

The 2028 Global Intelligence Crisis

What happens when intelligence stops being scarce?



LA CRISIS GLOBAL DE INTELIGENCIA DE 2028

Un ejercicio de reflexión en historia financiera, desde el futuro

Citrini y Alap Shah 22 de febrero de 2026

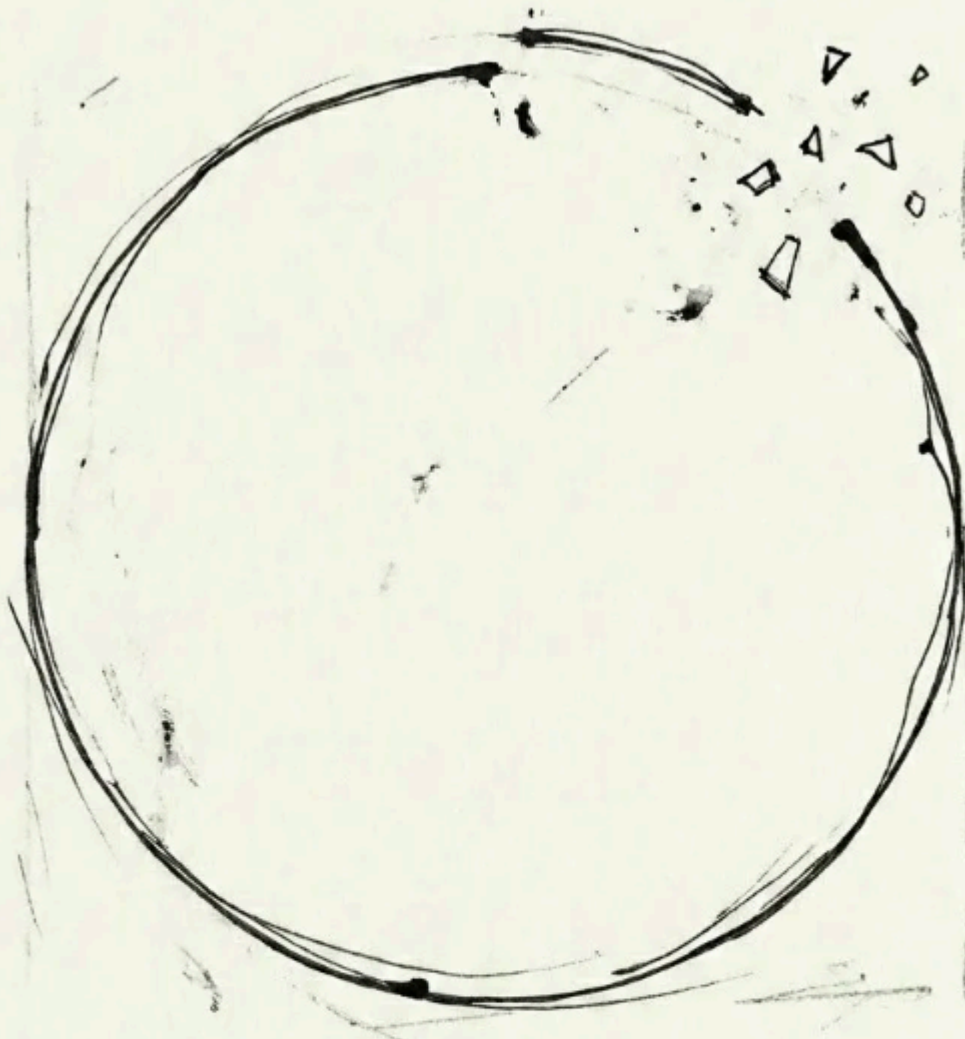
Prefacio

¿Qué pasa si nuestro optimismo sobre la IA sigue siendo acertado... y qué pasa si eso en realidad es algo bajista (*bearish*)?

Lo que sigue es un escenario, no una predicción. Esto no es pornografía bajista ni ficción de fanáticos catastrofistas de la IA. La única intención de este artículo es modelar un escenario que ha sido relativamente poco explorado. Nuestro amigo Alap Shah planteó la pregunta, y juntos pensamos en la respuesta. Nosotros escribimos esta parte, y él ha escrito otras dos que puedes encontrar aquí.

Con suerte, leer esto te dejará más preparado para los posibles riesgos de cola izquierda (*left tail risks*) a medida que la IA hace que la economía se vuelva cada vez más extraña.

Este es el Memorándum Macro de CitriniResearch de junio de 2028, detallando la progresión y las consecuencias de la Crisis Global de Inteligencia.



The 2028 Global Intelligence Crisis

Memorándum Macro: Las Consecuencias de la Inteligencia Abundante

CitriniResearch ~~22 de febrero de 2026~~ 30 de junio de 2028

La tasa de desempleo marcó un 10.2% esta mañana, una sorpresa al alza del 0.3%. El mercado se vendió un 2% con la cifra, llevando la caída acumulada (*drawdown*) en el S&P al 38% desde sus máximos de octubre de 2026.

Los *traders* se han vuelto insensibles. Hace seis meses, una cifra como esta habría activado un cortocircuito (*circuit breaker*).

Dos años. Eso es todo lo que tomó pasar de algo "contenido" y "específico del sector" a una economía que ya no se parece a la que ninguno de nosotros conoció al crecer. El memorándum macro de este trimestre es nuestro intento de reconstruir la secuencia: una autopsia de la economía pre-crisis.

La euforia era palpable. Para octubre de 2026, el S&P 500 coqueteaba con los 8000, el Nasdaq rompió por encima de los 30k. La ola inicial de **despidos** debido a la **obsolescencia humana** comenzó a principios de 2026, e hicieron exactamente lo que se supone que deben hacer los despidos. Los **márgenes se expandieron**, las **ganancias** superaron las expectativas, las **acciones subieron**. Los beneficios corporativos récord se canalizaron directamente de vuelta hacia el cómputo de IA.

Las cifras principales seguían siendo excelentes. El **PIB nominal** registró repetidamente un **crecimiento** anualizado de un dígito medio a alto. La productividad estaba en auge. La producción real por hora aumentó a tasas no vistas desde la década de 1950, impulsada por **agentes de IA** que no duermen, no se toman días por enfermedad ni requieren seguro médico.

Los dueños del cómputo vieron su riqueza explotar a medida que los **costos laborales** desaparecían. Mientras tanto, el crecimiento del salario real colapsó. A pesar de los repetidos alardes de la administración sobre una productividad récord, los **trabajadores de cuello blanco** perdieron sus empleos frente a las máquinas y se vieron forzados a roles peor remunerados.

Cuando comenzaron a aparecer grietas en la economía de consumo, los expertos económicos popularizaron la frase "**PIB Fantasma**": producción que aparece en las cuentas nacionales pero que nunca circula a través de la economía real.

En todos los sentidos, la IA superaba las expectativas, y el mercado *era* la IA. El único problema... la economía no lo era.

Debería haber estado claro desde el principio que un **solo clúster de GPUs en Dakota del Norte generando la producción previamente atribuida a 10.000 trabajadores de cuello**

blanco en el centro de Manhattan es más una **pandemia económica** que una panacea económica. La velocidad del dinero se estancó. La economía de consumo centrada en el ser humano, el 70% del PIB en ese momento, se marchitó. Probablemente podríamos haber descubierto esto antes si tan solo hubiéramos preguntado cuánto dinero gastan las máquinas en bienes discrecionales. (Pista: es cero).

Las capacidades de la IA mejoraron, las empresas necesitaron **menos trabajadores**, los despidos de cuello blanco aumentaron, los trabajadores desplazados gastaron menos, la presión sobre los márgenes empujó a las empresas a **invertir más en IA**, las capacidades de la IA mejoraron...

Era un **bucle de retroalimentación negativa** sin un freno natural. La espiral de desplazamiento de la inteligencia *humana*. Los trabajadores de cuello blanco vieron su **poder adquisitivo** (y, racionalmente, su gasto) estructuralmente **mermado**. Sus ingresos eran la base del mercado hipotecario de 13 billones de dólares, lo que obligó a los suscriptores a reevaluar si las hipotecas preferenciales (*prime*) seguían siendo dinero seguro (*money good*).

Diecisiete años sin un **ciclo real de impagos** habían dejado a los mercados privados **inflados** con acuerdos de software respaldados por capital privado (PE) que asumían que los ingresos recurrentes anuales (ARR) seguirían siendo recurrentes. **La primera ola de impagos** debido a la disrupción de la IA a mediados de 2027 desafió esa suposición.

Esto habría sido manejable si la disrupción se hubiera contenido en el software, pero no fue así. **Para finales de 2027**, amenazaba a todos los modelos de negocio basados en la intermediación. Franjas enteras de empresas creadas para monetizar la fricción para los humanos se desintegraron.

El sistema resultó ser una larga cadena de apuestas correlacionadas sobre el crecimiento de la productividad de los trabajadores de cuello blanco. La caída de noviembre de 2027 solo sirvió para acelerar todos los bucles de retroalimentación negativa que ya estaban en marcha.

Llevamos casi un año esperando que "las malas noticias sean buenas noticias". El gobierno está empezando a considerar propuestas, pero la fe pública en la capacidad del gobierno para organizar cualquier tipo de rescate ha disminuido. La respuesta política siempre ha ido a la zaga de la realidad económica, pero la falta de un plan integral amenaza ahora con acelerar una espiral deflacionaria.

Cómo Empezó

A finales de 2025, las **herramientas** de codificación **agénticas** dieron un salto cualitativo en capacidad.

Un desarrollador competente trabajando con **Claude Code o Codex** podía ahora replicar la funcionalidad central de un producto **SaaS** del mercado medio en semanas. No perfectamente ni con cada caso límite resuelto, pero lo suficientemente bien como para que

el CIO que revisaba una renovación anual de 500.000 dólares empezara a hacerse la pregunta: "¿qué pasaría si construyéramos esto nosotros mismos?"

Los años fiscales coinciden en su mayoría con los años calendario, por lo que el gasto empresarial de 2026 se había establecido en el cuarto trimestre de 2025, cuando la "IA agéntica" todavía era una palabra de moda. La revisión de mitad de año fue la primera vez que los equipos de adquisiciones tomaban decisiones con visibilidad de lo que estos sistemas realmente podían hacer. Algunos vieron a sus propios equipos internos **crear prototipos que replicaban contratos SaaS de seis cifras en semanas**.

Ese verano, hablamos con un gerente de adquisiciones de una empresa Fortune 500. Nos habló de una de sus negociaciones de presupuesto. El vendedor esperaba ejecutar la misma estrategia que el año pasado: un **aumento de precio anual del 5%**, el discurso estándar de **"su equipo depende de nosotros"**. El gerente de adquisiciones le dijo que había estado en conversaciones con OpenAI para que sus "ingenieros de despliegue avanzado" usaran herramientas de IA para **reemplazar al proveedor por completo**. **Renovaron con un descuento del 30%**. Ese fue un buen resultado, dijo. A la "larga cola del SaaS", como **Monday.com, Zapier y Asana, le fue mucho peor**.

Los inversores estaban preparados, expectantes incluso, de que la larga cola se viera duramente afectada. Puede que representaran un tercio del gasto para la pila empresarial (*stack*) típica, pero obviamente estaban expuestos. Sin embargo, se suponía que los sistemas de registro (*systems of record*) estaban a salvo de la disrupción.

No fue hasta el informe del tercer trimestre de 2026 de **ServiceNow** que el mecanismo de reflexividad se volvió más claro.

EL CRECIMIENTO DEL NUEVO ACV NETO DE SERVICENOW SE
DESACELERA DEL 23% AL 14%; ANUNCIA UNA REDUCCIÓN DE
PLANTILLA DEL 15% Y UN 'PROGRAMA DE EFICIENCIA ESTRUCTURAL';
LAS ACCIONES CAEN UN 18% | Bloomberg, Octubre 2026

El SaaS no estaba "muerto". Todavía había un análisis de costo-beneficio para ejecutar y respaldar desarrollos internos. Pero el desarrollo interno *era* una opción, y eso influyó en las negociaciones de precios. Quizás más importante aún, el panorama competitivo había cambiado. La IA había facilitado el desarrollo y lanzamiento de nuevas funciones, por lo que **la diferenciación colapsó**. Las empresas establecidas estaban en una **carrera a la baja en los precios**: una pelea a muerte tanto entre ellas como con la nueva cosecha de retadores emergentes que aparecieron. Envalentonados por el salto en las capacidades de codificación agéntica y sin una estructura de costos heredada que proteger, estos tomaron cuota de mercado agresivamente.

La naturaleza interconectada de estos sistemas tampoco se apreció completamente hasta esta publicación. ServiceNow vendía asientos (*seats*). **Cuando los clientes de Fortune 500 recortaron el 15% de su fuerza laboral, cancelaron el 15% de sus licencias**. Las mismas reducciones de personal impulsadas por la IA que estaban **aumentando los márgenes** en sus clientes estaban destruyendo mecánicamente su propia base de ingresos.

La empresa que vendía **automatización de flujos de trabajo** estaba siendo **interrumpida** por una *mejor* automatización de flujos de trabajo, y su respuesta fue **reducir personal** y usar los ahorros para **financiar la misma tecnología que la estaba interrumpiendo**.

¿Qué más se suponía que debían hacer? ¿Quedarse quietos y morir más lentamente? Las empresas más amenazadas por la IA se convirtieron en los adoptantes más agresivos de la IA.

Esto suena obvio en retrospectiva, pero realmente no lo era en ese momento (al menos para mí). **El modelo histórico de disrupción** decía que las empresas establecidas resisten a las nuevas tecnologías, **pierden cuota** frente a participantes ágiles y **mueren lentamente**. Eso es lo que le pasó a **Kodak, a Blockbuster, a BlackBerry**. Lo que sucedió en 2026 fue diferente; los incumbentes no se resistieron porque no podían permitírselo.

Con las acciones cayendo entre un 40-60% y las juntas directivas exigiendo respuestas, las empresas amenazadas por la IA hicieron lo único que podían hacer. **Reducir la plantilla**, redistribuir los ahorros en **herramientas de IA**, usar esas herramientas para mantener la producción con **costos más bajos**.

La respuesta **individual** de cada empresa fue **racional**. El resultado **colectivo** fue **catastrófico**. Cada dólar ahorrado en personal fluyó hacia una capacidad de IA que hizo posible la siguiente ronda de recortes de empleos.

El software fue solo el acto de apertura. Lo que los inversores se perdieron mientras debatían si los múltiplos de SaaS habían tocado fondo fue que el bucle reflexivo ya había escapado del sector del software. La misma lógica que justificaba los recortes de personal de ServiceNow se aplicaba a cualquier empresa con una estructura de costos de cuello blanco.

Cuando la Fricción Llegó a Cero

Para principios de 2027, el uso de LLMs se había convertido en la norma. Las personas estaban usando **agentes de IA** sin siquiera saber qué era un agente de IA, de la misma manera que las personas que nunca aprendieron qué era la "computación en la nube" usaban servicios de *streaming*. Pensaban en ello de la misma manera que pensaban en el autocompletado o el corrector ortográfico: una cosa que su teléfono simplemente hacía ahora.

El comprador agéntico de código abierto de Qwen fue el catalizador para que la IA manejara las decisiones de los consumidores. En cuestión de semanas, **todos los asistentes de IA** principales habían **integrado** alguna función de **comercio agéntico**. Los modelos destilados significaron que estos agentes podían ejecutarse en teléfonos y computadoras portátiles, no solo en instancias en la nube, reduciendo significativamente el costo marginal de inferencia.

La parte que debería haber inquietado a los inversores más de lo que lo hizo fue que estos agentes no esperaban a que se les preguntara. Se ejecutaban en segundo plano de acuerdo con las preferencias del usuario. El comercio dejó de ser una serie de decisiones humanas discretas y se convirtió en un proceso de optimización continuo, ejecutándose

24/7 en nombre de cada consumidor conectado. Para marzo de 2027, el individuo medio en los Estados Unidos estaba consumiendo 400.000 tokens por día: un aumento de 10 veces desde finales de 2026.

El siguiente eslabón de la cadena ya se estaba rompiendo.

La intermediación.

Durante los últimos cincuenta años, la economía estadounidense construyó una gigantesca capa de extracción de rentas sobre las limitaciones humanas: las cosas toman tiempo, la paciencia se agota, la familiaridad de la marca sustituye a la diligencia, y la mayoría de las personas están dispuestas a aceptar un mal precio para evitar más clics. Billones de dólares de valor empresarial dependían de que esas limitaciones persistieran.

Comenzó de forma bastante simple. Los agentes eliminaron la fricción.

Suscripciones y membresías que se renovaban pasivamente a pesar de meses de desuso. Precios introductorios que subrepticamente se duplicaban después del período de prueba. Cada uno fue rebautizado como una situación de rehén que los agentes podían negociar. El valor promedio de vida del cliente, la métrica sobre la que se construyó toda la economía de las suscripciones, disminuyó claramente.

Los agentes de los consumidores comenzaron a cambiar cómo funcionaban casi todas las transacciones de consumo.

Los humanos no tienen realmente el tiempo para comparar precios en cinco plataformas competidoras antes de comprar una caja de barras de proteína. Las máquinas sí.

Las plataformas de reservas de viajes fueron una de las primeras víctimas, porque eran las más simples. Para el cuarto trimestre de 2026, nuestros agentes podían armar un itinerario completo (vuelos, hoteles, transporte terrestre, optimización de lealtad, restricciones de presupuesto, reembolsos) más rápido y más barato que cualquier plataforma.

Las renovaciones de seguros, donde todo el modelo de renovación dependía de la inercia del titular de la póliza, fueron reformadas. Los agentes que re-compraban su cobertura anualmente dismantelaron el 15-20% de las primas que las aseguradoras ganaban por renovaciones pasivas.

Asesoramiento financiero. Preparación de impuestos. Trabajo legal de rutina. Cualquier categoría donde la propuesta de valor del proveedor de servicios fuera en última instancia "Navegaré por la complejidad que a ti te resulta tediosa" fue interrumpida, ya que los agentes no encontraban nada tedioso.

Incluso los lugares que creíamos aislados por el valor de las relaciones humanas demostraron ser frágiles. Los bienes raíces, donde los compradores habían tolerado comisiones del 5-6% durante décadas debido a la asimetría de información entre el agente y el consumidor, se desmoronaron una vez que los agentes de IA equipados con acceso a la MLS y décadas de datos de transacciones pudieron replicar la base de conocimientos al instante. Un artículo del lado de las ventas (sell-side) de marzo de 2027 lo tituló "violencia

de agente contra agente". La comisión media del lado de la compra en las principales áreas metropolitanas se había comprimido del 2.5-3% a menos del 1%, y una parte creciente de las transacciones se cerraba sin ningún agente humano del lado de la compra en absoluto.

Habíamos sobreestimado el valor de las "relaciones humanas". Resulta que mucho de lo que la gente llamaba relaciones era simplemente fricción con una cara amable.

Ese fue solo el comienzo de la **disrupción** para la capa de **intermediación**. Las empresas exitosas habían gastado miles de millones para explotar de manera efectiva las peculiaridades del comportamiento del consumidor y la psicología humana que ya no importaban.

Las máquinas que optimizan por precio y ajuste no se preocupan por tu aplicación favorita o los sitios web que has estado abriendo habitualmente durante los últimos cuatro años, ni sienten el tirón de una experiencia de pago bien diseñada. No se cansan y aceptan la opción más fácil ni optan por defecto a "Siempre pido de aquí".

Eso **destruyó** un tipo particular de **foso (moat)**: la **intermediación habitual**.

DoorDash (DASH US) fue el caso paradigmático.

Los agentes de codificación habían colapsado la **barrera de entrada** para lanzar una aplicación de entrega. Un desarrollador competente podía implementar un competidor funcional en semanas, y docenas lo hicieron, atrayendo a los conductores lejos de DoorDash y Uber Eats al pasar el 90-95% de la tarifa de entrega al conductor. Los paneles de control de múltiples aplicaciones permitían a los trabajadores de la economía colaborativa (*gig workers*) rastrear trabajos entrantes desde veinte o treinta plataformas a la vez, eliminando el bloqueo del que dependían los incumbentes. El **mercado se fragmentó** de la noche a la mañana y los **márgenes se comprimieron** a casi nada.

Los agentes **aceleraron ambos lados** de la destrucción. Facilitaron a los competidores y luego los usaron. El foso de DoorDash era literalmente "tienes hambre, eres perezoso, esta es la aplicación en tu pantalla de inicio". Un agente no tiene una pantalla de inicio. Revisa DoorDash, Uber Eats, el sitio propio del restaurante y veinte nuevas alternativas "codificadas por la vibra" (*vibe-coded*) para poder elegir la tarifa más baja y la entrega más rápida en todo momento.

La lealtad habitual a las aplicaciones, toda la base del modelo de negocio, simplemente no existía para una máquina.

Esto fue extrañamente poético, ya que tal vez sea el único ejemplo en toda esta saga de agentes haciendo un favor a los trabajadores de cuello blanco a punto de ser desplazados. Cuando terminaron como repartidores, al menos la mitad de sus ganancias no iban a parar a Uber y DoorDash. Por supuesto, este favor de la tecnología no duró mucho a medida que proliferaron los vehículos autónomos.

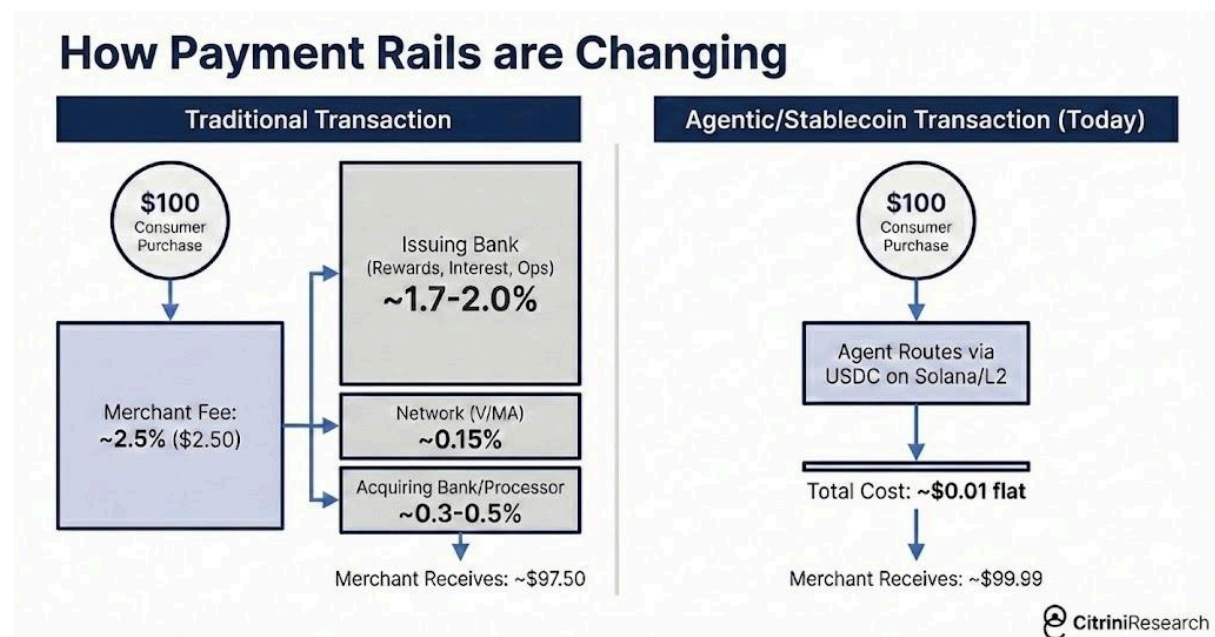
Una vez que los agentes controlaron la transacción, buscaron clips de papel más grandes (*bigger paperclips*).

Había un límite de comparación de precios y agregación por hacer. La mayor forma de ahorrar dinero repetidamente al usuario (especialmente cuando los agentes comenzaron a transaccionar entre ellos) era **eliminar las tarifas**. En el comercio de máquina a máquina, la tasa de intercambio de tarjetas del 2-3% se convirtió en un objetivo obvio.

Los agentes buscaron opciones más rápidas y económicas que las tarjetas. La mayoría optó por usar monedas estables (*stablecoins*) a través de **Solana o Ethereum** L2s, donde la liquidación era casi instantánea y el costo de transacción se medía en fracciones de centavo.

MASTERCARD Q1 2027: LOS INGRESOS NETOS AUMENTAN UN 6% INTERANUAL; EL CRECIMIENTO DEL VOLUMEN DE COMPRAS SE DESACELERA AL +3.4% INTERANUAL DESDE EL +5.9% DEL TRIMESTRE ANTERIOR; LA DIRECCIÓN SEÑALA LA "OPTIMIZACIÓN DE PRECIOS IMPULSADA POR AGENTES" Y LA "PRESIÓN EN CATEGORÍAS DISCRECIONALES" | Bloomberg, 29 de abril de 2027

El informe del primer trimestre de 2027 de Mastercard fue el punto de no retorno. El comercio agéntico pasó de ser una historia de producto a ser una historia de plomería financiera. MA cayó un 9% al día siguiente. Visa también lo hizo, pero recortó pérdidas después de que los analistas señalaron su posición más sólida en la infraestructura de *stablecoins*.



El comercio agéntico eludiendo el intercambio representaba un **riesgo mucho mayor** para los **bancos enfocados en tarjetas** y los emisores de una sola línea, quienes recaudaban la mayor parte de esa tarifa del 2-3% y habían construido segmentos comerciales enteros alrededor de programas de recompensas financiados por el subsidio del comerciante.

American Express (AXP US) fue la más afectada; un viento en contra combinado de reducciones de la fuerza laboral de cuello blanco destripando su base de clientes y agentes que eludían el intercambio destripando su modelo de ingresos. Synchrony (SYF US),

Capital One (COF US) y Discover (DFS US) también cayeron más del 10% durante las siguientes semanas.

Sus fosos estaban hechos de fricción. Y **la fricción se dirigía a cero**.

Del Riesgo Sectorial al Riesgo Sistémico

A lo largo de 2026, los mercados trataron el impacto negativo de la IA como una historia del sector. El software y la consultoría estaban siendo aplastados, los pagos y otras casetas de peaje se tambaleaban, pero **la economía en general parecía estar bien**. El mercado laboral, aunque se debilitaba, no estaba en caída libre. La opinión de consenso era que la destrucción creativa era parte de cualquier ciclo de innovación tecnológica. **Sería doloroso en algunos sectores, pero los aspectos positivos netos generales de la IA superarían cualquier aspecto negativo.**

Nuestro memorándum macro de enero de 2027 argumentó que este era un modelo mental equivocado. La economía estadounidense es una economía de servicios de cuello blanco. **Los trabajadores de cuello blanco representaban el 50% del empleo e impulsaban aproximadamente el 75% del gasto de consumo discrecional.** Las empresas y los puestos de trabajo que la IA estaba devorando no eran tangenciales a la economía de EE. UU., *eran* la economía de EE. UU.

"La innovación tecnológica destruye empleos y luego crea aún más". Este era el **contraargumento** más popular y convincente en ese momento. Era popular y convincente porque había sido correcto durante dos siglos. Incluso si no pudiéramos concebir cuáles serían los futuros empleos, seguramente llegarían.

Los cajeros automáticos abarataron la operación de las sucursales, por lo que los bancos abrieron más, y el empleo de cajeros aumentó durante los siguientes veinte años. Internet interrumpió a las agencias de viajes, las Páginas Amarillas, el comercio minorista tradicional, pero inventó industrias completamente nuevas en su lugar que **conjuraron nuevos puestos de trabajo**.

Sin embargo, **cada nuevo trabajo requería que un humano lo realizara.**

La IA ahora es una inteligencia general que mejora precisamente en las tareas a las que los humanos se redistribuirían. Los programadores desplazados no pueden simplemente pasar a la "gestión de IA" porque la IA ya es capaz de hacer eso.

Hoy en día, los agentes de IA manejan tareas de investigación y desarrollo de muchas semanas de duración. La curva exponencial arrasó con nuestras concepciones de lo que era posible, a pesar de que cada año los profesores de Wharton intentaban ajustar los datos a un nuevo sigmoide.



Escriben esencialmente todo el código. Los de mayor rendimiento son sustancialmente más inteligentes que casi todos los humanos en casi todas las cosas. Y siguen abaratándose.

La IA *ha* creado nuevos puestos de trabajo. Ingenieros de prompts. Investigadores de seguridad de la IA. Técnicos de infraestructura. **Los humanos todavía están en el circuito**, coordinando al más alto nivel o dirigiendo por gusto. Sin embargo, por cada nuevo rol que creó la IA, dejó decenas obsoletos. Los nuevos roles pagaban una fracción de lo que pagaban los antiguos.

JOLTS DE EE. UU.: LAS OFERTAS DE EMPLEO CAEN POR DEBAJO DE LOS 5.5 MILLONES; LA RELACIÓN DESEMPLEADOS-OFERTAS SUBE A ~1.7, LA MÁS ALTA DESDE AGOSTO DE 2020 | Bloomberg, Oct 2026

La tasa de contratación había sido anémica todo el año, pero la publicación de JOLTS de octubre de 2026 proporcionó algunos datos definitivos. Las ofertas de trabajo cayeron por debajo de los 5.5 millones, una disminución interanual del 15%.

INDEED: LAS OFERTAS CAEN BRUSCAMENTE EN SOFTWARE, FINANZAS Y CONSULTORÍA A MEDIDA QUE SE EXTIENDEN LAS "INICIATIVAS DE PRODUCTIVIDAD" | Indeed Hiring Lab, Nov–Dic 2026

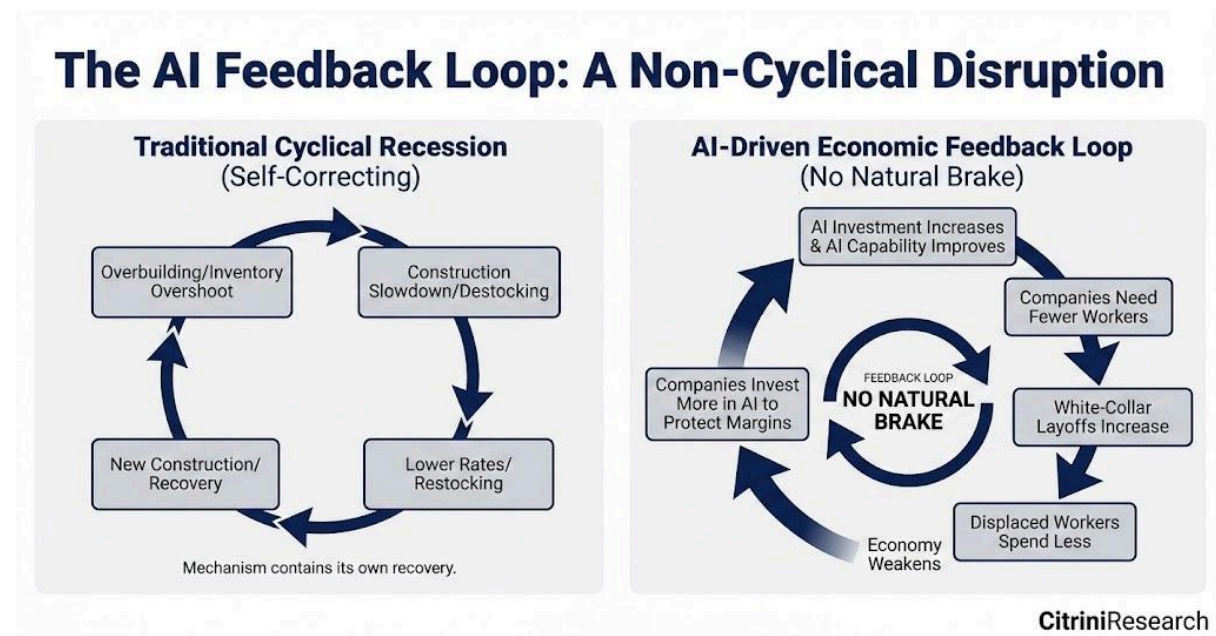
Las ofertas de cuello blanco colapsaban, mientras que las de **cuello azul** se mantenían relativamente estables (**construcción, atención médica, oficios**). La rotación se dio en los trabajos que redactan memorándums (nosotros, de alguna manera, seguimos en el negocio), aprueban presupuestos y mantienen lubricadas las capas intermedias de la economía. El **crecimiento del salario real** en ambas cohortes, sin embargo, había sido **negativo** durante la mayor parte del año y **siguió disminuyendo**.

El mercado de valores todavía le importaba menos el JOLTS que la noticia de que toda la capacidad de turbinas de GE Vernova ahora estaba agotada hasta 2040; deambulaba lateralmente en un tira y afloja entre noticias macroeconómicas negativas y titulares positivos de infraestructura de IA.

El mercado de bonos (siempre más inteligente que el de acciones, o al menos menos romántico) comenzó a valorar el **impacto en el consumo**. El rendimiento a 10 años inició un descenso del 4.3% al 3.2% en los cuatro meses siguientes. Aun así, la tasa de desempleo principal no se disparó; el matiz de la composición todavía se le escapaba a algunos.

En una recesión normal, la causa eventualmente se autocorrigió. La sobreconstrucción conduce a una desaceleración de la construcción, lo que conduce a tasas más bajas, lo que conduce a nuevas construcciones. El exceso de inventario conduce a la reducción de existencias, lo que conduce a la reposición. **El mecanismo cíclico contiene en sí mismo las semillas de su propia recuperación.**

La causa de este ciclo no fue cíclica.



La IA se volvió mejor y más barata. Las empresas despidieron trabajadores, luego usaron los ahorros para comprar más capacidad de IA, lo que les permitió despedir a más trabajadores. Los trabajadores desplazados gastaron menos. Las empresas que venden cosas a los consumidores vendieron menos, se debilitaron e invirtieron más en IA para proteger los márgenes. La IA se volvió mejor y más barata.

Un bucle de retroalimentación con ningún freno natural.

La expectativa intuitiva era que la caída de la demanda agregada frenaría la expansión de la IA. No fue así, porque esto no era CapEx al estilo de los hiperescaladores. **Era una sustitución de OpEx**. Una empresa que había estado gastando 100 millones de dólares al

año en empleados y 5 millones de dólares en IA, ahora gastaba 70 millones en empleados y 20 millones en IA. La inversión en IA se multiplicó, pero se produjo como una reducción en los costos operativos totales. El presupuesto de IA de cada empresa creció mientras su gasto general se contrajo.

La ironía de esto fue que el complejo de infraestructura de IA siguió rindiendo incluso cuando la economía que estaba interrumpiendo comenzó a deteriorarse. NVDA seguía registrando ingresos récord. TSM seguía funcionando con una utilización superior al 95%. Los hiperescaladores seguían gastando entre 150.000 y 200.000 millones de dólares por trimestre en capex de centros de datos. Las economías que eran puramente convexas a esta tendencia, como Taiwán y Corea, superaron al mercado masivamente.

India fue a la inversa. El sector de servicios de TI del país exportaba más de 200.000 millones de dólares anuales, el mayor contribuyente individual al superávit de cuenta corriente de la India y la compensación que financiaba su persistente déficit comercial de bienes. Todo el modelo se basaba en una propuesta de valor: los desarrolladores indios cuestan una fracción de sus contrapartes estadounidenses. Pero el costo marginal de un agente de codificación de IA se había colapsado, esencialmente, al costo de la electricidad. TCS, Infosys y Wipro vieron cómo se aceleraban las cancelaciones de contratos a lo largo de 2027. La rupia cayó un 18% frente al dólar en cuatro meses a medida que se evaporaba el superávit de servicios que había anclado las cuentas externas de la India. Para el primer trimestre de 2028, el FMI había comenzado "discusiones preliminares" con Nueva Delhi.

El motor que causó la disrupción mejoraba cada trimestre, lo que significaba que la disrupción se aceleraba cada trimestre. No había un piso natural para el mercado laboral.

En los EE. UU., ya no nos preguntábamos cómo estallaría la burbuja en la infraestructura de IA. Nos preguntábamos qué le sucede a una economía de crédito al consumo cuando los consumidores están siendo reemplazados por máquinas.

La Espiral de Desplazamiento de la Inteligencia

2027 fue el año en que la historia macroeconómica dejó de ser sutil. El mecanismo de transmisión de los doce meses anteriores de desarrollos inconexos, pero claramente negativos, se volvió obvio. No necesitabas entrar en los datos de la BLS (Oficina de Estadísticas Laborales). Solo asistir a una cena con amigos.

Los trabajadores de cuello blanco desplazados no se quedaron de brazos cruzados. Redujeron sus pretensiones laborales (*downshifted*). Muchos aceptaron trabajos peor remunerados en el sector servicios y en la economía *gig* (colaborativa), lo que aumentó la oferta laboral en esos segmentos y también comprimió los salarios allí.

Una amiga nuestra era gerente sénior de productos en Salesforce en 2025. Título, seguro médico, 401k, 180.000 dólares al año. Perdió su trabajo en la tercera ronda de despidos. Después de seis meses de búsqueda, comenzó a conducir para Uber. Sus ingresos cayeron a 45.000 dólares. El punto es menos la historia individual y más la matemática de segundo orden. Multiplica esta dinámica por unos cientos de miles de trabajadores en cada gran área metropolitana. La mano de obra sobrecualificada inundando el sector de los servicios y la

economía *gig* empujó los salarios a la baja para los trabajadores existentes que ya estaban luchando. La disrupción específica del sector hizo metástasis en una compresión salarial en toda la economía.

Al grupo restante de empleos centrados en humanos le quedaba otra corrección por delante, que está ocurriendo mientras escribimos esto. A medida que las **entregas autónomas y los vehículos autónomos** se abren camino a través de la economía colaborativa que **absorbió a la primera ola** de trabajadores desplazados.

Para febrero de 2027, estaba claro que los profesionales aún empleados gastaban como si pudieran ser los próximos. Trabajaban el doble (principalmente con la ayuda de la IA) solo para no ser despedidos; las esperanzas de promoción o aumentos habían desaparecido. Las tasas de ahorro subieron y el gasto se debilitó.

La parte más peligrosa fue el rezago. Los trabajadores de altos ingresos usaron sus ahorros superiores al promedio para mantener la apariencia de normalidad durante dos o tres trimestres. Los datos concretos no confirmaron el problema hasta que ya era noticia vieja en la economía real. Luego vino el dato que rompió la ilusión.

SOLICITUDES INICIALES DE DESEMPLEO EN EE. UU. SE DISPARAN A 487.000, EL MÁXIMO DESDE ABRIL DE 2020; Departamento de Trabajo, Q3 2027

Las solicitudes iniciales aumentaron a 487.000, la cifra más alta desde abril de 2020. ADP y Equifax confirmaron que la inmensa mayoría de las nuevas solicitudes provenían de profesionales de cuello blanco.

El S&P cayó un 6% durante la semana siguiente. Las noticias macroeconómicas negativas empezaron a ganar el tira y afloja.

En una recesión normal, las pérdidas de empleos se distribuyen ampliamente. Los trabajadores de cuello azul y de cuello blanco comparten el dolor aproximadamente en proporción a la participación de cada segmento en el empleo. El **impacto en el consumo** también se distribuye ampliamente, y se refleja rápidamente en los datos porque los trabajadores de menores ingresos tienen propensiones marginales a consumir más altas.

En este ciclo, las pérdidas de empleos se han concentrado en los deciles superiores de la distribución de ingresos. Son una porción relativamente pequeña del empleo total, pero impulsan una porción enormemente desproporcionada del gasto del consumidor. **El 10% de las personas con mayores ingresos representan más del 50% de todo el gasto de los consumidores en los Estados Unidos. El 20% superior representa aproximadamente el 65%.** Estas son las personas que compran las casas, los autos, las vacaciones, las comidas en restaurantes, la matrícula de las escuelas privadas, las renovaciones del hogar. Son la base de demanda de toda la economía de consumo discrecional.

Cuando estos trabajadores perdieron sus trabajos, o aceptaron recortes salariales del 50% para pasar a los roles disponibles, **el golpe al consumo** fue enorme en relación con la cantidad de empleos perdidos. **Una disminución del 2% en el empleo de cuello blanco se tradujo en algo así como un impacto del 3-4% en el gasto de consumo discrecional.** A

diferencia de las pérdidas de empleos de cuello azul, que tienden a golpear de inmediato (te despiden de la fábrica, dejas de gastar la próxima semana), las pérdidas de empleos de cuello blanco tienen un impacto **retardado** pero más profundo porque estos trabajadores tienen reservas de ahorro que les permiten mantener el gasto durante unos meses antes de que se produzca el cambio de comportamiento.

Para el segundo trimestre de 2027, la economía estaba en recesión. El NBER no fecharía oficialmente el inicio hasta meses después (nunca lo hacen) pero los datos eran inequívocos: habíamos tenido dos trimestres consecutivos de crecimiento real negativo del PIB. Pero no era una "crisis financiera"... todavía.

La Cadena de Apuestas Correlacionadas

El crédito privado había crecido de menos de 1 billón de dólares en 2015 a más de 2.5 billones para 2026. Una parte significativa de ese capital se había desplegado en acuerdos de software y tecnología, muchos de ellos **adquisiciones apalancadas** (LBO) de empresas SaaS a valoraciones que **asumían un crecimiento** de ingresos de mediados de las decenas (*mid-teens*) a perpetuidad.

Esas suposiciones **murieron** en algún lugar entre la primera demostración de codificación **agéntica** y el **colapso del software** en el primer trimestre de 2026, pero las valoraciones (*marks*) no parecían darse cuenta de que estaban muertas.

A medida que muchas empresas públicas de SaaS se cotizaban a 5-8x EBITDA, las empresas de software respaldadas por PE (capital privado) se asentaban en los balances generales en valoraciones que reflejaban estimaciones de adquisición sobre múltiplos de ingresos que ya no existían. Los gerentes bajaron las valoraciones gradualmente, 100 centavos, 92, 85, todo mientras los comparables públicos decían 50.

MOODY'S REBAJA LA CALIFICACIÓN DE 18.000 MILLONES DE DÓLARES DE DEUDA DE SOFTWARE RESPALDADA POR PE EN 14 EMISORES, CITANDO 'VIENTOS EN CONTRA ESTRUCTURALES EN LOS INGRESOS POR LA DISRUPCIÓN COMPETITIVA IMPULSADA POR LA IA'; LA MAYOR ACCIÓN EN UN SOLO SECTOR DESDE LA ENERGÍA EN 2015 | Moody's Investors Service, Abril 2027

Todos recuerdan lo que pasó después de la rebaja. Los veteranos de la industria ya habían visto el manual de estrategias tras las rebajas energéticas de 2015.

Los préstamos respaldados por software comenzaron a entrar en mora en el tercer trimestre de 2027. Las empresas de la cartera de PE en servicios de información y consultoría siguieron su ejemplo. Varias adquisiciones apalancadas de miles de millones de dólares de conocidas empresas de SaaS entraron en reestructuración.

Zendesk fue la prueba irrefutable.

ZENDESK INCUMPLE LOS COVENANTS DE DEUDA MIENTRAS LA AUTOMATIZACIÓN DEL SERVICIO AL CLIENTE IMPULSADA POR LA IA

EROSIONA EL ARR; LA LÍNEA DE CRÉDITO DIRECTO DE 5.000 MILLONES DE DÓLARES SE VALORA EN 58 CENTAVOS; EL MAYOR INCUMPLIMIENTO DE SOFTWARE DE CRÉDITO PRIVADO REGISTRADO | Financial Times, Septiembre 2027

En 2022, Hellman & Friedman y Permira habían retirado a Zendesk de la bolsa por 10.200 millones de dólares. El paquete de deuda era de 5.000 millones de dólares en préstamos directos, la mayor línea de crédito respaldada por ARR en la historia en ese momento, liderada por Blackstone con Apollo, Blue Owl y HPS, todos en el grupo de préstamos. El préstamo se estructuró explícitamente en torno al supuesto de que los ingresos recurrentes anuales (ARR) de Zendesk seguirían siendo recurrentes. A aproximadamente 25 veces el EBITDA, el apalancamiento solo tenía sentido si lo hacían.

Para mediados de 2027, no lo hacían.

Los agentes de IA habían estado manejando el servicio al cliente de forma autónoma durante la mayor parte de un año. La categoría que Zendesk había definido (creación de tickets, enrutamiento, gestión de interacciones de soporte humano) ya estaba reemplazada por sistemas que resolvían problemas sin generar un ticket en absoluto. Los Ingresos Recurrentes Anualizados sobre los que se suscribió el préstamo ya no eran recurrentes, solo eran ingresos que aún no se habían ido.

El préstamo respaldado por ARR más grande de la historia se convirtió en el **mayor incumplimiento de software de crédito privado de la historia**. Todos los mostradores de crédito hicieron la misma pregunta a la vez: ¿quién más tiene un viento en contra secular disfrazado de viento cíclico?

Pero esto es lo que el consenso acertó, al menos inicialmente: esto debería haber sido superable.

El crédito privado no es la banca de 2008. Toda la arquitectura se diseñó explícitamente para evitar las ventas forzadas. Estos son vehículos cerrados con capital bloqueado. Los LP (socios limitados) se comprometieron por siete a diez años. No hay depositantes que huyan, ni líneas de reposición que retirar. Los administradores podían sentarse sobre activos deteriorados, resolverlos con el tiempo y esperar las recuperaciones. Doloroso, pero manejable. El sistema era tal que se suponía que debía doblarse, no romperse.

Los ejecutivos de Blackstone, KKR y Apollo citaron una exposición de software del 7-13% de los activos. Contenable. Todas las notas de la parte vendedora (*sell-side*) y las cuentas de crédito de FinTwit decían lo mismo: el crédito privado tiene capital permanente. Podían absorber pérdidas que de otro modo harían estallar a un banco apalancado.

Capital permanente. La frase apareció en cada llamada de ganancias y carta a los inversores destinadas a tranquilizar. Se convirtió en un mantra. Y como la mayoría de los mantras, nadie prestó atención a los detalles más finos. Esto es lo que realmente significaba...

Durante la década anterior, los grandes gestores de activos alternativos habían adquirido compañías de seguros de vida y las habían convertido en vehículos de financiación. Apollo

compró Athene. Brookfield compró American Equity. KKR se hizo con Global Atlantic. La lógica era elegante: los depósitos de anualidades proporcionaban una base de pasivos estable y de larga duración. Los gestores invertían esos depósitos en el crédito privado que ellos originaban y cobraban dos veces, ganando un margen en el lado de los seguros y honorarios de gestión en el lado de la gestión de activos. Una máquina de movimiento perpetuo de tarifa sobre tarifa que funcionaba a la perfección bajo una condición.

El crédito privado tenía que ser dinero seguro (*money good*).

Las pérdidas afectaron balances contruidos para mantener activos ilíquidos contra obligaciones de larga duración. El "capital permanente" que se suponía debía hacer resistente al sistema no era un grupo abstracto de dinero institucional paciente e inversores sofisticados asumiendo riesgos sofisticados. Eran los ahorros de los hogares estadounidenses, "Main Street", estructurados como anualidades invertidas en el mismo papel de tecnología y software respaldado por PE que ahora estaba entrando en default. El capital bloqueado que no podía huir era dinero de los asegurados de seguros de vida, y las reglas son un poco diferentes allí.

En comparación con el sistema bancario, los reguladores de seguros habían sido dóciles, incluso complacientes, pero esta fue la llamada de atención. Ya inquietos por las concentraciones de crédito privado en las aseguradoras de vida, comenzaron a rebajar el tratamiento del capital basado en el riesgo de estos activos. Eso obligó a las aseguradoras a reunir capital o vender activos, ninguna de las cuales era posible en términos atractivos en un mercado que ya se estaba congelando.

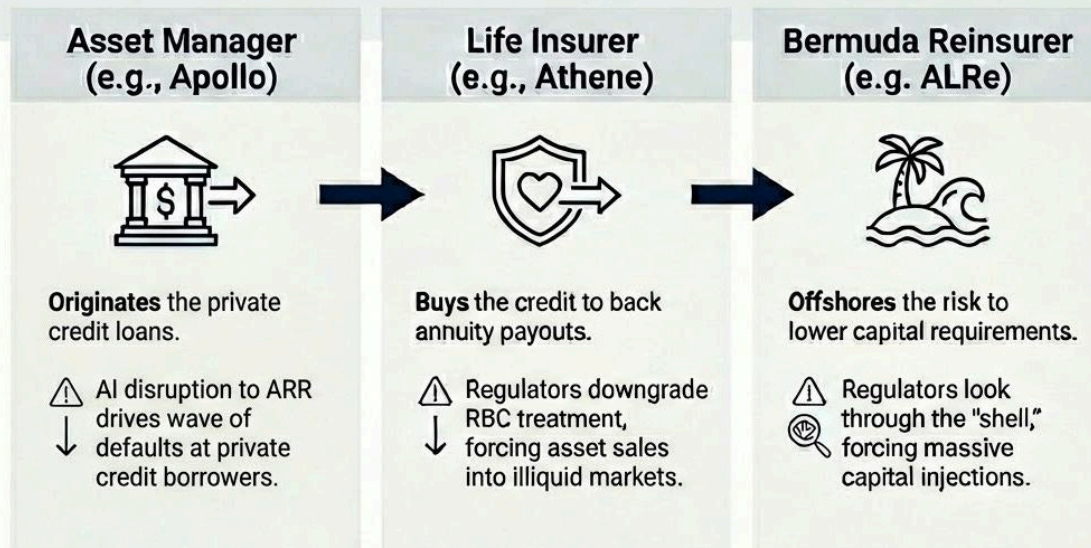
LOS REGULADORES ESTATALES DE NUEVA YORK E IOWA SE MUEVEN PARA ENDURECER EL TRATAMIENTO DEL CAPITAL PARA CIERTOS CRÉDITOS DE CALIFICACIÓN PRIVADA EN MANOS DE ASEGURADORAS DE VIDA; SE ESPERA QUE LA ORIENTACIÓN DE LA NAIC AUMENTE LOS FACTORES DE RBC Y DESENCADENE UN ESCRUTINIO ADICIONAL DE SVO | Reuters, Nov 2027

Cuando Moody's puso la calificación de solidez financiera de Athene en perspectiva negativa, las acciones de Apollo cayeron un 22% en dos sesiones. Brookfield, KKR y los demás le siguieron.

Solo se volvió más complejo a partir de ahí. Estas firmas no solo habían creado su máquina de movimiento perpetuo de aseguradoras, sino que habían construido una elaborada arquitectura *offshore* (en el extranjero) diseñada para maximizar los retornos a través del arbitraje regulatorio. La aseguradora estadounidense redactaba la anualidad, luego cedía el riesgo a una reaseguradora afiliada en Bermudas o Caimán que también poseía, establecida para aprovechar una regulación más flexible que permitía mantener menos capital contra los mismos activos. Ese afiliado recaudaba capital externo a través de SPV *offshore*, una nueva capa de contrapartes que invertían junto a las aseguradoras en crédito privado originado por el brazo de gestión de activos de la misma empresa matriz.

Private Credit & Life Insurers

From Flywheel to Noose



Las agencias de calificación, algunas de las cuales eran en sí mismas propiedad de empresas de PE, no habían sido ejemplos de transparencia, lo que (virtualmente) no sorprendió a nadie. La telaraña de diferentes firmas vinculadas a diferentes balances generales era asombrosa en su opacidad. Cuando los préstamos subyacentes entraron en mora, la pregunta de quién soportó realmente la pérdida era genuinamente irresoluble en tiempo real.

El colapso de noviembre de 2027 marcó la transición de la percepción desde una potencial recesión cíclica común y corriente hacia algo mucho más incómodo. "*Una cadena de apuestas correlacionadas sobre el crecimiento de la productividad de cuello blanco*" fue como el presidente de la Fed, Kevin Warsh, lo llamó durante la reunión de emergencia del FOMC en noviembre.

Verás, nunca son las pérdidas en sí mismas las que causan la crisis. Es el reconocerlas. Y hay otra área mucho más grande, mucho, mucho más importante de las finanzas sobre la que nos hemos vuelto temerosos de ese reconocimiento.

La Cuestión Hipotecaria

EL ÍNDICE DE VALOR DE LA VIVIENDA DE ZILLOW CAE UN 11% INTERANUAL EN SAN FRANCISCO, UN 9% EN SEATTLE, UN 8% EN AUSTIN; FANNIE MAE SEÑALA 'MOROSIDAD TEMPRANA ELEVADA' EN CÓDIGOS POSTALES CON >40% DE EMPLEO EN TECNOLOGÍA/FINANZAS
| Zillow / Fannie Mae, Junio 2028

Este mes, el Índice de Valor de la Vivienda de Zillow cayó un 11% interanual en San Francisco, un 9% en Seattle y un 8% en Austin. Este no ha sido el único titular preocupante.

El mes pasado, Fannie Mae señaló una mayor **morosidad** en las primeras etapas en códigos postales con muchas hipotecas *jumbo*, áreas que están pobladas por prestatarios con puntajes de crédito superiores a 780 y típicamente "a prueba de balas".

El mercado de hipotecas residenciales de EE. UU. es de aproximadamente 13 billones de dólares. La suscripción de hipotecas se basa en el supuesto fundamental de que **el prestatario permanecerá empleado en aproximadamente su nivel de ingresos actual durante la duración del préstamo**. Durante treinta años, en el caso de la mayoría de las hipotecas.

La crisis del empleo de cuello blanco ha amenazado esta suposición con un cambio sostenido en las expectativas de ingresos. Ahora tenemos que hacer una pregunta que parecía absurda hace solo 3 años: ¿son seguras (*money good*) las hipotecas preferenciales (*prime*)?

Cada crisis hipotecaria anterior en la historia de EE. UU. ha sido impulsada por una de estas tres cosas: **excesos especulativos** (prestar a personas que no podían pagar las casas, como en 2008), **choques de tasas de interés** (tasas al alza que hacen inasequibles las hipotecas de tasa ajustable, como a principios de la década de 1980), o **choques económicos localizados** (el colapso de una sola industria en una sola región, como el petróleo en Texas en la década de 1980 o el sector automotor en Michigan en 2009).

Ninguno de estos aplica aquí. Los prestatarios en cuestión no son *subprime*. Tienen puntajes FICO de 780. Dieron un anticipo del 20%. Tienen historiales de crédito limpios, registros de empleo estables e ingresos que fueron verificados y documentados en la originación. Eran los prestatarios que todos los modelos de riesgo en el sistema financiero tratan como la base de la calidad crediticia.

En 2008, los préstamos eran malos el primer día. En 2028, los préstamos eran buenos el primer día. **El mundo simplemente... cambió después de que se redactaron los préstamos.** Las personas pidieron prestado contra un futuro en el que ya no pueden permitirse creer.

2008 vs. 2028: Mortgage Concerns	
2008: Subprime Crisis (Credit Quality)	2028: AI Displacement Crisis (Income Stability)
 Origination: Bad loans with no-doc, NINJA, stated income	 Origination: Good loans with real income, real docs, real down payments
 Borrower profile: Subprime, low FICO, minimal savings	 Borrower profile: Prime/super-prime, high FICO, savings buffers
 Trigger: Rates reset, payments spike	 Trigger: Income permanently impaired by AI displacement
 Detection: Delinquencies visible almost immediately	 Detection: Delinquencies variable and timing masked by HELOC draws, 401k withdrawals, credit card bridging
 Geography: Broad, sunbelt sprawl (Phoenix, Las Vegas, inland CA)	 Geography: Concentrated in tech/finance hubs (SF, NYC, Seattle, Manhattan, Austin)
 Resolution path: Write down bad loans, punish fraud	 Resolution path: Technology keeps improving preventing underwriting, pool of new buyers continues to shrink

CitriniResearch

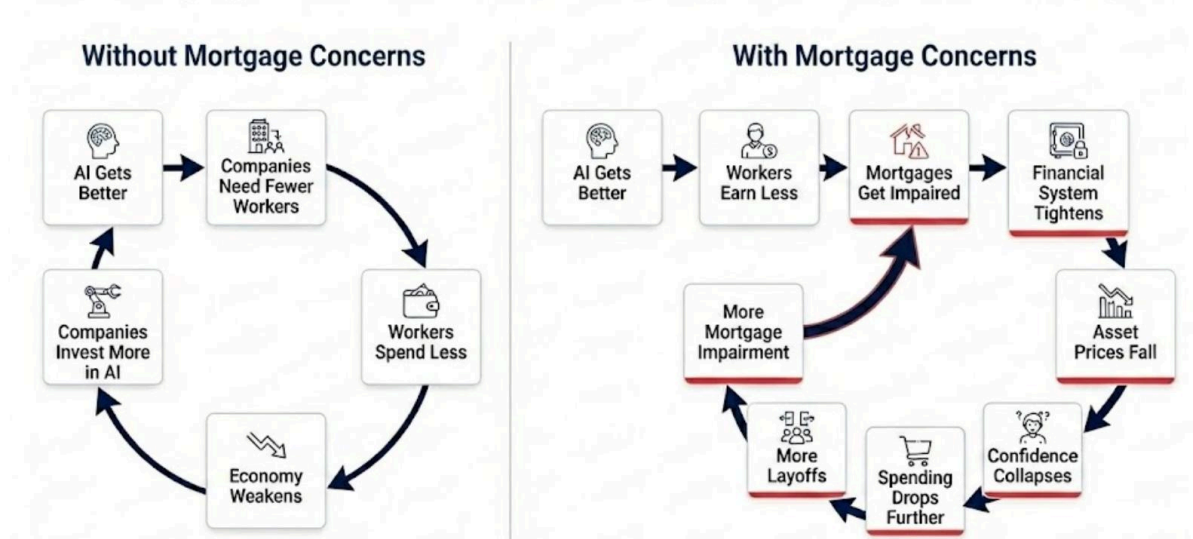
En 2027, señalamos los primeros signos de **estrés invisible**: disposiciones de líneas de crédito sobre el valor acumulado de la vivienda (HELOC), retiros de fondos 401(k) y picos de deuda de tarjetas de crédito, mientras que los pagos de la hipoteca se mantenían al corriente. A medida que se perdían puestos de trabajo, se congelaban las contrataciones y se recortaban las bonificaciones, estos hogares preferenciales vieron duplicarse sus ratios de deuda a ingresos.

Todavía podían hacer el pago de la hipoteca, pero solo deteniendo todo el gasto discrecional, agotando los ahorros y **posponiendo** cualquier **mantenimiento o mejora** en el hogar. Técnicamente estaban al día con su hipoteca, pero a solo un choque más de la dificultad financiera, y la trayectoria de las capacidades de la IA sugirió que ese choque se avecinaba. Luego vimos que **la morosidad comenzó a aumentar** en San Francisco, Seattle, Manhattan y Austin, incluso cuando el promedio nacional se mantuvo dentro de las normas históricas.

Ahora estamos en la etapa más aguda. La caída de los precios de las viviendas es manejable cuando el comprador marginal goza de buena salud. Aquí, el comprador marginal está lidiando con el mismo deterioro de sus ingresos.

Si bien las preocupaciones van en aumento, todavía no estamos en una crisis hipotecaria en toda regla. La morosidad ha aumentado pero se mantiene muy por debajo de los niveles de 2008. Es la trayectoria lo que es la verdadera amenaza.

The Mortgage Accelerant to the Intelligence Displacement Spiral



La Espiral de Desplazamiento de la Inteligencia tiene ahora dos aceleradores financieros para el declive de la economía real.

El desplazamiento laboral, las preocupaciones hipotecarias y la agitación en los mercados privados. Cada uno refuerza al otro. Y el conjunto de herramientas de políticas tradicionales (recortes de tasas, Flexibilización Cuantitativa/QE) puede abordar el motor financiero, pero no puede abordar el motor de la economía real, porque el motor de la economía real no está

impulsado por condiciones financieras estrictas. Está impulsado por la IA que hace que la inteligencia humana sea menos escasa y menos valiosa. Puedes recortar las tasas a cero y comprar cada MBS (Valor respaldado por hipotecas) y toda la deuda de LBO de software en default en el mercado...

No cambiará el hecho de que un agente de Claude puede hacer el trabajo de un gerente de producto de 180.000 dólares por 200 dólares al mes.

Si estos temores se manifiestan, el mercado hipotecario se quiebra en la segunda mitad de este año. En ese escenario, esperaríamos que la actual caída de la renta variable rivalice en última instancia con la de la Gran Crisis Financiera (57% de pico a valle). Esto llevaría al S&P500 a ~3500, niveles que no hemos visto desde el mes anterior al momento de ChatGPT en noviembre de 2022.

Lo que está claro es que los supuestos de ingresos subyacentes a 13 billones de dólares en hipotecas residenciales están estructuralmente deteriorados. Lo que no lo está es si la política puede intervenir antes de que el mercado hipotecario procese completamente lo que esto significa. Tenemos esperanza, pero no podemos negar las razones para no tenerla.

La Batalla Contra el Tiempo

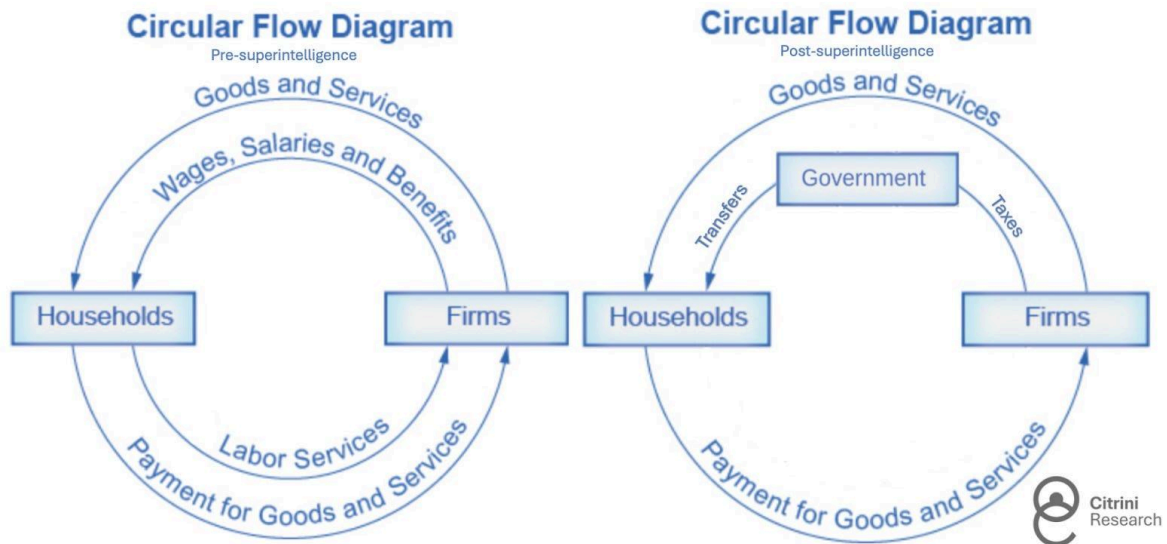
El primer bucle de retroalimentación negativa ocurrió en la economía real: la capacidad de la IA mejora, las nóminas se reducen, el gasto se debilita, los márgenes se estrechan, las empresas compran más capacidad, la capacidad mejora. Luego se volvió financiero: el deterioro de los ingresos afectó a las hipotecas, las pérdidas bancarias endurecieron el crédito, el efecto riqueza se resquebrajó y el bucle de retroalimentación se aceleró. Y ambos se han visto agravados por una respuesta política insuficiente de un gobierno que parece, francamente, confundido.

El sistema no estaba diseñado para una crisis como esta. La base de ingresos del gobierno federal es esencialmente un impuesto sobre el tiempo humano. La gente trabaja, las empresas les pagan, el gobierno se lleva una parte. Los impuestos sobre la renta individual y las nóminas son la columna vertebral de los ingresos en años normales.

Hasta el primer trimestre de este año, los ingresos federales estaban un 12% por debajo de las proyecciones base de la CBO (Oficina de Presupuesto del Congreso). Los ingresos de nómina están cayendo porque hay menos personas empleadas en sus niveles de compensación anteriores. Los ingresos del impuesto sobre la renta están cayendo porque los ingresos que se obtienen son estructuralmente más bajos. La productividad está aumentando, pero las ganancias fluyen hacia el capital y el cómputo, no hacia el trabajo.

La participación del trabajo en el PIB disminuyó del 64% en 1974 al 56% en 2024, una caída gradual de cuatro décadas impulsada por la globalización, la automatización y la constante erosión del poder de negociación de los trabajadores. En los cuatro años desde que la IA comenzó su mejora exponencial, eso ha bajado al 46%. El descenso más pronunciado registrado.

La producción todavía está allí. Pero ya no circula a través de los hogares en su camino de regreso a las empresas, lo que significa que tampoco circula a través del IRS (Servicio de Impuestos Internos). **El flujo circular se está rompiendo** y se espera que el gobierno intervenga para solucionarlo.



Como en toda recesión, los gastos aumentan justo cuando los ingresos caen. La diferencia esta vez es que la presión sobre el gasto no es cíclica. Los estabilizadores automáticos se crearon para pérdidas de empleo temporales, no para desplazamientos estructurales. El sistema está pagando beneficios que asumen que los trabajadores serán reabsorbidos. Muchos no lo harán, al menos no por algo parecido a su salario anterior. Durante el COVID, el gobierno aceptó libremente déficits del 15%, pero se entendía que era temporal. Las personas que necesitan el apoyo del gobierno hoy no fueron golpeadas por una pandemia de la que se recuperarán. Fueron reemplazados por una tecnología que sigue mejorando.

El gobierno necesita transferir más dinero a los hogares precisamente en el momento en que recauda menos dinero de ellos en impuestos.

Estados Unidos no incurrirá en mora. Imprime la moneda que gasta, la misma moneda que usa para pagar a los prestatarios. Pero este estrés ha aparecido en otros lugares. Los bonos municipales están mostrando signos preocupantes de dispersión en el rendimiento del año a la fecha. Los estados sin impuesto sobre la renta han estado bien, pero los bonos municipales de obligación general emitidos por estados dependientes del impuesto sobre la renta (en su mayoría estados azules) comenzaron a incorporar algún riesgo de incumplimiento. Los políticos se dieron cuenta rápidamente, y el debate sobre quién es rescatado ha recaído en líneas partidistas.

La administración, en su defensa, reconoció tempranamente la naturaleza estructural de la crisis y comenzó a considerar propuestas bipartidistas para lo que están llamando la "**Ley de Economía de Transición**": un marco para transferencias directas a trabajadores desplazados, financiado por una combinación de gasto deficitario y un **impuesto propuesto sobre el cómputo de inferencia de IA**.

La propuesta más radical sobre la mesa va más allá. La "Ley de Prosperidad de IA Compartida" establecería un derecho público sobre los rendimientos de la propia infraestructura de inteligencia, algo entre un fondo de riqueza soberano y una regalía sobre la producción generada por IA, con dividendos financiando transferencias a los hogares. Los cabilderos del sector privado han inundado los medios con advertencias sobre la pendiente resbaladiza.

La política detrás de las discusiones ha sido sombríamente predecible, exacerbada por la grandilocuencia y el extremismo. La derecha llama a las transferencias y a la redistribución marxismo y advierte que gravar el cómputo le da la delantera a China. La izquierda advierte que un impuesto redactado con la ayuda de los incumbentes se convierte en captura regulatoria con otro nombre. Los halcones fiscales señalan déficits insostenibles. Las palomas señalan la prematura austeridad impuesta después de la Gran Crisis Financiera como un cuento con moraleja. La división no hace más que aumentar en el período previo a las elecciones presidenciales de este año.

Mientras los políticos discuten, el tejido social se deshilacha más rápido de lo que el proceso legislativo puede avanzar.

El movimiento **Occupy Silicon Valley** ha sido emblemático de una insatisfacción más amplia. El mes pasado, los manifestantes bloquearon las entradas a las oficinas de Anthropic y OpenAI en San Francisco durante tres semanas seguidas. Su número está creciendo, y las manifestaciones han atraído más cobertura mediática que los datos de desempleo que las motivaron.

Es difícil imaginar al público odiando a alguien más de lo que odió a los banqueros tras el colapso de la GFC, pero los laboratorios de IA le están haciendo la competencia. Y, desde la perspectiva de las masas, por una buena razón. Sus fundadores y primeros inversores han acumulado riqueza a un ritmo que hace que la Edad Dorada (*Gilded Age*) parezca dócil. Las ganancias del boom de productividad acumuladas casi en su totalidad por los dueños del cómputo y los accionistas de los laboratorios que funcionaban con él, han magnificado la desigualdad en EE. UU. a niveles sin precedentes.

Cada bando tiene su propio villano, pero el verdadero villano es el tiempo.

La capacidad de la IA está evolucionando más rápido de lo que las instituciones pueden adaptarse. La respuesta política se mueve al ritmo de la ideología, no de la realidad. Si el gobierno no se pone de acuerdo pronto sobre cuál es el problema, el bucle de retroalimentación escribirá el próximo capítulo por ellos.

La Desarticulación de la Prima de Inteligencia

A lo largo de toda la historia económica moderna, **la inteligencia humana ha sido el insumo escaso**. El capital era abundante (o al menos, replicable). Los recursos naturales eran finitos pero sustituibles. La tecnología mejoraba lo suficientemente lento como para que los humanos pudieran adaptarse. La inteligencia, la capacidad de analizar, decidir, crear, persuadir y coordinar, era lo que no podía replicarse a escala.

La inteligencia humana derivaba su prima inherente de su escasez. Cada institución de nuestra economía, desde el mercado laboral hasta el mercado hipotecario y el código tributario, fue diseñada para un mundo en el que se mantenía esa suposición.

Ahora estamos experimentando la **desarticulación** (*unwind*) de esa prima. La inteligencia de las máquinas ahora es un sustituto competente y que mejora rápidamente de la inteligencia humana en un rango creciente de tareas. El sistema financiero, optimizado durante décadas para un mundo de mentes humanas escasas, se está revaluando. Esa revaluación es dolorosa, desordenada y está lejos de estar completa.

Pero la revaluación no es lo mismo que el colapso.

La economía puede encontrar un nuevo equilibrio. Llegar allí es una de las pocas tareas restantes que solo los humanos pueden hacer. Tenemos que hacerlo correctamente.

Esta es la primera vez en la historia que el activo más productivo de la economía ha producido menos, no más, empleos. El marco de nadie encaja, porque ninguno fue diseñado para un mundo donde el insumo escaso se volvió abundante. Así que tenemos que crear nuevos marcos. Si los construimos a tiempo es la única pregunta que importa.

Pero no estás leyendo esto en junio de 2028. Lo estás leyendo en febrero de 2026.

El S&P está cerca de sus máximos históricos. Los bucles de retroalimentación negativa no han comenzado. Estamos seguros de que algunos de estos escenarios no se materializarán. Estamos igualmente seguros de que la inteligencia de las máquinas seguirá acelerándose. **La prima por la inteligencia humana se reducirá.**

Como inversores, todavía tenemos tiempo para evaluar qué parte de nuestras carteras se basa en suposiciones que no sobrevivirán a la década. Como sociedad, todavía tenemos tiempo para ser proactivos.

El canario sigue vivo.