lograr una foto perfecta). Como el director de un fondo de inversión, un reportero debe sopesar los objetivos y su tolerancia al riesgo para decidir a qué fotos vale la pena dedicar su tiempo.

También los paparazzi son como nosotros

El trabajo de un paparazzi es uno de los más arriesgados. Pero, hasta cierto punto, todos nos enfrentamos a niveles de riesgo sistemático y no sistemático en nuestras carreras, así que podemos aprender mucho de estos fotógrafos.

Supongamos que queremos dejar nuestro trabajo seguro y asalariado por un empleo de vendedor a comisión. Lo más probable es que ganemos más que en el trabajo asalariado porque, como vendedores, nos enfrentaremos a los dos tipos de riesgo: es un trabajo con un coeficiente Beta alto y mucho riesgo no sistemático. Por ejemplo, lo que ganemos dependerá de nuestra capacidad para vender y de la conducta de los clientes (podemos paliar este riesgo si trabajamos en equipo y tenemos muchos clientes). También tendremos riesgos sistemáticos, porque las ventas dependen del estado de la economía.

El riesgo sistemático es especialmente peligroso. En una situación económica mala, ganaremos menos o no ganaremos nada, será difícil encontrar otro trabajo, los activos se resentirán y quizá el sueldo de nuestra pareja también esté en riesgo. Cuantos más riesgos sistemáticos tenga nuestro trabajo, más expuestos estaremos.

Para averiguar qué estadounidenses están expuestos a más riesgos sistemáticos en sus ingresos, los economistas han medido, a partir de los registros de la Seguridad Social, las tendencias de los ingresos cuando la economía ha crecido o decrecido desde 1950.[2] Han descubierto un patrón con forma de U que ilustra la relación entre los ingresos y el riesgo sistemático, lo cual indica que el riesgo sistemático es más severo para aquellos que cobran muy poco o aquellos que cobran mucho, mientras que los trabajadores que reciben unos ingresos medios corren menos riesgos.

No es sorprendente que quienes menos ganan sean también los más vulnerables cuando la economía se tambalea. Trabajan en sectores con coeficiente Beta alto, como la venta al por menor, que suelen desmoronarse

cuando la economía cae. Como regla general, cuanto más ganemos, más seguros estaremos.

Pero hay una excepción: en lo que respecta a los que ganan más, la relación cambia. Por ejemplo, los que trabajan en las finanzas ganan sumas extravagantes de dinero, pero también son conscientes de que perderán su empleo cuando la economía se hunda (cuanto más riesgo sistemático asumimos, más esperamos ganar). Está claro que pocos lo sentimos por ellos. Sus ingresos son tan altos que pueden capear el temporal mucho mejor que quienes ganan el salario mínimo, esperando el cheque a final de mes, y que también serán despedidos cuando vengan mal dadas. Pero, como mínimo, parte de los altos ingresos de la industria financiera es una compensación, porque son más vulnerables a las condiciones económicas.

Si logramos un puesto de funcionario, los ingresos tendrán un coeficiente Beta bajo. Será un puesto bastante estable, independientemente del estado de la economía. Los altos cargos del gobierno suelen cobrar menos que los del sector privado, porque asumen menos riesgo sistemático.

Desde cierta perspectiva, podemos observar los datos económicos y concluir que el mercado laboral es menos arriesgado para la mayoría de los estadounidenses. En la década de los ochenta, más del 25 por ciento de los trabajadores llevaban en su puesto menos de un año. Hoy en día, esta cifra ronda el 20 por ciento, aunque el mercado pase apuros.[3] Podría ser que conservamos nuestro empleo un poco más porque la tecnología nos facilita encontrar el trabajo adecuado y reduce el riesgo sistemático de que no encajemos en él. Pero, desde la perspectiva del riesgo sistemático, nos enfrentamos a contingencias laborales más graves que son difíciles de gestionar.



## Por qué sentimos tanta angustia económica

El sustento de un paparazzi del montón se ve amenazado por los cambios en la industria editorial. Trata de gestionar el riesgo no sistemático con alianzas inestables, pero el riesgo sistemático, más grave y que podría acabar con su trabajo, es más difícil de gestionar. Podrían formar un sindicato y exigir mejores condiciones a las agencias, pero siempre les ha costado cooperar entre ellos. Y los paparazzi no son los únicos que se arriesgan a que sus empleos dejen de ser viables.

Una de las razones por las que parece que nos preocupa más nuestro futuro económico que en el pasado es que sentimos que hay más riesgo sistemático en el mercado laboral. Hace unas décadas, gran parte del riesgo laboral era no sistemático: conflictos con el jefe, un puesto inadecuado, una empresa mal dirigida. Si perdíamos el trabajo, podíamos encontrar con facilidad otro similar. Los trabajadores formaban sindicatos, se unían y exigían un salario digno y condiciones mejores, porque estaban seguros de que eran necesarios. El mercado laboral tenía sus altibajos, pero parecían relativamente fáciles de soslayar.

En la economía actual, el riesgo sistemático es más agudo. Existe la posibilidad de que la tecnología —los robots y la inteligencia artificial— nos quiten el trabajo o nos exijan habilidades que no tenemos. Si perdemos nuestro puesto durante una recesión, es posible que ya no encontremos otro parecido.

Lo que les ocurre a los paparazzi forma parte de una tendencia más general que nos amenaza a todos.

Baez y yo nos pasamos horas buscando a los Baldwin. No los vimos nunca. La información que nos dieron no era buena y la pareja ya se había ido a los

Hamptons. Esta es la vida de los paparazzi: horas de trabajo y ninguna foto que vender. Es un negocio cada vez más arriesgado y que cada vez tiene menos recompensas.

Comprendí por qué a Baez le encantaba su trabajo y le entristecía dejarlo. Es difícil describir la excitación que se siente después de esperar durante horas a una famosa, esbelta y glamurosa, con gafas de sol y chándal, y verla aparecer entre los flashes de las cámaras. Los paparazzi la espían, entusiasmados. Casi se puede palpar la adrenalina alimentando sus pasos mientras siguen a Gigi por la acera y las sonrisas de satisfacción apenas visibles bajo las cámaras que cubren sus caras.

## Regla 2

### Soy irracional y lo sé

Queremos pensar que somos seres racionales. Y, en gran medida, lo somos. Pero quizá el lugar más obvio donde presenciar nuestra irracionalidad en acción es cuando tomamos una decisión arriesgada. Es entonces cuando la naturaleza humana se interpone en nuestro camino, y a veces tomamos decisiones de las que más tarde nos arrepentimos. Que no cunda el pánico: podemos aprender cuáles son los fundamentos de la irracionalidad, qué la desencadena y cómo evitar estas trampas para tomar mejores decisiones con más frecuencia.

Lo que sentimos respecto a las pérdidas y las ganancias a veces nos puede llevar a tomar decisiones que los economistas consideran irracionales. Por ejemplo, si estamos apostando y perdiendo, deberíamos dejar de hacerlo, pero nuestra incapacidad de aceptar la pérdida nos hace seguir apostando. Quienes apuestan cada día, los jugadores profesionales y los agentes de bolsa, han aprendido a superar su aversión a la pérdida; en el capítulo 6 analizaremos cómo lo hacen.

En el capítulo 7 examinaremos cómo percibimos el riesgo. Rara vez actuamos basándonos solo en datos fríos y racionales. La percepción del riesgo depende de cómo nos presenten los datos.

Esto puede influir profundamente en nuestras decisiones, y da poder a los vendedores y legisladores sobre cómo nos comportamos y los riesgos que corremos. Tener una forma diferente de calibrar los riesgos nos dará más poder en cualquier transacción económica.

Al conocernos a nosotros mismos, cómo sopesamos los riesgos y la respuesta natural que tenemos respecto a una pérdida potencial, tomaremos mejores decisiones arriesgadas.

## Teoría prospectiva: Hacia la racionalidad

La victoria es fugaz. La pérdida es para siempre.

BILLIE JEAN KING

**A** nadie le gusta perder. Nos hace sentir fatal. Cuando nos enfrentamos a cualquier situación de riesgo, el deseo de evitar la pérdida nos puede llevar a actuar de forma contraria a como aconsejarían hacerlo los economistas financieros. Y esta conducta significa que tomaremos decisiones de las que nos arrepentiremos, de forma que perderemos todavía más. Pero si afrontamos una situación de riesgo armados con más conocimientos y experiencia, podremos mejorar nuestra conducta, aunque perder nos saque de nuestras casillas.

Pongamos como ejemplo al jugador de póquer profesional Phil Hellmuth. Su éxito depende de saber dominar las emociones. Se ha pasado años aprendiendo trucos para controlar su conducta. Cuando es necesario, ha aprendido a ser racional y mantener el control, y luego explota...

La etiqueta profesional suele dictar ciertas medidas de urbanidad. En sectores competitivos, debemos saber ser buenos perdedores. Perder es duro,

sobre todo cuando nos inunda la adrenalina, pero debemos mordernos los labios, darle la mano al adversario y felicitarle por una victoria merecida.

Phil Hellmuth no tiene paciencia para estas consideraciones. Cuando pierde un torneo de póquer, tiene un berrinche. Se levanta de la mesa, grita groserías e insulta la inteligencia del ganador (sobre todo, si su oponente es un principiante). Para ser justos, las peores críticas se las guarda para sí mismo. Caminando de un lado a otro, murmura, repasa cada mano, lo que ha jugado, lo que ha dejado pasar, y cómo podía haberlo hecho mejor contra un idiota «¡que ni siquiera sabe deletrear la palabra “póquer”!».

Hellmuth es consciente de ello, incluso subtítulo su autobiografía *Poker Brat* («El niño mimado del póquer»), que es como lo conocen en el sector. Se puede ver un montaje de sus pataletas en YouTube. Uno de sus berrinches más conocidos fue después de perder por poco contra Annie Duke en el Torneo de Campeones de 2004, una World Series del póquer a la que solo se accede por invitación cuando uno se encuentra entre los diez mejores, y en la que el ganador se embolsa dos millones de dólares (y el segundo no se lleva nada).

Después de eliminar al resto de los jugadores, Hellmuth y Duke llegaron a un trato entre bastidores: cada uno se llevaría setecientos cincuenta mil dólares, así que al menos se aseguraron algo. Volvieron a la mesa para jugar por los quinientos mil dólares restantes. Duke ganó y Hellmuth perdió los papeles, yendo de un lado a otro y gritando improperios. Lo recuerda en *Poker Brat*, donde reconoce que fue diferente a otras ocasiones:

Fue la única vez en mi vida que he actuado para las cámaras. Por desgracia, el resto de las pataletas, las que tienen millones de visitas en YouTube, son una genuina pérdida de control. Que no se me malinterprete. Sacaba humo después de haber perdido, pero los setecientos cincuenta mil dólares amortiguaron el golpe. En cualquier caso, exageré el enfado habitual y fue un buen momento televisivo. Harrah apreció mi berrinche, y también ESPN, ¡porque la audiencia del TOC 2004 superó todas las expectativas![1]

Hellmuth asegura que padece TDAH. Le cuesta mantener la concentración y se deja llevar por las emociones. En las conversaciones que mantuvimos me pareció irritable y no tenía problema alguno en mostrar sus frustraciones, lo cual no suele ser bueno para los jugadores de póquer.

Me explicó que sabe que la clave para jugar bien es la paciencia y el control, pero su interpretación de ello es diferente de lo que cabría esperar. Me describió un estilo de juego altamente disciplinado: «Jugar bien al póquer significa jugar solo un 12 por ciento de las manos. No puedes ganar dinero si juegas más del 30 por ciento, y si juegas el cien por cien, te arruinarás todos los días».

Las investigaciones sobre las partidas de póquer online estiman que la mayoría de las personas juegan muchas más manos que Hellmuth, entre el 25 y el 50 por ciento. El éxito de Hellmuth se basa en su capacidad para controlar las emociones, llamada *tilt* en el mundo del póquer, y en escoger el momento adecuado para jugar.

Los grandes jugadores de póquer no solo son pacientes, sino que también mantienen la calma, permanecen serenos, son conscientes de quiénes tienen alrededor y de cómo procesan la información. Dada la naturaleza volátil de Hellmuth, es curioso que se le considere uno de los mejores jugadores del mundo. Ha ganado quince brazaletes dorados de la World Series of Poker, tiene el récord en partidas ganadas y me asegura que está valorado en más de veinte millones de dólares.

## Hellmuth significa infierno

En 1986, Hellmuth llamó a sus padres, que vivían en Madison, Wisconsin,

para anunciarles que iba a dejar la universidad para dedicarse profesionalmente al póquer. A su padre, con múltiples títulos universitarios, no le hizo mucha gracia. Además, la carrera de Hellmuth no tuvo un inicio muy halagüeño: cinco meses después, con solo cuarenta y siete centavos en el bolsillo, llamó a sus padres desde Las Vegas para que le enviaran dinero. Su padre estuvo a punto de no coger el teléfono, pero al final su madre le mandó el dinero, dejándole claro que sería la última vez.

Tres años después, con su padre de testigo, Hellmuth se impuso a Johnny Chan, vestido con un chándal Fila y por entonces el campeón de póquer, y ganó su primera World Series en la versión *Texas hold'em* sin límite de apuestas.

El mundo del póquer profesional es una subcultura única, con un lenguaje y una vestimenta particulares, inaccesibles para los extraños. La ferviente base de fans mira las partidas por televisión o en directo durante horas, obsesionada con las estadísticas, y apuesta por los jugadores o las partidas. Ganar en póquer depende de la suerte y la habilidad. La suerte consiste en tener una buena mano. La habilidad es saber cuándo y cómo apostar, y tener la disciplina y la capacidad para adivinar lo que están haciendo el resto de los jugadores.

Hellmuth se dio cuenta desde el principio de que debía controlar sus impulsos para triunfar: «Supongo que lo que significaba era que debía tener la disciplina de un monje si quería ganar. Tuve que ejercitar la paciencia de forma implacable y no permitir que las emociones negativas me afectaran».

Se tomó la parte monacal al pie de la letra y durante los años que le llevaron a ganar su primera World Series no bebió y fue célibe. Controlar sus emociones supuso una batalla constante. En ocasiones jugaba impulsivamente, perdía y se reprochaba los errores cometidos. Sus ingresos también fluctuaron de forma radical, ganando cientos de miles de dólares en un torneo y



perdiéndolo casi todo en el siguiente.

Mantener a raya las emociones era extenuante. Incluso llegó a desmayarse en uno de sus primeros torneos. A pesar de que el autocontrol sigue siendo una lucha constante, Hellmuth reconoce que con los años cada vez es más fácil dominar sus impulsos. Sigue perdiendo los papeles en ocasiones, pero se ha propuesto ser el maestro del riesgo bajo presión. Entre bastidores, ha implementado una estrategia ponderada: Hellmuth no solo controla sus excesos conductuales, sino que los ha convertido en una marca ganadora.

## Por qué odiamos perder

Hellmuth es un caso extremo, tanto por su temperamento como por la carrera que ha escogido. Pero si él ha logrado salir adelante, entonces cualquiera debería poder hacerlo, porque él, como todos nosotros, debe controlar los comportamientos típicos que adoptamos cuando nos enfrentamos al riesgo.

Si dejamos que las emociones se entrometan en nuestra toma de decisiones cuando hay riesgo en juego (y todos lo hacemos), entonces no calibraremos con precisión los riesgos o seguiremos adelante sin un objetivo claro. Pero incluso cuando tenemos claro el objetivo y los riesgos, tomamos decisiones que no parecen ser las que más nos benefician.

Al calcular el riesgo, la forma racional de estimarlo es pensar en todas las posibilidades y sopesar su probabilidad. Si lo más probable es que consigamos algo que queremos, será un riesgo que merezca la pena asumir. Pero, como personas, no somos frías, racionales, ni estamos siempre calculando cifras. Añadimos un valor emocional que nos incita a creer que algo pasará.

Supongamos que estamos pensando si ir o no a una cita que hemos

concertado por Tinder. Basándonos en nuestra experiencia, creemos que hay un 5 por ciento de posibilidades de que la cita sea un desastre total. Nos darán un sermón sobre alguna teoría conspirativa de cariz político, junto con algunas frases despectivas y sutiles sobre nuestra edad y aspecto. Hay un 60 por ciento de posibilidades de que la cita sea agradable, pero no habrá química, y la conversación será incómoda y tensa. Hay un 30 por ciento de posibilidades de que nos guste lo suficiente para quedar durante tres meses y luego romper sin que nos preocupe mucho. Y, por último, hay un 5 por ciento de posibilidades de que la cita sea increíble y que acabemos pensando que hemos conocido al amor de nuestra vida.

Decidir si vamos o no a la cita no depende de que haya un 35 por ciento de posibilidades de que vaya bien y un 65 de que vaya mal. Si lo consideráramos de esta manera, nunca saldríamos de casa.

A cada resultado potencial le atribuimos emociones profundas. Cómo nos hace sentir, o cómo valoramos cada posibilidad es lo que los economistas llaman utilidad. La expectativa de una buena relación nos da tanta alegría, o una gran cantidad de utilidad, que estamos dispuestos a ir a una cita que probablemente vaya mal.

En el ejemplo de la cita, el optimismo nos hace levantarnos del sofá. Estamos dispuestos a arriesgarnos para encontrar el amor. Sin embargo, en lo que respecta a la mayoría de las decisiones de la vida, solemos dar más importancia a los resultados negativos.

El científico del siglo XVIII Daniel Bernoulli (el sobrino de Jakob Bernoulli del capítulo 4: ¡era una familia sumamente impresionante y competitiva!) hizo la observación de que cuando tomamos una decisión arriesgada y sopesamos las diferentes posibilidades, lo importante es cómo nos hace sentir el resultado, no el valor en sí (aunque sea dinero). En la mayoría de las situaciones, los economistas como Bernoulli presumen que damos menos valor

al dinero a medida que vamos teniendo más. Mil dólares no son nada para un millonario, pero es una cantidad importante para alguien que dependa de los servicios sociales. La disminución de la utilidad del dinero explica por qué sentimos aversión por el riesgo. Preferimos la certidumbre al riesgo.

Supongamos que nos propusieran una apuesta:

A: 45 dólares por algo seguro

B: el 50 por ciento de probabilidades de ganar cien dólares o el 50 por ciento de probabilidades de no ganar nada

Si las emociones no interfirieran en la ecuación, el resultado que podemos esperar de la apuesta es:

$$A = 45 \text{ dólares}$$

$$B = 0,5 \times 100 + 0,5 \times 0 = 50 \text{ dólares}$$

Arriesgarse casi siempre nos saldrá a cuenta. Pero los economistas presuponen que cuando factorizamos el valor que se le atribuye al valor incremental, el resultado seguro es más atractivo, y las personas escogeremos mayoritariamente los cuarenta y cinco dólares. Aceptaremos menos dinero si se nos garantiza algo seguro, porque sentimos aversión por el riesgo.

Esta aversión al riesgo es la razón de que los activos con bajo riesgo sean menos rentables. Los activos más arriesgados dan la posibilidad de ganar más, porque se debe compensar a los inversores por el riesgo que corren. Por eso una cuenta bancaria simple y sin riesgo apenas genera interés alguno, pero un fondo de inversión compuesto de muchos tipos de acciones normalmente produce unos beneficios de un 5 por ciento extra al año.

Los economistas creen que el riesgo nos produce animadversión, pero no

solo respecto al dinero, sino en casi todos los aspectos de la vida. Salimos pronto para llegar a tiempo al aeropuerto. No dejamos que nuestros hijos vuelvan solos a casa. Es posible que prefiramos un trabajo seguro en una empresa establecida que un empleo en una *start-up*. Los economistas también consideran que somos congruentes respecto a la aversión del riesgo, y que siempre preferiremos lo seguro a la apuesta.[\*]

Pero aquí no acaba la historia. A veces tomamos decisiones que no concuerdan con esta explicación simple. En el siglo xx, dos psicólogos, Amos Tversky y Daniel Kahneman, aunaron la economía y la psicología para idear la teoría prospectiva, que afirma que, al sopesar diferentes opciones, el valor que les damos depende de cuánto dinero tenemos al comienzo y de si existe la posibilidad de perder algo. Los humanos no solo sentimos aversión por el riesgo, sino que odiamos perder cualquier cosa, ya sean veinte dólares o una camiseta gratis.

He aquí otro ejemplo: Bob, un jugador de póquer no profesional, tiene un millón de dólares. Phil, en cambio, tiene diez millones. Les proponen una apuesta que cambia la importancia de su valor neto:

A: un 50 por ciento de probabilidades de acabar con un millón o un 50 por ciento de probabilidades de acabar con diez millones, o

B: acabar con cinco millones con seguridad

Kahneman y Tversky argumentan que Bob escogerá de buena gana la opción B, porque hay

A: un 50 por ciento de probabilidades de quedarse con un millón, y un 50 por ciento de probabilidades de multiplicar por diez su riqueza, o

B: un cien por cien de probabilidades de quintuplicar su riqueza

Como predijo Bernoulli, el valor incremental de otros cinco millones cuando Bob ya tiene cinco asegurados no merece el riesgo. Rechaza el riesgo de estas ganancias potenciales.

Pero cuando a Phil, que tiene diez veces más dinero que Bob, le ofrecen la misma apuesta, su visión es diferente. Desde su perspectiva, las opciones son:

A: un 50 por ciento de probabilidades de perder nueve millones y un 50 por ciento de probabilidades de no perder nada, o

B: un cien por cien de probabilidades de perder la mitad de su valor neto

Frente a la posibilidad de una pérdida segura o un 50 por ciento de probabilidades de no perder nada, Phil se decantará por la apuesta arriesgada. La teoría prospectiva sostiene que los humanos optaremos por el riesgo, o estaremos dispuestos a exponernos a mayores pérdidas y desentendernos de la certidumbre, cuando nos propongan varias situaciones de pérdidas.

Antes de la teoría prospectiva, los economistas presumían que siempre sentíamos aversión por el riesgo. Pero, en este caso, Bob prefiere no arriesgarse cuando solo puede ganar dinero, y Phil acepta el riesgo porque la mayoría de las opciones implican perder y ninguna implica ganar. Los puntos de referencia, o cuánto tenemos al empezar, determinan cómo sopesamos las decisiones arriesgadas y qué haremos con más probabilidad.

Es difícil afirmar si la conducta que predice la teoría prospectiva siempre tiene como resultado malas decisiones. Un resultado diferente de lo que predicen los economistas clásicos no es necesariamente bueno o malo. Podemos pensar en situaciones en las que sopesar el riesgo basándonos en nuestro punto de referencia tenga sentido. No sé cómo sería perder cinco millones de dólares y que solo me quedaran otros cinco millones, pero puedo

imaginarme que es algo que angustiará mucho a Phil y provocará un cambio profundo en su vida. Seguramente, tener cinco millones le hará sentir peor que a Bob. Incluso los economistas clásicos consideran que es peor haber sido rico y perder el dinero, que no haber sido rico nunca.

Otra consecuencia de la aversión a la pérdida que tiene como resultado que corramos más riesgos de los necesarios y de los que toleraríamos normalmente se llama «efecto del punto de equilibrio». Fue identificado por primera vez por los economistas conductuales Richard Thaler y Eric Johnson, que argumentan que cuando perdemos dinero y tenemos la posibilidad de recuperarlo de inmediato, o incluso ganar más, no solo corremos más riesgos, sino que son mayores y, por lo tanto, estamos expuestos a más pérdidas.[2] Si queremos evitar pérdidas, lo mejor sería dejar de apostar. El efecto del punto de equilibrio explica nuestra convicción de que la próxima mano de blackjack o la próxima moneda que insertemos en la tragaperras compensará las pérdidas o recuperaremos el dinero y un poco más.

Supongamos que jugamos una sola mano de póquer y que disponemos de quinientos dólares. Después de ver las cartas, debemos decidir si apostamos o no los quinientos dólares por un bote de ochocientos, o si abandonamos la partida. Si creemos que hay un 50 por ciento de posibilidades de ganar los ochocientos dólares y un 50 por ciento de posibilidades de perder los quinientos, lo más probable es que no apostemos, porque, como predice la teoría prospectiva, perder quinientos dólares nos hace sentir mucho peor que ganar ochocientos.

Pero si nos propusieran la misma apuesta y acabáramos de perder quinientos dólares en la mano anterior, el efecto del punto de equilibrio predice que aceptaremos. Ahora la apuesta es recuperar lo que hemos perdido (y trescientos dólares más), o asumir una pérdida mayor: mil dólares. La teoría predice que somos menos sensibles a las pérdidas incrementales

después de haber perdido mucho.

## El efecto del punto de equilibrio en la práctica: el mundo del póquer online

Ahora, la estrategia conservadora de Phil Hellmuth sobre qué manos jugar tal vez parezca revolucionaria. Desarrolló esta filosofía después de ver con qué frecuencia el efecto del punto de equilibrio acababa con jugadores de póquer de primera categoría. «Generalmente, forma parte de la naturaleza humana que, cuando perdemos, no queremos dejar de jugar y apostamos un poco más en esa partida en particular —me explica—. Muchos grandes profesionales apuestan un poco cuando no les va bien y juegan manos que no deberían jugar, porque piensan que podrán recuperarse gracias a sus habilidades. Quizá funciona un 30 por ciento de las veces.»

Hellmuth ha visto jugadores que tienen suerte cuando juegan de forma agresiva, lo cual los lleva a creer que si juegan de esta manera cuando les va mal recuperarán su dinero. La mayoría de las veces, el 70 por ciento según sus estimaciones, no funciona y pierden más dinero. Hellmuth atribuye su éxito a no caer en esta trampa.

Los economistas de Pomona College llegaron a la misma conclusión después de estudiar la conducta de los jugadores en una sala de póquer online, donde se jugaba a *Texas hold'em*.<sup>[3]</sup> Registraron lo que ocurrió en más de medio millón de manos con mil seiscientos nueve jugadores entre enero y mayo de 2008. Analizaron casos en que los jugadores ganaban o perdían mil dólares y cómo jugaban las siguientes doce manos.

Estimaron que, después de perder, casi dos tercios de los jugadores se dejan llevar y es más probable que sigan apostando. El patrón se cumplía en

todas las categorías. Los resultados fueron incluso más contundentes respecto a la agresividad, o a la frecuencia con que los jugadores subían las apuestas. La mayoría jugaban de forma más agresiva después de haber perdido dinero.

Un estudio posterior sobre los jugadores de póquer online obtuvo resultados similares.[4] Se observó que los jugadores corrían riesgos mayores cuando no les iban bien las cosas y jugaban de manera más conservadora, o apostaban menos del 20 por ciento de las veces, cuando les iba bien. Los investigadores también se percataron de que los jugadores más experimentados, como Hellmuth (que solo juega un 12 por ciento de las partidas), eran capaces de resistirse a este patrón y jugar de forma congruente, les fuera bien o mal.

## ¿Importa que seamos irracionales?

Un agente de bolsa de la Cámara de Comercio de Chicago que ha perdido dinero por la mañana es un 15,5 por ciento más probable que corra más riesgos por la tarde que un agente que ha obtenido beneficios.[5] Aunque es posible que los agentes especialmente agresivos tengan un impacto en los precios del mercado, el comercio más racional de agentes sin prejuicios estabiliza cualquier diferencia de precio al final del día.

Pero otros ejemplos de finanzas demuestran que la teoría prospectiva puede, en ocasiones, tener un efecto en el mercado. Pensemos, por ejemplo, en que es menos probable que vendamos una acción que baja de precio que una que sube. Es más probable que, si ganamos, queramos seguir ganando, pero la aversión a la pérdida provoca que sea más probable que vendamos una acción que sube que otra que baje.[6]

Los seres humanos tomamos decisiones arriesgadas de forma incoherente. Todos los economistas están de acuerdo en esto, pero muchos no están



convencidos de que tenga un efecto significativo en los precios de las acciones o en el mercado. Después de todo, sin duda alguien pensará que le es beneficioso controlar sus prejuicios y aprovecharse de los demás, como hace Hellmuth en el póquer. Y ahora que cada vez más transacciones se hacen a través de programas informáticos, que no son tan emocionales, los mercados quizá sean más racionales que nunca.

¿Dar por sentado que las personas somos racionales a la hora de correr riesgos es una presunción inocua y simplificada o un punto ciego importante? El debate sigue vivo entre los académicos, y dado que las diferentes tesis son difíciles de probar de forma definitiva, el dilema seguramente no se resolverá nunca. Algo en lo que todo el mundo está de acuerdo es que más conciencia y educación puede cambiar nuestra conducta y facilitar que tomemos mejores decisiones de riesgo.

Los estudios exponen que las personas con más experiencia en tomar decisiones arriesgadas, como Phil Hellmuth, son menos proclives a temer las pérdidas. [7] La experiencia y la educación pueden transformar nuestra manera de correr riesgos. Cuanto más lidiemos con el riesgo, mejor lo gestionaremos. Pero nuestros prejuicios naturales siempre estarán presentes. Superarlos, a veces, solo consiste en autocontrolarnos.

## Correr riesgos como un campeón de póquer

Para tener éxito en el póquer o en cualquier situación arriesgada, no debemos dejarnos llevar por la emoción o la agresividad cuando perdamos. Podemos desarrollar reglas personales para evitar esta conducta. Por ejemplo, nos podemos prometer que no haremos más apuestas cuando tengamos menos de cien dólares. Pero debemos ser conscientes de que es difícil cumplir estas

reglas si nos abruma las emociones y la próxima mano puede hacer que recuperemos todo lo que hemos perdido.

También podemos perfeccionar las habilidades que necesitamos para que, cuando de verdad sea importante, permanezcamos en calma y esperemos a la mano adecuada. Así es como Phil Hellmuth, conocido por sus berrinches, ha logrado ser un campeón de póquer. Incluso después de treinta años jugando como profesional, Hellmuth sigue batallando con su temperamento. A continuación, presento las estrategias que utiliza para controlar sus emociones y tomar las decisiones que aumenten las probabilidades de ganar una mano.

#### NO TENER NUNCA DEMASIADO DINERO PROPIO EN JUEGO

Hellmuth sigue una regla estricta: siempre que va a un torneo, no apuesta más de diez mil dólares de su dinero personal. Con frecuencia participa en torneos de altos vuelos en los que la cantidad mínima exigida son decenas de miles de dólares. Lo aprendió a las malas cuando tenía veinte años y comenzaba, con buenas intenciones, limitando el efectivo para apostar, pero luego perdía y acababa apostando más de lo que había planificado, con la esperanza de recuperar lo perdido.

A pesar de estas malas costumbres, Hellmuth ya era rico con treinta años. Se empezó a dar cuenta de que otros jugadores se estampaban contra un muro: tenían el talento para ganar, pero confiaban demasiado en sí mismos y acababan perdiendo. Hellmuth determinó que, cuando su valor neto bajara de un millón, limitaría la cantidad que podría perder. Desde entonces, participa en grandes torneos *staked* (cuando inversores externos ponen dinero para que lo apueste el jugador y comparten las ganancias).

Esto significa que Hellmuth sigue pudiendo ganar grandes cantidades de

dinero sin la posibilidad de perder mucho. También le permite no desesperarse demasiado cuando le van mal las cosas, porque lo peor que puede ocurrirle es que pierda una pequeña fracción de su valor neto. Cuando le pregunté si limitar la exposición le previene de correr demasiados riesgos, Hellmuth respondió: «Nunca tengo un día terrible. Ya estoy muy molesto e irritado solo porque odio perder». Ejemplifica una versión extrema de cualquiera de nosotros.

A la mayoría de nosotros nadie nos subvenciona las pérdidas. Pero Hellmuth nos puede enseñar algo. Renuncia a parte de sus ganancias potenciales para no poner demasiado dinero propio en juego. Todos podemos hacerlo si limitamos los riesgos que corremos, lo cual se conoce como cobertura (lo explicaré en el capítulo 9 con más detalle). Puede consistir en equilibrar una cartera de acciones con bonos o en no aceptar una subida de sueldo en lugar de una participación de acciones en la empresa que trabajamos. El principio es el mismo: cuando tenemos menos que perder, somos más racionales.

#### ELIMINAR EL RIESGO NEGATIVO EXTREMO

En la autobiografía de Hellmuth se relata con todo lujo de detalles cada mano de todas las partidas importantes en las que ha participado. Lo que más sorprende a un aficionado no tan entusiasta del póquer son los acuerdos colaterales que hace con los otros jugadores. En un momento crucial de la partida, los dos jugadores se toman un descanso, desconectan los micrófonos y se van a un lugar apartado. Allí acuerdan compartir el premio y que el ganador se lleve algo extra, como hizo con Annie Duke en el Torneo de Campeones de 2004.

Embolsarse una cantidad asegurada (gane o pierda), además de estar cubierto porque otros han invertido en él, ayuda a Hellmuth a concentrarse. La agresividad o el miedo no le dominan, porque no se enfrenta a una gran pérdida.

En la vida diaria podemos seguir el ejemplo de Hellmuth contratando un seguro. Los beneficios de los seguros los explicaré de manera más extensa en el capítulo 10. Básicamente, al llegar a un acuerdo colateral, Hellmuth está contratando un seguro, porque le pagarán si pierde y le pagarán más si gana. Podemos contratar un seguro por si se incendia la casa, por si nos roban o por si tenemos un accidente de coche. E, igual que la estrategia de Hellmuth, nos hace estar más tranquilos, porque una pérdida no nos costará tanto.

RECORDEMOS: «SOLO ES UNA MANO DE MUCHAS MÁS»

Hellmuth practica lo que los psicólogos conductuales llaman «ampliar el marco»: nunca siente presión a la hora de jugar una mano o de retirarse, aunque tenga una mala racha, porque se recuerda a sí mismo que es una mano de muchas. No solo sopesa las probabilidades de una mano específica, sino también su posición relativa respecto a la partida o el torneo.

Dado que las partidas de Hellmuth suelen durar más de ocho horas, es fácil que pierda la perspectiva cuando está perdiendo y corra grandes riesgos en una sola mano para intentar recuperarse. Pero entonces se recuerda que debe considerar cada mano como una parte de algo más grande: la partida.

Pensemos en ampliar el marco como jugar a largo plazo. Por ejemplo, no deberíamos consultar la cartera de acciones con demasiada frecuencia. Si estamos invirtiendo a largo plazo, un mal día en el mercado, o incluso unos malos meses, serán algo pasajero. No es el momento de vender las acciones.

Enmarcar una decisión arriesgada individual como parte de una apuesta más amplia nos ayudará a pensar con claridad y evitar reacciones exageradas a pérdidas temporales.

#### EVITAR EL EXCESO DE CONFIANZA PARA SEGUIR CONCENTRADOS

No cabe duda de que Hellmuth se siente orgulloso de su éxito. Pero, en lo que al póquer respecta, no pierde ocasión de mostrar su humildad. Dice que le ayuda a seguir concentrado. En la partida puede ocurrir cualquier cosa, no importa lo buenos que seamos. Incluso en la mejor racha, todavía podemos perderlo todo.

Hablé con él después de varias victorias importantes. Ganó a jugadores de primer nivel en torneos de categoría y recibió muchas alabanzas, pero un conocido jugador de póquer tuiteó que Hellmuth estaba sobrevalorado. En lugar de defenderse, Hellmuth le pidió que hiciera una lista de cuarenta jugadores mejores que él, y se explicó: «Una voz que duda de mí y no cree que sea bueno... A veces me nutro de la energía de los incrédulos. Me motiva».

Hellmuth asegura que el exceso de confianza hace que corramos riesgos innecesarios y que juguemos manos que no deberíamos jugar porque estamos demasiado seguros de nuestro talento. También provoca que nos concentremos menos, y la concentración es el elemento más importante para ganar torneos de póquer o correr cualquier riesgo que decidamos asumir.

Por supuesto, decidir ser un jugador de póquer profesional es algo arriesgado, sobre todo si además implica dejar la universidad. Es el tipo de decisión que requiere mucho optimismo. Hellmuth padece de forma natural un exceso de confianza, y asegura que eso puede poner en peligro su juego.

La mayoría de nosotros no tenemos el carácter necesario para buscar de

buena gana críticas en Twitter, pero la estrategia de Hellmuth ilustra por qué es positivo recabar diferentes puntos de vista y estar abierto a relacionarnos con aquellos que no siempre comparten nuestras opiniones. Evitaremos el pensamiento de grupo si formamos un equipo de personas que aborda los problemas desde diferentes perspectivas o si entablamos un debate sobre política con alguien que piensa diferente. De esta forma seremos más conscientes de los riesgos negativos y veremos con más claridad cómo protegernos de ellos.

El ejemplo de Hellmuth nos enseña que debemos tener suficiente confianza para correr un riesgo —convertirnos en jugador de póquer profesional o trabajar en una *start-up*—, pero, una vez hayamos tomado la decisión, lo mejor es adoptar una perspectiva de aversión al riesgo: no debemos reaccionar tanto a las pérdidas, sino ser congruentes con los riesgos que corremos empleando estrategias de gestión de riesgo para que nunca podamos perder demasiado y logremos concentrarnos en el éxito.

## La percepción equivocada del riesgo: Pensé que nunca me pillarían

El poeta debería preferir imposibilidades probables que improbables posibilidades.

ARISTÓTELES

**T**odos hemos caído alguna vez. El bote de la lotería es el mayor de la historia y, mientras esperamos en la cola del supermercado, vemos el cartel de «No puedes ganar si no juegas» y compramos un boleto.

Jugar no aumenta las probabilidades de ganar, al menos no de manera significativa. Matemáticamente, la diferencia entre cero y uno entre tropecientos millones (las probabilidades de ganar la lotería) es demasiado ínfima para tenerse en cuenta. Pero no lo sentimos así. Comprar el boleto crea la posibilidad de ganar, aunque sea minúscula, y damos mucha importancia a esa posibilidad infinitesimal.

Un cálculo de riesgo racional e inteligente sería no dar tanta importancia a algo tan improbable. Si pensáramos como un economista financiero, la importancia que deberíamos darle tendría que ser equivalente a las probabilidades de ganar la lotería de verdad. Pero nadie lo hace, y esta es la razón de que se vendan tantos boletos. Sabemos que la probabilidad real es de una entre tropecientos millones, pero nos comportamos como si fuera mucho

mayor.

La interpretación de las probabilidades suele depender de cómo nos presentan los datos. El cartel junto a la caja registradora «No puedes ganar si no juegas» nos plantea la posibilidad en la cabeza y ganar ya no es tan descabellado. Es posible que no compráramos el boleto si el cartel dijera: «Es desmesuradamente improbable que ganes».

La lotería es otro ejemplo de la creencia en tener más posibilidades de las reales. Cuando tomamos una decisión arriesgada, lo racional es determinar el riesgo sopesando cada resultado posible y su probabilidad. No obstante, las probabilidades reales y las que presumimos que tenemos cuando tomamos una decisión con frecuencia no concuerdan.

En el caso de la lotería, creemos que tenemos más probabilidades. En otras ocasiones subestimamos la posibilidad de que pase algo. El crimen es un ejemplo de un cálculo de riesgo tremendamente equivocado. Se cometen crímenes por muchas razones: desesperación, malas intenciones y sed de violencia, codicia, arrebatos de juventud y falta de oportunidades legítimas para ganarse la vida. Pero todos los criminales, desde el joven de dieciocho años que trafica con drogas de vez en cuando hasta el veterano de cincuenta y cinco que se aprovecha de información privilegiada, comparten una característica: creen que no los pillarán, aunque lo más probable es que así sea.

Si alguien ha vivido en el área de la ciudad de Nueva York durante las décadas de 1970 y 1980, lo más probable es que recuerde Crazy Eddie, una tienda de electrónica que abrieron Eddie Antar, su primo y su padre, por su ubicua campaña publicitaria. En las cuñas de la radio se oía al DJ local Dr. Jerry Carroll gritando lo baratos que eran los aparatos electrónicos, y acababa



con un «Crazy Eddie, ¡precios de LOCU-U-U-U-U-RA!». El anuncio se convirtió en un hito cultural de la época, se parodió en *Saturday Night Live* y apareció en la película *Splash*, protagonizada por Tom Hanks.

Resulta que Crazy Eddie era la tapadera de una operación criminal dirigida por la familia. La tienda vendía aparatos electrónicos baratos, pero donde ganaban casi todo el dinero era declarando menos ventas, evadiendo impuestos y embolsándose las tasas de las ventas. Este plan supuso una cantidad nada despreciable para los Antar, unos siete millones de dólares.[1] Pero querían más.

Dos años después de abrir, Eddie contrató a su sobrino, Sam Antar, como reponedor. «Yo era el raro de la familia. A los doce años leía el *Wall Street Journal* cuando todos los demás leían tebeos. Consideraron que era alguien digno de una educación», me dijo Sam. Eddie le pagó la universidad para que estudiara contabilidad, con la esperanza de que algún día pudiera planear fraudes mayores. «Me pagaban por ir a la universidad. Imagínate sacarte un doctorado en economía y que alguien te esté pagando por ir a clase.»

Cuando le dije que a mí me habían pagado el doctorado, que las universidades a menudo financian a los estudiantes posdoctorales, se rio. «Eso está bien. Yo me saqué un doctorado en malditos criminales.»

## Sin duda, una locura

Después de acabar la universidad en 1979, Sam Antar reunió a su familia y explicó su plan para sacar a bolsa Crazy Eddie, es decir, vender la propiedad de la cadena al mercado de acciones. Necesitaban unos pocos años para preparar la Oferta Pública de Venta (OPV): cuanto más alto fuera el precio de las acciones en la OPV, más ganarían los Antar. Así que, de camino a la OPV,

empezaron a declarar más de lo que ganaban de verdad y pagaron más impuestos de los que debían para aparentar que las tiendas eran más rentables. Unos beneficios al alza atraerían a los inversores e incrementarían los precios de las acciones.

Dirigir una empresa que evade impuestos es arriesgado. Pero sacarla a bolsa es otro nivel. Propicia un escrutinio más profundo de las autoridades y, cuando personas externas fueran dueñas de la cadena, los Antar tendrían menos control. Le pregunté si habían sopesado estos riesgos aquella fatídica noche de 1979 y Sam me explicó por qué no lo hicieron:

Habíamos sido una empresa criminal desde 1969, y yo formaba parte de ella desde 1971. En 1979 no había razón para pensar que, después de años de éxito, el plan no iba a tener éxito. Por supuesto que íbamos a triunfar. Tomaría medidas y nos fundamentaríamos en los éxitos anteriores. Me dio la suficiente confianza para cometer el delito. Poco a poco, cada vez se hace más grande, lo cual me ayudó a llegar a niveles cada vez más altos.

Sam trabajaba para los auditores, así que conocía todos los trucos de contabilidad y cómo engañarlos. La familia supuso que era lo bastante listo para ir un paso por delante de los auditores y las autoridades. Y así fue durante un tiempo: distrajo a los auditores, casi todos hombres, llenando la oficina de jóvenes y atractivas trabajadoras.

Aun así, es sorprendente que los Antar pensaran que podían organizar tal estafa y que no los iban a pillar nunca. Llenar las ondas con los anuncios más memorables de la década fue parte del delirio colectivo. Si tenemos en mente llevar a cabo un fraude masivo, mantener un perfil bajo habría sido una estrategia más prudente.

En 1984, las acciones tenían un precio en bolsa de ocho dólares cada una. Con unos beneficios que cada vez parecían crecer más, también aumentó el tamaño de la cadena y el precio de las acciones.

En el punto álgido, Crazy Eddie tenía cuarenta y tres tiendas y declaró trescientos cincuenta y tres millones en ventas, pero, sobre el papel, era incluso aún más rentable gracias a la manipulación de los Antar. La familia siguió vendiendo sus acciones y se embolsó más de sesenta millones de dólares.[2]

Pero la presión aumentó cuando el negocio se desinfló. La venta al por menor de aparatos electrónicos no era tan beneficiosa como antes, así que los Antar aumentaron el riesgo criminal: transfirieron el dinero que habían lavado en la década de los setenta y que estaba en bancos extranjeros y lo introdujeron en Estados Unidos vía Panamá para inflar los ingresos. Paradójicamente, acabaron pagando todos los impuestos que habían evadido en el pasado, pero mereció la pena, porque les permitió vender acciones por más dinero.

El negocio siguió empeorando. En el año fiscal de 1987, Crazy Eddie declaró un beneficio de veinte millones seiscientos mil dólares cuando, de hecho, había perdido varios millones.[3] La riqueza unió a la familia, pero cuando el dinero empezó a escasear, los vínculos se debilitaron. Eddie culpaba a su padre de que le hubiera dicho a su mujer que tenía una amante. Los rumores de peleas familiares y un mercado electrónico a la baja preocuparon a los inversores. El valor de las acciones de Crazy Eddie se desplomó de los veintiún dólares con sesenta y cinco centavos por acción a los cinco dólares. Las acciones que les quedaban a los Antar, por entonces el 5 por ciento de la compañía, apenas valían nada. Estos bajos precios implicaban la posibilidad de que alguien comprara gran parte de las acciones, se adueñara de la empresa y descubriera el fraude.

Los Antar trataron de recomprar la compañía, pero no encontraron financiación y otros presentaron mejores ofertas. Un inversor adquirió la empresa y echó a los Antar. Unas dos semanas después, el nuevo propietario

descubrió que el inventario de Crazy Eddie estaba sobrevalorado en más de sesenta y cinco millones de dólares.[4] El juego había terminado.

Eddie escapó a Israel, donde fue detenido. Sam Antar se volvió en contra de su familia y empezó a colaborar con el FBI y la SEC para preparar la acusación de fraude. No le fue mal: multas y seis meses de arresto domiciliario. A Eddie lo sentenciaron a ocho años de prisión, nunca más habló con Sam Antar y «murió amargado» en 2016.

Además de con Sam Antar, tuve conversaciones con varios hombres que habían salido recientemente de la cárcel. Nos reunimos en Fortune Society, una organización sin ánimo de lucro de Queens, Nueva York, que les ayuda a reintegrarse en la sociedad. La mayoría de ellos no tenían estudios ni habían vivido en la abundancia como Sam Antar, pero compartían el mismo exceso de confianza respecto a sus delitos. Residían en comunidades donde muchos de sus amigos y parientes acaban en prisión, así que les pregunté si conjeturaban que también un día los pillarían a ellos. Todos respondieron variantes de lo mismo. «No, pensé que era más listo que los demás», me dijo uno.

Dada la naturaleza de su trabajo, la gestión del riesgo suele estar presente en la mente de los criminales. Todos los exconvictos con los que hablé me explicaron sus estrategias de cobertura. Pero cuando pensamos en delincuentes, no solemos detenernos en intrépidos prudentes. Probablemente se deba a que la decisión de cometer un crimen supone desde el principio un riesgo extremadamente alto. No obstante, muchas personas optan por esta vía cada día, en gran medida porque las probabilidades de que los pillen son con frecuencia mucho más altas de lo que creen.

# Comprendemos mal las probabilidades

Aunque seguramente no hemos sopesado la posibilidad de perpetrar un fraude masivo, sin duda en muchas ocasiones hemos subestimado las probabilidades de que un riesgo se convierta en realidad. Podría tratarse de una decisión de largo alcance, como mudarse a Hollywood para ser una estrella o jugar a la lotería cada semana. Las probabilidades que atribuimos a que ocurra algo — ganar un Oscar o la lotería— son nuestra forma de calibrar los riesgos y tomar decisiones. Si el cálculo es erróneo, y con frecuencia lo es, puede socavar incluso los más sesudos análisis de riesgo.

Por ejemplo, después del 11 de septiembre de 2001, muchas personas tenían miedo de volar y decidieron, en cambio, ir en coche. Estadísticamente, conducir es más peligroso que ir en avión. Un estudio estima que el miedo a volar después del 11-S supuso mil seiscientas muertes más en accidentes de tráfico.[5] Todos sabemos que conducir es más peligroso que volar, pero la imagen de un accidente aéreo particularmente horripilante que aparece a cada momento en las noticias modifica el cálculo del riesgo.

A menudo, la razón por la cual corremos riesgos depende de cómo percibimos las probabilidades. Las formas más comunes de equivocarnos con ello son las siguientes:

1. Sobrestimamos la certidumbre. Al hacerlo, ni siquiera somos conscientes de que la decisión implica un riesgo. Suponemos que, si compramos una casa, los precios siempre subirán. O nos mudamos a Hollywood porque pensamos que somos más guapos o que tenemos más talento que los demás.

Los Antares nunca pensaron que los pillarían. Creyeron que Sam siempre iría un paso por delante de la SEC y el IRS. El resto de los delincuentes

que he entrevistado tampoco creyeron que una posibilidad era acabar en la cárcel.

2. Sobrestimamos el riesgo de acontecimientos improbables. Presumimos que algo remoto y terrible es más probable de lo que realmente es. Esta es la razón de que muchas personas tengan más miedo a volar que a ir en coche, aunque sepan que sea más probable morir en un accidente de tráfico. Un accidente aéreo es especialmente horrible y, por lo tanto, le atribuimos más probabilidades.
3. Damos por descontadas correlaciones que no existen. Después de que nos den algunas buenas manos en el póquer, podríamos pensar que estamos en racha y que el resto de las manos serán igualmente buenas. De hecho, el resultado de una mano no tiene nada que ver con las anteriores.

Respecto al crimen, salir airoso una vez, o varias, crea la ilusión de que nos irá bien la siguiente. Los Antar supusieron que, dado que no les habían pillado con la evasión de impuestos, podrían defraudar fácilmente con las acciones. Se equivocaron de nuevo, y los éxitos previos les llevaron a correr mayores riesgos y perpetrar el fraude.

4. Damos mucha importancia a acontecimientos probables o improbables y apenas nos fijamos en las posibilidades intermedias. La diferencia entre un 0 y un 5 por ciento de posibilidades nos parece enorme porque crea la posibilidad. La diferencia entre un 100 y un 95 por ciento también nos parece significativa, porque crea o elimina el riesgo. Pero la diferencia entre un 50 y un 55 por ciento apenas incide en nuestras decisiones. Cuanto más cerca estamos de la certidumbre, más valoramos una probabilidad, pero, matemáticamente, deberíamos dar la misma importancia a un aumento del 5 por ciento en cualquier caso.

Un grupo de sociólogos estudió a mil trescientos cincuenta y cuatro adolescentes condenados por infracciones graves (en casi todos los

casos, delitos) por el sistema judicial del condado de Maricopa, Arizona, y por el del condado de Filadelfia, durante un período de cinco años.[6]

A los delincuentes les preguntaron qué probabilidades creían que tenían de que los arrestaran por varios crímenes, como peleas, robos a mano armada, apuñalamiento, allanamiento de morada, robo de prendas de ropa, vandalismo y robo de coches. Durante el estudio, los sociólogos hicieron un seguimiento de los jóvenes y les preguntaron qué delitos habían cometido. Si el aumento de la percepción del riesgo de ser arrestados fuera proporcional a la decisión de cometer un delito, un 1 por ciento de aumento en las probabilidades de ser arrestado disminuiría los delitos en un 1 por ciento. Pero los humanos no somos tan simples.

Las pruebas apuntan a que los criminales no piensan en el riesgo de manera lineal. Si las probabilidades de ser arrestado se doblaran del 10 al 20 por ciento, las probabilidades de que se cometieran crímenes serían las mismas. Pero cuando las probabilidades se incrementaban del 85 al 95 por ciento, este mismo 10 por ciento impedía que los jóvenes reincidieran.

Todos hacemos un mal cálculo de probabilidades en un momento u otro. Pero no siempre estamos condenados a subestimar o sobrestimar el riesgo: la percepción de las probabilidades de que ocurra algo depende de cómo nos presentan el riesgo, y sobre esto tenemos más control del que creemos.

## Pensar en términos de probabilidad no es natural

El psicólogo Paul Slovic ha afirmado que definir el riesgo depende de quién tenga el poder.[7] Dado que nuestro cerebro no siempre procesa las

probabilidades de la forma que esperan los economistas, hay margen para que los demás distorsionen nuestra percepción del riesgo y alteren nuestra conducta. Modificar la percepción del riesgo nos puede inducir a actuar de muchas maneras, desde qué decidimos comprar hasta pedir comida poco saludable, cometer un crimen o elegir una película.

El eslogan de la lotería «No puedes ganar si no juegas» planta una semilla en nuestra mente según la cual ganar es posible, aunque no sea remotamente probable. Si Google Maps nos dice que tardaremos veinte minutos en llegar al trabajo, la estimación sugiere certidumbre, aunque Google no nos informa de todos los riesgos que rodean a esa cifra. Quizá Netflix nos recomiende una película de autor y nos sugiera que nos va a gustar porque el 60 por ciento de las personas de nuestro sector demográfico la han acabado de ver. Quien nos venda una televisión nueva hará una lista de todo lo que puede ir mal, aunque sea muy poco probable, cuando nos proponga una extensión de la garantía. Todas estas formas sutiles de comunicación alterarán, o suprimirán, nuestra percepción de los riesgos reales.

Cómo comunicamos el riesgo puede llegar a desalentar los delitos. Durante muchos años se pensó que la amenaza de largas sentencias de prisión impediría que se cometieran crímenes. Después de todo, si nos enfrentamos a diez años de prisión, el riesgo negativo del crimen parece más grave: una sentencia más larga añade riesgo a los delitos. Pero después de décadas con largas condenas de prisión y acuerdos con la fiscalía que han tenido como resultado la encarcelación masiva de estadounidenses, las pruebas apuntan a que las condenas más largas no han evitado en realidad muchos crímenes.[8] A pesar de que bastantes exconvictos con los que hablé sabían que otros habían acabado en prisión, ellos estaban convencidos de que se saldrían con la suya.

Las pruebas sugieren que una mayor presencia policial en las calles es más efectiva para evitar los crímenes.[9] Puede que nos digamos a nosotros



mismos que no nos pillarán, pero si un agente de policía está apostado al lado de la licorería que queremos atracar, será más difícil de creer. Una mayor presencia policial convierte el riesgo en algo más real, más patente. Agudiza la percepción de que nos arrestarán con casi total seguridad, aunque el castigo en sí siga siendo incierto. Sam Antar me dijo que sigue esforzándose para no caer en la tentación del crimen. Me asegura que cumplir la ley era más fácil cuando colaboraba con la SEC y vigilaban todos sus movimientos.

Una precisión importante: no funciona cualquier presencia policial. Algunas tácticas son más efectivas que otras. Hay menos pruebas de que una presencia policial del tipo «que no se rompan más ventanas» (arrestar a personas por delitos insignificantes) o del tipo «detener y cachear» (parar a personas que no cometen crimen alguno y cachearlas en busca de armas) reduzca el crimen de forma significativa, y estas tácticas suscitan dudas sobre la ética policial. Pero los estudios han demostrado que si se despliegan policías en zonas con alta criminalidad, o en puntos calientes, se reducen los crímenes. La policía de cercanía (aquellos agentes que conocen la zona y a las personas que viven en ella) también puede ser efectiva.[10]

Y no se trata solo de estos mensajes sutiles, o no tan sutiles. Incluso las probabilidades explícitas también nos pueden llevar a error. En 1995, el Comité Británico para la Seguridad en los Medicamentos publicó la advertencia de que las píldoras anticonceptivas de tercera generación duplicaban las probabilidades de sufrir un trombo; un cien por cien de aumento.[11] Cundió el pánico entre las mujeres: la cifra parecía sugerir que quien tomara la píldora padecería un trombo. Muchas mujeres dejaron de tomarla, lo cual conllevó un aumento de los embarazos no deseados y de los abortos: en Inglaterra y Gales hubo trece mil abortos más en 1996.

Pero la cifra del cien por cien conduce a error. De hecho, el estudio afirmaba que una de cada siete mil mujeres tuvo un trombo después de tomar

la píldora de segunda generación. Esta cifra aumentó a dos mujeres de cada siete mil cuando se trató de la píldora de tercera generación.

## Cómo tomar el control

Medir con precisión las probabilidades es una invención relativamente moderna. Solo hemos sido capaces de medir y definir el riesgo desde hace unos pocos cientos de años. No es sorprendente que el cerebro no calcule el riesgo de forma natural, de la misma forma que los economistas financieros y los científicos miden la probabilidad.

La capacidad para calibrar bien la probabilidad depende de cómo nos presentan el riesgo, pero ser más conscientes de ello hace que seamos menos susceptibles al poder de la sugestión. El psicólogo Gerd Gigerenzer estudia cómo percibimos el riesgo. Sostiene que quizá no comprendamos las probabilidades, pero que eso no significa que no podamos pensar en términos de probabilidad ni que no seamos capaces de entender el riesgo.[12] Su investigación demuestra que las frecuencias, el número de veces que ocurre algo, son más fáciles de entender que las probabilidades, porque son más coherentes con lo que pensamos y resaltan el riesgo para que lo comprendamos mejor.

Volvamos al ejemplo de la píldora anticonceptiva de los británicos: un cien por cien de aumento de riesgo suena como algo casi seguro, pero cuando la información se presenta en términos de frecuencia —una de cada siete mil y dos de cada siete mil mujeres— el verdadero riesgo está más claro. Según las investigaciones de Gigerenzer, cuando se nos presentan frecuencias en lugar de probabilidades solemos tomar decisiones más inteligentes y racionales, y podemos captar mejor qué es la probabilidad. Sus hallazgos también apuntan a

que somos más capaces de recordar frecuencias que probabilidades.

Gigerenzer cree que deberíamos enseñar riesgo y probabilidad de la misma forma que enseñamos a leer o a calcular números. No nacemos sabiendo leer. Enseñamos esta habilidad porque es necesaria para vivir en el mundo moderno. Sus investigaciones demuestran que podemos entender el riesgo, pero el cerebro ha evolucionado para comprender el riesgo en ciertos entornos, y esta es la razón de que las frecuencias nos apelen más que las probabilidades. Ahora el entorno ha cambiado, y la cultura estadística es tan esencial para vivir como la capacidad de leer.

Pensar en términos de probabilidad quizá no sea algo natural. Pero nuestra habilidad oculta para comprender el riesgo nos da más poder que nunca. La tecnología tiene el potencial de cambiar cómo medimos y percibimos el riesgo, y nos ofrece la capacidad de calibrar la probabilidad mejor que en cualquier otra época. Las empresas tecnológicas recaban datos de todo lo que hacemos: qué películas vemos, qué compramos y dónde vamos. Estos datos se pueden emplear para estimar probabilidades que nos ayuden a tomar decisiones. Pronto tendremos a nuestra disposición unas probabilidades muy precisas. Los progresos actuales tal vez sean tan profundos como cuando Pascal y Fermat midieron el riesgo.

Pero ¿en qué nos benefician estas estimaciones de probabilidades si las distorsionamos? Y algo todavía más inquietante, nuestra sensibilidad a la percepción del riesgo da a las empresas tecnológicas un nuevo poder: la posibilidad de presentar el riesgo de manera que altere la toma de decisiones al apelar a nuestros miedos. La capacidad de medir mejor las probabilidades se puede utilizar para educarnos o para manipularnos, de forma que compremos cosas que no queremos o no necesitamos.

La educación sobre el riesgo quizá no sea un hecho en un futuro cercano, pero podemos aprovecharla ahora para comprender los datos que nos

presentan. Una forma de decodificar las probabilidades que tenemos frente a nosotros es pensar en ellas en términos de frecuencia. Quizá no signifique mucho para nosotros saber que hay un 30 por ciento de posibilidades de que llueva. ¿Lloverá el 30 por ciento del día, o hay un 30 por ciento de posibilidades de que llueva en algún momento del día? He aquí otra forma de pensarlo: en un centenar de días con condiciones similares, llovió en algún momento en treinta de ellos. Cuando el amigo de un amigo gana la lotería, quizá pensemos que la probabilidad de que la ganemos ha aumentado. Pero debemos recordar a todas las personas, entre ellas nosotros, que juegan cada semana y nunca ganan.

El mundo moderno significa que nos enfrentamos a obstáculos que requieren unas habilidades con las que no hemos nacido. En una sociedad que se fundamenta en los datos, tenemos la capacidad de estimar la probabilidad de que una película nos entretenga, de que un trabajo nos guste, o de que un crimen nos lleve a la cárcel. La mayoría de nosotros no tenemos la formación para comprender estas probabilidades, pero eso no significa que no podamos aprender a utilizar la frecuencia para pensar en términos de probabilidad.

## Regla 3

### Sacar el máximo partido a nuestro dinero

Nunca nos darán algo por nada. Lo mismo suele ocurrir con los riesgos. El riesgo es el precio que pagamos para obtener más. Y, como todo en la vida, no hay razón alguna para pagar más de lo necesario.

Cuando tomamos una decisión arriesgada, como cambiar de trabajo, comprar una casa o ir a una cita a ciegas, normalmente es cierto que el potencial de una recompensa mayor suele conllevar más riesgo. Pero esto no significa que más riesgo suponga siempre más recompensa. A veces estamos delante de varias opciones que ofrecen la misma recompensa, pero unas son más arriesgadas que otras. En el capítulo 8 aprenderemos a correr el menor riesgo posible maximizando las recompensas.

Los economistas financieros consideran que los riesgos innecesarios son ineficientes. Sostienen que podemos ser más eficientes diversificando. El resultado es el mismo, o incluso mejor, por menos riesgo: una ganga en términos de riesgo.

## Diversificación: Buscando eficiencia en los lugares equivocados

Si ponemos todos los huevos en una cesta, se romperán las asas. Entonces solo tendremos huevos revueltos.

NORA ROBERTS, *Recordando el ayer*

Correr riesgos es el coste de lo que queremos y, como cualquier precio, a veces podemos ahorrar y conseguir más por menos. Eliminaremos riesgos innecesarios diversificando, o poseyendo muchos activos diferentes para no apostar todo a uno solo. Fuera del ámbito de la economía financiera, esto podría significar verse con diferentes personas o tener varios trabajos en la era del pluriempleo. Si diversificamos bien, obtendremos lo más parecido a una comida gratis. Conseguiremos la misma recompensa que esperamos, o una mejor, y correremos menos riesgos.

En la década de los cincuenta y los sesenta, la idea de que se podía reducir el riesgo y obtener la misma recompensa fue una revelación que cambió la forma de hacer inversiones. Ahora, la misma idea está calando y puede que exporte la diversidad a otros campos, incluso a aquellos tan remotamente alejados del mercado de acciones como un criadero de sementales en el campo de Kentucky.

Un caballo de carreras es una criatura excepcional: una cartera de inversión

viva y coleando. Y de la misma forma que una misteriosa combinación de acciones augura beneficios para los inversores, un caballo con la mezcla perfecta de características es necesario para ganar cualquier carrera importante. Un caballo campeón tiene el tamaño justo, pero con un corazón más grande y una cadera que se curva con el ángulo idóneo. Debe tener un buen temperamento y el ansia de ganar, así como un entrenamiento acorde y un jockey con talento para alcanzar su máximo potencial. Cuando todo encaja, un caballo de carreras corre de forma tan eficiente que puede dar diez vueltas al estadio (unos dos mil metros) en menos de dos minutos. No se puede decir lo mismo sobre la eficiencia de la cría de caballos de carreras.

## Lástima por el señuelo

El establo de sementales del criadero Three Chimneys, en Versailles, Kentucky, no es un lugar romántico. Cuando lo visité, cuatro personas con cascos negros y vestimenta acolchada del mismo color iban de un lado a otro, serios y ocupados. Traían una yegua de cría de un establo cercano, donde un caballo señuelo —un caballo de menos calidad que minimiza el riesgo de que una yegua reacia hiera al semental que quiere montarla— la había predispuesto. Antes de que pueda montarla, apartan al caballo señuelo.[\*]

La yegua[\*] estaba en un rincón del establo, amarrada para que no coceara al semental que acababa de entrar. Se trataba de la leyenda que yo había venido a ver. Su nombre es Gun Runner, el semental máspreciado del mercado. Había dejado de correr carreras solo unas semanas antes, así que seguía siendo musculoso, resplandeciente y fuerte. Es el Mick Jagger (en su mejor momento) de los caballos. Una sesión con él cuesta setenta mil dólares.

No sabía qué esperar de todo ello. No le hizo ascos. Después de olfatearla

un poco, Gun Runner montó a la yegua mientras uno de los humanos con casco apartaba la cola y otro ayudaba a Gun Runner a penetrarla. Unos tres minutos después, Gun Runner se desacopló y el siguiente paso fue clínico. Uno de los criadores recogió el esperma sobrante, lo llevó a una sala adjunta y lo observó en un microscopio. Todos echamos un vistazo: era de buena calidad: su esperma corre más rápido que él. El criador con un casco puso el esperma en una jeringa, insertó el brazo y el codo en el fondo de la vagina de la yegua y lo depositó como refuerzo. Luego suspiró, se quitó el guante y me dio la mano.

Gun Runner debía hacer lo mismo de nuevo, por la tarde, con otra yegua. Tenía programado aparearse con ciento setenta yeguas esa temporada, una media de tres al día.

## El mercado de sementales es ineficiente

Los criadores de caballos hablan de ellos igual que los paparazzi de los famosos, y Gun Runner, hoy en día, es de los más cotizados. Cuando les digo que lo he visto aparearse, todos asienten con aprobación. Tuvo una carrera muy buena y un pedigrí inmejorable. Pero lo que de verdad lo populariza es que es nuevo en la cría, y la novedad significa dinero. Muchos criadores de caballos importantes quieren el esperma de Gun Runner... al menos, por el momento. Es más que probable que sus honorarios decaigan un poco el año que viene, cuando aparezca en el mercado un nuevo semental. Ser nuevo, no haber sido probado, puede ser valioso.

Pero Gun Runner no es ni de lejos de los más demandados. Aquel mismo día, un poco antes, conocí a War Front en la granja Clairbone. Sus honorarios como semental cuando lo visité en 2018 eran de doscientos cincuenta mil dólares. Ganó más de veinticinco millones para la cooperativa que lo posee.



En 2016 ganó lo mismo que American Pharoah, el ganador de la Triple Corona que está en el cercano criadero de Coolmore.[\*] War Front es semental desde 2007, y a varios de sus vástagos les ha ido bastante bien: sus crías se venden por un millón novecientos mil dólares.

Ahora mismo, Gun Runner está haciendo caja gracias a la novedad, pero nadie sabe con seguridad si llegará a las altas cotas de War Front. Se necesitan al menos tres o cuatro años para confirmar el valor de la progenie de un caballo. Dentro de unos años, cuando sus hijos empiecen a correr, sus honorarios subirán como la espuma o se desplomarán. Esto explica por qué se apareará ciento setenta veces en 2018. Los dueños quieren ganar dinero mientras puedan. Y hay un valor, sin coste, si se diversifica: cuanto más se aparee, más probabilidades habrá de que engendre un caballo triunfador. Grant Williamson, quien, cuando lo visité,[\*] decidía con qué yeguas se apareaba Gun Runner, me explicó que el mercado solo recompensa el número de vástagos con éxito, no el porcentaje de una progenie triunfadora. De modo que si Gun Runner engendra a tres caballos excelentes, su precio subirá como la espuma, aunque también sea el padre de doscientos potros que nunca correrán.

Criar un caballo que gane carreras es difícil, porque a pesar de que el acervo genético de los purasangres es limitado, nadie sabe qué ocultan los genes de un caballo ni qué rasgos heredará. Tradicionalmente, toda la información que se conoce cuando se decide un apareamiento es la ascendencia del caballo y cuántas carreras han ganado sus padres y su progenie, lo cual, a su vez, determina los honorarios del semental. Pero un caballo ganador no tiene muchas más probabilidades de engendrar a un buen corredor. Jill Stowe, una economista de la Universidad de Kentucky que estudia el mercado de sementales, estima que pagar unos honorarios más caros por el semental está correlacionado con menos ganancias en las carreras.[1] Parece que algo no funciona en el mercado de sementales.

La cría de caballos es como la industria cinematográfica, donde es muy difícil predecir los resultados, hay incentivos para reducir el riesgo a corto plazo a expensas de peores resultados a largo plazo. El sistema no funciona: la crianza cada vez es más cara, pero las marcas en carrera de los mejores caballos no son más rápidas.

No obstante, esto puede cambiar. Los datos y la ciencia quizá tengan la solución y puedan proponer a los criadores una estrategia de reducción de riesgo a partir de la economía financiera.

## Cómo reducen el riesgo los criadores

Criar un caballo es una inversión muy arriesgada. La matriz de una yegua de cría es cara y precisa de once meses para engendrar a un potro. Cuando nace, deben pasar dos o tres años de alimentación y entrenamiento antes de que esté listo para correr. Desde la concepción hasta la primera carrera, cuesta más de cien mil dólares (sin contar con lo que se paga por el semental). Nadie sabe si la inversión saldrá a cuenta hasta que el caballo corre. Pero es bastante probable que ni siquiera llegue a hacerlo. De los aproximadamente veinte mil purasangres que nacieron en Estados Unidos en 2018, el 30 por ciento nunca correrán, y solo el 8 por ciento lo harán en una carrera de categoría y generará unos beneficios significativos.[2] Es una inversión a largo plazo con probabilidades bajas y poca información en todas las fases.

Para gestionar el riesgo de que la inversión no salga a cuenta, los criadores no suelen encargarse de las carreras. El caballo que vi concebir seguramente será vendido un año después de nacer (en la fase *yearling*), de modo que el criador recuperará parte de la inversión antes de que se sepa su potencial. Stowe calcula que el precio de venta de uno de estos caballos depende casi

por completo de su parentesco.[3]

Es probable que un año después lo vuelvan a vender, cuando ya tenga dos años y empiece a correr carreras cortas. En esta fase se obtiene más información, como lo rápido que corre, pero su capacidad para ganar carreras de larga distancia de primer nivel seguirá estando en duda. Quizá parezca ir contra toda lógica que un caballo rápido no gane el Derby de Kentucky, pero los caballos, como las personas, tienen una composición genética diversa.

En 2009, los científicos secuenciaron el genoma de los caballos y, unos años después, la genetista equina irlandesa Emmeline Hill descubrió el «gen de la velocidad» de los caballos.[4] Sus hallazgos apuntaban a que la velocidad depende de variaciones en el gen de la miostamina (MSTN), que regula el desarrollo de los músculos y el tipo de fibra muscular. Este gen, que también está presente en los humanos, determina si serán rápidos o se les darán mejor las distancias largas. En los caballos existen tres tipos genéticos: los corredores de distancias cortas, los corredores de distancias largas y los híbridos (caballos con ambas características y que rinden al máximo en distancias de entre un kilómetro y medio y dos kilómetros).

Los corredores de distancias cortas se suelen vender cuando son jóvenes porque son rápidos y musculosos y, al parecer, pueden correr antes que los demás. Pero esto no significa que serán buenos caballos de carreras. Las carreras de primera categoría suelen ser un poco más largas, de casi dos kilómetros. Los caballos que tienen los genes de corta y larga distancia (heterocigotos) son más valiosos, porque presentan una mayor versatilidad y son más adecuados para las carreras de media distancia, como el Derby de Kentucky.

Los caballos de corta distancia no tienen la predisposición ni la constitución para las carreras largas. Con frecuencia carecen de los rasgos para generar grandes cantidades de dinero y gloria que provienen de ganar

carreras importantes. Ganar carreras de renombre suele salir a cuenta, porque estos caballos, como Gun Runner, acabarán ganando mucho dinero como sementales. Aun así, el mercado suele premiar a los corredores de corta distancia porque ofrecen un valor observable. Los inversores tienen la oportunidad de rentabilizar antes su inversión y reducir el riesgo.

El director del criadero de purasangres Clairbone (quien decide qué caballos se aparean), Bernie Sams, lleva mucho tiempo en el oficio. Es un hombre corpulento, con un mechón de cabello plateado: exactamente lo que se podría esperar de un director de purasangres. Selecciona qué yeguas de Clairbone o de otro criadero se aparearán con War Front. Sams recibirá más peticiones que las que pueda cumplir el semental. Escoge a las yeguas que maximizarán la probabilidad de engendrar una progenie con éxito, que haga subir el precio del semental.

En su forma de hablar prudente y reflexiva, Sams me explicó que los caballos que se venden bien en la fase *yearling* deben tener buen aspecto y un padre famoso: «Todos quieren un caballo que se venda bien, que sea rápido y que gane el Derby de Kentucky. Pero no se puede tener todo a la vez».

## Endogamia

Los criadores de caballos tienen un incentivo económico a corto plazo para cruzar a sus propios caballos. Hace unas décadas, el semental elegido se apareaba con sesenta o setenta yeguas al año, pero ahora, los más solicitados lo hacen con unas doscientas cada año. De modo que cada vez hay más endogamia entre los purasangres, aunque esto es ineficaz: los criadores se gastan una pequeña fortuna pagando sementales y tienen pocas garantías de obtener un caballo que corra, por no hablar de que gane.

Los purasangres son endogámicos por definición: se cree que el 95 por ciento de los purasangres actuales provienen de un solo ancestro, Darley Arabian, nacido en 1700. El doctor Matthew Binns, genetista equino y socio de Equine Analysis Systems, un servicio de asesoría que aconseja a los inversores basándose en la ciencia, estima que la endogamia ha aumentado entre los purasangres en los últimos cuarenta años.[5] El aumento empezó a ser notable en la década de los noventa, poco después de la reforma fiscal de 1986, que incrementó los incentivos para criar con fines comerciales (vender un caballo antes de que corra), una práctica que ha acabado convirtiéndose en la norma del sector.[\*] A pesar de que cada vez hay más endogamia,[\*] Binns asegura que es importante tener algo de perspectiva: «El purasangre medio sigue siendo menos endogámico que un perro de raza pura».[6]

Posiblemente, el caballo de carreras más prolífico ha sido Northern Dancer, que ganó el Derby de Kentucky y la carrera Preakness. Su vida como semental se alargó veinte años más y engendró en varios continentes. Su progenie también tuvo una carrera profesional excepcional. En su punto álgido, sus honorarios eran de medio millón de dólares, que significarían más de un millón doscientos mil dólares en 2018, y murió seis años después, en 1990.[7]

Pero sigue vivo. Hoy en día, casi todos los purasangres están emparentados con Northern Dancer, a menudo tanto por el lado paterno como por el materno, repetidamente. Según David Dink, un escritor afincado en Kentucky que ha dedicado su carrera a estudiar los linajes de los purasangres, Northern Dancer estaba presente en el 96,5 por ciento de los treinta y ocho mil ochocientos veintiún potros que se vendieron entre 2012 y 2015. Afirma que estaba presente por partida doble o triple en el 64 por ciento de los caballos. Por partida cuádruple o más, en el 20 por ciento de los potros.[8]

La economía de la endogamia ha creado incentivos para engendrar a más Habsburgos[\*] (aunque hermosos) por dos razones. En primer lugar, el padre

de un *yearling* determina en gran medida su valor, y hay una cantidad bastante pequeña de sementales que generen altas sumas en las subastas. Hay un número limitado de campeones que puedan ser sementales y, entre ellos, pocos engendran una progenie exitosa.

En segundo lugar, la endogamia aumenta las probabilidades de que surja un velocista de corta distancia, un caballo que también se vende bien. Son homocigotos: si criamos a dos velocistas, engendrarán un velocista. Se desconoce los genes que tenía Northern Dancer, pero Emmeline Hill sospecha que era un heterocigoto (con genes de los velocistas y de los corredores de fondo, puesto que ganó carreras largas). Asegura que hay una «alta probabilidad» de que, como mínimo, tuviera un gen de velocista que, al cruzarlo con una yegua híbrida, produce un velocista el 25 por ciento de las veces. Si la yegua es una velocista (es decir, que tiene dos genes velocistas), hay un 50 por ciento de posibilidades de que el potro también sea un velocista. Si ambos padres son velocistas, los criadores aseguran que su progenie será velocista. Por lo tanto, si se continúan criando caballos con genes de velocista —generación tras generación—, se aumenta el número de velocistas y la probabilidad de que la nueva generación esté poblada de velocistas. Un artículo de 2012 de *Nature Communications* estima un aumento significativo de los velocistas gracias a una crianza más selectiva, lo cual se puede remontar al gen velocista de Northern Dancer.[9]

Gran parte de la endogamia equina tiene lugar entre primos terceros o cuartos, y los caballos se cruzan muchas veces. La endogamia entre primos una o dos veces puede ser inocua o incluso beneficiosa, pero si continúa, pueden aparecer efectos negativos. Después de un tiempo, la endogamia significa alto riesgo y alta recompensa. Los caballos criados así suelen ser velocistas muy rápidos, pero también es posible que sean estériles. Binns ha observado un leve incremento de yeguas estériles debido a la endogamia. Me explicó que

los huesos de los caballos pueden ser menos densos, lo cual les haría proclives a sufrir más lesiones.

Cuando cambió el mercado, también cambiaron los caballos. Los avances en la tecnología y en las técnicas de entrenamiento generaron caballos cada vez más rápidos entre la década de los treinta y la de los ochenta, pero, a partir de entonces, los tiempos en las carreras importantes se estancaron y así han seguido hasta hace poco.[\*][10] Ed DeRosa, director de marketing de Brisnet, una empresa subsidiaria de Churchill Downs, afirma que los datos muestran que los caballos son incluso más lentos en los últimos diez o quince años.

Varios factores podrían explicarlo. A medida que los caballos han aumentado de precio, la industria se ha centrado cada vez más en la seguridad: las pistas de las carreras largas tienen más arena y están más secas para amortiguar más las zancadas y hacer que los caballos vayan más lentos. (DeRosa asegura que sus datos tienen en cuenta los cambios en las condiciones de la pista). Los caballos secretan menos hormonas y esteroides[\*] que durante los años ochenta y noventa. Sin dopaje, no pueden soportar entrenamientos tan duros. Pero generaciones de endogamia también pueden suponer un lastre. El biólogo Mark Denny conjetura que más endogamia podría generar menos innovaciones genéticas, que es la forma que tienen las especies de evolucionar de forma natural y producir animales más rápidos.[11]

## Los beneficios de la diversificación

Si el objetivo, por el contrario, fuera producir un caballo que ganara carreras, la estrategia de reducción del riesgo sería diferente. Los criadores obtendrían

una mayor rentabilidad de sus sementales si diversificaran el acervo genético del purasangre al aparear sus yeguas con otro de los muchos sementales que existen, no solo con los pocos elegidos. No hay pruebas de que aparearlas con un ganador de carreras aumente de manera significativa las probabilidades de que la progenie sea buena en la pista. Otro caballo podría generar resultados similares, o mejores, por menos dinero. Quizá incluso también aporte algo de diversidad al acervo genético e incremente las posibilidades de engendrar un caballo híbrido (heterocigoto).

En las finanzas también se eliminan los riesgos innecesarios diversificando, comprando más de un tipo de acciones. Supongamos que estamos en enero de 1993 y que tenemos veinticinco mil dólares para invertir en los próximos veinte años. Nos interesa el incipiente sector tecnológico y no sabemos si comprar acciones de Apple o de Hewlett-Packard. Parece que ambas tienen un futuro prometedor, y sus acciones se han comportado de forma similar en el pasado, con una rentabilidad media del 11 por ciento anual. En ese momento, invertir en cualquiera de las dos comporta las mismas perspectivas y riesgos: son empresas afianzadas que crecen en el sector tecnológico.

Si invertimos todo el dinero en acciones de Apple, en veinte años tendremos más de un millón de dólares. Si invertimos en Hewlett-Packard, solo obtendremos cincuenta y siete mil dólares. Esta cantidad quizá no nos parezca tan mal, pero si compráramos un bono de bajo riesgo a cinco años en 1993, en 2013 tendríamos casi setenta y siete mil dólares sin necesidad de preocuparnos de las fluctuaciones del precio de las acciones ni de las fusiones que no han dado buenos resultados.

En retrospectiva, Apple era una apuesta mucho mejor. El problema es que, en 1993, nadie podía saberlo. El futuro de Apple parecía peor: aún faltaban cuatro años para que Steve Jobs volviera a la empresa, y el iPhone no estaba a la vista ni de lejos. Las acciones de Apple bajaron más del 75 por ciento



después de 1993, antes de que subieran como la espuma.

En aquella época, la mejor apuesta habría sido invertir la mitad del dinero en Apple y la otra mitad en Hewlett-Packard. Si lo hubiéramos hecho, en veinte años habríamos ganado seiscientos cuatro mil dólares, mucho menos que si hubiéramos invertido solo en Apple, pero teniendo en cuenta lo que sabíamos en 1993, habríamos reducido el riesgo y habríamos obtenido una rentabilidad similar.

Podemos reducir el riesgo todavía más si compramos acciones de sectores totalmente distintos. Un colapso en el sector tecnológico no afectará mucho a la industria automovilística, de forma que tener acciones de General Motors significará menos riesgo para nuestra cartera si hay otras crisis en el sector tecnológico.

En el capítulo 5 analizamos dos tipos de riesgos principales, el sistemático y el no sistemático. Si diversificamos lo suficiente y compramos cientos o miles de acciones, podemos eliminar los riesgos no sistemáticos de unas acciones en particular: ni siquiera deberemos preocuparnos de lo que le ocurra a Apple o a Hewlett-Packard.

La diversificación es un instrumento efectivo para reducir el riesgo. En una economía incierta, el pluriempleo, u otros ingresos secundarios, son una forma de diversificar para reducir el riesgo no sistemático de nuestro trabajo. Si nuestro empleo actual nos reduce la jornada o nos despiden, otro trabajo, como ser chófer de Uber o Lyft, o breves encargos de asesoría, podrían ayudar a protegernos.

Podemos diversificar para eliminar el riesgo no sistemático, pero seguiremos expuestos al riesgo sistemático o de mercado: la probabilidad de que todo el mercado de acciones se derrumbe o de que haya una recesión que no solo merme la demanda de nuestro empleo principal, sino también la de nuestros empleos secundarios.

## El empollón empieza la revolución

Encontrar la mejor combinación de activos que genere una gran rentabilidad y pocos riesgos es el Santo Grial de los gestores de carteras, igual que encontrar dos caballos que engendren el nuevo Secretariat lo es para los criadores de purasangres. Tradicionalmente, ambos han confiado en las conjeturas y la intuición, y han obtenido resultados mediocres. Pero, en las finanzas, una revolución en los datos y unas mejores técnicas matemáticas han transformado la gestión de carteras, y organizar la cartera definitiva se ha convertido en algo más científico y menos arriesgado.

En 1952, un doctorando en economía llamado Harry Markowitz comenzó una investigación en el mercado de acciones en la Universidad de Chicago. Originario de la ciudad, Markowitz había sido un niño tranquilo y estudioso a quien le gustaban las matemáticas, tocar el violín y no hacer ningún deporte.

En la década de los cincuenta, pocos economistas se interesaban por el mercado de acciones, que seguían teniendo mala reputación veinte años después de la Gran Depresión. Cuando Markowitz comenzó su doctorado, solo uno de cada dieciséis adultos tenía acciones (ahora es casi la mitad)[12] y la gestión de inversiones se consideraba algo más relacionado con el arte que con la ciencia. Consistía en escoger unas pocas docenas de acciones que generaban altos beneficios para los ricos, y no se pensaba mucho en reducir el riesgo. Para la mayoría de los académicos, el mercado de acciones no era interesante ni merecía la pena investigarlo.

En aquella época, los economistas suponían que el valor de las acciones dependía por completo de la expectativa de beneficios de la empresa, lo cual sorprendió a Markowitz, quien consideró que era una presunción extraña. Si

los niveles de futuros beneficios fueran el único indicador del valor, entonces todo el mundo compraría acciones de solo una o dos empresas, las que tuvieran mejores perspectivas. ¿Por qué, entonces, alguien se molestaría en comprar docenas de acciones diferentes, como hacían la mayoría de los inversores? A Markowitz se le ocurrió la idea de que deberíamos preocuparnos tanto de la rentabilidad como del riesgo.[13]

Esta idea ha sido el fundamento de las finanzas modernas, una nueva disciplina de la economía: el estudio del riesgo y de cómo gestionarlo. Descubrió que cuando solo nos fijamos en la rentabilidad, a menudo acabamos corriendo riesgos innecesarios, porque intentamos comprar solo aquellas acciones que dan beneficios (lo cual es imposible). En lugar de ello, si compráramos acciones que se equilibraran, reduciríamos el riesgo y, de media, obtendríamos los mismos beneficios, o más.

En todos los sectores de la economía, los expertos dan por hecho que vivimos en un mundo con recursos escasos. Existe una cantidad limitada de petróleo, oro y hierro. Una cuestión primordial de la economía es cómo podemos aprovechar mejor estos recursos, o cómo minimizar el gasto.

Markowitz aplicó la misma idea a los mercados financieros. En las finanzas, el riesgo es la materia prima y la recompensa es el resultado. Y de la misma forma que hay una manera eficiente de emplear una cantidad limitada de hierro para hacer todos los coches posibles, existe una manera eficiente de seleccionar acciones para obtener beneficios. Markowitz argumentó que la diversificación —comprar muchos tipos de acciones con diferentes condiciones de riesgo que se compensan entre ellas— era la mejor forma para crear carteras eficientes.

La idea supuso una revolución en el pensamiento financiero, y cambió el punto de gravedad de los beneficios al riesgo. La propuesta de Markowitz se afianzó en la década de los sesenta, cuando los datos financieros y las

innovaciones informáticas fueron más comunes. Los fondos de inversión, carteras de distintas acciones que se vendían a los inversores, existían desde el siglo XVIII, pero el mercado era escaso[\*] y la selección de acciones se basaba en el juicio humano, no en la ciencia.

El acceso a los datos y a la informática facilitó que los académicos y los inversores midieran las fluctuaciones de las acciones en el pasado, cuánto había subido una cuando otra había bajado. Los datos y las nuevas técnicas matemáticas hicieron posible configurar carteras de acciones más eficientes que producían mayores beneficios con menos riesgos. En lugar de comprar diez o quince acciones, el fondo de inversión moderno, una compilación de cientos o de miles de tipos de acciones, se popularizó. Algunas acciones reducen el riesgo de la cartera más que otras, pero añadir más tipos de acciones reduce el riesgo sistemático, siempre que sus precios no se comporten exactamente igual que los del resto de la cartera.

Más o menos una década después de que Markowitz publicara su ensayo sobre la selección de acciones, John Andrew «Mac» McQuown, el director de ciencias de la administración de Wells Fargo, conoció sus ideas gracias a unos amigos en la Universidad de Chicago y se le ocurrió la noción del fondo indexado: otra revolución en las finanzas. Un fondo indexado es una cartera con muchos tipos de acciones, cientos o miles. Cuánto nos pertenece de cada uno de ellos depende de una regla fija, como el tamaño de la compañía. Si el valor de las acciones de General Electric supone el 2 por ciento de todo el mercado de acciones, el 2 por ciento de nuestra cartera está en General Electric. McQuown creó los primeros fondos indexados y los vendió a grandes inversores, como los fondos de pensiones, en 1971. Unos años después, John Bogle creó Vanguard y vendió fondos indexados a inversores corrientes.

Dado que los fondos indexados no tienen secreto alguno y no existe ningún

genio que sepa qué acciones saldrán a cuenta, no nos cobran tanto dinero. La creación de los fondos indexados significa que los inversores corrientes pueden invertir con facilidad en muchos tipos de acciones, miles de acciones en todo el mundo, y obtener los beneficios de la diversificación con un coste bajo y sin casi ningún esfuerzo.

Al principio, las empresas de inversión eran escépticas respecto a los fondos indexados: después de todo, prometen hacernos ganar dinero porque saben qué acciones comprar, aunque no haya muchas pruebas que lo demuestren. Pero un estudio tras otro han puesto de relieve que los fondos de inversión gestionados activamente, los que tienen acciones escogidas por profesionales, no ofrecen una rentabilidad mayor que los fondos indexados si se tienen en cuenta los riesgos y los honorarios.[14]

Aun así, la idea de descubrir a la nueva Apple es tentadora. La diversificación tal vez proporcione el mismo beneficio esperado con menos riesgos, pero nunca podrá ser tan rentable como el próximo Amazon o Google. Pongamos como ejemplo la cita, atribuida al inversor superestrella Warren Buffett, y que se puede encontrar en docenas de páginas web con consejos sobre cómo invertir bien: «La diversificación es una protección contra la ignorancia. No tiene mucho sentido si sabes lo que estás haciendo».

Si en 1993 hubiéramos invertido veinticinco mil dólares en Apple, veinte años después habríamos tenido un millón; con los mismos veinticinco mil dólares en S&P 500 (las quinientas empresas en bolsa más valiosas de Estados Unidos), solo habríamos ganado ochenta mil dólares. Es fácil pensar que habríamos elegido Apple en 1993 y que, si tuvimos la suerte de hacerlo, que seremos capaces de descubrir la próxima gran empresa. Pero es muy difícil elegir de forma continuada las mejores acciones, y por esta razón Warren Buffett es una superestrella multimillonaria.

La diversificación también puede reducir el riesgo en una economía

dominada por las empresas tecnológicas, que incluso afecta a otros sectores: el empleo, las amistades o el amor de nuestra vida. Tener más amigos aumenta las posibilidades de no sentirnos solos cuando los necesitemos. Salir con más personas nos ayuda a averiguar qué queremos de una relación y evita que pongamos demasiadas esperanzas en alguien antes de conocerlo. Por descontado, debemos tener otro aspecto: las relaciones se forman de manera lenta, las opciones ilimitadas nos pueden desbordar. Pero, hasta que encontremos a la persona adecuada, la diversificación mitigará el riesgo de que tomemos una mala decisión.

## ¿Cuál es la respuesta de los criadores de caballos a Harry Markowitz?

Los avances tecnológicos posibilitan mejores datos que, con frecuencia, significan más diversificación y menos riesgo. Dieron pie a una revolución que permitió a los hogares invertir en el mercado de acciones gracias a los fondos de inversión y a los fondos indexados. Y, ahora, distintas aplicaciones para compartir coche o trabajo usan los datos y los algoritmos para que podamos elegir un empleo secundario que diversifique nuestros ingresos. La misma tecnología está diversificando nuestras vidas amorosas (pensemos en Tinder). La cría de caballos podría ser el siguiente paso.

La cría de caballos se beneficiaría de la diversificación. La endogamia es cara por el resultado de alto riesgo/alta rentabilidad que genera, pero los datos y la tecnología podrían incentivar a los criadores a aparear caballos con rasgos complementarios, en lugar de apostar solo por un puñado de ganadores potenciales. Esto aportaría diversidad a la cría, de la misma forma que hicieron los fondos de inversión en los mercados financieros.

Los incentivos son diferentes dependiendo de si queremos un caballo para venderlo o para que corra. Si los criadores hicieran correr a sus propios caballos en lugar de venderlos, quizá aparearían a distintas yeguas con un semental. Una buena venta significa tener el pedigrí adecuado y las características de un velocista, lo cual favorece la endogamia. Pero maximizar las probabilidades de engendrar un buen caballo es más complicado.

Lo ideal sería que los criadores complementaran los rasgos del macho y de la hembra para equilibrar debilidades: aparear unas malas caderas con unas buenas, rodillas fuertes con débiles, y así sucesivamente, añadiendo puntos fuertes. Según el doctor David Lambert, veterinario y presidente de Equine Analysis Systems, un ganador de carreras como Gun Runner es, en parte, una rareza genética.[15] La mayoría de sus cualidades inusuales son difíciles de reproducir y, si no se ajustan a la perfección, podrían generar un caballo lento.

Por ejemplo, los caballos ganadores suelen tener un corazón grande. El corazón normal de un caballo suele pesar entre cuatro kilos y medio y cinco kilos; el de Secretariat pesaba diez kilos y medio. Este potencial cardiovascular extra es esencial, pero no se traduce en correr más rápido a menos que se engrane con otras características del caballo. Lambert afirma que es como poner el motor de un Ferrari en un Subaru. Es mejor aparear un caballo extraordinario con una yegua ordinaria, afirma, o aparear dos caballos con características ligeramente por encima de la media. El saber popular afirma que aparear los dos caballos disponibles con mejor rendimiento es la mejor opción, pero pueden nacer potros con muchas características excepcionales que no se acoplan bien.

La endogamia se parece mucho a invertir en una sola empresa, la que creemos que será la próxima Apple. Hay una probabilidad de que demos en el clavo, y los beneficios serán enormes. Pero lo más probable es que acabemos con una cartera precaria. La diversificación aumenta las probabilidades de

engendrar un buen caballo que gane dinero en las carreras y no deberemos pagar tanto por un semental.

Pero no es así como se cría a los caballos, al menos por ahora.

Los genetistas y los científicos de datos esperan cambiar la industria proporcionando más información sobre los caballos, como los genes de la velocidad o el tamaño del corazón, de la misma forma que los datos y la informática cambiaron la gestión de las carteras. Significa que los compradores conocerán mejor el potencial de un caballo en las subastas de los *yearlings*, lo cual determinará las ventas por la calidad del animal y no por quién es su padre. La información tiene el potencial de alinear los incentivos de los criadores y los propietarios, y criar un buen caballo significará lo mismo que «un caballo que se vende bien».

Los datos también pueden ser útiles para crear un buen caballo, porque identificarán la mejor pareja para una yegua. Los criadores, igual que los gestores de carteras, se pondrán a equilibrar las características distintas para reducir el riesgo de que un caballo no sea apto para correr. Si el objetivo es producir al mejor corredor, hay menos incentivos para pagar cien mil dólares por el espermatozoides de un semental solo porque ha ganado carreras y su prole son velocistas. En lugar de ello, los honorarios del semental dependerían de que se ajustara a las características precisas, lo cual aumentaría la diversidad y la probabilidad de engendrar un nuevo campeón. Una población más amplia de caballos tendrá la oportunidad de criar; una mayor cantidad de progenitores también reducirá los precios y generará caballos más buenos, lo mejor de los dos mundos.

Byron Rogers, un científico de datos y agente de purasangres en Performance Genetics, me explicó que tomar mejores decisiones a la hora de criar reduciría el riesgo, porque no se engendrarían tantos caballos no aptos para correr.[16] Emmeline Hill afirma que la genética tiene el potencial de



limitar los resultados de distribución en la cría.[17] No garantizará que obtengamos un campeón del Derby de Kentucky, pero aumentará el número de caballos que tendrán una trayectoria respetable, por menos dinero.[\*]

La ciencia sigue siendo controvertida. Nadie cree que se pueda diseñar genéticamente un caballo perfecto que gane carreras, puesto que el desarrollo de los rasgos genéticos sigue siendo impredecible. Utilizar la ciencia para crear un campeón del Derby de Kentucky es todavía más difícil de lograr que descubrir la nueva Apple. Sin embargo, una mayor diversificación genética tiene el potencial de cambiar la economía de la cría de caballos. ¿Quién sabe? Incluso podría significar un récord mundial en el Derby de Kentucky.

La cría de caballos nunca estará exenta de riesgos; de hecho, es más arriesgado que invertir en el mercado de acciones. Aprovechar los datos para lograr una diversificación genética óptima reducirá el riesgo no sistemático de perpetuar unos rasgos genéticos anormales o de gastarse una fortuna para engendrar un caballo que nunca llegará a correr. Pero sigue habiendo un riesgo sistemático, porque el sector depende de un puñado de inversores adinerados.

De la misma forma que la diversificación no reduce el riesgo de que se desplome el mercado en conjunto, tampoco impide que el sector de la cría se vea menos afectado por las turbulencias económicas cuando los especuladores tienen menos dinero que invertir. Protegerse del riesgo sistemático precisa otros tipos de gestión de riesgos, que explicaré en los dos próximos capítulos.

## Regla 4

### Conocer el terreno

Nos enfrentamos al riesgo cada vez que tomamos una decisión sobre el futuro y dependemos de lo que pueda ocurrir, para bien o para mal. Pero el proceso de toma de decisiones no acaba aquí. Tenemos cierto control sobre cómo se desarrolla el riesgo.

La gestión del riesgo consiste en acumular probabilidades a nuestro favor. En el capítulo 4 representamos el riesgo con la imagen de todas las cosas imaginables que pueden ocurrir y la probabilidad de que ocurran, es decir, la distribución de probabilidad. Los gráficos representaban los perfiles de riesgo de distintas películas. En cada gráfico, el eje X representaba todas las situaciones de beneficio potencial. Cuanta más amplia es la distribución, más riesgo. La gestión del riesgo se hace cargo de este espacio para que podamos alterar la configuración del gráfico.

Lo podemos hacer de dos maneras distintas. En el capítulo 9 explicaremos la primera: la cobertura. Cuando hacemos una cobertura, cedemos parte de nuestras ganancias potenciales para reducir la probabilidad de pérdida. En términos estadísticos, significa recortar los tramos más altos y bajos del riesgo.

El segundo método, analizado en el capítulo 10, es el seguro.

Con un seguro pagamos a alguien una cantidad fija para que se haga cargo de los aspectos negativos del riesgo mientras nosotros conservamos los positivos. Con la cobertura cedemos algunos aspectos positivos para ahorrarnos los negativos. Con el seguro prescindimos de los negativos, pero mantenemos los positivos (menos el coste del seguro). Por descontado, la posibilidad de que no haya aspectos negativos y de que, en cambio, disfrutemos aspectos positivos potencialmente ilimitados a veces supone un coste exorbitante.

A ambos métodos para reducir el riesgo se les puede dar la vuelta: en lugar de emplearlos para reducir el riesgo, se pueden utilizar para aumentarlo y, al mismo tiempo, incrementar también la recompensa potencial. Es algo tentador, sobre todo cuando tenemos un seguro. En el capítulo II examinaremos cómo encontrar el equilibrio perfecto.

## «Des-arriesgar»: El arte de la cobertura

Solo si somos atrevidos llegamos a alguna parte. Si nos gusta el riesgo, entonces el arte consiste en protegernos de las desventajas.

RICHARD BRANSON

**P**ensemos en la última historia que hayamos oído de un empresario de éxito que corrió un gran riesgo a pesar de no tener forma de gestionarlo y al que la jugada le salió bien. Después de cierta tensión y tambaleos, el riesgo merece la pena y el líder intrépido se convierte en alguien increíblemente rico. Sin embargo, tanto si nos maravillan las habilidades de esta persona como, dado que la apuesta fracasó, nunca hayamos oído su nombre, todo dependerá de la suerte o del oportunismo.

La historia de la que sí podemos aprender es la del empresario que sabía cómo cubrirse del riesgo. La cobertura implica correr menos riesgos renunciando a grandes ganancias, pero también a grandes pérdidas. Lo que precisa habilidad es saber exactamente cuál es el equilibrio perfecto entre el riesgo y la recompensa, o saber exactamente cuántos riesgos correr. Y cuando alguien ha nacido en la pobreza, cubrirse del riesgo, en lugar de apuntar a la luna, es lo que realmente se necesita para mejorar las probabilidades.

Arnold Donald, el CEO de Carnival, la empresa de cruceros más importante del mundo, protagoniza una de estas historias. En su despacho de Doral, en Florida, me recibe sentado a una gran mesa, las paredes llenas de fotografías suyas con varios líderes mundiales. Es un hombre distinguido y majestuoso de sesenta años, pero sus ojos se iluminan como los de un niño de ocho cuando empieza a hablar de juegos. «Jugaba mucho al Monopoly. El juego de mesa. Sinceramente, nunca perdí —asegura con orgullo—. Soy un poco adicto, la verdad. Hace una eternidad que no juego. Mi hermano tenía ocho años más que yo, pero le daba una paliza igual.»

Donald ha dedicado gran parte de su vida a superar todos los reveses de un mundo que parecía estar en su contra. Es uno de los pocos CEO negros de una gran empresa estadounidense y nació en un barrio muy pobre de Ninth Ward, en Nueva Orleans, cuando aún había segregación. Pero ni el racismo ni la pobreza han podido con Donald. Afirma que el secreto es maximizar la probabilidad de conseguir lo que queremos, y perfeccionó su estrategia siendo el más pequeño de cinco hermanos.

Aprendió muy pronto el peligro de correr demasiados riesgos y de lo que en economía financiera llamamos un exceso de apalancamiento. Pidió dinero prestado a su padre, compró caramelos al por mayor, se los vendió a sus hermanas por un precio más alto, devolvió el dinero y se quedó con los beneficios. Esta estrategia funcionó hasta que sus hermanas encontraron las provisiones y se las quitaron. Fue una lección importante para el joven Donald. Incluso ahora, nunca corre riesgos cuando hay mucho que perder.

En el instituto lo consideraban un alumno excepcional. Fue al St. Augustine, una escuela solo para chicos negros de Nueva Orleans, donde recibían una educación de primer nivel y les imbuían de altas expectativas. Tres veces al

día los altavoces retransmitían el mismo mensaje: «Señores, prepárense, porque un día van a dirigir el mundo».

El mensaje que le inculcaron fue que todo era posible. Las mejores universidades se lo rifaban —a él y a sus compañeros— y lo reclutaron.

El joven Donald tenía frente a él un mundo ilimitado, pero su estrategia para triunfar no implicaba optar por el camino más arriesgado. A menudo debe domar su ambición y prefiere recibir un poco menos si maximiza las probabilidades de que obtendrá algo. Tengamos en cuenta con lo que soñaba de niño: dedicarse a los negocios, y más en concreto, ser «el director general de una de las cincuenta mejores empresas globales y científicas de la revista *Fortune*».

Con el mundo a sus pies, parece una ambición relativamente modesta. La mayoría de los adolescentes sueñan con ser atletas profesionales, emprendedores de éxito o CEO. Pero, en la década de los sesenta, lograr un trabajo estable en una gran empresa y escalar por el organigrama era el camino más seguro para el éxito. También era un mundo muy diferente de Ninth Ward. Donald quizá sintiera que había oportunidades ilimitadas, pero correr un gran riesgo y fracasar no era una opción:

No sé si sentía aversión por el riesgo. Lo que sí diría es que me fiaba de las estadísticas, quizá sea mi filosofía de la vida... pero no sé de dónde lo saqué, la verdad. Tal vez de jugar al Monopoly. Lo que sí diría es que mi filosofía es maximizar las probabilidades de éxito. Y siempre que tengo una idea, me digo: ¿cómo me las puedo arreglar para que haya más probabilidades de triunfar?

También aplicó la cobertura en la universidad. Después de visitar Carleton College, Donald se dio cuenta de que quería inscribirse en una pequeña facultad de ciencias sociales. Seguramente, su entusiasmo por Carleton se exacerbó porque conoció a su futura mujer durante la visita al campus. Donald

vio claro que tenía que estudiar economía e ingeniería, dos carreras distintas, para maximizar la probabilidad de cumplir su ambición profesional. Carleton no le daba esta opción.

Así que llegó a un acuerdo con la Universidad de Stanford, que también le había ofrecido una beca completa. Stanford le guardaría la beca mientras él estudiaba economía en Carleton durante tres años. Después iría a Stanford para estudiar un grado de ingeniería de dos años. Era una forma de obtener lo mejor de los dos mundos: los conocimientos en ciencias sociales y el título en ingeniería de Stanford.

Durante su segundo año en Carleton, Donald se casó con su amada, que también fue aceptada en la facultad de ingeniería de Stanford, pero sin beca. En lugar de correr el riesgo financiero de pedir un préstamo, acabaron inscribiéndose en la Universidad de Washington, en St. Louis, porque les daban una beca a los dos.

Cuando se licenció, encontró empleo en Monsanto, la ahora tan famosa empresa de tecnología agrícola ubicada en St. Louis. Donald, que se describe a sí mismo como fácilmente «exaltable» en su juventud, hizo todo lo que pudo para triunfar en el mundo corporativo. Siguiendo el consejo de un colega, se desprendió de su acento de Louisiana y de las patillas para mimetizarse lo más posible con la vida empresarial de los directivos del medio oeste de Estados Unidos.[1]

Escaló en la empresa con rapidez, llegó a ser director general a los treinta y dos años y siguió su ascenso gracias a que conocía tanto la ciencia de la agricultura como la empresarial. Philip Needleman, que había sido compañero suyo como director de investigación y desarrollo de Monsanto, me explicó que era una combinación inusual por entonces. «Era el único ejecutivo afroamericano que había allí. Trabajaba con determinación, prestaba atención a las cifras trimestrales y adónde estaban las ventas.»[2]

Donald desempeñó varios cargos de dirección antes de que lo nombraran presidente del sector de Consumo y Nutrición de Monsanto. Más tarde, en el año 2000, después de una carrera de veintitrés años en la empresa, corrió un riesgo sin cobertura, algo inhabitual en él, y tomó su propio camino alejado de la seguridad de las jerarquías corporativas en las que había vivido. Con un grupo de inversores, convirtió el departamento de los edulcorantes de Monsanto, o, como los llama él, «edulcorantes intensos bajos en calorías», en una nueva empresa filial llamada Merisant; Donald era el CEO. Pero el negocio de los edulcorantes es volátil. Merisant lo pasó mal cuando el mercado prefirió Splenda, una alternativa a su producto estrella, Equal. Donald dejó su puesto tres años después, se llevó una buena indemnización y siguió como presidente hasta 2005.[3] Merisant quebró en 2009.

Después de Merisant, Donald ya había ganado suficiente dinero, así que decidió jubilarse a la temprana edad de cincuenta y un años, con sus ambiciones cumplidas. Se dedicó a asistir a varios consejos de administración y a correr pocos riesgos, viviendo a velocidad de crucero.

La jubilación le duró ocho años, hasta que recibió la llamada de Carnival Corporation, una empresa familiar de cruceros. Micky Arison, el CEO de entonces, era el hijo del fundador. Cuando se lo propusieron a Donald, Carnival había sufrido una serie de reveses importantes. En 2012, el *Costa Concordia* (un barco de Carnival) se fue a pique frente a la costa de Italia. Treinta y dos pasajeros y miembros de la tripulación murieron y el capitán abandonó el barco.

Un años después, el motor del *Carnival Triumph* se incendió y el barco quedó a la deriva en altamar sin electricidad. El apagón inutilizó los servicios de saneamiento durante los cuatro días que tardó en ser remolcado al puerto. Los medios de comunicación llamaron al viaje «crucero de mierda». La CNN retransmitió el lento remolque a tiempo real y recabó historias terribles sobre



el descontrol de las aguas residuales.

Para cualquier empresa habrían sido reveses tremendos, pero fueron especialmente nefastos para la imagen del sector de los cruceros. Cuando reservamos una plaza en un crucero, renunciamos a la promesa de soledad y aventura excepcional por unas vacaciones sin riesgo alguno. Sin duda podrá ser menos personal y emocionante que una excursión a pie por los Andes y acampar en una playa de Bali, pero unas vacaciones en crucero casi seguro que irán bien, o al menos sin sobresaltos. En un crucero los hoteles nunca están llenos, la comida es predecible y abundante, los coches de alquiler no se estropean y las actividades están preprogramadas.

Pero si algo va mal, va muy mal. El riesgo de cola es quedarse a la deriva en un barco rebosante de aguas residuales en medio del océano, o algo peor. Si el riesgo de cola ya no parece tan improbable, el rasgo más atractivo de los cruceros pierde su lustre.

Al principio, Donald no parecía el candidato propicio. Llevaba más de doce años en el consejo de administración de Carnival, pero su trayectoria como ejecutivo agrícola no era la más adecuada para los cruceros. Sus colegas de Monsanto se sorprendieron cuando supieron que Donald había sido contratado por Carnival. «Es un tipo muy ambicioso, pero ¿qué sabe de cruceros?»[4]

Daba la impresión de que estaba corriendo el mayor riesgo de su vida. Pero su estrategia profesional y vital —maximizar las probabilidades de lograr lo que queremos equilibrando los riesgos y las recompensas— era justo lo que necesitaba la empresa. Me dijo: «Sabemos que hay riesgos, así que intentamos maximizar las probabilidades de tener éxito. No es que no seamos conscientes de ellos, sino que creemos que podemos mantenerlos a raya. Y esa es la diferencia».

Anticipar los riesgos de lo que puede ir mal es una habilidad que Donald ha

desarrollado a lo largo de los años. Pero la previsión no es suficiente. También se prepara para el caso de que, si algo va mal, produzca el menor daño posible. A veces contrata un seguro para los riesgos que prevé, pero lo más habitual es que confíe en la cobertura para arriesgarse menos.

## Cobertura

Utilizamos la palabra «cobertura» siempre que reducimos el riesgo; por ejemplo, cuando un pistolero le dice a otro que le «cubra». En finanzas, la cobertura tiene un significado más preciso: «des-arriesgar», o correr menos riesgos. Implica renunciar a parte de las ganancias si todo va bien, a cambio de reducir la probabilidad de que vaya mal. En general, des-arriesgarse aumenta las posibilidades de que consigamos lo que queremos, pero debemos olvidarnos de la posibilidad de obtener más.

Supongamos que hay dos cosas que nos hacen felices en la vida: el dinero y nuestro equipo de fútbol. Si el equipo va a jugar un partido importante, una cobertura será apostar cien dólares en contra con la probabilidad de tres a uno a que pierda. Si el equipo pierde, nos dolerá, pero al menos habremos ganado trescientos dólares, que es una especie de consuelo. Si el equipo gana, sentiremos la emoción de la victoria, aunque será un poco menos dulce porque habremos perdido cien dólares.

La cobertura es una de las estrategias financieras más antiguas y simples, pero con frecuencia se subestima o se confunde con la diversificación, que elimina los riesgos innecesarios al poseer acciones de activos distintos. Podría tratarse de compartir el riesgo con otros paparazzi o crear un fondo indexado que incorpore muchos tipos de acciones a nuestra cartera. La rentabilidad esperada es la misma, pero reducimos el riesgo porque, pase lo

que pase, lo más probable es que algo de lo que tengamos nos salga a cuenta. La diversificación elimina el riesgo no sistemático, pero no nos ayuda con el riesgo sistemático, por ejemplo, si el mercado de acciones se desploma el día antes de nuestra jubilación. La diversificación nos proporciona la mejor opción arriesgada, pero sigue siendo necesario gestionar el riesgo restante.

La cobertura es determinar hasta qué punto debemos o queremos profundizar en esta opción arriesgada. Y, al contrario que la diversificación, supone un coste. Tendremos que renunciar a parte de las ganancias esperadas porque correremos menos riesgos.

También es más específica, porque requiere más planificación y un objetivo claro. Supone pensar en el objetivo —más dinero, una carrera como alto ejecutivo, o que nuestro equipo de fútbol nos haga sentir bien— y luego hacer algo para reducir el riesgo de no lograr el objetivo. La cobertura no diferencia entre riesgo sistemático y riesgo no sistemático, pero puede protegernos de ambos.

Recordemos un momento a Santiago Baez, el fotógrafo del capítulo 5. Corría muchos riesgos sistemáticos y no sistemáticos en el negocio de las fotos a famosos, dado que la industria estaba cambiando y las probabilidades de sorprender a un famoso eran bajas. A Baez le encantaba su trabajo y, si tenía un buen día, ganaba una suma considerable. Redujo el riesgo no sistemático formando una alianza con otros fotógrafos, pero seguía habiendo mucho riesgo, porque el mercado era muy inestable. Se enfrentaba a más riesgos sistemáticos, más días en que ganaba poco y menos días en que ganaba mucho. Esto le obligó a dejarlo.

En cambio, si hubiera querido hacer una cobertura, podría haber dedicado menos días a hacer fotos en la calle y aceptar encargos para ser fotógrafo de bodas. Se habría quedado sin la emoción y los ingresos potenciales de sorprender a un famoso en el momento adecuado, pero habría obtenido ciertos

ingresos independientemente de lo que ocurriera en el mundo de los famosos. También habría supuesto una fuente de ingresos más estable: el mercado de las fotos de famosos puede cambiar, pero siempre querremos fotos de nuestra boda.

O supongamos que queremos convertirnos en un *influencer* de las redes sociales. Creemos que podemos ganar dinero y sentirnos realizados si tenemos a un montón de seguidores, «me gusta» y retuits. Cuanto más activos seamos, más probable será que tuiteemos un comentario jugoso, de forma que un famoso nos retuitee y consigamos fama y fortuna (o una breve sensación de satisfacción). Pero tuitear constantemente también aumenta el riesgo de decir algo erróneo u ofensivo, lo cual tendría un impacto negativo en nuestra carrera.

Podemos hacer una cobertura de este riesgo tuiteando solo un número de veces determinado, y después de haberlo pensado con detenimiento. Renunciamos a alcanzar las cotas más altas de la fama en internet, pero reducimos el riesgo de convertirnos en un paria social.

## Invertir más en activos libres de riesgo

La forma más fácil de cubrirse es, sencillamente, corriendo menos riesgos. Supongamos que nuestro objetivo es tener doce mil dólares para pagar el primer año de universidad de nuestro hijo. Ahora tenemos esa cantidad, pero queremos además que su primer año de universidad sea especial y esperamos gastarnos otros tres mil dólares para que pueda vivir en una residencia más agradable.

El asesor financiero nos dice que una cartera de acciones bien diversificada genera un 8 por ciento al año. Esto significa que, de media, podemos esperar

tener unos diecisiete mil seiscientos dólares en cinco años, el dinero que necesitamos para las clases, una buena residencia y una bonificación extra. Pero el mercado de acciones es arriesgado. No hay una garantía completa de que produzca un 8 por ciento al año, e incluso cabe la posibilidad de que perdamos dinero.

Supongamos que el mercado de acciones cae un 40 por ciento el primer año. Aunque el mercado rente un 8 por ciento los siguientes cuatro años, al quinto año solo tendremos unos nueve mil ochocientos dólares.

Para protegernos de este riesgo, el asesor nos propone una estrategia de cobertura: invertir seis mil dólares en bonos. Solo generan un 3 por ciento anual, pero es algo seguro. La renta esperada será de un 5,5 por ciento al año, menos que el 8 por ciento, pero lo más probable es que tengamos quince mil dólares en cinco años. Si el mercado de acciones cae el primer año y luego se recupera, nos quedarán doce mil dólares. Comprar bonos compensa parte del riesgo de perder dinero, y a cambio renunciamos a la posibilidad de ganar dos mil seiscientos dólares extra.

En muchas publicaciones financieras se recomienda invertir la cuenta de la jubilación en un fondo de inversión, en un conjunto de acciones diferentes, en lugar de en una sola. Es un buen consejo, pero no es una estrategia de ahorro para la pensión completa, porque estos fondos solo ofrecen diversificación. Seremos más efectivos si hacemos una cobertura para el riesgo restante. Hacer una cobertura de nuestra pensión implica tener claro el objetivo: ingresos estables, una buena suma de dinero, o una combinación de ambos. Podemos cubrirnos del riesgo de que las acciones no salgan a cuenta invirtiendo parte de los ahorros en un fondo de inversión y el resto en un activo libre de riesgo adecuado, como los bonos a corto o largo plazo.

El efecto es, sencillamente, correr menos riesgos, renunciando a unas ganancias potenciales a cambio de reducir el riesgo de perder. Es una

estrategia que también se puede aplicar en otros ámbitos. Es la manera que tiene Donald de gestionar el riesgo. Formula un objetivo y maximiza las probabilidades de conseguirlo corriendo el mínimo riesgo. No tiene problema en renunciar a un beneficio extra si esto significa que estará protegido en el peor de los casos. Aplicó esta estrategia en la universidad, y hace lo mismo en Carnival.

La cobertura es una estrategia de riesgo habitual. Las compañías aéreas a menudo hacen una cobertura por si sube el precio del petróleo y firman un contrato según el cual pagarán el mismo precio por el combustible suba o baje el precio del crudo.[\*] Tal vez bajen los precios y la compañía siga pagando el precio más alto que había acordado. Pero si el petróleo sube, la compañía paga menos que el precio de mercado. Esta seguridad les permite planificar y tomar decisiones a largo plazo. Renuncian a la posibilidad de ganar más dinero gracias a un petróleo barato a cambio de suprimir el riesgo de que los precios suban.

## FINANZAS MODERNAS

Otro experto en la cobertura de riesgos era David Bowie, quien, además de ser un músico brillante, era un estratega del riesgo extremadamente dotado.

Lo normal es que un músico firme con un sello discográfico al principio de su carrera. El sello le asegura una buena cantidad de dinero (es decir, buena para un músico joven y en ciernes, que está entusiasmado de que lo descubran) y, a cambio, el sello recibe una considerable porción de las ganancias que generan los derechos de autor.

Es un acuerdo nefasto si el músico tiene éxito. Junto con una mala gestión económica, es la razón de que tantos músicos famosos caigan en la pobreza o

se declaren en quiebra. No obstante, puede ser un intercambio de riesgo justo. Si el músico no llega a triunfar, sigue cobrando y el sello recibe la porción de los derechos de autor, que no valen mucho. La mayoría de los músicos no conocen el éxito, y nunca ganarán más que el anticipo.

David Bowie era un adolescente astuto y con aplomo. Tanto él como su representante estaban seguros de que sería uno de los que llegarían alto. Cuando firmó un contrato, insistió en conservar la propiedad futura de su música y recibió un anticipo moderado como parte del trato. La discográfica creyó que había encontrado una ganga. Lo más probable era que la música de un adolescente flacucho no valiera mucho en el futuro. Bowie corrió un riesgo consigo mismo y le salió a cuenta.

Unos treinta años después, Bowie se topó con un problema distinto. Ya había pasado de los cincuenta, y el futuro en la música parecía incierto. Poco tiempo antes, Napster abrió la posibilidad de compartir archivos, de modo que se escuchaba y se compartía la música sin que nadie pagara por ella. No estaba muy claro cuánto valdrían los derechos de autor en el futuro. Bowie consideró hacer lo contrario de lo que había hecho antes, y vender sus derechos de autor. En 2002 dijo:

La transformación completa de todo lo que hemos creído hasta el momento tendrá lugar dentro de diez años, y no habrá nada capaz de pararla. No le veo ningún sentido a fingir que no va a pasar. Estoy completamente convencido que los derechos de autor, por ejemplo, no existirán dentro de una década, y que van a vapulear a la autoría y a la propiedad intelectual.[5]

Aun así, seguía siendo renuente a vender sus canciones, a las que consideraba sus «bebés». Mientras tanto, su gestor habló con David Pullman, un banquero educado en Wharton que hablaba muy rápido y a quien se le ocurrió una idea mejor. Nunca se había encontrado con un activo que no

podiera des-arriesgar.

Pullman llegó al mundo de las finanzas en la época de las primeras hipotecas titularizadas. Los valores garantizados con hipotecas tuvieron mala fama durante la crisis financiera de 2008 porque se utilizaron para hacer inversiones arriesgadas y mal fundamentadas en personas que compraban casas que no podían permitirse. Pero la idea básica es bastante sencilla e inteligente. Cuando un banco vende una hipoteca, se adeuda un ingreso regular a largo plazo: los pagos de la hipoteca. Es dinero no líquido, es decir, no se puede acceder a él hasta que se realiza el pago. Si el banco necesita el dinero antes o quiere deshacerse del riesgo de que no se abone la hipoteca, la puede vender como bono. Un inversor paga una buena cantidad de dinero al banco y, a cambio, el inversor recibe un pago regular que financia la hipoteca. Un valor garantizado por una hipoteca consiste en muchos de estos bonos agrupados, con la idea de que la diversidad de las hipotecas reducirá el riesgo de que alguien no pague o pague la hipoteca con anticipación.[\*] Pullman pensó que podría hacer algo parecido con los ingresos musicales de Bowie.

El momento no podía haber sido mejor. Bowie y Pullman llegaron a un acuerdo con EMI para lanzar los veinticinco álbumes grabados entre 1969 y 1990. A Bowie se le garantizaron más del 25 por ciento de los derechos de las ventas en Estados Unidos. El valor del catálogo de Bowie se fijó en unos cien millones, un flujo de ingresos listo para hacer una cobertura. Pullman propuso titularizar los derechos de Bowie.

A Bowie le encantó la idea. Recibiría dinero de inmediato y seguiría siendo, técnicamente, dueño de su música, pero el dinero que generaran sus derechos iría a otra persona durante quince años. Pullman afirma que, cuando le explicó cómo funcionaba, Bowie preguntó: «¿Por qué no lo hemos hecho antes?».[6]

Se llegó a un acuerdo unos pocos meses después y no hubo falta de



compradores potenciales. Antes de firmarlo, no obstante, se filtraron rumores y Pullman recibió una avalancha de llamadas. El Bono Bowie, como se le conoció, era atractivo para las compañías de seguros, que deben hacer pagos regulares a sus beneficiarios durante varios años. Poseer un bono a largo plazo, como el de Bowie, es una forma de hacer una cobertura de riesgo, porque necesitan un activo que proporcione un flujo regular de pagos.

Prudential pagó cincuenta y cinco millones de dólares y, a cambio, obtuvo un pago al 7,9 por ciento de interés del capital total durante quince años.[\*] Estos pagos fueron financiados por los ingresos que generaban los derechos de autor de los discos de Bowie grabados antes de 1990. Si, por alguna razón, la música no generaba suficientes ingresos (y consumía todo el fondo de reserva), el catálogo de Bowie pasaría a manos de Prudential. Pero eso no ocurrió, puesto que los ingresos de los derechos musicales son bastante estables en artistas mayores con un catálogo reconocido.

Se trataba de una cobertura, porque Bowie aceptó cincuenta y cinco millones y cedió los pagos de los derechos durante quince años. No optó a beneficios mayores, pero tuvo, en cambio, la seguridad de cobrar cincuenta y cinco millones de antemano. Tal vez Bowie estuviera menos inclinado a correr riesgos cuando se hizo mayor, o quizá percibió más riesgo en el futuro con una industria musical que cambiaba a toda velocidad. Fuera como fuera, decidió hacer una cobertura.

## Comprar un activo que sube cuando otro baja

En lugar de comprar un activo libre de riesgos como si fuera una cobertura, podríamos comprar dos activos distintos que fluctúen de forma inversa. Pensemos en la apuesta contra nuestro equipo de fútbol: la pérdida de un

beneficio (sentirnos mal porque nuestro equipo pierde) se compensa con una ganancia (obtener más dinero cuando pierde). O supongamos que somos el comandante de un crucero. Cuando el sector de los cruceros va viento en popa, ganamos más: hay más trayectos y la gente paga más, lo cual aumenta nuestro salario. Pero si por desgracia aparece otro «crucero de mierda», es posible que la demanda caiga, lo cual supondrá menos trayectos y unas tarifas más bajas, y, por lo tanto, nos pagarán menos o incluso nos despedirán. Un comandante de un crucero podría hacer una cobertura de este riesgo invirtiendo en hoteles, en resorts o en otras empresas que se beneficien cuando los cruceros pasan por horas bajas.

## Cobertura negativa: más riesgo, más recompensa

La cobertura es una estrategia que reduce el riesgo, pero, como cualquier estrategia de riesgo, se le puede dar la vuelta para incrementar el riesgo y los beneficios futuros. Supongamos que queremos una emoción extra cuando vemos un partido de fútbol. Podríamos hacer una operación de cobertura negativa y aumentar el riesgo apostando por la victoria de nuestro equipo. Si ganamos, la felicidad será doble: tendremos el dinero y el derecho a fanfarronear. Si perdemos, la decepción será doble: el equipo será un fiasco y habremos perdido dinero.

Una técnica de cobertura es prestar dinero al gobierno, a una empresa o a una ciudad comprando un bono que nos asegure cierta cantidad en un período de tiempo preestablecido. Dado que la cantidad que paga el bono es fija, es menos arriesgado que una acción, lo cual significa menos riesgo para nuestra cartera.[\*] Mezclar una inversión arriesgada como las acciones y combinarlas con bonos puede ser una operación de cobertura.

La estrategia opuesta es pedir prestado dinero y utilizarlo para hacer inversiones arriesgadas. Se llama apalancamiento, y es una cobertura negativa. Es una manera de magnificar el riesgo y con frecuencia es el origen de las crisis financieras. Donald aprendió esta lección cuando pidió dinero prestado a su padre para financiar su plan con los caramelos. Ganó dinero hasta que su reserva desapareció de forma repentina, y no le pudo devolver el dinero a su padre.

He aquí otro ejemplo de apalancamiento. El servicio de correos vende Sellos Eternos, que conservan su valor aunque el precio de los sellos suba. Supongamos que supiéramos que el precio de los sellos fuera a subir de cuarenta y cinco a cincuenta céntimos la próxima semana. Si compráramos Sellos Eternos esta semana por cuarenta y cinco céntimos, la semana que viene valdrían cincuenta. Esta información nos da una oportunidad.

Imaginemos que tenemos diez mil dólares y que los gastamos en la compra de Sellos Eternos. El día después de que suba el precio vendemos los veintidós mil doscientos veintidós sellos por once mil ciento once dólares. Ganaríamos mil ciento once dólares, un 11 por ciento de rentabilidad en solo unos días.

No está mal, pero podría estar mejor si corriéramos más riesgo. Digamos que pedimos prestados noventa mil dólares a un banco haciendo una segunda hipoteca sobre nuestra casa a un tipo de interés del 5 por ciento (mensual). Con el préstamo y nuestros ahorros compramos sellos por un valor de cien mil dólares. Si los vendemos en un mes, obtendremos ciento once mil ciento once dólares. Después de devolver el préstamo al banco y el interés de un mes (noventa y cuatro mil quinientos dólares), nos quedarán unos beneficios de seis mil seiscientos once dólares. Es casi seis veces más que cuando nos financiábamos solos.

Obviamente, es una apuesta muy arriesgada. Existe la posibilidad de que no

podamos vender doscientos veintidós mil doscientos veintidós sellos en un mes. Si, después de unos meses, seguimos sin poder venderlos, los intereses engullirán todos los beneficios. Y si no llegamos a venderlos, perderemos la casa. El apalancamiento es el tipo de transacción con alto riesgo/alta recompensa que convierte a algunos financieros en superricos (si tienen suerte) y que, por otro lado, destruye las carreras de muchos otros (e, incluso, economías enteras).

La historia de los sellos quizá parezca un riesgo descabellado, pero se hacen operaciones igual de extravagantes cada día. El apalancamiento explica la alta rentabilidad que obtienen cada año los fondos de cobertura. En la mayoría de las ocasiones, quienes más ganan no tienen un truco mágico ni son más listos que los demás. Únicamente, corren más riesgos.

## Cubrir el futuro de los cruceros

Donald corrió un gran riesgo poco después de ser nombrado CEO que definirá su legado en Carnival. Cuando solo llevaba un año en el cargo, Carnival fichó a John Padgett, que trabajaba en Disney.[7] Padgett es el cerebro detrás de la Disney MagicBand, una pulsera electrónica que llevan los visitantes de los parques Disney y que registra dónde están para coordinar el transporte y reducir las colas de espera.

Padgett y su equipo concibieron un producto similar para Carnival, la Ocean Medallion.[8] Lleva un paso más allá la idea de la MagicBand. Un crucero puede ser impersonal y genérico. Compramos unas vacaciones fáciles que no nos exigen planificar o pensar qué deberemos hacer, pero también formamos parte de un rebaño de tres mil personas: es lo que pagamos para librarnos del riesgo. La Medallion promete lo mejor de los dos mundos.

Simula una experiencia más personalizada: el personal del crucero conocerá nuestro nombre y qué nos gusta comer o beber antes de entrar en los bares o restaurantes del barco. La tecnología prevé qué actividades nos gustarán. Por ejemplo, beber un Martini la noche anterior quizá signifique que hoy nos apetezca ir a bucear. La Medallion actualiza los datos constantemente para prever cualquier necesidad o deseo que tengamos, incluso antes de que queramos algo: una experiencia de crucero orwelliana.

Incorporar esta tecnología es arriesgado. Significa formar al personal y reconfigurar la instalación del barco. Los aspectos negativos incluyen una alta probabilidad de problemas técnicos al principio, el alto coste de implementar la tecnología y la renuencia de los clientes de compartir sus datos. Se anunció el Medallion en el Consumer Electronics Show de 2017, donde fue elogiado como el futuro de los cruceros y recibió una amplia atención mediática. Pero lo que no se mencionó fue la meticulosa estrategia de cobertura de Donald: ir a lo grande e ir con cuidado.

El lanzamiento de Medallion fue muy lento. Varios meses después de anunciarlo, un puñado de pasajeros seleccionados lo probaron en el crucero de primera clase Princess. Fue más de un año antes de que todos los pasajeros pudieran utilizarlo. En 2018 todavía se pensaba que el acceso general a Medallion estaba lejos. Cuando le dije a Padgett que había entrevistado a Donald sobre la cobertura de riesgos, me dijo: «Bueno, Arnold es un maestro en esto. Si nos fijamos en este proyecto particular [el Medallion], tiene sus riesgos, pero él lo pone todo en perspectiva. La apuesta más alta es el 1 por ciento de la flota, y lo hace de forma que casi no tiene lados negativos».

El éxito de Donald se resume en trabajar mucho, ser inteligente y combinar las grandes expectativas con la prudencia. Espera lo mejor y se prepara para lo peor. Esta estrategia quizá carezca de la emoción de los elogiados logros de otros empresarios famosos, pero aumenta las probabilidades de tener éxito.

**Seguro:**  
**Estas son las espectaculares opciones**  
**sobre acciones**

La diversión es como un seguro de vida: cuanto más viejo te haces, más cuesta.

FRANK MCKINNEY «KIN» HUBBARD,  
dibujante, humorista y periodista estadounidense

La palabra «seguro» no suele suscitar sentimientos de entusiasmo. Con frecuencia pensamos en agentes con trajes mal cortados que venden seguros de vida, o en un actuario en una oficina sin ventanas calculando cuándo es más probable que muramos. Pero los seguros hacen algo maravilloso: reducen el coste de que un riesgo se cumpla, a la vez que nos permiten disfrutar de los aspectos positivos de correr riesgos. Con una cobertura cedemos parte de las ganancias si todo va mejor de lo esperado, pero con un seguro conservamos nuestros derechos. Esta es la razón de que, en muchos aspectos, un seguro parezca un truco de magia.

Diez veces cada semana, en un apartamento oscuro y sórdido en el abarrotado barrio de Hell's Kitchen en Nueva York, Belinda Sinclair también hace magia.

El día en que la visité, el público no llegaba a las doce personas. Sirve té y habla con todo el mundo, escucha sus ideas, deseos y escepticismos, y adapta su espectáculo claramente femenino a su personalidad.

Es una de las pocas magas del gremio y explica la noble historia de las mujeres en el mundo de la magia. Solemos asociarla a hombres, pero las mujeres han hecho contribuciones importantes y subestimadas a las artes oscuras. Con frecuencia, eran mujeres las que ejercían de sanadoras y de místicas, mezclando pociones y prediciendo el futuro. En el Nueva York del siglo XIX, las mujeres organizaban pequeñas reuniones como las de Sinclair en sus salones y hacían trucos de magia. Fue alrededor de la época de Houdini cuando se relacionó a los hombres con el ilusionismo para el gran público y se relegó a las mujeres a un papel asistencial.

Sinclair asegura que nos atrae la magia porque sugiere que los humanos tenemos el poder de conocer el orden y el control de un mundo que suele ser implacable e impredecible. Un mago puede desafiar la cruel aleatoriedad de la naturaleza. Creer en la magia supone que hay humanos con la capacidad de controlar la gravedad, el tiempo, el espacio e incluso la muerte. Si ellos pueden hacerlo, quizá todos también, o, como mínimo, podemos pagar por los servicios de quienes poseen estas dotes especiales.

Por descontado, este orden es una ilusión, un engaño. Es lo que hacen los magos y es por lo que les pagamos. Nos hacen sentir cómodos, logran que confiemos en ellos, y luego hacen algo que parece desafiar las leyes de la gravedad y de la consciencia humana. No es coincidencia que los magos con éxito suelen ser, a la vez, extraños y profundamente agradables. Hacer un truco de magia requiere engañar al público, y esto significa dirigir lo que ven y sienten. Sinclair lo logra sintonizando con cualquier emoción del público. Cuando interactuamos con otras personas, no acostumbramos a ser conscientes de nuestras emociones todo el tiempo, porque se interesan por lo que necesitan de

esta interacción. Si alguien es consciente de nuestras necesidades, tiene un poder sobre nosotros y nos sentimos seguros y cómodos. Y es lo que los magos requieren del público.

La sala está engalanada con espejos y cables, y Sinclair reparte los asientos según la altura de los asistentes para tener cierto control sobre lo que ven. Los observa en todo momento, cuando al hombre de mediana edad se le ilumina el rostro como a un niño al ver cómo ella saca la carta con su nombre, o cuando deja perplejo al marido profundamente escéptico, que ha venido obligado, al hacer flotar una moneda sobre su palma. Siembra palabras en sus cabezas y luego adivina en cuál están pensando.

Su voz denota un cálido afecto. Superados los cincuenta, tiene la complexión de una mujer de treinta y cinco y una cara enmarcada por un largo y rizado cabello gris. No sorprende que de joven fuera modelo. Ha tenido varias carreras profesionales. Sigue viviendo unas calles más allá de donde nació en Nueva York, rodeada de su extensa familia.

Sinclair fue actriz de niña y asistió a una escuela de teatro. Pero, después de graduarse, quiso ser doctora y estudió medicina. Parte de su formación implicaba trabajar con niños enfermos en un hospital. Un día le pidieron que montara un espectáculo para ellos, ya que había sido actriz y payasa. Tuvo tanto éxito que un padre le ofreció cien dólares para que actuara en la fiesta de cumpleaños de su hijo.

Pensó que podría ser una fuente de ingresos regular para financiar sus estudios, así que fue a la tienda de magia del barrio a comprar accesorios, pero le pareció que muchos de los trucos eran excesivamente caros y de no muy buena calidad. Los vendedores le retaron a que lo hiciera mejor, así que volvió a casa y creó su primer truco. Cuando se lo enseñó, se quedaron tan impresionados con su destreza que le propusieron que ilustrara el catálogo, en el que se incluían todos los trucos que vendían y los dibujos explicativos.



Después de pasarse cinco años dibujando, Sinclair amasó un conocimiento enciclopédico sobre el funcionamiento de los trucos de magia: «Aprendí de primera mano (...) cómo funciona el ojo cuando ve un truco, cómo funciona la mano, cómo se canaliza la atención (...). La magia te obliga a detenerte un instante, observar y anticipar cómo reacciona el cliente. Existe un arte para estar preparado para la acción y la reacción».

Acabó dejando la carrera de medicina y aprovechó su trayectoria en el teatro para empezar a colaborar con magos y producir sus espectáculos. A los veintinueve, Sinclair dirigió su propio espectáculo de magia.

Practica la magia de cerca, sobre todo con trucos de carta y monedas. Confía tanto en sus expertas habilidades que me explica cómo puede detectar una carta específica de una baraja. Dado que, al coger la carta, la calentamos un poco, se comba muy ligeramente, y es así como sabe cuál es. Otra técnica: al menos hay que mezclar el mazo siete veces para cambiar el orden de la mayoría de los naipes, así que le pide al voluntario del público que mezcle tres veces. Aprender y poner en práctica cada truco puede significar más de un año de entrenamiento. Se necesita cierta habilidad manual y entrenar los músculos de la mano para escamotear la carta con precisión.

Al preguntarle si alguna vez los trucos salen mal, Sinclair sonríe taimada y responde: «Muchas veces». Pero sabe remontarlos. «Entonces es cuando hay que redirigir —continúa—. No es engañar, sino encauzar la atención. Si no encuentro la carta, les devuelvo la baraja y les digo: “Mírala bien, asegúrate de que la carta todavía sigue ahí”. La palabra clave es “todavía”.»

El público cree que este paso forma parte del espectáculo, pero en realidad es una oportunidad para que Sinclair pueda averiguar dónde está el naipe. Todos los años de práctica y estudios se resumen, en última instancia, en tener preparado un plan de emergencia para asegurarse de que el truco saldrá bien. No importa lo que sea —un espejo en el rincón, distraer al público durante un

segundo o redirigir la atención—, pero este seguro extra salva el espectáculo. Un solo fallo puede destruir la confianza que se necesita para armar una ilusión.

La habilidad más determinante de Sinclair no es su profundo conocimiento de la magia, ni su capacidad para hacer desaparecer una carta, sino ser capaz de salvar cualquier truco y lograr que el público se quede igual de perplejo, aunque el truco no haya salido del todo bien. Todos los magos deben dominar este arte.

Algunos comparten con los demás cómo hacen sus trucos, pero mantienen en secreto cómo se aseguran de que no puedan ir mal. Para Sinclair, en una sala pequeña, muy cerca de un público que puede verlo todo, el tiempo y la energía que dedica a que confiemos en ella antes de que redirija nuestra atención son su seguro.

## El seguro es magia

Los seguros son como la magia. Reducen el riesgo, igual que las coberturas, pero con una diferencia importante. Con la cobertura, debemos correr menos riesgos. Renunciamos a un beneficio potencial a cambio de reducir el riesgo de que algo vaya terriblemente mal. Si nos arriesgamos menos, obtenemos menos. Los seguros hacen posible lo inimaginable: una protección para lo peor, y unos beneficios potenciales ilimitados.

Por ejemplo, supongamos que queremos ser pescadores de cangrejos para después venderlos, uno de los trabajos más peligrosos del mundo. La probabilidad de morir o de sufrir una discapacidad es mucho más alta que la de un contable. Pero todo este riesgo nos puede compensar. Durante la temporada de pesca podemos llegar a ganar hasta cincuenta mil dólares al

mes, más de lo que cobra un contable en todo un año.

En este caso, hacer una cobertura de riesgo significaría evitar las zonas de pesca más peligrosas, como el mar de Bering, en el que se producen los peores temporales, pero también los cangrejos más grandes. Corremos menos riesgos y renunciamos a los altos beneficios potenciales. Quizá solo ganemos treinta mil dólares en lugar de cincuenta mil, pero reducimos el riesgo de mutilarnos o morir.

Los seguros abordan el riesgo de manera distinta. Contratamos un seguro de vida o de discapacidad porque lo más importante es que no le falta nada a nuestra familia. Si nos ocurre algo terrible en mares peligrosos, nuestra familia seguirá recibiendo unos ingresos, pero, a la vez, tenemos el potencial de ganar mucho dinero en los lugares más aventurados.

Podemos asegurar casi cualquier cosa que imaginemos: la casa, la vida, la capacidad de trabajar, el coche o las vacaciones. Una modelo incluso puede asegurar sus piernas. Dolly Parton aseguró sus pechos. Son ejemplos de cómo otra persona corre un riesgo por nosotros a cambio de dinero.

Porque esta seguridad, lógicamente, no es gratis. Le pagamos a otra persona que, a cambio, asume el lado negativo del riesgo. El lado positivo sigue siendo nuestro, menos el coste de esa seguridad. Y, de la misma forma que ocurre con la magia, a menudo somos un poco escépticos sobre lo que estamos pagando. Quizá dudemos de que la protección valga lo que nos piden por ella, o incluso podemos llegar a pensar que nos están engañando.

Con frecuencia, un seguro es un buen acuerdo. Como la magia, hace desaparecer parte del riesgo. Esto se debe a que transferir riesgo a una compañía de seguros es eficiente. Supongamos que una modelo quiere hacerse un seguro por si se rompe una pierna y pierde sus ingresos durante varios meses. Si tuviera que asegurarse ella misma, tendría que ahorrar todo ese dinero por si le ocurre algo malo, porque asumiría ella sola todo el riesgo.

Pero si contrata un seguro, solo debería pagar a la compañía una fracción de toda la cantidad, porque la compañía tiene el mismo contrato con cientos de modelos y la mayoría de ellas no necesitarán el dinero, porque la probabilidad de romperse una pierna es bastante baja.

Así es como las compañías de seguros diversifican el riesgo: aglutinan todo lo que pagan las modelos y lo utilizan para pagar a la desafortunada que se romperá la pierna. Se reduce el riesgo, aunque no se elimina. Pongamos que hay un accidente extraordinario en un pase de modelos y más de una se rompe una pierna. La compañía debe asumir el riesgo de cola y compensar a las modelos lesionadas por la pérdida de ingresos.

Contratar un seguro es más eficiente que asumir el riesgo nosotros mismos. Pero cuando no hay mercado para nuestro riesgo, sigue habiendo opciones de asegurarnos. Pagar por un plan de contingencia es una forma de seguro, ya sea un depósito para otro local en caso de que llueva el día de nuestra boda o llevar una reserva de agua en una excursión por si nos perdemos y así no correr el peligro de deshidratarnos.

Sinclair no puede contratar un seguro por si uno de sus trucos no funciona. Quizá algún día los magos formen una alianza y se rescaten los unos a los otros cuando los trucos fallan, pero eso todavía está por llegar. Así que, en su lugar, Sinclair ha dedicado muchos años a aprender a conectar con el público y a controlar lo que ven para poder salvar sus trucos si algo sale mal. El esfuerzo que ha hecho para perfeccionar la capacidad de salir airosa de una ilusión y la confianza que da al público es su seguro. Disfruta de los beneficios ilimitados de un gran espectáculo de magia sin tener que preocuparse de que falle un truco.

Aunque no lo contratemos, un seguro, además de reducir riesgos, tiene otra función importante. Las pólizas se compran y se venden. Para que estas transacciones tengan lugar, el valor de suprimir el aspecto negativo del riesgo

debe tener un precio. Este importe nos ayuda a calibrar el riesgo y a comprender qué situaciones son más arriesgadas que otras.

## Opciones

También existen seguros para activos financieros. Podemos pagar para asegurarnos de que el precio de las acciones no caiga demasiado. Este tipo de seguro es un instrumento financiero llamado «opciones sobre acciones», un contrato que estipula que podemos comprar o vender una acción por un precio determinado durante ciertos meses o años, dependiendo de las condiciones. Por ejemplo, si compramos una opción de venta, pagamos una prima y alguien nos promete que podremos vender acciones a un precio fijo en el futuro.

Supongamos que compramos acciones de Facebook por doscientos dólares cada una. Somos optimistas sobre el futuro de la empresa, pero nos preocupa un poco que comparta historias de fuentes dudosas, lo cual puede acarrear el riesgo de que el precio de las acciones baje en algún momento. Podemos comprar una opción de venta que nos da el derecho de vender las acciones por ciento cincuenta dólares durante los próximos seis meses. Una opción de venta es un seguro sobre la posibilidad de que el precio de las acciones de Facebook se desplome.

He aquí otro ejemplo. Si adquirimos una opción de compra, pagamos una prima y alguien nos promete que podemos comprar una acción por un precio determinado en el futuro, sin importar qué precio alcance en el mercado. Digamos que estamos en el día después de las elecciones estadounidenses de 2016. El medio de comunicación preferido del presidente es Twitter, así que prevemos que la victoria de Trump hará que la empresa incremente su valor. Creemos que el precio de las acciones de Twitter subirá de diecinueve a

cuarenta dólares en los próximos seis meses, pero no queremos comprometernos financieramente todavía. Podríamos adquirir una opción de compra por dos dólares que garantice que podemos comprar acciones de Twitter por solo treinta dólares. Seis meses después, decidimos aplicar la opción, compramos acciones por treinta dólares y las vendemos por cuarenta, de forma que obtenemos pingües beneficios.

Por descontado, nadie sabe qué ocurrirá en los próximos seis meses. El 10 de abril de 2017, el precio de las acciones de Twitter cayó a catorce dólares con treinta centavos y durante todo el año no subió de veintiséis dólares. Si la opción solo era válida durante seis meses, no nos habrá servido de nada. Habremos pagado dos dólares por nada. Los inversores utilizan las opciones de venta y compra para hacer apuestas sobre lo que ocurrirá en el mercado.

Las opciones reducen el riesgo y nos ofrecen una compensación si ocurre un hecho determinado, de la misma forma que los seguros nos dan dinero si se incendia nuestra casa o nos rompemos una pierna. En la misma línea, las opciones generan dinero cuando ocurre un acontecimiento determinado, como que caiga o suba el precio de una acción (dependerá del contrato). Si nos aseguramos por si cae el precio de las acciones, reducimos el riesgo de perder dinero, pero seguimos obteniendo un beneficio ilimitado si las acciones suben, menos la prima que hemos pagado por la opción.

Las opciones son una forma de seguro, pero si tenemos una no es necesario ejercerla. La opción puede ser vender o comprar una acción a un precio determinado antes de una fecha específica, pagar antes de tiempo la hipoteca o incluso seguir saliendo con nuestra pareja sin tener que casarnos. No es obligatorio comprometernos en este preciso momento: por una tarifa, podemos esperar y ver qué ocurre antes de actuar. Y esta espera no cuesta nada (quizá nuestra pareja se harte, pero seguiremos teniendo nuestra cartera de acciones para que nos dé calor por las noches) porque estamos seguros de que

podremos comprar o vender a cierto precio según las opciones que contratemos, sin importar lo que ocurra con el precio real.

También podemos utilizar la cobertura o cualquier otra estrategia de reducción de riesgo para ampliar, en lugar de reducir, el riesgo. Por ejemplo, podemos aprovechar un alza del mercado y asumir más apalancamiento para ampliar la inversión. Si nos equivocamos, no obstante, perderemos más dinero que si el mercado se hubiera desplomado con las acciones simples que teníamos.

Tal vez decidamos apostar a que las acciones de Twitter subirán de diecinueve a cuarenta dólares en los próximos seis meses. En lugar de comprar una participación de las acciones, podríamos contratar diez opciones de venta por dos dólares, lo cual nos dará el derecho de comprar acciones de Twitter por treinta dólares durante los próximos seis meses. Si el precio sube a cuarenta dólares, ganaremos ochenta dólares ( $80\$ = [40\$ - 30\$] \times 10 - 20\$$ ). Es mucho más de los veintiún dólares que habríamos ganado si solo hubiéramos comprado una acción en Twitter, pero también es más arriesgado. Si el precio cayera a diecisiete dólares, las opciones de compra no valdrían nada y perderíamos los veinte dólares de las opciones de compra. Si hubiéramos comprado solo una participación, habríamos perdido únicamente dos dólares. Las opciones pueden magnificar las ganancias y las pérdidas, igual que cuando pedimos dinero prestado para hacer una apuesta arriesgada.

La mayoría de las personas creen que los derivados financieros, como las opciones, son una invención moderna que ha infectado los mercados y ha aumentado el riesgo. Pero las opciones se han vendido y comprado desde hace miles de años, y siempre han suscitado recelos. Aristóteles, que tenía en poca estima a las personas que perseguían la riqueza, criticó al filósofo Tales cuando previó una buena cosecha e hizo su agosto al adquirir opciones sobre el aceite de oliva.

En el pasado era difícil poner un precio al valor que le dábamos al riesgo. Esto cambió en la década de los setenta, cuando los profesores Fischer Black y Myron Scholes desarrollaron una fórmula para poner precio a las opciones. [1] En la misma época, a Robert C. Merton, otro profesor de economía financiera, se le ocurrió una manera fiable de determinar el precio de una opción.[2] Su modelo proponía un cálculo rápido y objetivo de dar un precio al riesgo basándose en unas pocas características que eran fáciles de observar y medir.

Al principio pareció una curiosidad académica con muchas operaciones matemáticas, pero los ensayos que se escribieron sobre el modelo Black-Scholes, y su solución, resultaron ser una de las investigaciones financieras más influyentes de todos los tiempos. Se comerciaba con opciones antes de la década de los setenta, pero solían crearse para transacciones específicas, de la misma forma que Tales negoció con los propietarios de los olivos para llegar a un acuerdo. Pero el mundo se ha convertido en un lugar más arriesgado y la demanda de seguros ha crecido, de modo que este método ya no servía. A medida que la economía crecía y se interconectaba más, se necesitaban más seguros para evitar el riesgo de invertir en mercados extranjeros. La demanda también creció porque el mundo era más arriesgado, los tipos de cambio fijos del acuerdo de Bretton Woods[\*] ya no eran válidos y los precios del petróleo y la inflación subieron. Más individuos e instituciones buscaron formas de gestionar el riesgo. El mercado de opciones necesitaba una forma segura, regular y replicable de dar un precio al riesgo para poder crecer y satisfacer la demanda.

Por una coincidencia, poco después de que Black, Scholes y Merton publicaran sus ensayos, la Cámara de Comercio de Chicago comenzó a considerar qué opciones se podían vender y comprar a gran escala. El modelo Black-Scholes proporcionaba un precio con el que todos podían estar de



acuerdo. Al mismo tiempo, el avance de las calculadoras electrónicas hizo posible que el programa se pudiera instalar en las de los agentes de bolsa. En 1973, el primer día en que el intercambio de opciones fue operativo, novecientas once[\*] opciones cambiaron de manos. Un año después, el volumen medio diario había crecido hasta los veinte mil contratos, y en 2016, cada día cambiaban de manos cuatro millones de contratos sobre opciones en Chicago.[\*] [3] [4]

El precio de un seguro nos puede dar una pista sobre lo arriesgada que es una situación, pero ¿cómo podemos saber si el precio de un seguro vale la pena o si nos están tomando el pelo? Al ayudarnos a comprender qué provoca que una situación sea más arriesgada que otra, el modelo Black-Scholes es un instrumento que nos sirve para diferenciar un truco de una ganga.

## Las Griegas conocen el riesgo

El precio de una opción (de compra o de venta) solo depende de cuatro parámetros. La importancia de cada uno de estos factores nos puede decir mucho sobre los riesgos en juego. En el modelo de Black-Scholes, se llaman «las Griegas».

### **1. Vega: más volatilidad, más riesgo**

Lo primero que deberíamos hacer es fijarnos en el abanico de posibilidades. En el capítulo 4 describimos la medición del riesgo como la variedad de cosas que pueden ocurrir. En general, respecto al riesgo, observamos aquello que es más probable, lo que llamamos volatilidad. Cuanto más alta sea la volatilidad, más riesgo habrá. Y, por lo general, cuanta más volatilidad haya, a más cosas deberemos renunciar para

protegernos de los malos resultados.

Cuanto más arriesgada sea una situación, más tendremos que pagar para protegernos de ella. Si hay obras en la carretera que nos lleva al aeropuerto, la posibilidad de que tardemos más tiempo en llegar será mayor, y deberemos salir con más antelación para evitar problemas.

## **2. Delta: lo más probable es que nos forremos**

Lo siguiente en lo que debemos fijarnos es en las probabilidades de que algo salga mal. Incluso si comparamos dos situaciones con la misma volatilidad, a veces una será más proclive a necesitar un seguro que otra. Y cuanto más probable sea que necesitemos un seguro, más cara será.

Un seguro por si hay un huracán es más caro en Florida que en Arizona, porque es más probable que la gente de Florida necesite este tipo de seguro. Las compañías cobran más a los clientes de alto riesgo: aquellos que tienen más probabilidades de enfermar o de conducir de forma imprudente, o empresas que no disponen de una buena seguridad cibernética. El pescador de cangrejos del mar de Bering pagará unas primas del seguro de vida más altas que un contable.

Con toda probabilidad, la última vez que compramos un billete de avión también vendimos una opción sin ni siquiera darnos cuenta. Como analizamos en el capítulo 1, las compañías aéreas se reservan la opción de echarnos del vuelo si hay una sobreventa de billetes. Cuanto más barato nos haya costado, más probabilidad habrá de que nos quedemos sin viaje. El billete barato es tan barato, en parte, porque hemos vendido una opción para tomar un vuelo más tarde si el avión está lleno. Cuanta más probabilidad haya de que nos echen del vuelo, más valiosa será la opción para la compañía aérea, así que nos beneficiaremos de un mayor descuento.

### 3. Theta: el valor del tiempo

Otra consideración a tener en cuenta es cuánto tiempo durará el riesgo. ¿Es un riesgo para el siguiente mes o para el siguiente año? Cuanto más tiempo se prolongue, más riesgo supondrá. Y cuanto más tiempo nos cubra el seguro, más caro será. Un malentendido habitual es que cuanto más tiempo tengamos antes de que se consuma el riesgo, menos arriesgado será.

Por ejemplo, a menudo nos dicen que es menos arriesgado invertir en acciones cuando somos jóvenes porque si el mercado se desploma, tendremos años para recuperarnos. Es lo que los economistas financieros llaman la «falacia de la diversificación del tiempo», porque esta presunción es errónea. Es verdad que hay muchas probabilidades de que el mercado se recupere en una o dos décadas. Con frecuencia, el tiempo resarce las grandes pérdidas. Pero esto no significa que haya menos riesgo, porque veinte años de inversiones también significa que existe la posibilidad de veinte años de mala rentabilidad. Si solo invertimos durante dos años, esta posibilidad no existe. Dependiendo de cómo lo miremos, más tiempo en el mercado puede suponer más riesgo.

Lo mismo ocurre si esperamos aumentar las probabilidades de casarnos con éxito. Las mujeres sufren la presión de casarse jóvenes o de que se les «pase el arroz». Pero las probabilidades de encontrar a alguien con quien casarse siguen siendo altas en la mediana edad (e incluso más allá), y las probabilidades de divorciarse caen de forma espectacular cuanto más tarde nos casemos. Esto no solo se debe a que dispondremos de menos años de matrimonio en los que algo pueda ir mal, sino que las personas que se casan con cierta edad son más estables y están mejor informadas. Casarse joven es un riesgo. Tenemos más estrés financiero, y

la persona con la que nos casemos se puede convertir en otra diferente.

#### **4. Rho: el tipo de riesgo libre**

Con frecuencia, correr un riesgo es una opción. En una noche lluviosa, nos podemos quedar en casa y ver algo en Netflix o ir a una cita a ciegas. Lo atractiva que sea la opción segura es importante. Antes de Netflix, la variedad de la televisión era más limitada. Éramos más proclives a salir por cualquier razón, porque quedarse en casa no era tan tentador. Ahora, gracias a las plataformas online, la opción libre de riesgo es mejor, y es algo que estará en juego al considerar una cita a ciegas. El valor que le demos al riesgo y, por extensión, cuánto estemos dispuestos a pagar para reducirlo, con frecuencia dependerá de lo que ofrezca la alternativa segura.

En las finanzas, el valor de un activo seguro es fundamental para asignar un precio a los activos y los derivados. Se trata de saber qué ganamos si no nos arriesgamos en absoluto. No hay necesidad alguna de arriesgarnos si la opción libre de riesgo o de bajo riesgo es casi igual de buena. En este caso no vale la pena correr el riesgo. La opción libre de riesgo también representa cuánto cuesta financiar una apuesta arriesgada (recordemos el 5 por ciento del tipo de interés de la segunda hipoteca en la operación con los sellos del capítulo 9).

El valor de la opción segura también influye en muchos aspectos de la toma de decisiones. Por ejemplo, explica por qué algunos economistas creen hoy que el encarcelamiento masivo de personas ha causado más crímenes de los que ha evitado.[5] Se podría pensar que encerrar a más gente en la cárcel reducirá el crimen. Al fin y al cabo, estamos sacando a los criminales de la calle. Pero la encarcelación masiva ha ido demasiado lejos y ha mandado a demasiados criminales no violentos a

prisión. Aunque sea un delincuente de poca monta, la prisión puede cambiar a las personas. Aprenden otras formas de infringir la ley y consiguen más contactos en el mundo criminal. Al salir de prisión, habrá más posibilidades de que cometan delitos.

Lo importante de verdad es que la opción segura —mantenerse lejos del crimen— es menos valiosa que antes de entrar en prisión. Una vez en la calle, las opciones en el mundo legal son limitadas, porque para un exconvicto es más difícil encontrar trabajo.

O dicho de otra forma: el crimen puede ser más atractivo después de pasar por la cárcel, sobre todo si se compara con una vida cumpliendo las leyes, la opción libre de riesgo. Esto explica, en parte, por qué cerca del 76 por ciento de los delincuentes reinciden.

## Los seguros hacen magia con los contratos

En casi todos los aspectos prácticos, la magia es muy diferente de los seguros. La magia es una ilusión, un engaño, y los contratos de seguros son documentos legales. Si tenemos un accidente de coche, o el precio de una acción baja más allá de cierto nivel, u ocurre cualquier otro acontecimiento incierto, no nos quedamos colgados igual que lo haríamos en medio de un truco de magia que se ha ido al traste. Alguien está obligado legalmente a pagarnos.

A pesar de lo que piensa la mayoría de la gente, los seguros solo nos engañan en ciertos momentos. La magia lo hace siempre, y es lo que esperamos cuando vamos a un espectáculo de prestidigitación. Muchas personas no se fían de los contratos de seguros porque en ocasiones son complicados, extensos y opacos, como la opción que, sin querer, vendemos al comprar el billete de avión. Las condiciones del contrato de opciones están

ocultas en la letra pequeña. Lo más probable es que nos enfademos, y con razón, si en contra de nuestra voluntad nos sacan a rastras del avión.

Los contratos de las rentas vitalicias son otra herramienta eficaz y valiosa para mitigar el riesgo (véase lo explicado en el capítulo 3). Son un seguro por si vivimos demasiado, porque, no importa cuánto vivamos, la compañía de seguros nos ingresará dinero. Incluso pueden aumentar nuestras ganancias durante la jubilación, porque formamos parte del riesgo junto con otros jubilados. Si tenemos vivir más tiempo del que duren nuestros ahorros, es un seguro extremadamente valioso. Por desgracia, algún tipo de rentas vitalicias, a menudo vendidas por agentes de bolsa externos, adquirieron mala fama por las tarifas ocultas en la letra pequeña.

Los contratos de seguros disponen de muchas variantes y, a medida que el mundo del riesgo se complica más, ocurre lo mismo con los contratos. Muchos ofrecen una valiosa protección del riesgo, pero otros no valen ni el papel en el que están impresos, por no mencionar las cuantiosas primas que deben pagarse.

Como consumidores, debemos hacernos dos preguntas cuando contratamos un seguro:

1. ¿Qué cubre exactamente?

¿Cuál es nuestro objetivo y de qué amenazas lo estamos protegiendo? Es tentador contratar un seguro para cubrir riesgos en los que no habíamos pensado o que ya tenemos cubiertos. Por ejemplo, asegurar un coche de alquiler cuando ya tenemos el seguro de la tarjeta de crédito, o contratar un seguro por si la televisión se cae de la pared a pesar de que la tenemos en una mesita.

2. ¿Cuánto cuesta?

Podemos aplicar las Griegas del modelo Black-Scholes para averiguar si

merece la pena pagar el precio que nos piden por un seguro: ¿estamos ante una situación de alto riesgo? ¿Qué probabilidades tenemos de necesitar un seguro? ¿Cuánto dura la póliza? ¿Cuánto nos quedaría si evitáramos el riesgo?

## ¿Son las opciones una ilusión?

Desde la crisis financiera de 2008, los derivados financieros y los modelos como el de Black-Scholes que los facilitan han sido muy criticados. Una de las críticas es que no existe una forma segura de asignar precio al riesgo, y que el modelo crea un falso confort que nos envalentona y nos lleva a arriesgarnos. Igual que en los trucos de Sinclair, todo es una ilusión.

La magia es una ilusión que parece sugerir que los humanos controlamos la cruel aleatoriedad de la naturaleza. Algunos dirían lo mismo sobre la asignación de precio a las opciones, y hay ciertos paralelismos. Robert K. Merton, el padre de Robert C., era un mago aficionado que soñaba con convertirse en profesional. Robert K. adoptó el nombre de Merton como nombre artístico inspirándose en Merlín. Su verdadero apellido era Schkolnick. Su carrera como mago no llegó a ninguna parte, pero, en cambio, Merton se convirtió en un reputado sociólogo. La «profecía autocumplida» y las «consecuencias imprevistas» son dos de los conocidos conceptos que desarrolló. Algunos aspectos de las teorías de Merton son relevantes para comprender cómo se asigna precio a los riesgos.

Sinclair cree que la magia, aunque sea una ilusión, desencadena el potencial de las personas: «Volvemos a maravillarnos. Nuestro potencial es mayor del que creíamos». La maravilla que presenciamos en un espectáculo de magia nos puede incitar a correr más riesgos y a que creamos que somos capaces de

llegar más lejos. La magia se convierte en una profecía autocumplida que desencadena una sensación de infinitas posibilidades y que impulsa nuestra confianza para desarrollar el potencial del que somos capaces, de forma que podemos llegar a hacer algo que normalmente es imposible.

En cierto sentido, la magia se hace real. Sinclair explica: «Hago que el público sienta confianza en sí mismo, que se sienta cómodo y seguro. Entonces puede disfrutar y jugar; si los espectadores se sienten mejor con ellos mismos, la magia ha sucedido».

Por supuesto, es una magia que nunca existió y, de la misma forma, quizá no haya un verdadero precio del riesgo. El precio que se asigna a las opciones no es más que una estimación de riesgos en un mercado incierto. Pero el hecho de que el precio del riesgo nunca sea una verdad precisa crea un malentendido respecto a los modelos de riesgo y al precio que se extrae de ellos. Ningún mapa es preciso, porque no incluye todos los caminos secundarios ni cada árbol, pero eso no significa que el mapa no tenga valor. Su propósito es orientarnos haciéndonos comprender cómo se relacionan ciertas características.

Es lo mismo que hace un modelo financiero como el de Black-Scholes: nos proporciona un método fácil de utilizar, transparente y coherente para comprender cómo se relacionan diferentes factores —precio actual, volatilidad, tiempo— con el precio del riesgo de una forma que todos podemos comprender y aceptar. Esto es lo que lo convierte en algo valioso. Cuando todos estamos de acuerdo en cómo se calculan los precios y utilizamos el mismo modelo, el precio está condenado a ser correcto, lo cual crea algo de orden en un mercado caótico.

Un aura de magia rodea a las opciones financieras. Tanto en el mundo de la ilusión como en el de las finanzas, una sensación de control puede provocar que corramos más riesgos. Puede ser algo positivo. Así es como progresamos



en la vida y logramos grandes cosas. Las opciones son contratos de seguros, y los seguros, valga la redundancia, nos hacen sentir seguros, pero a veces significa que corremos más riesgos de los que deberíamos.

Pero esto no es todo. Las tecnologías para reducir riesgos, como las opciones, se pueden utilizar de forma contraria para aumentar el riesgo. Por ejemplo, las opciones pueden servir para apostar en el mercado de acciones, de forma que se crea más riesgo, en lugar de evitarlo. En la industria financiera, a menudo se utilizan las opciones para correr más riesgos, no para reducirlos.

El equilibrio entre el riesgo y la seguridad es delicado, pero el seguro que proporcionan los derivados financieros reduce gran parte del riesgo. No obstante, si llega un desplome sistemático como en la Gran Recesión, el coste puede ser durísimo (aunque, por fortuna, es infrecuente).

## Riesgos morales: Surfear grandes olas con un seguro

Solo quienes se arriesguen a ir demasiado lejos sabrán hasta dónde pueden llegar.

T. S. ELIOT

Una red de seguridad nos puede proteger de la caída o convertirse en un tirachinas que nos impulse a nuevas cotas. No solo eso: el hecho de que tengamos red nos puede envalentonar a correr mayores riesgos. No significa que debamos prescindir de las redes de seguridad, pero debemos ponderar cómo utilizamos las herramientas para gestionar el riesgo. No es una conversación cómoda para quienes trabajan en las finanzas o en el gobierno. Es más fácil culpar del exceso de riesgo a la red de seguridad que a quienes la han utilizado de forma temeraria.

Fui a la costa norte de Oahu en busca de una comunidad cuyos miembros aplican una estrategia más productiva a los aspectos negativos del riesgo: los surfistas de olas gigantes. Sus vidas dependen de las técnicas de gestión de riesgos, aunque estas mismas herramientas los exponen a mayores riesgos.

Greg Long afirma que es un maníaco del control. No es así como

describiríamos a alguien que parece tan tranquilo —Long es un reconocido surfista de grandes olas, nacido y criado en las playas del sur de California—, alguien que, después de intentar localizarlo con insistencia, te dice que ha estado acampado en una playa de México durante unas semanas, sin cobertura de móvil.

Los surfistas de grandes olas son de una pasta diferente a la de los surfistas normales. En lugar de surfear olas pequeñas en campeonatos con una alta asistencia de público en playas concurridas, estos buscan olas de entre seis y veinticinco metros —la altura de un edificio—, a menudo en lugares remotos. Long es conocido en el mundo del surf no solo por ser uno de los más intrépidos surfistas de su generación, sino también por su fanático enfoque para gestionar el riesgo.

Long surfegó su primera gran ola cuando tenía quince años con su padre, un socorrista, y su hermano mayor, frente a la costa de California. Su padre le enseñó a no meterse nunca en el agua sin un plan de seguridad, una salida de emergencia y después de considerar a conciencia las condiciones.

En el imaginario popular, los surfistas de grandes olas son temerarios que buscan emociones fuertes y surfear la mayor ola que puedan sin pensarlo mucho. Pero no es una descripción que se adapte a Long ni a ningún otro de los surfistas que conocí.

«Nunca he sido un yonqui de la adrenalina —me explica Long—. Quizá cuando era más joven, pero era sobre todo respecto a una ola en particular, una enorme fuerza de energía, y el reto de saber dónde debía ponerme para surfearla y aprender cómo podía hacerlo mejor la siguiente vez.»

Encontrar la ola adecuada no es fácil. No es solo una cuestión de tamaño; la ola definitiva debe cumplir varios requisitos: el viento debe tener unos parámetros precisos, igual que la fuerza de la formación de la ola, y la distancia entre las olas ha de ser óptima. Conocer esta información antes de

meterse en el agua puede suponer la diferencia entre vivir o morir. Ya pasó la época en la que los surfistas veían una gran ola por la ventana, llamaban a sus amigos y se lanzaban a surfear. Long es un meteorólogo autodidacta y tiene contacto personal con profesionales. Analiza los datos sobre las condiciones del tiempo en varios lugares del mundo para encontrar la ubicación ideal: la costa de California, Tahití, Hawái, Sudáfrica, Portugal, Irlanda.

Los océanos y el tiempo son como los mercados financieros: un caos controlado. Podemos planificar y gestionar el riesgo, pero siempre hay algo que puede salir mal. Esto es lo que le ocurrió a Long el 21 de diciembre de 2012, a unos ciento cincuenta kilómetros de la costa del sur de California. Como es habitual en él, no había dejado muchos cabos sueltos. Sabía qué condiciones se encontraría y llevaba todo el equipo de protección. Igual que en todas sus expediciones, Long viajaba con un amplio grupo de personas, entre ellas un equipo excelente de rescate, compuesto en este caso por seis personas con motos de agua. No es extraño que varios fotógrafos acompañen a los surfistas, y los que estaban con él aquel día eran expertos acuáticos que también iban en moto de agua y que podían hacer labores de rescate si era necesario.

La segunda ola de la serie de cinco arrolló a Long y lo arrastró a aguas profundas. Tiró de la anilla para activar el chaleco salvavidas que llevaba, pero no se infló y, por lo tanto, no lo sacó a flote. Se quedó atrapado debajo del agua mientras olas gigantes le pasaban por encima.

Mantuvo la calma. Se había entrenado para este tipo de situaciones de emergencia. Puede aguantar la respiración durante cinco minutos y medio. Long debía tomar una decisión: nadar hacia la superficie para respirar y esperar el rescate, o dejar que pasara la tercera ola. Esperar la tercera ola habría sido lo más prudente, puesto que nadar a la superficie suponía un gasto de energía y oxígeno. Si trataba de salir cuando rompiera la ola, le sería

imposible tomar una bocanada de aire. Pero se estaba quedando sin oxígeno y estaba ansioso. Decidió tratar de salir. La siguiente ola se cernía sobre él cuando se estaba acercando a la superficie y, cuando apenas le faltaba medio metro, la ola lo sumergió más de seis metros. La fuerza de esta tercera ola acabó con sus reservas de aire y entró en shock. Su cuerpo se convulsionó y trató de evitar el instinto de respirar e inhalar agua.

Sin oxígeno, Long aprovechó sus últimas energías para coger la cuerda que le unía a la tabla por el tobillo. Siguió la cuerda hasta llegar a la tabla, que en aquel momento estaba tres metros por debajo de la superficie.

Los calambres, el aturdimiento y las convulsiones corporales volvieron. Long no pudo aferrarse a la tabla y perdió el conocimiento cuando la cuarta ola pasó sobre él. Por suerte, seguía atado a la tabla, que salió a la superficie. Otro surfista del equipo de rescate, DK Walsh, atisbó la tabla, se sumergió en el agua y lo salvó. Colocaron a Long en el remolcador de una moto de agua y lo trasladaron al barco de la expedición, que no estaba muy lejos de allí.

Recuperó el conocimiento cuando lo subieron a cubierta. Aún en estado de shock, tosió sangre y le suministraron oxígeno antes de evacuarlo por aire a un hospital, donde se recuperó con rapidez. Pocos días después estaba de nuevo surfeando en Mavericks, en el norte de California, aunque no ha olvidado la experiencia. «Surfear grandes olas solía ser una forma de cumplir mis sueños —declaró a *Surfing Magazine*—. Ahora, estas olas tienen forma de pesadillas.»[1]

## Los surfistas de grandes olas son como los actuarios, pero más bronceados

Tal vez pensemos que un surfista de grandes olas y un ingeniero financiero no

tienen mucho en común. Sin embargo, ambos se enfrentan al mismo problema: los seguros nos eximen del lado negativo y nos dejan la opción de un lado positivo ilimitado, pero esto supone un incentivo y la capacidad para correr riesgos aún mayores.

Esta es una de las principales razones de por qué la gente desconfía de las finanzas modernas. Los reguladores se esfuerzan por limitar los riesgos excesivos, conservando los beneficios de las herramientas para disminuir riesgos cuyo objetivo es que el mercado sea menos arriesgado. Pero no son los únicos que buscan el equilibrio adecuado.

Busqué respuestas en un congreso sobre el riesgo de surfistas de grandes olas. Los congresos de riesgo suelen ser un ámbito que conozco bien (al fin y al cabo, soy una economista especializada en jubilación), de modo que, al principio, fue un poco extraño ver a surfistas fuera de su entorno natural en una sala de conferencias con luces de neón y solo una pequeña ventana. En muchos aspectos, la Cumbre de Seguridad del Grupo de Evaluación de Riesgos en las Grandes Olas (BWRAG, por sus siglas en inglés) en la costa norte de Oahu era diferente de cualquier otro congreso al que hubiera asistido. Todos (excepto yo) lucían bronceados y estaban en una forma física excelente, incluso quienes ya sobrepasaban de largo los sesenta años. La mayoría llevaban pantalones cortos, camiseta y chanclas. Buzos expertos ofrecían talleres para aguantar la respiración. Exmilitares de las Fuerzas Especiales enseñaban cómo hacer un torniquete y una traqueotomía de emergencia con un bolígrafo. En un momento dado, incluso alguien utilizó la expresión «la hostia» como término técnico. Yo aproveché para renovar mi certificado de Reanimación Cardiopulmonar.

Pero, en muchos otros aspectos, la Cumbre de Seguridad de Grandes Olas fue igual que cualquier otro congreso sobre el riesgo: la mayoría de los asistentes eran hombres, gran parte del tiempo se dedicó a mirar diapositivas

de PowerPoint con cifras y gráficos, y hubo debates apasionados sobre quién es el responsable de la regulación del riesgo. Los surfistas también hablaron de las últimas herramientas para minimizar el riesgo e intercambiaron pareceres sobre cómo reducir la incertidumbre del riesgo estimando probabilidades.[\*]

El objetivo del congreso es aplicar la ciencia del riesgo a las grandes olas. En lugar de meterse en el océano y esperar lo mejor, los surfistas reciben lecciones sobre el «arte» del riesgo: cómo hacer valoraciones informadas y calculadas del riesgo. Las herramientas para mitigar los riesgos parecen diferentes de las que se utilizan en los mercados financieros, pero tienen objetivos similares. Los surfistas forman equipos expertos para aumentar las probabilidades de un rescate con éxito (diversificación). Controlan las condiciones marítimas, identifican los peligros (tiburones, otros surfistas, rocas, aguas profundas, frío) y configuran estimaciones de probabilidad de que algo vaya mal. Esto les sirve para que puedan equilibrar la emoción de surfear una ola y la seguridad (cobertura). Y aprovechan la última tecnología para que los puedan rescatar si los arrolla una ola (seguro).

Algunas de las técnicas no implican mucha tecnología y son de sentido común. Por ejemplo, las olas suelen venir en series. Si sabemos que una ola forma parte de una serie de cinco, una estrategia de cobertura es coger la cuarta ola, aunque la primera sea más grande. De esta forma, después de surfearla, o de que nos haya arrollado, no correremos el peligro de quedarnos atrapados bajo el agua. Long afirma que, normalmente, coge la última ola de la serie. Aquel día de 2012 fue una excepción. Llevaba más de cuatro horas en el agua y había dejado pasar muchas olas grandes para descubrir que las siguientes eran pequeñas o no se podían surfear. Aquella segunda ola que tomó formaba parte de la serie de cinco más grande del día.

La Cumbre de Seguridad de Grandes Olas comenzó su andadura después de

que el famoso surfista Sion Milosky se ahogara frente a la costa del norte de California. Los surfistas decidieron que necesitaban más seguridad, mecanismos de entrenamiento y un protocolo de buenas prácticas para reducir el riesgo. La BWRAG reúne a los surfistas para que la seguridad sea una prioridad y puedan conocer la última tecnología para minimizar riesgos.

La consciencia del riesgo es más determinante que nunca a medida que la tecnología sigue transformando el surf con grandes olas. Un deporte de unos pocos que surfeaban olas de seis a diez metros se ha convertido en una iniciativa científica que se sustenta en las últimas innovaciones, para poder surfear olas de dieciocho e incluso de veinticinco metros. Cuando se utiliza correctamente, la tecnología mejora, pero no sustituye, a la destreza. El problema es que muchos surfistas la utilizan para contrarrestar unos niveles deficientes de natación y surf.

## Hermanos de otra madre

Brian Keaulana es uno de los fundadores de la BWRAG. Para los surfistas de olas grandes es el Robert C. Merton del surf. Merton permitió el uso extendido de opciones en los mercados financieros, lo cual permitió a las personas correr riesgos en los mercados al tener un seguro que cubría los efectos negativos.[2] Keaulana utilizó por primera vez las motos de agua en el surf. Son importantísimas para rescatar a los surfistas arrollados por las olas. Una moto de agua le salvó la vida a Greg Long.

Las motos de agua recorren rápidamente el mar para que un surfista herido pueda recibir atención médica en tierra cuanto antes. Son un seguro efectivo: ofrecen protección si las cosas salen mal, y siguen permitiendo disfrutar de los beneficios ilimitados de surfear grandes olas.



Keaulana ha superado los cincuenta años, lleva toda la vida en Hawái surfear grandes olas, ha sido socorrista y ahora es un reconocido doble para películas de acción. Se interpretó a sí mismo en un episodio de *Los vigilantes de la playa*. Keaulana habla con orgullo de los valores hawaianos respecto al conocimiento y el respeto que se debe al mar. Aúna la espiritualidad y la reverencia por la tradición con un amor por la tecnología y un interés profundo en las estrategias modernas para gestionar el riesgo. Me enseñó con orgullo el último modelo del Apple Watch y me dijo que era resistente al agua, de modo que puede llamar cuando está en el océano para coordinar un rescate.

Igual que Merton, a Keaulana le influyó profundamente su padre, Richard «Buffalo» Keaulana, una gran leyenda del surf de olas gigantes.

Casi siete mil quinientos kilómetros de océano ininterrumpido desde la costa de Japón hasta la costa norte de Oahu generan algunas de las olas más grandes del mundo. Cuando los surfistas empezaron a llegar a Hawái para disfrutar de las olas gigantes en la década de los cincuenta, Buffalo era socorrista. Fue la era dorada del surf de olas grandes, y Buffalo dejó su marca. En lo que constituyó un punto de inflexión crucial para este deporte, su socio de toda la vida, Greg Noll (razón por la cual le dieron el nombre a Greg Long), surfear una mítica ola de trece metros en 1969, la ola más grande que nadie había surfear hasta el momento.

Buffalo crio a sus hijos en el agua y ahora, con ochenta años, es el patriarca de la dinastía de surfistas de grandes olas. No hace mucho que dejó de surfear. «El surf es la fuente de la juventud», explica su hijo Brian.

A finales de la década de los ochenta, Brian Keaulana participó en uno de los campeonatos más importantes de olas grandes, el Eddie (cuyo nombre proviene de Eddie Aikau), en la bahía de Waimea. El mar estaba picado y una ola lo arrolló. Cuando Keaulana comenzó a nadar, pensó en un surfista que hacía poco que se había ahogado mientras él estaba de servicio. No pudo

llegar a él porque el mar fue muy bravo. Ahora Keaulana se encontraba en condiciones similares, mientras trataba de sobreponerse a la espuma, y entonces apareció su amigo Squiddy con una moto de agua para preguntarle si estaba bien. Squiddy no pudo rescatarlo porque era una moto monoplaza, pero a Keaulana se le encendió la bombilla. Se dio cuenta de que las motos de agua podían ayudarle a llegar a los surfistas aunque las condiciones fueran muy malas, y así podría salvar a más personas.

Al volver a casa después del campeonato, Keaulana leyó todo lo que encontró sobre motos de agua. Poco tiempo antes, Yamaha había lanzado al mercado la WaveRunner, una moto de agua en la que se podía ir sentado y así hacer rescates en condiciones muy adversas. Keaulana pidió un préstamo, se compró una y comenzó a experimentar. Después de algunos ensayos y errores, le acopló una tabla de surf como si fuera una camilla provisional y empezó a utilizar la moto en los rescates.

Pocos años después, Keaulana y otro socorrista utilizaron las motos de agua para rescatar a siete surfistas que habían sido arrastrados por la corriente mar adentro. Al volver a la playa, le pusieron una multa por uso inapropiado de las motos, que solo estaban pensadas para el ocio. Keaulana recurrió con éxito y comenzó a presionar a los políticos locales para que cambiaran la legislación, convencido de que podían lograr que los rescates fueran más seguros.

Cambiaron la ley y Keaulana colaboró para fijar los estándares y el entrenamiento para el uso de motos de agua en los rescates. Hoy en día es normal ver una moto de agua en el mar cuando los surfistas quieren montar olas grandes. Keaulana sonríe al recordar la primera vez que llevó una moto de agua a un campeonato de surf de primer nivel. Los surfistas incluso detuvieron la competición mientras Keaulana almorzaba porque no querían meterse en el mar a menos que él estuviera patrullando con la moto.

Poco después de que Keaulana empezara a usar estos vehículos acuáticos,

surfistas de olas gigantescas como el legendario Laird Hamilton empezaron a aprovecharlos para llevar este deporte a nuevas cotas. Los surfistas siempre habían querido montar olas grandes, pero el tamaño solía estar limitado por la rapidez con la que pudieran remar para cogerlas. Hamilton y sus amigos empezaron a utilizar las motos para impulsarse y coger olas que ningún humano podría haber alcanzado solo remando. Llamada *tow-in surf*, o surf a remolque, esta técnica posibilita cabalgar olas de veintitrés a veintiséis metros.

El mismo Keaulana ha hecho *tow-in surf* y no parece que le preocupe que las motos de agua hayan cambiado este deporte. Lo que le preocupa es que las utilicen para coger olas para las que no tienen nivel suficiente: «Abusan de ello. Muchas personas no deberían ir a aguas más profundas de tres metros, pero se meten en aguas de seis metros de profundidad. Cuentan con que las motos los salvarán y se ponen en esa situación por razones equivocadas: para que los vean, o para entrenar. Esperan que los rescaten las motos y los socorristas. Un tipo me dijo: “Oye, no me pierdas de vista, no soy muy bueno”».

En 1975, el economista de la Universidad de Chicago Sam Peltzman, observó que mejorar la seguridad de los coches provocaba más accidentes, porque la gente se arriesgaba más al conducir.[3] Con la dirección asistida, los frenos ABS, el uso extendido de los cinturones de seguridad y las alertas de los asistentes a la conducción si nos acercamos demasiado a otro vehículo o peatón, los coches son más seguros que nunca, pero nosotros también conducimos más rápido. Correr más riesgos porque la tecnología transmite la sensación de seguridad se conoce como «el efecto Peltzman».

A menudo nos da miedo la tecnología porque significa un cambio, pero el problema real es que acabemos corriendo más riesgos porque pensamos que estamos más seguros.

El dilema al que se enfrentan los surfistas, los financieros y el resto de nosotros es cómo evitar el efecto Peltzman y utilizar la tecnología de una forma menos arriesgada, aunque nos permita algunas posibilidades más emocionantes.

## Olas de veinticinco metros en las finanzas

La función de las motos de agua en el surf de grandes olas es la misma que la de las opciones sobre acciones en los mercados financieros. Ambas son formas de protegernos del lado negativo del riesgo y nos permiten disfrutar de forma ilimitada del lado positivo. Las dos se pueden utilizar para correr riesgos aún mayores, asumiendo más apalancamiento para aumentar los beneficios o para surfear olas de veinticinco metros. Estos riesgos suponen un coste para los demás. Si en las finanzas se corre un riesgo excesivo se contagiará al resto de los sectores y, en ocasiones, se necesitarán rescates del gobierno. Cuando un surfista debe ser rescatado, se le dedican recursos que otros podrían necesitar, se pone en peligro la vida de los rescatadores y supone un gasto extra que debe asumir la Guardia Costera.

Las innovaciones en la seguridad nos permiten correr más riesgos, ya seamos aficionados o expertos. A veces, incluso para aquellos con la mejor formación y una larga experiencia, el riesgo tiene consecuencias nefastas. Malik Joyeux, Sion Milosky y Kirk Passmore se encuentran entre los grandes surfistas de olas gigantescas que han muerto en las últimas dos décadas.

Robert C. Merton y Myron Scholes, cuya fórmula facilitó el crecimiento del mercado de opciones, fueron socios de Long-Term Capital Management (LTCM), un fondo de inversión que corrió demasiados riesgos y estuvo a punto de provocar una crisis financiera. El fondo, creado en 1994, reunía la

mejor selección de estrellas académicas e industriales del mercado. La estrategia primaria consistía en beneficiarse de las pequeñas diferencias de precio entre dos bonos con casi el mismo vencimiento. Los beneficios de estas diferencias mínimas eran exiguos, así que el fondo asumió un apalancamiento excesivo (cobertura negativa) para aumentar el riesgo y la rentabilidad. Al principio, este riesgo les compensó y supuso una renta del 40 por ciento, contando con las comisiones, en 1995 y 1996, y en 1997 fue ligeramente inferior al 20 por ciento.[4]

A finales de 1997, los socios decidieron (después de debatirlo mucho) pagar a los inversores unos dos mil setecientos millones de dólares. La empresa, una vez efectuado el desembolso, tuvo que aumentar el apalancamiento, lo cual incrementó no solo el potencial de tener mayores beneficios, sino también el riesgo de insolvencia si algo iba mal. A principios de 1998, LTCM poseía unos cuatro mil ochocientos millones de capital social y había pedido préstamos por más de ciento veinticuatro mil quinientos millones, un índice de apalancamiento de 25 a 1.[\*] Resultó que devolver dinero a los accionistas fue una mala decisión.

Unos meses más tarde, Rusia devaluó su moneda y no pudo pagar su deuda. Justo después llegó la crisis financiera asiática. LTCM llevó a cabo estrategias —diversificación, coberturas y seguros— para reducir el riesgo que implicaba su apalancamiento, pero pronto se dieron cuenta de las limitaciones. Los activos que supuestamente debían ser su cobertura, no lo fueron. Las pequeñas diferencias de precio entre los bonos empezaron a agrandarse.

LTCM perdió dinero en 1998: en ocho meses, los cuatro mil ochocientos millones se redujeron a solo dos mil trescientos. A este ritmo, LTCM no iba a poder pagar todo el dinero que debía para asumir el apalancamiento. También necesitaba dinero para seguir operando, pero nadie quería prestárselo.

Los perjuicios de una situación como la de LTCM normalmente solo afectarían a los inversores y a los socios del fondo, pero, en este caso, el riesgo sobrepasó a la empresa. Gran parte de su negocio consistía en actuar como intermediario entre bancos que querían bonos con diferentes vencimientos. LTCM desempeñaba un papel importante en el mercado, de modo que la mayoría de los grandes bancos se quedarían con bonos que no querían y que no podrían vender si LTCM no pagaba sus deudas.

El Banco de la Reserva Federal de Nueva York negoció un acuerdo y catorce firmas financieras reunieron tres mil seiscientos millones para cubrir el 90 por ciento de lo que tenía en juego LTCM. Esta inyección de capital frenó la hemorragia: se pagaron las deudas, los mercados se calmaron y, al final, la empresa no se hundió. Los socios y los inversores que quedaban perdieron todo lo que habían invertido y ganado en el fondo. Los bancos que compraron el 90 por ciento del capital social ganaron dinero y el mercado permaneció estable. Se estuvo al borde de la catástrofe.

Lo que ocurrió con LTCM a menudo se ha considerado un fracaso de los modelos de riesgo complejos. Pero lo que sucedió fue algo más simple. Básicamente, el fondo corrió demasiados riesgos para conseguir más rentabilidad. Los modelos de riesgo no son capaces de prever todo lo que puede ocurrir, y ese no es su objetivo. Un índice de apalancamiento de 25 a 1 es el equivalente a surfear una ola de veinticinco metros. Podemos investigarlo todo a fondo, llevar motos de agua y chalecos salvavidas, pero ni los océanos ni los mercados financieros son siempre previsibles. No hay manera de conseguir que una ola de veinticinco metros sea segura y no hay forma de lograr que un índice de apalancamiento esté exento de riesgo.

La edad dorada no lo fue tanto

No siempre fue tan complicado. En las décadas de 1950 y 1960, los inversores de los mercados financieros estaban limitados a las pocas personas que se podían permitir perder dinero, y no se utilizaban millones de derivados complejos para cubrir el riesgo. Cuando Buffalo Keaulana era joven solo había una docena de surfistas de olas grandes, y ni siquiera tenían una correa que unía su pie con la tabla (esta importante innovación de seguridad llegó en la década de los setenta). Antes de las correas y de las motos de agua, cuando un surfista era arrollado y perdía la tabla, quizá se viera obligado a nadar más de veinte de kilómetros para llegar a la orilla. En aquella época, los surfistas de grandes olas eran nadadores excepcionales y expertos en el océano. Hoy, casi todos los surfistas llevan la correa. Cuando aparecieron, lograron que el surf fuera accesible para nadadores menos dotados. Fueron controvertidas y dividieron la opinión de los surfistas porque conllevaban que hubiera otros menos preparados en el agua.

Melvin «Tío Mel» Pu'u es otro surfista en la vanguardia de la tecnología de riesgo. Hombre enorme, redondo y calvo, es padre de ocho hijos, y fue adoptado por la familia Keaulana cuando se quedó huérfano. Tío Mel y Brian Keaulana crecieron como hermanos, surfeando y trabajando de socorristas, y se conocen tanto que se acaban las frases mutuamente.

Tío Mel, Keaulana y yo decidimos hacer un descanso en la Cumbre y debatimos animadamente sobre el efecto Peltzman, o lo que ellos llaman «el doble filo de la espada de la seguridad». Les pregunté si el surf sería mejor sin toda la tecnología, si volvieran a un pasado más simple en el que solo los surfistas con un entrenamiento excelente y unas dotes natatorias sobrehumanas, como las de Buffalo, se metieran en el agua. Sin relojes Apple resistentes al agua, sin motos de agua ni chalecos salvavidas o surfistas inexpertos. «Mi respuesta sería no», respondió Tío Mel.

Habría más muertes. La industria del surf llegó a unos niveles inimaginables en la década de los cincuenta. Ahora estamos más expuestos y tenemos más oportunidades. Si tenemos oportunidades y un equipo adecuado, habrá algunos que quieran cruzar los límites... Es lo que supone una espada de doble filo. Sin duda, habrá quienes no deberían meterse en el agua, que aprovechan la tecnología actual... Es una conjetura saber si sería mejor que no las tuviéramos [las herramientas de seguridad], pero la realidad es que contamos con ellas.

«También nos han ayudado a comprender nuestra mente y nuestros límites físicos», añadió Keaulana.

Porque nunca podríamos poner a prueba los límites sin la tecnología. Antes nadie surfeaba en la costa norte. Casi todos los que venían eran militares, morían... Luego mejoraron las tablas y pensamos: «Oh, aquí se puede surfear». Entonces aparecieron las motos de agua y fuimos a la barrera de arrecifes. Amplió los límites de lo que nuestra mente y cuerpo pueden hacer en este entorno con el uso inteligente de la tecnología, pero las personas deben ser responsables y utilizar el equipo adecuado.

Les hice esta pregunta sobre la era dorada del surf, pero suelo oír la misma respecto a los mercados financieros. La lógica sería que el mundo estaría mejor sin los derivados financieros que generó el modelo Black-Scholes y si volviéramos a unos mercados más simples y reducidos. Cuando les presenté este paralelismo a Tío Mel y a Keaulana, lo primero que me preguntaron fue: «Pero ¿no se utilizaban para engañar a la gente?». De la misma forma que las motos de agua y los chalecos salvavidas dan protección a los surfistas que quieren cabalgar olas grandes, el propósito de la mayoría de las innovaciones financieras es encontrar formas de dar más seguridad a los inversores mientras conservan la oportunidad de correr riesgos.

Tanto en el surf como en las finanzas, más seguridad significa más oportunidades y crecimiento. Las innovaciones financieras proporcionan



formas menos arriesgadas de financiar nuevas tecnologías.[5] Al tiempo que la tecnología evoluciona, también cambian los instrumentos financieros para financiarla. Las innovaciones que han permitido gestionar el riesgo son las responsables tanto del auge de la antigua Roma como de la aparición de las ciudades modernas. La evolución en las finanzas desde la década de los setenta ha incentivado a las personas a correr más riesgos, lo cual ha supuesto más riqueza para los países pobres, más desarrollo y menos pobreza global. En los países ricos, las innovaciones financieras han logrado avances de los que disfrutamos hoy. Una economía más global e integrada requiere instrumentos financieros que no existían en la década de los cincuenta y los sesenta.

En ocasiones el riesgo no merece la pena, pero es el precio que pagamos para que la economía crezca y haya más prosperidad. El truco consiste en encontrar formas de limitar los daños colaterales cuando los riesgos salen mal.

## ¿Cómo podemos hacerlo mejor?

Las innovaciones en seguridad pueden implicar correr más riesgos, pero, en términos generales, estamos más seguros y somos más ricos. El número de muertes en los accidentes de tráfico ha caído desde la década de los setenta, aunque ahora conducimos más kilómetros. No obstante, a principios de 2016 la tendencia cambió, y hubo un pequeño repunte de accidentes fatales.[6] Una de las razones son los teléfonos móviles. Nos dan seguridad porque podemos llamar si algo va mal, pero también provocan que el coche sea más peligroso si escribimos mensajes mientras conducimos.

Con los derivados hay más personas que invierten, lo cual significa más

riqueza. Las inversiones llegan a diferentes partes de la economía con más facilidad que antes, lo que implica que pequeñas empresas y países en vías de desarrollo reciben capital. Pero, en ocasiones, el riesgo no sale a cuenta y todos lo sufrimos, aunque en conjunto estemos mejor.

El hecho de que cualquier innovación en riesgo nos haga correr más riesgos precisa que se renueven las regulaciones si es necesario, ya sea de los mercados financieros, de la industria del automóvil o del surf. Lo que hizo Brian Keaulana debería ser un ejemplo de cómo deberíamos gestionar, en especial los reguladores, las innovaciones en seguridad. En primer lugar, cambió las reglas cuando descubrió que las motos de agua eran un buen instrumento para la seguridad. Después, se centró en la educación para que estas herramientas se utilizaran con responsabilidad. En la actualidad, el estado de Hawái exige un certificado a quienes llevan motos de agua para remolcar a los surfistas.

La mayoría de nosotros no tenemos la suerte de conocer a alguien como Keaulana que lidere intelectualmente la industria. Regulaciones como los límites de velocidad en las autopistas y los índices de capital pueden limitar nuestros peores impulsos a la hora de correr más riesgos. Pero mientras sigamos innovando en la reducción de riesgos y, por lo tanto, creemos la posibilidad de correr más riesgos, las regulaciones siempre deberán esforzarse para mantener el ritmo de las últimas innovaciones.

En última instancia, depende de nosotros ser prudentes con los riesgos que corremos. Nos ofrecen la posibilidad de conseguir más, y las herramientas para gestionar el riesgo tienen el objetivo de que obtengamos más con menos riesgo. Utilizarlas correctamente implica tener clara nuestra meta y no arriesgarnos más de lo necesario. El propósito de Keaulana y la BWRAG es que los surfistas sean más conscientes de los riesgos y que puedan disfrutar el lado positivo de surfear grandes olas.

El mundo moderno nos da la oportunidad de correr más riesgos de los que deberíamos, como surfear una ola de diecisiete metros cuando apenas sabemos nadar, o utilizar un derivado financiero para asumir un gran apalancamiento y apostar por una acción. Estas opciones pueden proporcionarnos grandes beneficios, pero vale la pena preguntarse si la recompensa es realmente nuestro objetivo, y si es necesario meterse en aguas infestadas de tiburones para conseguirlo.

## Regla 5

### Lo imprevisible ocurre

«Dios se ríe de los planes de los hombres», asegura un proverbio hebreo. Lo mismo se puede decir de la gestión del riesgo. El riesgo es cualquier cosa que imaginemos que pueda ocurrir en el futuro. Su gestión se ocupa de controlar los riesgos que prevemos. Pero, a veces, algo que nunca habríamos podido aventurar o planificar va mal (o bien).

Incluso las mejores estrategias y estimaciones de riesgo no pueden cubrirlo todo. Quizá tomemos decisiones ponderadas confiando en parámetros de probabilidad basados en los datos. Es lo mejor que podemos hacer casi siempre, y nos ayuda a reducir el riesgo en un 90 por ciento de las ocasiones. Sin embargo, ¿qué hacemos con el 10 por ciento restante, o con la incertidumbre knightiana,[1] que se refiere al riesgo que no podemos predecir, [\*] o lo que el exsecretario de Defensa Donald Rumsfeld llamó los «desconocidos desconocidos»?

En el capítulo 12 explicaré cómo prepararnos para la incertidumbre. Algunas personas son escépticas respecto a la gestión de riesgo porque solo nos protege de los riesgos que podemos planificar y nos hace creer que estamos seguros. Pero es posible planificar lo que no se puede planificar. Con frecuencia,

consiste en gestionar los riesgos que podamos imaginar y conservar cierta libertad de movimientos para lo inesperado.

## Incertidumbre: La niebla de la guerra

Los planes no sirven de nada, pero la planificación lo es todo.

DWIGHT D. EISENHOWER

**E**s probable que ninguna institución dedique más recursos a la gestión de riesgos que el ejército. También debe asumir un coste altísimo si el plan fracasa, lo cual es inevitable. Respecto a la guerra, todo es incierto y las cosas rara vez van según lo planeado.

Nadie puede predecir qué resultado tendrá una decisión arriesgada, incluso cuando lo que hay en juego sea mucho menos importante. La medición del riesgo es la mejor predicción que tenemos sobre lo que ocurrirá, y la gestión del riesgo nos da más probabilidades de que nos vaya bien. Pero con esto estamos dando por supuesto que la estimación es buena, que podemos prever la mayoría de las posibilidades arriesgadas. Sin embargo, ¿qué ocurre con la incertidumbre restante, con lo que no vemos venir? ¿Cómo podemos planificar lo inimaginable?

El general retirado H. R. McMaster es legendario en los círculos militares por sus decisivas victorias en las batallas, aunque es más conocido por su turbulento año en la Casa Blanca como asesor de seguridad del presidente Trump. Pero lo que muchos no saben es que también es uno de los mejores

expertos en riesgo bélico y en cómo planificar lo impredecible.

## La batalla del 73 Easting

El 23 de febrero de 1991, la compañía Eagle del segundo escuadrón, del segundo regimiento de caballería blindada, cruzó la frontera entre Arabia Saudí e Irak. Fue el inicio de la campaña terrestre Operación Tormenta del Desierto, y la misión del regimiento era rodear y derrotar a la Guardia Republicana iraquí por el oeste.

La compañía Eagle estaba dirigida por el capitán H. R. McMaster, por entonces un graduado de West Point de veintiocho años. Lideró a ciento cuarenta soldados, que se organizaron en dos batallones de tanques. La moral de los soldados era alta. La mayoría nunca habían entrado en combate y estaban entusiasmados con haber cruzado las líneas enemigas. Había pasado una generación desde la última operación de envergadura. Se habían entrenado para esto, pero nunca esperaron que de verdad fueran a ir a la guerra.

La del Golfo fue la primera guerra estadounidense desde Vietnam. Como en todos los conflictos armados, los más altos rangos del ejército llevaron a cabo una cuidadosa planificación del riesgo. El Pentágono diseñó simulaciones para anticipar todo lo que pudiera suceder. Determinaron qué tácticas y equipamiento minimizaría la probabilidad del peor resultado posible. El ejército se preparó para que todo saliera mal. Previeron que arrestar a Saddam Hussein y llevarlo a Kuwait costaría decenas de miles de vidas estadounidenses. Hasta cierto punto, estas predicciones se basaron en la guerra de Vietnam y en la información que se tenía sobre el armamento y el entrenamiento de las fuerzas iraquíes.

La compañía Eagle estaba tensa y emocionada al mismo tiempo. Esperaban

encontrarse con un enemigo correoso; no obstante, días después de cruzar la frontera, a McMaster y sus soldados les sorprendió oír historias de lo fácil que otras tropas del regimiento habían sometido a los soldados enemigos.

La noche del día 24, un explorador avistó a soldados iraquíes. McMaster disparó un proyectil con su tanque y mató a algunos de ellos. Otros escaparon y algunos más se rindieron. Fue la primera vez que la tropa Eagle se topó con el adversario y fue rápido y fácil. No era lo que esperaban. McMaster advirtió a sus soldados de que no se confiaran. Aún no habían luchado contra la Guardia Republicana, la unidad de élite del ejército iraquí.

Durante los siguientes días, la compañía Eagle se adentró en el país. Se cruzaron con soldados iraquíes que tiraron las armas al suelo, algunos incluso los recibieron alzando los pulgares, como si se alegraran de la llegada de las tropas estadounidenses. McMaster se dio cuenta de que estaban sedientos y hambrientos: «Eran hombres harapientos, exhaustos, con bigotes y cabello negro, con nada más encima que sus botas y sus recios uniformes verdes».[1]

La mañana del 26, la compañía se enfrentó a una niebla espesa que más tarde fue reemplazada por una tormenta de arena. Eso significaba que la compañía no podría contar con el apoyo aéreo para evacuar y dar asistencia médica a los posibles heridos de la batalla.

Antes de las diez de la mañana, la compañía Eagle detectó tres tanques iraquíes en una misión de reconocimiento. Otra compañía del regimiento ya había destruido dos de los blindados, de modo que McMaster se tuvo que ocupar del tercero. Preguntó por radio: «¿Aquel MTLB [el tanque iraquí] lleva mi nombre escrito?». Respondieron: «Roger, está escrito en letras grandes».

El blindado estaba a dos mil metros. El ordenador del blindado de McMaster hizo los cálculos basándose en el viento y la velocidad del objetivo. Esperó el momento justo y gritó: «¡Fuego!».



El tanque iraquí estalló en llamas mientras el estruendo del cañón reverberaba en la cabina del tanque de McMaster y lo llenaba de olor a pólvora. Los soldados protestaron porque no les dejó disparar al tanque: todos querían entrar en acción. La compañía Eagle estaba frustrada y ansiosa por el ritmo irregular del avance. Todavía no habían librado ni una escaramuza y pronto deberían enfrentarse a la Guardia Republicana. Bajo el fuego enemigo, un momento de duda les podía costar la vida.

Siguieron avanzando para ganar más terreno y esa tarde llegaron al 60 *easting* (*easting* es una medida, en metros, de la distancia [al este]). A las 15.25 recibieron órdenes de llegar al 70 *easting*, pero no más allá. Aunque conocían la ubicación general de su objetivo, la compañía Eagle no tenía una información detallada de sus adversarios. McMaster presintió que se estaban acercando al enemigo. Les dijo a sus tropas: «Este es el momento que todos hemos estado esperando».

La tormenta de arena significaba poca visibilidad y, dado que no tenía mapas, la compañía Eagle siguió avanzando por el desierto, sin saber que había una carretera que hacía un trayecto paralelo. Tampoco sabían que se habían adentrado en el campo de entrenamiento de la División Tawakalna de la Guardia Republicana, que tenía la misión de impedirles el paso.

El comandante enemigo, Mohammed (que se había formado en Fort Benning, Georgia, cuando Irak y Estados Unidos eran aliados), planificó defender su posición desde el pueblo que dividía la carretera. No sabía que los estadounidenses tenían un equipo de navegación que les permitía atravesar el desierto en lugar de tomar la carretera. Era una nueva tecnología: la guerra del Golfo fue la primera en la que se utilizó el GPS. La compañía Eagle no dependía de mapas ni de carreteras. El comandante Mohammed fortificó su posición defensiva a lo largo de la calzada y se preparó para repeler al ejército enemigo cuando llegaran al pueblo. Cientos de soldados iraquíes

esperaban en búnkeres a los ciento cuarenta soldados de la compañía Eagle.

Pero la compañía Eagle flanqueó el pueblo, sorprendió a los iraquíes, abrió fuego y avanzó con los tanques en formación en V.

A las 16.18, con la tormenta de arena todavía rugiendo, el pelotón de tanques apareció por la cuesta del desierto para encontrarse con un fuerte contingente de la Guardia Republicana. Por primera vez desde que estaban en territorio enemigo la compañía Eagle fue atacada duramente. Siguieron veintitrés minutos de la batalla más espectacular y decisiva de la guerra del Golfo.

Con un buen entrenamiento, pero sin experiencia en combate, la compañía Eagle no rompió el paso, reaccionó con rapidez y superó al enemigo. McMaster recordó: «Me sentí orgulloso del comportamiento de la compañía. Estar bajo fuego enemigo es una situación difícil de replicar en los entrenamientos, pero los soldados reaccionaron exactamente como debían».[2]

La práctica y el entrenamiento eran sin duda esenciales, pero la compañía Eagle también tuvo suerte. La tormenta de arena implicaba que nadie tenía buena visibilidad, pero la compañía disponía de una tecnología mejor, de modo que pudo encontrar y sorprender a las defensas iraquíes.

Avanzó hacia el este y se enfrentó a más soldados. La defensa del enemigo era mejor que la anterior, con treinta tanques, catorce vehículos blindados y varios cientos de soldados. En conjunto, mucho más considerable que la compañía Eagle. Pero el mejor entrenamiento y equipamiento, unidos al elemento sorpresa, compensaron su número inferior y el desconocimiento del terreno.

La batalla fue rápida. La compañía Eagle destruyó docenas de tanques iraquíes en pocos minutos y siguió avanzando hacia el este. En ese momento, un teniente de comandancia comunicó por radio a McMaster que había llegado demasiado lejos, recordándole que se suponía que no debía sobrepasar el 70

*easting*. McMaster respondió: «Díales que lo siento», y siguió su camino.

Reflexionando sobre esta decisión veinticinco años después, McMaster continúa pensando que hizo lo correcto. Cuando superaron el 70 *easting* sorprendieron y derrotaron a otra fuerza de reserva iraquí que se estaba preparando para la batalla. Si se hubieran detenido tres kilómetros atrás, como les habían ordenado, los iraquíes se habrían reorganizado y habrían lanzado un contraataque con éxito. McMaster explicó su decisión en un relato detallado de la batalla:

Si nos hubiéramos detenido, habríamos desbaratado el efecto de choque que habíamos infligido al enemigo. De haber parado, las tropas más al este habrían tenido tiempo de organizarse y nosotros habríamos sido objetivos inmóviles. Teníamos ventaja y había que acabar la batalla rápido. Íbamos a seguir presionando hasta que destruyéramos al enemigo o hasta que se rindiera.[3]

No dejaron escapar la victoria. Se detuvieron minutos después de las 16.40, poco antes del 74 *easting*, cuando cesó el fuego.

La compañía Eagle no sufrió bajas[\*] y derrotó a un batallón entero de los mejores soldados iraquíes, una fuerza muy superior con una cantidad diez veces mayor de tanques. Esta batalla, sobre todo aquellos críticos veintitrés minutos, se conoció como la batalla del 73 Easting, una de las victorias más decisivas de la guerra del Golfo.

A pesar de la decisión pronta y efectiva y de la victoria increíble, no todos estaban contentos con McMaster. Adelantarse algunos kilómetros en el fragor de la batalla quizá no parezca algo muy grave, pero, en el ejército, seguir las órdenes al pie de la letra es importante. McMaster me contó que recibió una reprimenda de sus superiores porque «puso en riesgo la vida de sus soldados de forma gratuita».[4] Para algunos, esta decisión lo convirtió en un héroe, pero otras decisiones similares a esta a lo largo de su carrera podrían haber

entorpecido su ascenso en el escalafón. Aunque McMaster tuvo mucho éxito, y al final llegó a ser un general de tres estrellas, su carácter franco podría haberle impedido conseguir la cuarta.

Batallas como la del 73 Easting cambiaron la forma en que el Pentágono veía la guerra. Para muchos en las altas esferas, demostraba que Estados Unidos tenía el ejército mejor equipado y más efectivo del mundo. Durante los años que siguieron a la guerra del Golfo, apareció una línea de pensamiento dominante: se daba por supuesto que su tecnología superior podía eliminar los riesgos de la guerra. A mediados de la década de los noventa, el almirante William Owens, el vicepresidente del Estado Mayor, dijo, en varias ocasiones, que la tecnología permitiría al ejército disipar la «niebla de guerra».[5] McMaster recordaba que en el Pentágono se decía que el ejército era tan potente que nadie podía plantarle cara. Incluso oyó una analogía financiera a uno de los altos rangos: «Dicen que hemos expulsado al resto de los ejércitos del mercado».

Gracias a la nueva tecnología y al fin de la Guerra Fría, el ejército pensó que podría arreglárselas con un poder centralizado en los rangos superiores de la jerarquía. En consecuencia, Estados Unidos redujo el tamaño del ejército.

Dado que dirigió esta batalla notable, que influyó en la estrategia militar de Estados Unidos durante la siguiente década, lo que McMaster hizo después de la guerra del Golfo fue aún más sorprendente. Todavía de servicio activo, fue a la Universidad de Carolina del Norte y se doctoró en Historia. Escribió una tesis sobre la guerra de Vietnam centrada en los civiles que trabajaban en el Pentágono y que habían presionado para que Estados Unidos librara la guerra contra Vietnam basándose en datos y modelos de riesgo que no daban cuenta de la complejidad política y social que había en el país asiático.

Mientras tanto, los generales evitaban hablar acerca de lo que estaba ocurriendo sobre el terreno. McMaster publicó la tesis poco después y fue un

libro de éxito titulado, con mucho acierto, *Dereliction of Duty: Lyndon Johnson, Robert McNamara, the Joint Chiefs of Staff, and the Lies That Led to Vietnam* [Negligencia: Lyndon Johnson, Robert McNamara, el Estado Mayor y las mentiras que nos llevaron a Vietnam].

## Los desconocidos desconocidos

Aunque la mayoría de nosotros nunca nos veremos en el campo de batalla, podemos aprender de la experiencia de McMaster y prepararnos mejor para lo que no podemos predecir. Lo normal es que nos enfrentemos a situaciones más seguras y en las que hay menos en juego: negociar con la familia sobre las vacaciones, pedir un aumento al jefe o competir con un colega tramposo para conseguir a un cliente lucrativo. En cualquiera de estas situaciones, lograr lo que queremos —unas vacaciones alegres, un aumento, un cliente— requiere correr un riesgo en una situación cargada emocionalmente en la que la planificación de riesgo racional y reflexivo no puede predecir con exactitud qué ocurrirá.

Cuando nos encontramos con estas situaciones, incluso la mejor estrategia de gestión de riesgos puede quedarse corta, porque el mundo y la conducta de las personas es incierta por naturaleza. Los modelos de riesgo son valiosos, pero pueden ser contraproducentes si damos por supuesto que lo impredecible se convierte en algo predecible por completo.

Supongamos que decidimos correr un riesgo y que pedimos un aumento de sueldo a nuestro jefe. Si actuamos a partir de la suposición de que somos imprescindibles, podemos amenazar con dejar el trabajo. Quizá seamos imprescindibles, pero si pasamos por alto alguna información secreta de las altas esferas, como que la empresa está pasando por problemas financieros y

planea despedir a trabajadores, o que nuestro jefe tiene un mal día, quizá acabemos sin trabajo porque no lo hemos anticipado en el cálculo de riesgos.

Aun así, el hecho de que las estimaciones no sean perfectas no justifica que debamos prescindir por completo de la gestión del riesgo. Utilizar las herramientas de riesgo implica ser consciente de sus limitaciones. Si son efectivas un 90 o un 10 por ciento de las veces, es mejor que nada (aunque la intención es que sean lo más certeras posible). Aprender cómo medir y gestionar el riesgo fue uno de los grandes avances del Renacimiento y de la Ilustración, porque liberó a los humanos de la superstición y preparó el terreno para los avances de los que disfrutamos hoy. Así que, en lugar de descartar la gestión del riesgo, averigüemos cuál es la mejor forma de utilizarla, mientras somos conscientes de la incertidumbre y aprendemos cómo lidiar mejor con todo ello.

McMaster se pasó su carrera escribiendo sobre cómo lidiar con los elementos más impredecibles de la guerra. Parece una versión más joven y baja de Dennis Hof, del Moonlite BunnyRanch, y habla muy deprisa y con una voz áspera y resonante. Franco y ferozmente intelectual, a menudo ha resaltado, para bien y para mal, en la rígida estructura militar. Tiene la mente aguda de un profesor de historia atrapada en el cuerpo de un general imponente. Las conversaciones están salteadas con citas de los filósofos griegos y muchas recomendaciones de libros. Igual que un catedrático, me encargó que tomara apuntes de las lecturas para volver a conversar con él.

Hablamos unas pocas semanas antes de que lo nombraran asesor de seguridad nacional del presidente Trump. En aquella época estaba en una encrucijada, con la intención de dejar el ejército después de una vida dedicada al servicio. Al final decidió servir a su país un año más en la administración Trump y seguir en el ejército. Al tiempo que pasó en la Casa Blanca lo llama el «año extra» de su rica carrera militar.

Comparado con liderar soldados en combate, el riesgo era muy diferente. Semanas antes de asumir el cargo, me explicó los peligros de la planificación de riesgo en la guerra: «Si intentas planificarlo todo y crees que lo tienes bien atado, creas vulnerabilidades. Si te esfuerzas mucho en predecir todo lo que puede ocurrir y pasar del reino de la certidumbre al de la incertidumbre, tus fuerzas serán más vulnerables».

Es una buena regla básica para lidiar con los riesgos no solo en el ejército —donde las limitaciones de la gestión de riesgo son evidentes—, sino en la vida diaria. Cuando dejamos un trabajo en el que estamos bien, nos mudamos a otra ciudad o asumimos un nuevo reto, nunca podemos anticipar todo lo que puede ir bien o mal, y si pensamos que podemos hacerlo, habrá más probabilidades de que fracasemos.

Ninguna institución dedica más tiempo y energía a la planificación de riesgos que el ejército. Emplean modelos y técnicas para averiguar cómo reducir el riesgo en todos los niveles: el equipamiento que necesitan, el número de tropas y los objetivos. El campo de la ingeniería conocido como investigación de operaciones se desarrolló específicamente para el ejército. La perspectiva es similar a la de las finanzas: primero se determina el objetivo y luego se busca la mejor forma de conseguirlo minimizando el lado negativo de los riesgos.[6]

Toda esta planificación se propone reducir el riesgo, pero la guerra, incluso con toda la tecnología para reducir el riesgo, siempre es impredecible. Lo único con lo que podemos contar es con que ocurrirá algo impredecible. El general y filósofo de la guerra prusiano Carl von Clausewitz identificó varios factores que hacen que la guerra sea por naturaleza incierta e imposible de predecir: la «política» de la guerra, la dimensión humana del conflicto, su complejidad y la interacción o la naturaleza no lineal de la contienda.[7]

Podemos intentar planificar todas las posibilidades de una batalla y contar

con una buena tecnología que nos dé una gran ventaja, pero la guerra es un choque de voluntades y es imposible saber cómo reaccionará el enemigo.

En ocasiones, el ejército se enfrenta a un enemigo más fuerte y resistente de lo que esperaba. Otras veces, una extraña tormenta de arena le proporciona una ventaja y la capitaliza. Cómo hacer una planificación suficiente para que los soldados estén preparados y sigan conservando cierta flexibilidad para sopesar decisiones inmediatas es un equilibrio que buscan los ejércitos de todos los países. La compensación de este equilibrio explica muchos de los éxitos y los fracasos en el campo de batalla.

## Condenados a repetir la historia porque, a menudo, no vemos la incertidumbre

La planificación del riesgo puede provocar que nos acomodemos en el confort falso de que nos hemos preparado para todo lo que pueda ocurrir. Es una sensación seductora, porque queremos creer que el futuro está bajo control. El primer paso para lidiar con la incertidumbre es aceptar el hecho de que, por mucho que planifiquemos, estudiemos los datos y nos aseguremos, sigue habiendo margen para la incertidumbre. Es una lección difícil de aceptar y que ha condenado al fracaso a muchas campañas militares.

Se podría afirmar que el ejército combate como en la guerra previa, es decir, que la planificación de la guerra de Irak se basó en lo que ocurrió en la guerra del Golfo, y que la de la guerra del Golfo se basó en lo que ocurrió en Vietnam. Pero sería simplificar demasiado las cosas. Según el historiador Williamson Murray, las organizaciones militares aprenden las lecciones que quieren aprender: «El hecho es que las organizaciones militares, en gran medida, estudian lo que les hace sentir bien, no las lecciones incómodas de los



conflictos pasados. El resultado, la mayoría de las veces, es que los militares deben reaprender en el combate (y con un alto coste, normalmente) lecciones que ya eran evidentes en el último conflicto».[8]

Esto se puede observar en las secuelas de la guerra del Golfo. Dio inicio a la Revolución en los Asuntos Militares, una filosofía según la cual la última tecnología era tan efectiva que podía reducir, e incluso eliminar, gran parte del riesgo de la guerra. Proponía convertir al ejército en una organización más pequeña, ligera y eficiente. Las guerras del futuro se planificaron presumiendo que la tecnología haría que la guerra fuera más rápida y barata, y que no costaría muchas vidas de estadounidenses.

Pero era solo una de las lecciones que se podía sacar de la guerra del Golfo, aunque no cabe duda de que era atractiva. La guerra es terrible, es lo peor que pueden hacer los humanos. Las muertes son horribles y, en ocasiones, a pesar del sacrificio, no se resuelve nada. La guerra también es impredecible, y correr riesgos es la única forma de ganar. Es natural quedar seducido por la idea de que podemos tener todos los beneficios de la guerra —riqueza o hegemonía global— y reducir los costes terribles. Pero no era la lección que debían aprender. La lección importante es que no se puede predecir al enemigo. Habría sido mejor estudiar las decisiones en apariencia menos importantes de oficiales como McMaster, que sabía cómo lidiar con las sorpresas en el campo de batalla.

La historia está repleta de imperios en decadencia que han cometido este error. Después de la Primera Guerra Mundial, la doctrina militar francesa y la cultura institucional se desarrollaron de forma parecida al ejército estadounidense después de la guerra del Golfo. Los franceses se convencieron de que la nueva tecnología —tanques y aviones— reduciría el riesgo en la guerra, y centralizaron el control en los rangos más altos.

El coronel israelí Meir Finkel sostiene que la caída de Francia en la

Segunda Guerra Mundial fue el resultado de una perspectiva rígida de la batalla. Los movimientos de tropas estaban pensados casi por completo en el marco de batallas más predecibles. Hitler se dio cuenta de ello y ordenó a sus generales que «operaran y actuaran con rapidez, algo que descoloca a los sistemáticos franceses o a los pesados ingleses».[9]

Al contrario que las fuerzas francesas, que dependían de una cadena de mando rígida de arriba abajo, los alemanes se habían entrenado para improvisar y maniobrar. A los franceses les sorprendió un enemigo alemán más ágil y rápido de movimientos. Los alemanes ocuparon Francia en unas pocas semanas.

A esta creencia de que la tecnología puede eliminar el riesgo en la guerra y conseguir que sea rápida y barata, McMaster la llama la «falacia del vampiro», porque, sencillamente, no muere. Es fácil comprender por qué al ejército, o a cualquiera de nosotros, le seduciría la idea de eliminar la incertidumbre. Es algo que nos incomoda y con lo que nos cuesta lidiar.

McMaster afirma que una señal de exceso de confianza es que el ejército centralice el poder en los altos rangos. Es así como nos gustaría librar guerras: es relativamente barato y fácil. Aceptar y prepararse para la incertidumbre es más difícil y costoso. Requiere disponer de muchas tropas bien entrenadas que puedan tomar decisiones sobre el terreno de la misma forma que lo hizo McMaster en el 73 Easting.

Tal vez parezca una idea caótica, incluso arriesgada, entrenar a los soldados para que cambien los planes y modifiquen las órdenes al vuelo. Pero si están bien entrenados, sabrán cuándo y cómo deben hacerlo. McMaster sostiene que la práctica, la educación y el entrenamiento son cruciales. Él obliga a sus tropas a hacer simulacros de batallas y a aprender la lengua y la cultura del país en el que están luchando. La práctica les da confianza para tomar las decisiones adecuadas y no vacilar cuando algo no sale según lo planeado.

Aunque haya imprevistos, el entrenamiento y el saber trabajar en equipo facilitan que los soldados sigan siendo racionales en las circunstancias más estresantes imaginables. Entrenar y simular varias situaciones en la batalla también les permite pensar de forma creativa y estar abiertos a que los acontecimientos no se desarrollen como esperaban.

Pero crear y mantener un ejército grande y bien entrenado es caro. Prepararse para la incertidumbre requiere esta flexibilidad que describe McMaster e, igual que ocurre con la gestión de riesgos tradicional, la flexibilidad tiene un coste.

## Cómo lidiar con la incertidumbre

Aprovechar la medición y la gestión de riesgo cuando tomamos una decisión, tanto si es importante como irrelevante, es parecido a hacer un viaje en coche con un mapa. Sin duda aumentarán las posibilidades de que el viaje sea un éxito, pero no puede decirnos si vamos a chocar con un camión. Seguimos teniendo que conducir con cuidado o apartarnos del camino de los camiones.

En la guerra esto significa flexibilidad, o tropas bien entrenadas que pueden tomar decisiones al vuelo. Como escribe el coronel Finkel en su libro *On Flexibility: Recovery from Technological and Doctrinal Surprise on the Battlefield* [Sobre la flexibilidad: recuperarse de las sorpresas tecnológicas y doctrinales en el campo de batalla]: «La solución (...) a las sorpresas no consiste en predecir la naturaleza del futuro campo de batalla o en obtener información sobre la preparación del enemigo para la próxima guerra, sino en la capacidad de recuperarse con rapidez de la sorpresa inicial».[10]

Finkel sostiene que para gestionar lo inesperado, un ejército debe desarrollar cuatro elementos, que pueden ayudar a conservar la flexibilidad

que necesita para reaccionar a lo imprevisto. Los principios sirven tanto para la guerra como para la vida diaria:[11]

1. Crear una atmósfera que facilite que los rangos inferiores propongan ideas nuevas que cuestionen la doctrina oficial, y que se tengan en cuenta. Los soldados deben sentir que pueden expresar sus ideas, aunque vayan en contra de los conocimientos convencionales y de la estrategia predominante. Así se obtiene una visión equilibrada del conflicto y se evita estancarse en una rutina dogmática.
2. Ser conscientes de que las «superarmas», por muy impresionantes que sean, encontrarán, en última instancia, resistencias específicas. Entonces, el ejército necesitará otra tecnología.
3. Tener un sistema que facilite el aprendizaje rápido y la circulación veloz de conocimientos. Esto supone compartir pronto la información e interpretarla correctamente.
4. Utilizar comandantes que tengan la flexibilidad mental necesaria para cambiar de estrategia cuando las circunstancias varíen. Esto precisa un entorno que aliente las preguntas y la creatividad y que proporcione un entrenamiento excelente. Es un equilibrio difícil: el ejército quiere que los soldados tengan autonomía, pero una organización y planificación avanzada también son esenciales. Por esta razón es tan importante que las tropas estén bien entrenadas. Cuando las cosas van mal en la batalla, es fácil perder la cabeza y sentir pavor, de modo que el entrenamiento y la preparación ayudan a los soldados a mantener la calma y a seguir siendo racionales.

Podemos aplicar estos consejos a muchos ámbitos de nuestra vida. En el trabajo puede significar estar abierto a las ideas de los jóvenes. Aunque a

veces nos parezca que los *millennials* son unos listillos, suele haber un poso de valor en sus opiniones. Mantener la flexibilidad significa estar abiertos a nuevas ideas que nos incomodan y a encontrar soluciones en lugares inesperados. Por descontado, se necesita experiencia y conocimientos para diferenciar una buena idea nueva de una mala. Cuanto mejor conozcamos el mercado y los riesgos más habituales, más fácil será identificar una buena idea. La tensión consiste en encontrar el equilibrio entre la experiencia y la humildad.

Las lecciones de Finkel también son valiosas a la hora de decidir cómo integrar la tecnología en nuestras vidas. Es maravilloso estar conectado, pero los piratas y los estafadores informáticos nos pueden jugar una mala pasada. Parece que cada vez que ideamos una forma de protegernos y nos sentimos seguros, encuentran una manera nueva de entrometerse en nuestra vida. El riesgo cibernético supone una fuente constante de incertidumbre, y es un riesgo que no podemos medir. Todo lo que podemos hacer es seguir siendo flexibles y adoptar constantemente nuevas formas de protegernos: instalar actualizaciones de software en cuanto estén disponibles, utilizar la autenticación en dos fases o cambiar de claves de seguridad con regularidad.

Lo más importante es conservar la opción de cambiar de rumbo cuando los planes salen mal y tener la humildad para seguir hacia nuestro objetivo. Kat Cole, la camarera que se convirtió en ejecutiva, dejó la universidad para trabajar a tiempo completo en Hooters, pero siempre mantuvo la opción de volver y estudiar a distancia. Afirma que a menudo corre riesgos que no le salen a cuenta: «No podemos pensar en una iniciativa como si estuviera en una burbuja y anticipar todo lo que puede ir mal». Pero mantiene la flexibilidad para reconocer cuándo algo no funciona y cambia de camino con rapidez. Dice que se necesita humildad y estar abierto a las opiniones de los demás.

## Todos tenemos que aprender del ejército

La naturaleza incierta de la guerra significa que siempre será arriesgada. Si los riesgos de una campaña militar valen el coste en vidas humanas es la pregunta que crea o destruye imperios. Y que tengan o no tengan éxito en sus proyectos depende no solo de una buena planificación, sino también de una planificación de lo inesperado, y es aquí donde los imperios, y todos nosotros, solemos quedarnos cortos.

La idea de que la última tecnología puede eliminar el riesgo de la guerra y hacer segura una iniciativa arriesgada es una muestra de soberbia similar a la de los mercados financieros. Antes de la crisis de 2008, los economistas hablaban de la Gran Moderación, la idea de que las leyes y la gestión de riesgos habían eliminado el riesgo de las crisis financieras y de las recesiones catastróficas. Algunos incluso sostenían que los derivados financieros y las estrategias de cobertura, como la titulización de las hipotecas, habían acabado con el riesgo en los mercados.

Resultó que la Gran Moderación y la infalibilidad de la gestión de riesgos estaban equivocados. Una crisis financiera que pocos vieron venir casi provoca otra Gran Depresión.

Respecto a las finanzas, como en la guerra, la rigidez es lo que nos hace descarrilar. Una falta de flexibilidad es también la razón de que el apalancamiento, o la cobertura negativa, sea tan arriesgado. Si ocurre algo que no esperamos, ya no tendremos dinero, pero seguiremos endeudados. Es lo que les ocurrió a muchos grandes bancos y hogares. Asumir más deuda es como centralizar el poder en los altos rangos. A veces funciona, pero si las cosas no salen como esperamos, tendremos problemas.

Es habitual que se quiera determinar quién vio venir la crisis y quién no.

Pero no es una buena estrategia para enfrentarse a la incertidumbre. Nadie hace predicciones correctas siempre. Casi todos los que vieron llegar la crisis financiera hicieron varias predicciones erróneas después.

En lugar de ello, deberíamos prestar atención a quienes corren grandes riesgos, los que hacen coberturas, seguros y conservan flexibilidad y resistencia, porque son quienes más nos podrán enseñar. Quizá parezca que son demasiado prudentes cuando el mercado está creciendo y no corren muchos riesgos, pero la realidad es que aceptan que van a ocurrir cosas y no tratan de preverlas. Lo único que hacen es dejar un amplio margen de flexibilidad para gestionar las sorpresas, tanto las buenas como las malas.

Comprenden que incluso las mejores herramientas, la mejor planificación de riesgo y la tecnología más innovadora no podrán cambiar la naturaleza de la guerra, los mercados financieros, el curso de nuestras carreras o del amor. En cuanto está involucrada la conducta humana, nada es del todo predecible. Las herramientas para gestionar el riesgo —una buena planificación, datos, diversificación, coberturas, seguros— nos dan algo de seguridad, pero nunca podrán garantizar que no perderemos dinero al invertir en el mercado, que los surfistas no se ahogarán, que no se perderán guerras, que no nos despedirán o que no nos dará un ataque al corazón.

McMaster, abiertamente crítico con las limitaciones de los modelos de riesgo, sigue utilizándolos. Sostiene que la mejor forma de lidiar con la incertidumbre es ir a la batalla preparado y con conocimientos. El proceso de la medición y la gestión de riesgos nos obliga a reflexionar sobre nuestros objetivos, qué riesgos hay y cómo podemos reducirlos. Este proceso también nos da una idea de lo que podemos esperar sobre el terreno.

Si queremos pedir un aumento y reflexionamos sobre lo que estamos dispuestos a aceptar, qué esperamos de nuestra carrera y cuánto nos pueden llegar a pagar, tendremos menos sorpresas. Luego debemos dejar espacio a la

flexibilidad. Si solo estamos dispuestos a aceptar un aumento del 20 por ciento, seremos demasiado rígidos, y, por lo tanto, vulnerables, si la respuesta del jefe nos sorprende. También podemos conservar flexibilidad proponiendo varias opciones, como diferentes formas de trabajar más para ganar más o tener más vacaciones por el mismo salario. Esta flexibilidad nos da espacio para pivotar y seguir siendo decididos.

La medición y la gestión del riesgo proporcionan formas efectivas de lidiar con el riesgo y la incertidumbre. Pero, como en cualquier situación, si las usamos de forma incorrecta, crean más riesgo del que evitan. La clave es usarlas correctamente, seguir preparándonos para cambiar estrategias y estar listos para lo inesperado.



## Reflexiones finales

**P**ara avanzar en la vida debemos correr riesgos. Comprender el riesgo y saber cuándo arriesgarse de forma inteligente es una habilidad crucial en la vida, y, a pesar de ello, pocas veces se enseña la ciencia del riesgo. Esto podría explicar por qué solemos pensar en el riesgo de forma binaria: o lo corremos o no lo corremos, o el futuro es seguro o es totalmente aleatorio e impredecible. No es de extrañar que correr riesgos nos abrume o nos atemorice.

Las lecciones de economía financiera de este libro proponen una alternativa, una perspectiva del riesgo más realista y útil. No se trata de saber si tenemos una certidumbre o no. Lo más probable es que nunca estemos del todo seguros, pero algunas situaciones suponen más riesgos que otras. Cuanto más aceptemos los grados de incertidumbre que existen en nuestras vidas, mejor podremos lidiar con ellos y triunfar.

Deberíamos preguntarnos «¿Cómo puedo correr riesgos de forma más inteligente?» en lugar de «¿Debería correr un riesgo?». La lección esencial de la economía financiera es que el riesgo es el coste que pagamos por conseguir más cosas. Quienes corren riesgos suelen lograr más cosas, pero se enfrentan a la posibilidad de perder. Podemos reducir el riesgo, pero eso tiene un precio.

Todo esto nos sugiere una nueva forma de considerar el riesgo.

Los que corren riesgos de forma inteligente no evitan las situaciones

arriesgadas. En lugar de pensar en si corremos un riesgo o no, debemos luchar por lo que queremos: medir el riesgo en juego y arriesgarnos solo lo necesario para conseguir nuestro objetivo.

Saber correr solo los riesgos necesarios aumenta las probabilidades de que nos salgan a cuenta y de que obtengamos más de la vida. No supone garantía alguna; al contrario, puede provocar que corramos riesgos con más frecuencia. En una economía tecnológica que cambia con rapidez, que amenaza nuestros trabajos y nuestra forma de vida, también tenemos la posibilidad de conseguir muchas cosas, y ahora es cuando debemos comprender el riesgo mejor que nunca.

Cuando escribí este libro, lo más fácil fue encontrar a personas que corren grandes riesgos en lugares que no tienen nada que ver con las finanzas tradicionales. Personas que tienen éxito en lo que hacen, ya sea surf, acechar a famosos o luchar en el ejército, y que saben gestionar los riesgos. Todos corremos riesgos de forma inteligente, al menos, en algún ámbito de nuestras vidas y tenemos el potencial de aplicar el mismo razonamiento a las decisiones que tomamos.

Podemos hacerlo comprendiendo la ciencia en la que se fundamenta el riesgo: cómo definirlo, cómo medirlo, cómo identificar el tipo de riesgo y cómo gestionarlo. La economía financiera es la ciencia del riesgo, y proporciona una estructura para ayudarnos a comprender cuáles vale la pena correr.

Cuando sepamos qué funciona y por qué, podremos implementar una estrategia en todas las decisiones que tomemos. Incluso invertir para tener una pensión o ir al aeropuerto será más fácil y gestionable.

Utilicemos bien las herramientas, corramos más riesgos y estemos preparados para lo inesperado.

## Agradecimientos

Aproveché un ejército de personas amables, generosas y pacientes para escribir este libro. En primer lugar, debo dar las gracias a Robert C. Merton, que me inspiró para escribirlo, me ayudó a configurar la estructura y me hizo comentarios útiles en todos los capítulos. Me recordaste lo que es el riesgo: todo lo que no esté libre de riesgo.

No puedo agradecer lo suficientemente a todas las personas que he entrevistado y descrito en este libro. Vuestros relatos lo han hecho posible. Corristeis un riesgo dejándome contar vuestra historia. Espero haberos hecho justicia.

También tuve un reducido ejército de lectores, sobre todo Robin Epstein y Jason Levine, que leyeron varios esbozos de cada capítulo y me hicieron comentarios muy valiosos. También la opinión muy acertada de Emily Rueb, Stacey Vanick-Smith, Peter Hancock, Chris Wiggins, Lisa Cowen, Byron Rogers, Kodjo Apedjinou, Praveen Korapaty, Jenna Reinen, Hal Vogel, Ross Fermer, David Pullman, Jill Stowe, Brandon Archuleta y Peyo Lizarazu.

La mayoría de los temas de este libro eran nuevos para mí. Tenía la idea loca de que la economía financiera podía explicar cualquier mercado, pero primero tuve que aprender cómo funcionaban estos mercados. Con frecuencia, fue necesario infiltrarse en una subcultura nueva y, en ocasiones, secreta. No habría sido posible sin el ejército de expertos que fueron lo bastante amables

para dedicar varias horas a explicarme cómo funciona todo y presentarme a las personas adecuadas.

Debo dar las gracias a Jeremy Lemur por organizar todas las entrevistas con los burdeles Hof, a Dennis Hof por darme un acceso libre a sus prostíbulos — ojalá hubieras llegado a vivir para ver este libro— y a Madam Suzette por animar a las mujeres a que hablaran conmigo. Un agradecimiento especial para Farrah Banks, Cassandra Claire y Ruby Rae. Gracias a Scott Cunningham por su ayuda con los datos.

Jon Sloss, Ross Fermer y David Shaheen y todo su equipo de JPMorgan hicieron posible que escribiera el capítulo sobre la industria cinematográfica. También debo dar las gracias a Dan Goldstein y Jenna Reinen por explicarme, como fundamentalista de la eficiencia de los mercados que soy, por qué la economía conductual es tan importante. Y unas gracias enormes para Mike Naft y Osi Gerald por compartir vuestras historias y presentarme a todas las personas de Fortune Society.

Tengo que dar las gracias a toda la gente de Kentucky que me dedicó tanto tiempo y me explicó los secretos de su industria: Frank Mitchell, Emmeline Hill (en Irlanda), Grant Williamson, Bernie Sams, David Lambert y Ed DeRosa.

Un agradecimiento profundo al personal de Carnival que transcribió mi entrevista de dos horas y media con Arnold Donald. No conozco vuestro nombre, pero os estaré eternamente agradecida.

Debo mucho a Mark Healey y a todas las personas de BWRAG, sobre todo a Ian Masterson y Liam Wilmot, que me recibieron tan bien. Tengo una deuda con Chris Gough: cuando te llamé sin que nos conociéramos y te dije que estaba escribiendo un libro sobre finanzas y que quería entrevistar a surfistas, estuviste totalmente abierto y me dijiste: «Has llamado a la persona adecuada». En aquel momento supe que el capítulo iba a funcionar.

Gracias a Max Boot por presentarme al general H. R. McMaster y a Kevin Kawasaki por explicarme cómo gestiona los riesgos el ejército.

Un agradecimiento especial para Kevin Delany, Lauren Brown, Jason Karaian y Kabir Chibir de Quartz. Kevin, te arriesgaste al creer en mí. Me diste la oportunidad y la posibilidad de analizar los mercados Quartzzy, que me ayudaron a mejorar como escritora y como economista. Fue imprescindible para este proyecto.

Unas gracias sin medida a mi editora, Stephanie Frerich, y a todo el personal de Portfolio, sobre todo a Bria y Rebecca, que aceptaron este libro en el acto y lo han mimado tanto como yo. La edición que habéis hecho ha convertido este libro en lo que es. Maureen Clark, tus comentarios fueron esenciales. Gracias por dedicarle tanto tiempo y atención, y lograr que parezca que soy una escritora mucho mejor. Otro agradecimiento profundo a mi agente, Mel Flashman, que ha logrado que todo este proceso sea tan divertido.

Otro gran agradecimiento y una disculpa a cualquier persona que haya olvidado, que sin duda sois muchos.

Y, por último, le debo todo a mi familia, que me quiere y me apoya: mi madre, mi padre, Steve, Terry, Josh, Staci y Dakota. Nunca pusisteis en duda las elecciones que tomé en la vida. Me acompañasteis durante toda la universidad. Nunca desfallecisteis, ni siquiera cuando mi trayectoria universitaria fue un tanto errática. Hicisteis posible que me sintiera lo bastante segura para correr riesgos.

**¿Vale la pena adentrarse en aguas infestadas de tiburones para surfear sobre una ola de quince metros?**

**¿Es más arriesgado rodar una película de acción o una de terror?**

**¿Es necesario que una trabajadora sexual invierta la mitad de sus ingresos en incrementar su seguridad?**



Cuesta imaginar que un economista pueda dar respuesta a estas o a otras muchas cuestiones cotidianas como, por ejemplo, con quién es preferible salir o con cuánta antelación debemos ir al aeropuerto antes de coger un avión. Sin embargo, a partir de las lecciones de la economía financiera sobre el riesgo, la economista y periodista Allison Schrager ofrece cinco principios de urgente aplicación. Todos asumimos riesgos a diario y es imprescindible saber valorarlos para maximizar las posibilidades.

A partir de una amplia y sorprendente investigación que descubre el caso de un burdel de Nevada donde se generaba valor reduciendo riesgos (tanto para los clientes como para las vendedoras de sexo), o el del surfista que aplicaba estrategias financieras para gestionar el riesgo (porque sabía que los océanos y la meteorología eran, como los mercados, un caos controlado), *La economista en el burdel* muestra cómo esos principios nos ayudan a tomar mejores decisiones arriesgadas y difíciles: desde decidir volver a la universidad o aceptar un puesto en una start-up, hasta calcular la cantidad de

tiempo que debemos dedicarle a un proyecto o determinar cuánto ofrecer por la casa de nuestros sueños.

Las fascinantes historias aquí narradas sobre personas que han hallado maneras inteligentes de gestionar el riesgo (como el jugador de póquer que sabe cómo conservar la serenidad ante una apuesta muy alta o el general que aprendió en el frente como lidiar con lo imprevisto) ilustran mejor los principios clave de la economía financiera que cualquier otra historia sobre la compraventa de acciones.

**«En este libro apasionante, la economista financiera y experta en riesgo Allison Schrager muestra, mediante originales casos, como los principios utilizados en la gestión de fondos de pensiones millonarios pueden ayudarnos a afrontar los riesgos en nuestra vida diaria. ¡Y funcionan! Los profesionales del riesgo, tanto los veteranos como los novatos, leerán este libro de un tirón.»**

ROBERT C. MERTON, Profesor Distinguido de Finanzas de la MIT Sloan School  
y Premio Nobel de Economía

**«Quien desee entender qué es el riesgo, deberá adentrarse en lugares poco convencionales. Y, en la tradición de Freakonomics, esto ha hecho la economista Allison Schrager en este libro informativo y ameno.»**

ADAM GRANT, autor de *Originales*

**«Los directivos y los pesos pesados de Wall Street tienen mucho que aprender de los paparazzi, las prostitutas y otros singulares personajes que pueblan las páginas de *La economista en el burdel*.»**

PETER COY, Bloomberg Businessweek

**Allison Schrager** es economista, periodista de Quartz y cofundadora de la empresa de asesoría de riesgo LifeCycleFinance Partners, LLC. A lo largo de su carrera en el ámbito financiero e institucional, ha trabajado en Dimensional Fund Advisors y como consultora de diversas organizaciones internacionales como la OCDE y el FMI. Colabora habitualmente en Economist, Reuters y Bloomberg Businessweek, y sus artículos también se han publicado en Playboy, Wired, National Review y Foreign Affairs. Licenciada por la University of Edinburgh y doctorada en Economía por la Columbia University, es profesora de la New York University.



Los libros de Conecta están disponibles para promociones y compras por parte de empresas, en condiciones especiales para grandes cantidades.

Existe también la posibilidad de crear ediciones especiales, incluidas ediciones con cubierta personalizada y logotipos corporativos para determinadas ocasiones.

Para más información, póngase en contacto con:  
edicionesespeciales@penguinrandomhouse.com

Título original: *An Economist Walks into a Brothel*

Edición en formato digital: junio de 2019

© 2019, Allison Schrager

© 2019, Penguin Random House Grupo Editorial, S. A. U.

Travessera de Gràcia, 47-49. 08021 Barcelona

Todos los derechos reservados, incluido el derecho de reproducción total o parcial en cualquier formato.

Publicado de acuerdo con Portfolio, un sello de Penguin Publishing Group, una división de Penguin Random House LLC.

© 2019, Alfonso Barguñó Viana, por la traducción

Diseño de portada: Compañía

Penguin Random House Grupo Editorial apoya la protección del *copyright*. El *copyright* estimula la creatividad, defiende la diversidad en el ámbito de las ideas y el conocimiento, promueve la libre expresión y favorece una cultura viva. Gracias por comprar una edición autorizada de este libro y por respetar las leyes del *copyright* al no reproducir ni distribuir ninguna parte de esta obra por ningún medio sin permiso. Al hacerlo está respaldando a los autores y permitiendo que PRHGE continúe publicando libros para todos los lectores. Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos, <http://www.cedro.org>) si necesita reproducir algún fragmento de esta obra.

ISBN: 978-84-16883-82-0

Composición digital: M.I. Maquetación, S.L.

[www.megustaleer.com](http://www.megustaleer.com)

Penguin  
Random House  
Grupo Editorial

megustaleer

## Descubre tu próxima lectura

Apúntate y recibirás  
recomendaciones de lecturas  
personalizadas.

Visita:

[ebooks.megustaleer.club](http://ebooks.megustaleer.club)



@megustaleerebooks



@megustaleer



@megustaleer

# Notas

## 1. INTRODUCCIÓN AL RIESGO

[1] D. D. Brewer, *et al.*, «Extent, Trends, and Perpetrators of Prostitution- Related Homicide in the United States», *Journal of Forensic Sciences* 51, n.º 5, septiembre de 2006, pp. 1101-8.

[2] Rolf Skjong, «Etymology of Risk: Classical Greek Origin - Nautical Expression - Metaphor for ‘Difficulty to Avoid in the Sea’», en <http://research.dnv.com/skj/Papers/ETYMOLOGY-OF-RISK.pdf>.

[3] Los datos proceden de internet, y fueron recogidos por un investigador que prefiere permanecer en el anonimato y que fue muy amable por compartirlos conmigo.

[4] Steven Levitt y Sudhir Venkatesh, «An Empirical Analysis of Street-Level Prostitution», manuscrito no publicado, <http://international.ucla.edu/institute/article/85677>.

[5] Paul Gertier, *et al.*, «Risky Business: The Market for Unprotected Commercial Sex», *Journal of Political Economy* 113, n.º 3, junio de 2005, pp. 518-50.

[6] Frank Knight, *Risk, Uncertainty, and Profit*, Boston, Houghton Mifflin Co., 1921.

## 2. RECOMPENSA

[1] Entrevistas con Cole en 2016 y 2017.

## 4. MEDICIÓN DEL RIESGO

- [1] Chris Jones, «Ryan Kavanaugh Uses Math to Make Movies», *Esquire*, 19 de noviembre de 2009. <<https://www.esquire.com/news-politics/a6641/ryan-kavanaugh-1209/>>.
- [2] Connie Bruck, «Cashier du Cinema», *New Yorker*, 8 de octubre de 2012, <<https://www.newyorker.com/magazine/2012/10/08/cashier-du-cinema>>.
- [3] Peter Bernstein, *Against the Gods: The Remarkable Story of Risk*, Hoboken (New Jersey), John Wiley & Sons, 1996.
- [4] Eugene Fama, «The Behavior of Stock-Market Prices», *Journal of Business* 38, n.º 1, enero de 1965, pp. 34-105.
- [5] Los datos provienen de Nash Information Services, <<http://nashinfoservices.com/>>.
- [6] Arthur De Vany y W. David Walls, «Uncertainty in the Movie Industry: Does Star Power Reduce the Terror of the Box Office?», *Journal of Cultural Economics* 23, n.º 4, noviembre de 1999, pp 285-318.
- [7] Datos estimados de Nash Information Services.
- [8] Alex Ben Block, «Ryan Kavanaugh's Secret to Success», *Hollywood Reporter*, 29 de septiembre de 2010, <<https://www.hollywoodreporter.com/news/ryan-kavaugh-secret-success-28540>>.
- [9] Tatiana Siegal, «Gun Hill Slate a Sound Investment», *Variety*, 14 de octubre de 2007, <<https://variety.com/2007/film/markets-festivals/gun-hill-slate-a-sound-investment-1117974039/>>.
- [10] Benjamin Wallace, «The Epic Fail of Hollywood's Hottest Algorithm», *New York Magazine*, 25 de enero de 2016, <<http://www.vulture.com/2016/01/relativity-media-ryan-kavanaugh-c-v-r.html>>.
- [11] Ben Fritz, *The Big Picture: The Fight for the Future of Movies*, Nueva York, Houghton Mifflin, 2018.
- [12] De las entrevistas con Shaheen y su equipo en JPMorgan.

## 5. DIFERENTES TIPOS DE RIESGO

- [1] William F. Sharpe, «Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk», *Journal of Finance* 19, n.º 3, septiembre de 1964, pp. 425-42.
- [2] Fatih Guvenen, *et al.*, «Worker Betas: Five Facts About Systematic Earnings Risk»,

*American Economic Review* 107, n.º 5, mayo de 2017, pp. 398-403.

[3] Craig Copeland, «Employee Tenure Trends: 1983-2016», *Employee Benefit Research Institute Notes* 38, n.º 9, 20 de septiembre de 2017, <[https://www.ebri.org/publications/notes/index.cfm?fa=notesDisp&content\\_id=3497](https://www.ebri.org/publications/notes/index.cfm?fa=notesDisp&content_id=3497)>.

## 6. TEORÍA PROSPECTIVA

[1] Phil Hellmuth, *Poker Brat: Phil Hellmuth's Autobiography*, East Sussex (Inglaterra), D& B Publishing, 2017, p. 248.

[2] Richard Thaler y Eric Johnson, «Gambling with the House Money and Trying to Break Even: The Effects of Prior Outcomes on Risky Choice», *Management Science* 36, n.º 6, junio de 1990, pp. 643-60.

[3] Gary Smith, *et al.*, «Poker Player Behavior After Big Wins and Big Losses», *Management Science* 55, n.º 9, septiembre de 2009, pp. 1547-55.

[4] David Eil y Jaimie W. Lion, «Staying Ahead and Getting Even: Risk Attitudes of Experienced Poker Players», *Games and Economic Behavior* 87, septiembre de 2014, pp. 50-69.

[5] Joshua D. Coval y Tyler Shumway, «Do Behavioral Biases Affect Prices?», *Journal of Finance* 60, n.º 1, febrero de 2005, pp. 1-34.

[6] Nicholas Barberis y Wei Xiong, «What Drives the Disposition Effect? An Analysis of a Long-Standing Preference-Based Explanation», *Journal of Finance* 64, n.º 2, abril de 2009, pp. 751-84.

[7] John List, «Does Market Experience Eliminate Market Anomalies?», *Quarterly Journal of Economics* 118, n.º 1, febrero de 2003, pp. 41-71.

## 7. LA PERCEPCIÓN EQUIVOCADA DEL RIESGO

[1] Barry Meier, «Crazy Eddie's Insane Odyssey», *New York Times*, 19 de julio de 1992, <<https://www.nytimes.com/1992/07/19/business/crazy-eddie-s-insane-odyssey.html>>.

[2] *Ibid.*

[3] *Ibid.*

[4] Stephen Labaton, «S.E.C. Files Fraud Case on Retailer», *New York Times*, 7 de septiembre de 1989, <<https://www.nytimes.com/1989/09/07/business/sec-files-fraud-case-on-retailer.htm>>.

[5] Gerd Gigerenzer, «Dread Risk, September 11, and Fatal Traffic Accidents», *Psychological Science* 15, n.º 4, abril de 2004, pp. 286-7.

[6] Thomas A. Loughran, *et al.*, «Re-examining the Functional Form of the Certainty Effect in Deterrence Theory», *Justice Quarterly* 29, n.º 5, 2012, pp. 712-41.

[7] Paul Slovic, «Trust, Emotion, Sex, Politics, and Science: Surveying the Risk-Assessment Battlefield», *Risk Analysis* 19, n.º 4, agosto de 1999, pp. 689-701.

[8] Justin McCrary y Aaron Chalfin, «Criminal Deterrence: A Review of the Literature», *Journal of Economic Literature* 55, n.º 1, marzo de 2017, pp. 5-48.

[9] Jonathan Klick, *et al.*, «Using Terror Alert Levels to Estimate the Effect of Police on Crime», *Journal of Law and Economics* 48, n.º 1, abril de 2005, pp. 267-79.

[10] Brendan O’Flaherty, *The Economics of Race in the United States*, Cambridge, Harvard University Press, 2015, pp. 362-6.

[11] Gerd Gigerenzer, «Making Sense of Health Statistics», *Bulletin of the World Health Organization* 87, n.º 8, agosto de 2009, p. 567.

[12] *Idem*, *Reckoning with Risk: Learning to Live with Uncertainty*, Nueva York, Penguin Books, 2002.

## 8. DIVERSIFICACIÓN

[1] Jill Stowe y Emiliy Plant, «Is Moneyball Relevant on the Racetrack? A New Approach to Evaluating Future Racehorses», *Journal of Sports Economics*, <<http://journals.sagepub.com/doi/full/10.1177/1527002518777977>>.

[2] Jockey Club *Foal Crop* 2018, <<http://www.jockeyclub.com/default.asp?section=FB&area=2>>.

[3] Devie Poerwanto y Jill Stowe, «The Relationship Between Sire Representation and Average Yearling Prices in the Thoroughbred Industry», *Journal of Agribusiness* 28, n.º 1, primavera de 2010, pp. 61-74.

[4] E. W. Hill, *et al.*, «A Sequence Polymorphism in *MSTN* Predicts Sprinting Ability and Racing Stamina in Thoroughbred Horses», *PLoS ONE* 5, n.º 1, enero de 2010, e8645.

[5] M. M. Binns *et al.*, «Inbreeding in the Thoroughbred Horse», *Animal Genetics* 43, n.º

3, junio de 2012, pp. 340-2.

[6] De una entrevista con Binns.

[7] Terry Conway, «Northern Dancer: The Patriarch Stallion», *America's Best Racing*, 18 de septiembre de 2017, <[www.americasbestracing.net/the-sport/2017-northern-dancer-the-patriarch-stallion](http://www.americasbestracing.net/the-sport/2017-northern-dancer-the-patriarch-stallion)>.

[8] De un estudio inédito de David L. Dink.

[9] Mim A. Bower, *et al.*, «The Genetic Origin and History of Speed in the Thoroughbred Racehorse», *Nature Communications* 3, 2012, art. n.º 643.

[10] Patrick Sharman y Alastair J. Wilson, «Racehorses Are Getting Faster», *Biology Letters* 11, n.º 6, junio de 2015, pp. 1-5.

[11] Mark W. Denny, «Limits to Running Speed in Dogs, Horses and Humans», *Journal of Experimental Biology* 211, diciembre de 2008, pp. 3836-49.

[12] Datos estimados del Estudio sobre el consumo de finanzas de la Reserva Federal, <<https://www.federalreserve.gov/econres/scfindex.htm>>.

[13] Peter Bernstein, *Capital Ideas: The Improbable Origins of Modern Wall Street*, Hoboken (New Jersey), John Wiley & Sons, 2005, p. 57.

[14] Eugene Fama y Kenneth French, «Luck Versus Skill in the Cross-Section of Mutual Fund Returns», *Journal of Finance* 65, n.º 5, octubre de 2010, pp. 1915-47.

[15] De las entrevistas con el doctor Lambert.

[16] Basado en las entrevistas con Rogers.

[17] Basado en las entrevistas con Hill.

## 9. «DES-ARRIESGAR»

[1] Tony Munoz, «Arnold Donald, President & CEO, Carnival Corporation & plc», *Maritime Executive*, enero/febrero de 2017, <[www.maritime-executive.com/magazine/arnold-donald-president-ceo-carnival-corporation-plc](http://www.maritime-executive.com/magazine/arnold-donald-president-ceo-carnival-corporation-plc)>.

[2] Aliya Ram, «Arnold Donald: ‘It Stopped Working Because the World Changed’», *Financial Times*, 8 de enero de 2017, <<https://www.ft.com/content/3201e790-9abd-11e6-b8c6-568a43813464>>.

[3] Heather Cole, «Arnold Donald's Sweet Deal», *St. Louis Business Journal*, 13 de mayo de 2004, <<https://www.bizjournals.com/stlouis/stories/2004/05/17/story1.htm>>.



[4] Ram, *op. cit.*

[5] Jon Pareles, «David Bowie, 21st Century Entrepreneur», *New York Times*, 9 de junio de 2002.

[6] De una entrevista con Pullman.

[7] Chabeli Herrera, «How Carnival Revolutionized Its Guest Experience with Super-Smart Tech», *Miami Herald*, 8 de enero de 2017, <[www.miamiherald.com/news/business/tourism-cruises/article125317259.htm](http://www.miamiherald.com/news/business/tourism-cruises/article125317259.htm)>.

[8] Allison Schrager, «Can Carnival Possibly Make a Cruise with Thousands of Passengers Feel Personable?» *Quartz*, 18 de abril de 2018, <<https://qz.com/1194838/carnival-ocean-medallion-a-disney-magicband-for-cruises/>>.

## 10. SEGURO

[1] Fischer Black, *et al.*, «The Pricing of Options and Corporate Liabilities», *Journal of Political Economy* 81, n.º 3, mayo/junio de 1973, pp. 637-54.

[2] Robert Merton, «Theory of Rational Option Pricing», *Bell Journal of Economics and Management Science* 4, n.º 1, primavera de 1973, pp. 141-83.

[3] Véase «A Brief History of Options», Ally Invest Options Playbook, <[www.optionsplaybook.com/options-introduction/stock-option-history](http://www.optionsplaybook.com/options-introduction/stock-option-history)>.

[4] Cámara de Comercio de Chicago, *Annual Market Statistics*, <<http://www.cboe.com/data/historical-options-data/annual-market-statistics>>.

[5] Michael Mueller-Smith, «The Criminal and Labor Market Impacts of Incarceration», ensayo no publicado, 2015, <<https://sites.lsa.umich.edu/mgms/wp-content/uploads/sites/283/2015/09/incar.pdf>>.

## 11. RIESGOS MORALES

[1] Greg Long, «Greg Long Recounts Almost Drowning», *Surfing Magazine*, octubre de 2014, <<https://www.surfer.com/surfing-magazine-archive/surfing-video/greg-long-drowning/>>.

[2] La historia familiar y el descubrimiento de las motos de agua como consejo de seguridad provienen de las entrevistas con Brian Keaulana.

[3] Sam Peltzman, «The Effects of Automobile Safety Regulation», *Journal of Political Economy* 83, n.º 4, agosto de 1975, pp. 677-726.

[4] El Grupo de Trabajo sobre los Mercados Financieros del Presidente, «Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management», abril de 1999, <<https://www.treasury.gov/resource-center/fin-mkts/Documents/hedgfund.pdf>>.

[5] William N. Goetzmann, *Money Changes Everything: How Finance Made Civilization Possible*, Princeton, Princeton University Press, 2017.

[6] National Highway Traffic Safety Administration, «Summary of Motor Vehicle Crashes», agosto de 2018, DOT HS 812 580.

## REGLA 5. LO IMPREVISIBLE OCURRE

[1] Frank Knight, *Risk, Uncertainty, and Profit*, Boston, Houghton Mifflin Co., 1921.

## 12. INCERTIDUMBRE

[1] H. R. McMaster, «Battle of 73 Easting» (manuscrito disponible en Donovan Research Library, Fort Benning, Georgia-Alabama), 8, <[www.benning.army.mil/library/content/Virtual/Donovanpapers/other/73Easting.pdf](http://www.benning.army.mil/library/content/Virtual/Donovanpapers/other/73Easting.pdf)>.

[2] *Ibid.*, pp. 12-3.

[3] *Ibid.*, pp. 20-1.

[4] De la entrevista con McMaster.

[5] Peter Grier, «Preparing for 21st Century Information War», *Government Executive* 8, n.º 27, agosto de 1995, p. 130. Williamson Murray, «Clausewitz Out, Computer In: Military Culture and Technological Hubris», *National Interest*, 1 de junio de 1997, <<https://www.clausewitz.com/readings/Clause&Computers.htm>>.

[6] Coronel Arthur F. Lykke Jr., «Defining Military Strategy», *Military Review* 69, n.º 5, mayo de 1989, pp. 2-8.

[7] Carl von Clausewitz, *On War*, Princeton, Princeton University Press, 1989. [Hay trad. cast.: *De la guerra*, La Esfera de los Libros, 2014.]

[8] Williamson Murray, «Thinking About Innovation», *Naval War College Review* 54, n.º

2, primavera de 2001, pp. 122-3.

[9] Meir Finkel, *On Flexibility: Recovery from Technological and Doctrinal Surprise on the Battlefield*, Stanford, Stanford Security Studies, 2011, p. 206.

[10] *Ibid.*, La cursiva es del original.

[11] *Ibid.*, pp. 1-17.

[\*] Deben estar en el burdel durante los turnos asignados.

[\*] Starr ahora trabaja en el Mustang Ranch, otro prostíbulo legal fuera de la red de Hof.

[\*] Puede que vivan en otros lugares del país.

[\*] Entrevisté a algunas otras mujeres que trabajaban en burdeles que no eran propiedad de Hof y me aseguraron que los precios eran similares.

[\*] En los datos constan trescientas mil observaciones de transacciones sexuales, incluyendo el acto sexual que se ofrece, la duración y el coste.



[\*] ¿Hay una prima por trabajar con un proxeneta? En 2003, el economista Steven Levitt y el sociólogo Sudhir Venkatesh calcularon que las prostitutas que trabajan con un proxeneta ganan un 50 por ciento más que las que trabajan solas.[4] Concluyeron que el sobreprecio se debe a la habilidad del proxeneta para encontrar más clientes que la prostituta en la calle, pero su investigación fue anterior a la publicidad online. En la era de internet y de las redes sociales, la habilidad de un proxeneta para encontrar más clientes añade menos valor. Según los datos de *Erotic Review*, las prostitutas de lujo que se publicitan online ganan más o menos lo mismo estén o no asociadas a una agencia.

[\*] Google tiene estos datos, pero no los hace públicos.

[\*] La tasa de inflación también supone riesgos. Podría ser más o menos del 2 por ciento.

[\*] Puede depender de la inflación.

[\*] Si no adquirimos una renta vitalicia, podemos invertir en bonos a largo plazo y lograr un nivel similar en la predictibilidad de los ingresos.

[\*] Una técnica de simulación numérica que se suele usar en la industria financiera. Simula un abanico de resultados futuros potenciales.

[\*] Según Nick Meaney, CEO de Epagogix, una consultora que utiliza el aprendizaje automático para optimizar los guiones, contratar a una estrella no aumenta las probabilidades de beneficios, y el precio que se debe pagar por ella pocas veces vale la pena.

[\*] A veces, los productores de películas independientes asumen parte de los riesgos financieros de los estudios.



[\*] No se incluyen los costes de marketing ni los ingresos de las ventas de DVD, *streaming* o televisión. En este gráfico solo se mide en qué proporción se recuperan los costes de producción en la taquilla.

[\*] Dado que la Relativity favorecía a las películas con un presupuesto menor, no acostumbraba a seleccionar películas de acción en sus paquetes.

[\*] Lo último que sé es que la alianza actual más importante, de la que Baez no forma parte, se llama Bowery Boys, porque pasan mucho tiempo delante del hotel Bowery de Nueva York (sin relación alguna con el grupo de nativistas del siglo XIX ni con los actores de cine de los años 40 y 50).

[\*] Las relaciones con las agencias son esenciales. Incluso en una época en la que todo el mundo tiene una cámara de fotos, los paparazzi son los únicos que pueden vender fotos, porque están en contacto con las agencias.

[\*] Dando por supuesto que las dos opciones ofrecen compensaciones similares.

[\*] Los caballos señuelo pueden aparearse al menos una vez al año con una yegua igual de reacia. Los criadores les dan la oportunidad tanto por deferencia como para mantenerlo motivado para hacer este desagradecido trabajo.

[\*] Los propietarios prefieren que no revele su nombre.

[\*] Los honorarios actuales de American Pharoah son información reservada.



[\*] Después de mi visita, dejó Three Chimneys.

[\*] Hasta la década de 1960, cuando la cría comercial empezó a ser más rentable, se solían criar caballos para correr, y el objetivo era obtener un buen caballo. Según Frank Mitchell, periodista y director de biomecánica de DataTrack International, la cría comercial explotó realmente en la década de los ochenta, cuando la reforma fiscal provocó que los ingresos pasivos fueran menos rentables y disminuyó los incentivos para correr un riesgo a largo plazo con los caballos. Desde entonces, la mayoría de los criadores venden sus caballos antes de que corran, cuando el parentesco es la única información relevante.

[\*] La endogamia avanzó mucho con los progresos en la veterinaria que permitieron que un semental se apareara con muchas más yeguas que antes. A consecuencia de esto, cada año se retiran menos sementales, de forma que se aparean con más yeguas y empobrecen todavía más el acervo genético.

[\*] Monarcas austríacos conocidos por la endogamia familiar que tuvo como resultado rasgos faciales alargados, enfermedades e infertilidad.

[\*] Los investigadores estudiaron los tiempos de las carreras británicas entre 1850 y 2012. Los caballos de dos años que corren distancias cortas fueron más rápidos en 1997. Pero los tiempos de caballos mayores que corren distancias largas, o campeonatos de primera categoría como el Derby, no han mejorado. El estudio se limitó a los caballos británicos.

[\*] Hace cinco años que se han prohibido los esteroides, excepto en determinadas circunstancias, y en las competiciones internacionales no se aceptan en ningún caso.

[\*] Con la notable excepción de las sociedades de inversión de la década de los veinte, pero su popularidad se esfumó cuando se desplomó el mercado de acciones.

[\*] A pesar de que es un mercado ineficiente, invertir en caballos de carreras sigue siendo muy arriesgado hoy en día. Es mejor confiar en los fondos indexados.



[\*] La otra parte asume el riesgo del precio del petróleo.

[\*] Aunque, como hemos visto en la crisis financiera de 2008, la diversificación no redujo el riesgo sistemático de que muchas personas dejaran de pagar a la vez.

[\*] Parecido a prepagar una hipoteca; si los ingresos generados por los derechos eran mayores de lo esperado, el bono se amortizaría antes.

[\*] Asumiendo que la entidad que emite el bono no nos defraude y pague lo acordado.

[\*] Un régimen de tipos de cambio fijo que se derrumbó en 1973; después, los tipos de cambio fluctuaron con el mercado y fueron más inciertos.

[\*] En un principio, solo se comerció con opciones de compra.

[\*] En docenas de lugares de todo el mundo se pueden hacer las mismas operaciones.

[\*] Un recuerdo para Gerd Gigerenzer: los surfistas proponían pensar en términos de frecuencias en lugar de probabilidades.



[\*] El índice de apalancamiento mide la relación entre la deuda y la financiación social. Para los socios, cuanto más alto sea el índice, mayor será el riesgo, porque reciben una participación de los beneficios: una prima considerable si al fondo le va bien, y nada si se hunde. Los dueños de los bonos siempre cobran, pase lo que pase.

[\*] En 1921, el economista Frank Knight diferenci6 en primer lugar entre riesgo, las posibilidades que podemos medir, y la incertidumbre, lo impredecible. Este tipo de incertidumbre es lo que a menudo se llama «incertidumbre knightiana» en su honor.

[\*] La compañía Ghost del segundo escuadrón tuvo una baja.

# Índice

La economista en el burdel

1. Introducción al riesgo: El «qué» y el inusual «dónde»

Regla 1. Quien no arriesga, no gana

2. Recompensa: Conseguir lo que queremos implica saber lo que queremos

3. Correr riesgos: Cuándo rechazar la seguridad e ir a por más

4. Medición del riesgo: La búsqueda sin fin de certidumbre en Hollywood

5. Diferentes tipos de riesgo: Las vidas secretas de los paparazzi

Regla 2. Soy irracional y lo sé

6. Teoría prospectiva: Hacia la racionalidad

7. La percepción equivocada del riesgo: Pensé que nunca me pillarían

Regla 3. Sacar el máximo partido a nuestro dinero

8. Diversificación: Buscando eficiencia en los lugares equivocados

Regla 4. Conocer el terreno

9. «Des-arriesgar»: El arte de la cobertura

10. Seguro: Estas son las espectaculares opciones sobre acciones

11. Riesgos morales: Surfear grandes olas con un seguro

Regla 5. Lo imprevisible ocurre

12. Incertidumbre: La niebla de la guerra

Reflexiones finales

Agradecimientos

Sobre este libro

Sobre Allison Schrager

Créditos

Notas