

Las diez tendencias globales que ponen
en peligro nuestro futuro y cómo
sobrevivir a ellas



MEGAMENAZAS

NOURIEL ROUBINI

Traducción de Mercedes Vaquero

DEUSTO

Megamenazas

Las diez tendencias globales que ponen en
peligro nuestro futuro y cómo sobrevivir a ellas

NOURIEL ROUBINI

Traducción de Mercedes Vaquero



EDICIONES DEUSTO

Título original: *MegaThreats: Ten Dangerous Trends That Imperil Our Future, And How to Survive Them*

© Nouriel Roubini, 2022

© de la traducción: Mercedes Vaquero, 2023

© Centro de Libros PAFP, SLU., 2023

Deusto es un sello editorial de Centro de Libros PAFP, SLU.

Av. Diagonal, 662-664

08034 Barcelona

www.planetadelibros.com

Primera edición: enero de 2023

Depósito legal: B. 22.091-2022

ISBN: 978-84-234-3468-8

Preimpresión: Realización Planeta

Impreso por Black Print CPI

Impreso en España - *Printed in Spain*

El papel utilizado para la impresión de este libro está calificado como **papel ecológico** y procede de bosques gestionados de manera **sostenible**.

La lectura abre horizontes, iguala oportunidades y construye una sociedad mejor.

La propiedad intelectual es clave en la creación de contenidos culturales porque sostiene el ecosistema de quienes escriben y de nuestras librerías.

Al comprar este libro estarás contribuyendo a mantener dicho ecosistema vivo y en crecimiento.

En **Grupo Planeta** agradecemos que nos ayudes a apoyar así la autonomía creativa de autoras y autores para que puedan seguir desempeñando su labor.

Dirígete a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos) si necesitas fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra. Puedes contactar con CEDRO a través de

Sumario

Prólogo.....	11
--------------	----

PRIMERA PARTE

Deuda, datos demográficos y políticas peligrosas

Capítulo 1. La madre de todas las crisis de deuda	19
Capítulo 2. Errores privados y públicos	43
Capítulo 3. La bomba de relojería demográfica	65
Capítulo 4. La trampa del dinero fácil y el ciclo de expansión y contracción.....	83
Capítulo 5. La gran estanflación que se avecina	119

SEGUNDA PARTE

Catástrofes financieras, comerciales, geopolíticas, tecnológicas y medioambientales

Capítulo 6. Crisis monetarias e inestabilidad financiera.....	153
Capítulo 7. ¿El fin de la globalización?.....	193
Capítulo 8. La amenaza de la inteligencia artificial	223
Capítulo 9. La nueva guerra fría	253
Capítulo 10. ¿Un planeta inhabitable?.....	287

TERCERA PARTE
¿Se puede evitar este desastre?

Capítulo 11. Destino aciago.....	323
Capítulo 12. ¿Un futuro más «utópico»?.....	349
Epílogo.....	357
Agradecimientos	363

Capítulo 1

La madre de todas las crisis de deuda

Como profesor universitario y en momentos trascendentales como diseñador de políticas en el Gobierno de Estados Unidos, he vivido, estudiado e intentado resolver las crisis de deuda durante cuatro decenios. Algunas crisis estaban confinadas a una sola región. Otras arrasaron en todo el mundo. Algunas dejaron pocas huellas. Otras devastaron sectores económicos enteros y trastocaron millones de vidas. Nadie debería pretender tener todas las respuestas a un problema tan complejo como la gestión de la política económica, pero aprendí algo: la experiencia es mala maestra. Seguimos cometiendo los mismos errores garrafales. Una y otra vez, el entusiasmo y las políticas expansivas hinchan burbujas; una y otra vez, estallan. El Correcaminos de los Looney Tunes podía olfatear la dinamita envuelta en papel de regalo. ¿Por qué nosotros no? Ya sea por el envoltorio o debido a nuestra naturaleza humana, nos espera la peor crisis de deuda de toda mi vida, como si hubiéramos olvidado sus predecesoras.

Un país que debería tener en cuenta las lecciones del pasado es Argentina. En 2020, por cuarta vez desde 1980 y por novena vez en su historia, el Gobierno argentino incumplió sus obligaciones de deuda. En agosto de 2020, el Ministerio de Economía del país anunció un acuerdo con los hastiados acreedores. Unas horas antes de que la tercera economía de Latinoamérica estu-

viera dispuesta a dar por terminadas las negociaciones, los acreedores prorrogaron los plazos de vencimiento de la deuda y redujeron el pago de intereses.

En los países que intentan evitar la catástrofe financiera, la esperanza es eterna. El presidente argentino, Alberto Fernández, declaró entonces: «Por favor, que nunca más entremos en este laberinto [de endeudamiento]». Prometiéndole que en la próxima década la deuda argentina se reduciría a la mitad, el presidente señaló que el Gobierno haría lo necesario para mantener la viabilidad de una maltrecha economía. Agradeció a los gobernadores regionales y a los congresistas que se posicionaron a su lado; agradeció al papa Francisco y a los líderes de México, Alemania, Francia, España e Italia. Como informó el *Financial Times*, declaró: «Nada de todo esto ha sido fácil, pero si hay algo que los argentinos sabemos hacer es levantarnos cuando nos caemos».²

Fue el tipo de declaración para la que hace falta tener agallas y que a los líderes políticos les encanta hacer frente a la adversidad. Pero Argentina —y el mundo— está lejos de superar la crisis actual. El país sigue funcionando con una deuda pública de unos 300.000 millones de dólares, prácticamente igual a toda su producción económica en 2020. Además, durante y después de la crisis de la COVID-19, la inflación hizo estragos en el país, y se espera que para 2022 la tasa de inflación sea superior al 50 por ciento.

El mundo entero se parece cada vez más a Argentina. La deuda pública de los gobiernos, además de la deuda privada de las empresas, las instituciones financieras y los particulares, ya se estaba disparando sin control antes de que llegara la gigantesca cuenta de la respuesta a la pandemia de la COVID-19. En Estados Unidos, el paquete de ayuda aprobado en 2021 fue de 1,9 billones de dólares, más dos enormes medidas de estímulo aprobadas durante la presidencia de Trump, que desde 2019 han añadido 4,5 billones de dólares a su deuda pública. A principios

2. «Argentina Clinches Near-Unanimous Backing for Debt Restructuring», *Financial Times*, 31 de agosto de 2020. Disponible en: <<https://www.ft.com/content/e3e8b783-9455-46f3-946f-15c31a29778b>>.

de 2021, el exsecretario del Tesoro Lawrence Summers advirtió en un artículo de opinión en *The Washington Post* que eso «representaría el acto más audaz de política de estabilización macroeconómica de la historia de Estados Unidos», y de forma acertada expresó su preocupación de que un estímulo tan grande y excesivo sobrecalentaría la economía y causaría una alta inflación.³ Después, la Administración Biden planificó sin demora otros entre 3 y 4 billones de dólares de inversión social y en infraestructuras que sólo se financiarían parcialmente con impuestos más altos. Por suerte, sólo se aprobó una parte de ese gasto adicional a gran escala.

Con independencia del partido o la coalición que estuviera en el poder, las respuestas a la COVID-19 excluyeron cualquier atisbo de contención de la deuda. Europa apenas es capaz de hacerle frente. En febrero de 2021, *The New York Times* informó: «La deuda [europea] se está incrementando a unos niveles nunca vistos desde la Segunda Guerra Mundial».⁴ En muchos países europeos, la deuda está aumentando tan rápido que está superando ampliamente el tamaño de las economías nacionales.

Según datos del Instituto de Finanzas Internacionales, a finales de 2021, la deuda mundial —soberana y privada— sobrepasaba el 350 por ciento del PIB mundial: lleva décadas incrementándose a gran velocidad (del 220 por ciento del PIB en 1999) y tras la crisis de la COVID-19 se ha disparado.⁵ En economías avanzadas o en mercados emergentes, la proporción nunca se había acercado a este nivel. La deuda estadounidense está a la par que la media mundial. La ratio de deuda privada y pública de

3. Summers, Lawrence H., «The Biden Stimulus Is Admirably Ambitious. But It Brings Some Big Risks, Too», *The Washington Post*, 4 de febrero de 2021. Disponible en: <<https://www.washingtonpost.com/opinions/2021/02/04/larry-summers-biden-covid-stimulus/>>.

4. Alderman, Liz, «Europe's Pandemic Debt Is Dizzying. Who Will Pay?», *The New York Times*, 17 de febrero de 2021. Disponible en: <<https://www.nytimes.com/2021/02/17/business/europe-pandemic-debt.html?smid=wa-share>>.

5. *Global Debt Monitor*, Instituto de Finanzas Internacionales, 23 de febrero de 2022. (No disponible online sin suscripción).

Estados Unidos en relación con el PIB es mucho más elevada que el nivel máximo de deuda alcanzado durante la Gran Depresión, y más del doble del nivel existente cuando Estados Unidos salió de la Segunda Guerra Mundial y entró en un período de crecimiento sólido.

Esta pronunciada tendencia provocó una contundente advertencia por parte del Instituto de Finanzas Internacionales, que realiza un seguimiento de la deuda mundial: «Si la acumulación de deuda mundial sigue creciendo al ritmo medio de los últimos quince años, nuestras estimaciones sugieren que en 2030 podría superar los 360 billones de dólares; es decir, más de 85 billones de dólares por encima de los niveles actuales». ⁶ Esto elevaría la ratio de la deuda global a más de cuatro veces la producción mundial, nivel que asfixiará el crecimiento económico bajo los enormes costes del servicio de la deuda.

Un mundo habitable y progresista requiere niveles de deuda que los países puedan pagar sin sofocar el crecimiento. Un gobierno tiene un nivel de deuda saludable cuando puede incrementarlo durante una recesión (para estimular el crecimiento y acabar con ella) y reembolsarlo en las épocas de recuperación. Un gobierno tiene un nivel de deuda nocivo cuando no tiene ninguna posibilidad realista de devolverla. Cuando esto ocurre y golpea una crisis de la deuda, los países, las regiones e incluso el mundo entero pueden sufrir una recesión que haga retroceder la economía. Cuando las facturas de deuda vencen, los gobiernos se han quedado sin buenas opciones. Con frecuencia, la clase de severas soluciones disponibles —devaluación de la moneda y recorte de la red de seguridad social, por ejemplo— conllevan todo tipo de consecuencias imprevistas, como la caída de los mercados, el populismo autoritario e incluso la discreta venta de misiles y armamento nuclear al más canalla de los postores. ⁷

En un informe de *Weekly Insight* de noviembre de 2020 titu-

6. *Global Debt Monitor*, «Attack of the Tsunami», Instituto de Finanzas Internacionales, 18 de noviembre de 2020. (No disponible online sin suscripción).

7. Chinoy, Mike, «How Pakistan's A. Q. Khan Helped North Korea Get the

lado «More Debt, More Trouble», el Instituto de Finanzas Internacionales advirtió: «El ritmo de acumulación de deuda mundial no tiene precedentes desde 2016». En otras palabras, esta crisis ya se veía venir. La pandemia no ha hecho más que acelerarla.⁸

Aunque en las economías avanzadas las ratios de deuda son más elevadas, los mercados emergentes se meten en líos mucho más rápido. Según los estándares de los mercados emergentes, Argentina ni siquiera es un país muy endeudado en general. Su deuda privada es sólo un tercio del PIB, lo que es comparativamente saludable. Pero como demuestran los antecedentes, la deuda denominada en divisa extranjera perjudicó su capacidad de hacer frente y reembolsar los préstamos internacionales. Argentina había vinculado su peso al dólar estadounidense, y en 2001, cuando su economía se hundió, mientras la estadounidense permanecía sólida, su moneda se desplomó. Esto ejerció una desproporcionada presión sobre su capacidad de reembolso de los préstamos en moneda extranjera. Es inminente una nueva crisis de deuda. Por otra parte, en las economías avanzadas los niveles de endeudamiento son extraordinarios, ya llegan al 420 por ciento del PIB y van aumentando. El tsunami que se avecina no perdonará a China, donde el crecimiento económico impulsado por el crédito ha provocado un Himalaya de deuda, cerca del 330 por ciento del PIB.

Es cierto que a lo largo de décadas y siglos hemos sobrevivido a burbujas financieras y perturbaciones económicas. Como he dicho, he sido testigo de múltiples crisis de deuda en los últimos cuarenta años, y en cada caso el país o región ha acabado por recuperarse. Pero los lectores que suponen que las crisis vienen y se van —en el peor de los casos, dejando cicatrices— esta vez se equivocan. Hemos entrado en un nuevo territorio. Con el crecimiento de la renta mundial en declive, los países, las empresas,

Bomb», *Foreign Policy*, 11 de octubre de 2021. Disponible en: <<https://foreignpolicy.com/2021/10/11/aq-khan-pakistan-north-korea-nuclear/>>.

8. «More Debt, More Trouble», IIF *Weekly Insight*, 20 de noviembre de 2020.

los bancos y los hogares deben más de lo que pueden pagar en la mayoría de los escenarios predecibles. La deuda, que era manejable cuando los tipos de interés eran cero o negativos, se volverá insostenible ahora que los bancos centrales tienen que subir considerablemente sus tasas de referencia para combatir la inflación. Esta vez, nos dirigimos hacia un punto de inflexión que alterará la vida de prestamistas y prestatarios, ya sean públicos o privados, prudentes o derrochadores. La madre de todas las crisis de deuda puede acontecer en algún momento de esta década o de la próxima.

El dilema actual evoca un *déjà vu*. En la primavera de 2006, el sector inmobiliario de Estados Unidos se volvió loco. Las viviendas se vendían como churros a cualquier prestatario cuyo aliento pudiera empañar un espejo. No importaba si sus activos o ingresos no los calificaban como alguien que pudiera hacer frente a una hipoteca. Las casas encontraban compradores con la expectativa de que la subida de precios sacaría de apuros a los prestatarios que gastaran más de lo que podían pagar. A mí me pareció una burbuja, y lo dije.

Aquel año asistí en Las Vegas a una conferencia sobre titulación hipotecaria. Las tóxicas e imprudentes hipotecas *subprime* eran evidentes. Mi propia investigación demostró que el abaratamiento de la deuda y los laxos requisitos de crédito estaban canalizando el dinero hacia una burbuja inmobiliaria. Después alquilé un coche y me dispuse a visitar el valle de la Muerte, un paisaje lunar por debajo del nivel del mar en el que los buscadores de oro solían morir por docenas bajo el calor abrasador del verano mientras cavaban en busca del brillante metal precioso. En el trayecto descubrí un valle de la muerte hecho por el hombre que agudizó mis preocupaciones sobre la deuda.

Para salir de Las Vegas, la carretera pasa por una comunidad completamente nueva. Una casa tras otra, todas ellas vacías en grandes parcelas de tierra. En ellas no vivía ni un alma. No se veían luces. No había coches, ni familias. En lugar de la ciudad que los promotores debían haber imaginado, la «comunidad»

era un cementerio. La insensata codicia había provocado esa burbuja inmobiliaria: el mismo motivo que en la clásica película de Von Stroheim titulada *Avaricia* lleva a dos protagonistas a luchar hasta la muerte en el desierto del valle de la Muerte.

Pese a la existencia de pruebas fehacientes de que se estaba produciendo una burbuja inmobiliaria que ponía en peligro a prestatarios y prestamistas, los llamados expertos desestimaron los temores. Unos meses más tarde repetí lo mismo en un discurso de apertura ante economistas en un acto organizado por el Fondo Monetario Internacional (FMI).

Aunque todavía no demasiado espectaculares, ya eran visibles los repuntes del coste del petróleo y una cierta suavización de los precios de la vivienda. No obstante, advertí que al otro lado de una burbuja inmobiliaria acechaba una enorme crisis financiera. Terminaría en impagos de las hipotecas de las viviendas, que llevarían a la quiebra a los prestamistas y a los inversores que habían acudido en masa a los valores que agrupaban las hipotecas de riesgo. Mientras que la mayoría de los expertos se basaban en las calificaciones de bonos de primera clase de las agencias de calificación involucradas en conflictos de intereses, predije pérdidas de cientos de miles de millones de dólares para los fondos de inversión de alto riesgo, los bancos de inversión, las entidades bancarias comerciales, las instituciones financieras esenciales y los atónitos propietarios de viviendas.

Me bajé del escenario entre tibios aplausos. El moderador de la sesión dijo en voz alta: «Creo que necesitamos un buen trago». Eso provocó la risa de un auditorio escéptico. El ponente que me siguió observó que mis predicciones no utilizaban modelos matemáticos. Rechazó mi análisis como meras corazonadas de un eterno pesimista.

En febrero de 2007, en un grupo de debate en torno a las perspectivas mundiales en el Foro Económico Mundial anual de Davos (Suiza), volví a insistir sobre mi gran preocupación. El no reconocimiento de la situación seguía siendo fuerte. El presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos, Ben Bernanke, había declarado que debía producirse una corrección en el sector de la vivienda, pero descartó cualquier efecto colateral grave. No

preveía ninguna crisis financiera, y mucho menos una amenaza sistémica para el sistema bancario. Con todos mis respetos, discrepé y advertí en cambio que debíamos estar preparados para emprender un accidentado periplo y una crisis financiera mundial, no sólo estadounidense. Por lo que pude comprobar, no hice cambiar de opinión a mucha gente. Por el contrario, proporcioné a mis críticos más argumentos para llamarme «doctor Catástrofe», apodo que ignora mi declarada fe en el capitalismo progresista e incluso cuando prevalecen el buen criterio, las buenas políticas y los principios morales.

La forma en que fue acogida mi opinión demuestra que incluso los destacados expertos de Davos pueden no ver los problemas antes de que sea demasiado tarde. Es un sesgo clásico del pensamiento humano: la mayoría de nosotros nunca quiere imaginar lo peor. Somos optimistas por naturaleza. Personalmente, considero que cada año el clima cultural dominante en Davos es un indicador contrario del futuro. Si en Davos todo el mundo cree que va a suceder algo —ya sea bueno o malo—, es muy probable que estén equivocados.

Entre las élites del mundo suele imperar el pensamiento colectivo consensuado. El mismo acontecimiento me dio otra oportunidad de expresar mi perspectiva contraria. Mi segunda presentación en Davos analizó el futuro de la unión monetaria europea con la vista puesta en los riesgos que se avecinaban. Mis colegas Jean-Claude Trichet, que entonces dirigía el Banco Central Europeo, y el ministro de finanzas italiano, Giulio Tremonti, expresaron su confianza en una unión monetaria sólida y sostenible. Mi valoración era mucho menos optimista. Subrayé el peligro extremo de un endeudamiento excesivo y de la pérdida de competitividad de algunos miembros de la unión que podría dividir la zona del euro.

Advertí que si continuaba el bajo crecimiento con grandes déficits comerciales y fiscales, a finales de la década Italia, Grecia, España y Portugal se enfrentarían a una abrumadora crisis de deuda. Mis comentarios pusieron visiblemente nervioso al ministro de finanzas italiano. Presentado como alguien que compartiría la perspectiva estadounidense, recordé al público que

había nacido en Turquía y crecido en Milán (Italia). Así que ahí estaba yo, diciéndole al ministro de economía italiano que en un cierto plazo, mi país de adopción correría grave peligro de colapso financiero. Antes de que terminara, no pudo soportarlo más y me gritó: «Roubini, ¡vuélvete a Turquía!». La prensa denominó el exabrupto «El berrinche de Tremonti».

Tres años más tarde, Grecia estaba en bancarrota y los demás PIIGS (Portugal, Italia, Irlanda, Grecia y España) se encontraban en medio de una grave crisis financiera. Y aún tuvieron que pasar dos años más para que Grecia adoptara duras restricciones al déficit. En ese momento, Grecia reestructuró y redujo su deuda pública al tiempo que recibió un paquete de rescate de 200.000 millones de euros por parte de la Comisión Europea, el Banco Central Europeo y el FMI, conocido como la troika.

A duras penas Grecia sobrevivió a esa crisis, pero sólo fue un preludeo. Italia tenía una deuda pública diez veces mayor, lo que la convertía en un país demasiado grande para caer y demasiado grande para ser rescatado. Tal vez la eurozona podría sobrevivir sin Grecia. Pero perder a Italia, la tercera economía de Europa, pondría fin a los sueños de los estrategas de la eurozona.

A principios de 2007-2008, en Estados Unidos había estallado la gran crisis financiera, esta vez impulsada por el despilfarro de la deuda de los consumidores. Los dueños de viviendas dejaron de pagar sus hipotecas, los bancos se tambalearon y quebraron, los mercados bursátiles se desplomaron, los activos se esfumaron, los inversores se mostraron reacios a apostar su dinero, las empresas cerraron y los empleos desaparecieron. Los banqueros centrales se reunieron con funcionarios del Tesoro y ejecutivos del sector bancario para detener la sangría.

Nadie disfruta viendo una gran disrupción y el dolor que provoca. No me gustó tener que defender mis catastróficas previsiones. El economista que me invitó a hablar ante el FMI dijo que en 2006 mi opinión era la de un loco. Cuando dos años después volví a hablar, con los precios de la vivienda en caída libre en todo Estados Unidos y los proveedores de hipotecas en peligro, aseguró que me recibían como a un profeta.

Después de tanta agitación y acusación, se podría pensar que

a estas alturas ya habríamos enmendado nuestro camino. Pero la deuda es demasiado seductora.

Ya sea para invertir o para consumir, los países, las empresas y los hogares piden dinero prestado. La inversión en nuevo capital, público o privado, paga cosas que duran mucho tiempo en el futuro. Mediante la deuda pública, los países invierten en puertos, carreteras, puentes y otras infraestructuras. En el sector privado, las empresas invierten en maquinaria, software y ordenadores para producir más bienes y servicios. Los hogares piden préstamos para invertir en viviendas o en educación. Pedir prestado para invertir puede tener sentido siempre que el rendimiento de la inversión sea superior al coste de su financiación. Por su parte, pedir prestado para consumir es utilizar la deuda para cubrir facturas o déficits recurrentes que deberían cubrir los beneficios de explotación.

La experiencia enseña una regla de oro a los solicitantes prudentes de un préstamo público y privado: pedir prestado para invertir, no para consumir. En principio, pedir prestado para consumir es más arriesgado que hacerlo para invertir. Cuando reiteradamente los préstamos cubren el estancamiento de los salarios, los déficits presupuestarios, artículos discrecionales o gastos de vacaciones, los prestatarios están iniciando un camino difícil y resbaladizo que puede llevar a la quiebra.

Pero el endeudamiento excesivo para pagar activos sobrevalorados también supone un riesgo considerable. No hay nada que genere más rápido una frívola burbuja de activos que la deuda barata que se vierte en el mercado. Si, por ejemplo, un precipitado prestatario gasta miles de millones en una red de fibra óptica cuando los precios están en alza, las autoridades gubernamentales podrían convencerse de que están invirtiendo en el futuro. Sin embargo, a menos que los ingresos previsibles puedan pagar la deuda, esas inversiones pueden perjudicar a las empresas o incluso acabar con ellas. Como muchos aprendieron después de la aparición de la fibra óptica, invertir en activos sobredimensionados con un apalancamiento excesivo y dinero barato

conduce al auge y a la burbuja de activos, seguido de cerca por un desplome y por la quiebra.

Desde la publicación en 1841 de *Delirios populares extraordinarios y la locura de las masas*, ha sido bien documentado un patrón de auge y caída, o de expansión y contracción. En el libro, remontándose a la manía por los bulbos de tulipán que en la Holanda del siglo xvii costaban tan caros como las casas, el autor escocés Charles Mackay analiza la tendencia humana a correr fuera de control en busca de rápidos beneficios.

Las crisis financieras y de deuda no sólo estallan en las frágiles economías emergentes. La historia financiera de las últimas décadas está plagada de crisis económicas también en las economías avanzadas. Cuando el mal juicio se apodera de los inversores, la deuda actúa como un esteroide.

Siempre nos embarcamos con nobles intenciones. Cuando en 1971 la Administración Nixon desvinculó el dólar estadounidense del precio del oro, permitiendo que el dólar flotara como moneda basada en la demanda del mercado, facilitó la financiación de los grandes déficits fiscales y comerciales alimentados por la guerra de Vietnam. El patrón oro fue diseñado después de la Segunda Guerra Mundial para salvaguardar la estabilidad monetaria mundial. La decisión de Nixon tuvo beneficios a corto plazo, pero riesgos a largo plazo. En las cinco décadas transcurridas desde entonces se han producido vicisitudes paralizantes en las economías avanzadas (por no hablar de los mercados emergentes): en la década de 1970, la estanflación; en la década de 1980, una quiebra inmobiliaria en Estados Unidos que condujo a una crisis bancaria de ahorros y préstamos; a principios de la década de 1990, una crisis bancaria escandinava; en 1992, una crisis monetaria del mecanismo de tipos de cambio europeo; desde la década de 1990, el gran estancamiento y deflación japoneses tras el colapso de su burbuja inmobiliaria; en 1998, el desplome del fondo de inversión Long-Term Capital Management (LTCM), a pesar de contar con dos premios Nobel al frente; a principios de la década de 2000, el *boom* de internet y la subsiguiente quiebra e impagos corporativos; a partir de 2007, la expansión y contracción de la compra de viviendas y del crédito que llevaron a la cri-

sis financiera mundial; a principios de la década de 2010, la crisis de la eurozona; y en 2020, por supuesto, la crisis de la COVID-19. Cada uno de estos ciclos se tradujo en más deuda pública y privada.

En 1984, cuando trabajaba para el Fondo Monetario Internacional, mis primeras prácticas de verano en Washington D. C. mientras cursaba el doctorado en Harvard, tuve mi primer contacto con una alteración de la deuda en todo el mundo. La deuda excesiva estaba asfixiando a los países latinoamericanos que durante el *boom* del petróleo habían invertido grandes sumas de dinero en modernizar sus infraestructuras y aumentar el gasto público. En Nueva York y Londres, el musical de Broadway *Evita*, basado libremente en la segunda mujer del dictador argentino Juan Perón, agotaba las entradas. En el mundo real, una vez más, Argentina desempeñaría un papel destacado durante una crisis de deuda. La crisis de deuda latinoamericana estalló en 1982, pero su germen estaba en el exceso de endeudamiento de los gobiernos de la región en los años setenta.

En esa década, debido a dos crisis petroleras provocadas geopolíticamente en 1973 y 1979, se disparó el precio del petróleo. Además, los expertos no veían el fin de la creciente demanda mundial de petróleo. Dado que a los inversores extranjeros les parecían arriesgadas las monedas latinoamericanas basadas en materias primas, los países ricos en petróleo (e incluso algunos de América Latina con limitadas exportaciones de energía) se endeudaron en exceso —para financiar el fuerte aumento de la inversión y el gasto público— mediante la obtención de préstamos en la moneda más segura del mundo, el dólar estadounidense. Debido a la depreciación y la inflación, un bono o un préstamo reembolsado en pesos podía perder valor de la noche a la mañana frente a un índice de referencia. En cambio, un dólar hoy vale lo mismo que un dólar mañana. Cuando el petróleo alcanzaba precios elevados, todo el mundo prosperaba. Hasta 1980, los abundantes ingresos derivados del petróleo superaban el aumento del coste de la deuda vinculada a un tipo de interés de referencia variable. En un clima favorable, tanto los acreedo-

res como los prestatarios se llevaban su parte del pastel y también se lo comían.

Pero en 1980 los tipos de interés alcanzaron sangrantes niveles de dos dígitos, estrategia que implementó el presidente de la Reserva Federal, Paul Volcker, para combatir la inflación impulsada por la subida de los precios del petróleo. El aumento del pago de la deuda de los préstamos extranjeros empezó a superar los ingresos provenientes de las exportaciones. La necesidad de pagar la deuda externa en dólares agotó las reservas en dólares de estos mercados emergentes. Al necesitar con urgencia más divisas estadounidenses para mantener a raya a los acreedores extranjeros, Argentina, México, Brasil y otros productores de petróleo latinoamericanos se apresuraron a buscar soluciones, entre ellas más deuda y préstamos.

El juego terminó en 1982, cuando los precios del petróleo se desplomaron —mientras Estados Unidos estaba sumido en una profunda recesión—. Las economías petroleras se estancaron, en los países pertenecientes a la OPEP el déficit aumentó y la deuda asfixiante se encontró. Los ministerios de Hacienda de todo el mundo, pero en especial de América Latina, se esforzaron por encontrar dólares con los que hacer frente al pago de los intereses. Los tipos de interés en dólares se dispararon. Cuando vencieron los importes del principal, los países sin dinero en efectivo o sin acceso a nuevo capital se quedaron sin opciones. Los impagos se multiplicaron. Los prestamistas sufrieron grandes golpes. Los mercados mundiales de deuda se tambalearon. El Fondo Monetario Internacional, una institución creada para resolver crisis, intervino con préstamos de emergencia. Fue una crisis de deuda que palidece al lado de la gran recesión de 2008 y de la megamenaza a la que nos enfrentamos en la actualidad, pero que en América Latina hizo muchísimo daño.

Durante la década de 1980, la «década perdida» para Latinoamérica, el crecimiento se estancó en toda la región. La hiperinflación, cuando la inflación sube a tasas de dos dígitos cada mes, se instaló en Argentina, que no volvió a disfrutar de una relativa estabilidad hasta la década de 1990, cuando los acreedo-

res canjearon los préstamos bancarios por nuevos bonos con importes nominales o pagos de intereses más bajos.

A trompicones, los países latinoamericanos hicieron las paces con los prestamistas. Tras un breve respiro y una crisis monetaria en México en 1994-1995, Asia Oriental mostró una forma nueva y diferente de crisis de deuda en 1997-1998. Cuatro economías asiáticas, hasta entonces saneadas y prósperas, se fueron al garete. La mayoría de los analistas se sorprendieron porque las típicas crisis de los mercados emergentes eran como las latinoamericanas: un aumento de la deuda externa pública seguido por el colapso de la demanda de alguna materia prima esencial.

En Asia Oriental, el déficit presupuestario y la deuda pública eran muy bajos. La deuda soberana estaba bien gestionada. ¡Parecían hacer las cosas bien! Estas economías presentaban un elevado nivel de ahorro y unas autoridades fiscales prudentes. Apodados los tigres asiáticos, Corea del Sur, Malasia, Indonesia y Tailandia eran considerados modelos de transformación económica. Consolidaron un cuadro de dinámicas empresas de alcance mundial, pero resultó que esas compañías alimentaban su propio crecimiento con enormes niveles de deuda, a menudo en moneda extranjera. La deuda privada puede ser igual de destructiva, si no más, que la pública.

En aquel momento, yo intentaba realizar un seguimiento de los niveles de deuda privada y pública. En la Universidad de Yale, donde era miembro del cuerpo docente, construí un sitio web que controlaba las noticias y proporcionaba análisis a miles de investigadores, empresas e inversores. Como todo el mundo podía ver, los Gobiernos de Asia Oriental no eran prestatarios despilfarradores. Pero las empresas prestatarias, los promotores inmobiliarios y los bancos, azuzados por los planes de los diferentes gobiernos obsesionadas con el crecimiento, obligaron a las empresas saneadas o a las inmobiliarias a asumir un riesgo excesivo, a veces mediante la absorción de empresas que se dirigían al fracaso.

Para financiar la expansión, el sector privado recurrió a prestamistas extranjeros. Los prestatarios de los mercados emergentes se cargaron de activos sobrevalorados, muchos de ellos en el

sector inmobiliario y empresarial. Estos activos volátiles producían ingresos en la divisa local, pero exigían el pago, lloviera o hiciera sol, en dólares y yenes japoneses. El desfase de divisas entre el dólar y el yen, por un lado, y (por ejemplo) el baht tailandés, condenaron esas inversiones especulativas al fracaso. Los efectos colaterales no tardaron en afectar no sólo a los tigres asiáticos, sino a bancos e inversores de todo el mundo.

Presionados por la necesidad de incrementar los ingresos provenientes de las exportaciones a medida que aumentaban sus déficits comerciales, los tigres asiáticos se vieron obligados a dejar que sus monedas locales sobrevaloradas se depreciasen considerablemente, práctica que reduce los precios de las exportaciones para hacerlas más competitivas. Esto puso en marcha una competición a la baja: cada vez se necesitaba mayor cantidad de moneda local para pagar a los prestamistas en dólares y yenes. El costo real de la deuda externa se disparó mucho más allá de los tipos de interés establecidos. Los prestatarios quebraron llevándose por delante a los prestamistas. El déficit en el sector privado contagió al sector público cuando los países vaciaron sus bolsillos para compensar la pérdida de impuestos y rescatar a empresas y bancos en medio de los crecientes déficits.

En 1998, mientras seguía con interés la crisis de Asia Oriental, recibí un correo electrónico de Janet Yellen, que presidía el Consejo de Asesores Económicos de la Casa Blanca durante la Administración Clinton. Me invitó a cubrir una vacante en el Consejo.

Agradecí la oportunidad de ayudar a desarrollar una política destinada a restaurar y reforzar la estabilidad económica mundial. Pasé los dos años y medio siguientes en Washington, primero en el Consejo con la presidenta Yellen y luego en el Departamento del Tesoro. Asesoré al subsecretario del Tesoro, Tim Geithner, y al secretario Larry Summers sobre la manera de hacer frente a las sucesivas crisis financieras originadas por un endeudamiento despilfarrador. Vimos cómo las crisis hicieron tambalear a Rusia, Pakistán, Brasil, Argentina, Ecuador, Turquía y Uruguay, e incluso a las economías avanzadas, cuando en 1998 Long-Term Capital Management, el mayor fondo de inver-

sión de alto riesgo de Estados Unidos, quebró después de que la economía rusa sufriera su primera recesión postsoviética. Fue toda una experiencia.

Volví a hacer un seguimiento de los acontecimientos en Argentina. En 1991, Argentina fijó su tipo de cambio en un peso argentino por un dólar estadounidense. Los prestamistas flexibilizaron sus preocupaciones y reabrieron las oficinas de préstamos en el extranjero porque confiaban en que el peso sería estable. Argentina no perdió el tiempo: empezó a acumular deuda pública. Entre 1998 y 2000, durante la época en que trabajé en la Casa Blanca y en el Tesoro, dediqué muchas horas a evaluar la difícil situación argentina. Los agotadores debates se centraron en la conveniencia de un rescate o de dejar que Argentina quebrara. Al no ver ninguna otra solución, abagué por la devaluación, la quiebra y la reestructuración, el camino que al final tomó Argentina en 2001.

No culpo sólo a Argentina por sus desastrosas políticas económicas. Cuando una serie de negativas perturbaciones exteriores afectaron al país, los prestamistas fueron cómplices. Los mercados emergentes suelen meterse en problemas cuando la Reserva Federal sube con rapidez los tipos de interés o cae de forma brusca el precio de las materias primas exportadas; o ambas cosas a la vez. Durante una década testifiqué en tribunales internacionales para ayudar a Argentina a defenderse de las agresivas demandas de los inversores buitre tras la quiebra de 2001.

Con frecuencia, cuando los responsables políticos de los gobiernos se movilizan para solucionar problemas, sientan las bases para futuras crisis. Los economistas destacan el «riesgo moral», que es la abreviatura de los rescates económicos que inducen a los prestatarios y a los inversores a lanzarse a la piscina. ¿Por qué preocuparse por el riesgo si otro va a asumir tus pérdidas? Las decisiones políticas tienen muchas consecuencias imprevistas, entre ellas el lío de las hipotecas *subprime* que acabó en la crisis financiera mundial de 2008.

En la década de 1980, durante la crisis de ahorros y préstamos, cuando los préstamos inmobiliarios especulativos provoca-

ron la quiebra de innumerables pequeñas instituciones financieras, los reguladores estadounidenses crearon la Resolution Trust Corporation, que agrupó los activos de riesgo para venderlos a inversores con un gran apetito por el riesgo. Los compradores más avispados vieron la alta rentabilidad de los préstamos inmobiliarios de riesgo y se hicieron con las gangas de la venta. La industria de las hipotecas *subprime* despegó. Las mentes creativas de Wall Street transformaron aquello que nadie quería en una especie de artículo de lujo. El riesgo pareció desaparecer con la apresurada bendición de las agencias de calificación de la deuda pagadas por los emisores. Esta pauta preparó el terreno para que en la década siguiente, incitados por prestamistas con pocas normas y ningún escrúpulo, los compradores de viviendas se emocionaran.

Avancemos rápido hasta la actualidad. Al principio, la crisis de la COVID-19 condujo a la peor recesión mundial desde la Segunda Guerra Mundial. La pandemia sacudió una economía mundial ya cargada con enormes cantidades de deuda privada y pública. En las economías avanzadas, bajo la presunción de que una inyección de efectivo podría llevar a la mayoría de los hogares y empresas al otro lado de un déficit de ingresos, la respuesta consistió en una inusual flexibilización monetaria, fiscal y crediticia. En términos económicos formales, estos prestatarios no tenían liquidez, pero sí eran solventes.

Esperando que la pandemia remitiera una vez que pudiera empezar la vacunación, los gobiernos inyectaron grandes sumas de dinero para ayudar a las empresas sin liquidez a mantener las operaciones más básicas e imprescindibles. Con todo, hubo bajas. Muchas empresas, pequeñas y grandes, sufrieron. En el proceso, las deudas públicas y privadas se fueron acumulando. La solución exigía aún más aumentos de la deuda privada y pública, facilitados por los bancos centrales que imprimían dinero («flexibilización cuantitativa» y «flexibilización del crédito») a mayor ritmo que durante la crisis de 2008.

Los países en desarrollo más pobres carecían de capacidad para aplicar estímulos fiscales y monetarios agresivos. Los desbordados acreedores aplicaron un triaje financiero que separaba

a los prestatarios insolventes propensos a fracasar de los prestatarios sin liquidez capaces de sobrevivir con una mínima ayuda. Este último grupo necesitaba ayuda urgente para seguir adelante. A falta de recursos para proporcionar una asistencia amplia, los mercados emergentes y las economías en desarrollo más pobres sufrieron «depresiones pandémicas» que congelaron la actividad económica formal. Los prestamistas mundiales sintieron los embates. De hecho, en lo que respecta a la deuda, el 60 por ciento de los países de bajos ingresos siguen siendo extremadamente vulnerables. Y según las Naciones Unidas, dada la confluencia de calamidades por las que se están viendo afectadas en la actualidad, en los próximos años hasta setenta economías pobres en desarrollo pueden enfrentarse a la suspensión de pagos.⁹

Algunos gobiernos y agencias internacionales permitieron que los países más pobres suspendieran el pago de la deuda. En general, los acreedores privados se opusieron a las peticiones de rebajar sus créditos. Las propuestas antagónicas aumentaron la capacidad de préstamo del FMI y de otros prestamistas oficiales multilaterales mundiales para conceder préstamos subvencionados a las economías frágiles con alto riesgo de crisis de deuda. Las economías emergentes y en desarrollo vulnerables siguieron siendo frágiles en 2021 y 2022, incluso después de que el crecimiento económico mundial se recuperara de la grave recesión inducida por la COVID-19. Muchos de estos países no contaban con un sistema de salud desarrollado y carecían de acceso a vacunas baratas. Sin la suficiente credibilidad en los mercados financieros para flexibilizar sus políticas monetarias y fiscales, sus elevados niveles de deuda crecieron con rapidez en términos del PIB a medida que sus ingresos se hundían.

En 2022, el marcado incremento de los precios de la energía, las materias primas y los alimentos afectó a las economías emergentes y en desarrollo que no eran exportadoras de materias pri-

9. Wallace, Joe, «Ukraine-Russia War Is Fueling Triple Crisis in Poor Nations», *The Wall Street Journal*, 24 de mayo de 2022. Disponible en: <<https://www.wsj.com/articles/russian-ukraine-war-precipitates-a-triple-crisis-in-poor-nations-11653406985?mod=mhp>>.

mas. En las frágiles economías en desarrollo, el espectro de escasez de alimentos, hambre e incluso hambrunas se cernió sobre decenas de millones de personas pobres. El riesgo de impago se disparó, empezando por Chad, Etiopía, Sri Lanka, Somalia y Zambia. Como advirtió en abril de 2022 el presidente del Banco Mundial, David Malpass: «Los países en desarrollo enfrentan varias crisis simultáneas, por ejemplo, la pandemia, la creciente inflación, la invasión de Rusia a Ucrania, importantes desequilibrios financieros y escasez de energía y alimentos, que están causando enormes retrocesos en la reducción de la pobreza, y en la mejora de la educación, la salud y la igualdad de género».¹⁰

Las economías avanzadas con amplios recursos han dejado que el riesgo se desborde. En 2021 sonó una nueva alarma cuando algunos sedicentes inversores se endeudaron para comprar acciones de GameStop, una cadena de tiendas físicas de videojuegos venida a menos debido a la venta de juegos online. Utilizando el apalancamiento proporcionado por una agencia de corretaje online, subieron los precios de las acciones mucho más allá de los niveles que las ganancias podrían justificar. El motivo: castigar a los vendedores en corto, cuya estrategia contaba con la desaparición de GameStop.

Se trataba de un escenario en miniatura de auge, caída y colapso. Una burbuja de deuda alimentó una burbuja insostenible de activos. Cuando GameStop y otros valores retornaron a tierra, los pequeños inversores sufrieron enormemente. De hecho, en 2022, muchas «acciones meme» perdieron más del 70 por ciento de su valor respecto a sus valoraciones durante la burbuja de 2021. En 2021-2022 ocurrió un ciclo similar de auge y caída con las criptomonedas, otra clase de activos sin valor intrínseco y cuya burbuja fue impulsada por el frenesí FOMO (*fear of missing*

10. «El Banco Mundial incrementa el financiamiento para ayudar a los países en un contexto de múltiples crisis», comunicado de prensa del Banco Mundial, 19 de abril de 2022. Disponible en: <

out o miedo a perderse algo) de los especuladores minoristas. Muchos expertos ningunearon estos episodios como una desviación pasajera del juicio racional. Pero ¿podemos pasar por alto el hecho de que el Gobierno estadounidense acababa de enviar cheques a miles de millones de estadounidenses adultos? ¿Es así como algunos gastaron el dinero? Millones de personas invirtiendo en transacciones diarias y apostando sus pequeños ahorros en valores meme —acciones de una compañía a la que mucha gente seguía a través de las redes sociales como si de una especie de culto se tratara— o en criptoactivos sin valor fundamental. No les sirvió de nada, ni ayudó a la economía como pretendían los responsables políticos. Su dinero simplemente se desvaneció en el aire, dejando atrás deudas y, como informó el *Times*, una sudadera conmemorativa con una imagen de la presidenta de la Fed como una figura de Cristo rodeada de un halo de luz dorada: «En vez de la Biblia, el evangelio que sostiene declara: “Recesión cancelada, las acciones sólo suben”».¹¹

Democratizar la financiación al facilitar el acceso y reducir el costo de los créditos abre unas compuertas que rara vez reciben el escrutinio que merecen. A principios de la década de 2000, los consumidores se apresuraron a comprar casas con deuda barata. Autopsias detalladas llenan *The Financial Crisis Inquiry Report*, de seiscientas páginas, así como muchos otros relatos. En la actualidad, gracias a los bajos tipos de interés y a las aplicaciones de corretaje que parecen videojuegos, los inversores desinformados tienen nuevas razones y formas de acceder al crédito. Se están promocionando acciones ajenas a la realidad y criptodivisas sin valor intrínseco. Y como las hipotecas de viviendas que sólo requieren una firma, la nueva invitación al desastre atrae a personas con bajos ingresos, escasos activos, trabajos poco satisfactorios y habilidades limitadas. Aún más extraño, los políticos de extrema izquierda y de extrema derecha se han

11. Smialek, Jeanna, y Matt Phillips, «Do Fed Policies Fuel Bubbles? Some See GameStop as a Red Flag», *The New York Times*, 9 de febrero de 2021. Disponible en: <<https://www.nytimes.com/2021/02/09/business/economy/game-stop-fed-us-economy-markets.html>>.

unido para proporcionar a los idealistas prestatarios más soga de la que colgarse.

¿Cómo puede evolucionar la madre de todas las crisis de deuda durante la próxima década? Por mucho que el mundo haya cambiado a lo largo del último siglo, el pasado ofrece una estremeceadora ventana al futuro.

Mientras Europa se esforzaba por pagar las deudas contraídas en la Primera Guerra Mundial, la gripe española de 1918 mató a más de cien millones de personas, lo cual supuso un gran golpe para la producción económica. Sin embargo, la euforia siguió en forma de los locos años veinte, una época de grandes innovaciones económicas, financieras y tecnológicas, entre ellas los primeros televisores, radios, fonógrafos, películas habladas, aspiradoras, automóviles producidos en cadena y señales de tráfico eléctricas. Un creciente mercado bursátil eclipsó las señales de burbuja financiera, exceso de crédito y acumulación de deuda. Como todos sabemos, acabó fatal. Las políticas erróneas que siguieron al crac del 29 llevaron a la Gran Depresión de la década de 1930.

Tal vez la historia no se repita, pero a menudo rima. Abundan las señales que apuntan a que se avecinan otros locos años veinte. Los enormes estímulos monetarios, fiscales y crediticios están alimentando burbujas de activos financieros en los mercados mundiales. Alimentada por la deuda derivada de los bajos tipos de interés, un abundante crédito y el enorme estímulo económico por parte de los gobiernos, la verdadera economía que produce bienes y servicios va camino de disfrutar de prosperidad durante un tiempo.

La fiesta continuará hasta que la irresponsable especulación sea insostenible, y terminará con el inevitable colapso del sentimiento alcista, un fenómeno llamado momento Minsky, llamado así por el economista Hyman Minsky. Es lo que ocurre cuando los observadores del mercado empiezan a despertar de repente y se preocupan por la euforia irracional. Una vez que su sentimiento cambia, es inevitable que se produzca un desplome, ya

que a una burbuja y un *boom* de activos y créditos le sigue la quiebra y el desastre.

Los *booms* de activos y las burbujas siempre preceden a las quiebras y caídas, pero esta vez la escala supera con creces a todas las precursoras. Las economías avanzadas y los mercados emergentes cargan con más deuda que nunca. En las economías avanzadas el crecimiento potencial es bajo, y la recuperación de la recesión provocada por la COVID-19 ha sido irregular; con el tiempo se ralentizará aún más. Los responsables políticos han recurrido a todos los recursos de sus arsenales monetarios y fiscales. Quedan pocos cartuchos por quemar. El próximo acto de este drama económico no se parecerá a ningún otro.

Aunque en la primera mitad de 2022 la cotización a la baja de muchos mercados de valores indicara que la última burbuja de activos estaba llegando a su fin, nadie puede predecir qué desencadenará exactamente el próximo golpe. Hay muchos candidatos: el estallido de una enorme burbuja de mercado como en 1929; un repunte de la inflación que obligue a los bancos centrales a endurecer la política monetaria de forma draconiana, lo que provocaría una subida insostenible de los tipos de interés; pandemias peores que la COVID-19 a medida que las enfermedades zoonóticas (transmitidas de los animales a los seres humanos) se vuelvan más frecuentes y virulentas; una crisis de deuda de las empresas derivada de una escasez de crédito por la subida de los tipos de interés; una nueva burbuja inmobiliaria y su posterior estallido, que afectaría a los propietarios de viviendas y a los prestamistas; una crisis geopolítica, en caso de que en 2022 la guerra entre Rusia y Ucrania se intensifique y agrave, causaría nuevas subidas de los precios de las materias primas y de la inflación; otros riesgos geopolíticos; y la creciente amenaza de otra recesión mundial provocada por la confluencia de los riesgos anteriores. Lo otro es que asistamos a una vuelta al proteccionismo o a una separación entre Estados Unidos y China, ya que ambos países se están escorando hacia una colisión geopolítica. Italia podría acabar quebrando e iniciar el colapso de la eurozona. Los populistas que tomen el poder podrían gestionar mal sus economías con políticas nacionalistas y la acumulación de una mayor

deuda insostenible. El cambio climático global podría representar el punto de inflexión en el que regiones de la tierra se vuelvan inhabitables.

Cuando uno o varios *shocks* desencadenen una grave recesión y una crisis financiera, las respuestas tradicionales que solían mitigarlas no estarán disponibles. A falta de un mecanismo de apoyo, la quiebra de hogares, empresas, bancos y otras instituciones financieras con alto coeficiente de endeudamiento arrasarán con los ahorros y otros activos, dejando sólo las deudas. Se vendrán abajo los supuestos relativos a la riqueza. Lo que debemos, no lo que poseamos, regirá nuestra situación.

A medida que aumenten los tipos de interés, los gobiernos sometidos a tensiones tendrán menos capacidad de pagar su deuda. Los bancos centrales tendrán que decidir si permiten que los gobiernos quiebren o si, por el contrario, acaban con la deuda a base de una alta inflación, una forma de impago de la deuda. Es probable que donde primero veamos este impacto sea en la eurozona, donde los países miembros no tienen sus propios bancos centrales para defenderse de las crisis monetarias locales.

Los mercados emergentes con una deuda elevada y divisas débiles se enfrentan a consecuencias demoledoras. Cuando las exportaciones no generen suficientes ingresos para pagar a los acreedores extranjeros, las monedas locales se debilitarán o colapsarán. Si esta caída libre provoca un repunte de la inflación interna a medida que las economías se contraigan y las monedas se degraden, podemos esperar arenas movedizas económicas que Ray Dalio, la celebridad de los fondos de inversión de alto riesgo, denomina «depresión inflacionaria». En lugar de exportar bienes o materias primas, los mercados emergentes en dificultades exportarán ciudadanos con la esperanza de disfrutar de mejor vida en algún otro lugar.

Incluso China es vulnerable a una serie de impagos globales. En las últimas décadas, el rápido crecimiento chino había mantenido la sostenibilidad de su enorme deuda pública y privada. Pero la reciente ralentización del crecimiento y el exceso de deuda privada —como en el sector inmobiliario sobreendeudado y con una capacidad excesiva— han comenzado a provocar tensio-

nes, ya que algunas grandes empresas inmobiliarias están al borde del impago y la quiebra. Pero una grave recesión mundial reduciría los mercados de exportación de China y desencadenaría el proteccionismo contra las mercancías procedentes de ese país, lo que precipitaría una recesión y una crisis de deuda tan problemática como en cualquier otro lugar.

Esta plaga cruzará las fronteras de un sector a otro. Las políticas monetarias y los estímulos fiscales promulgados desde la Gran Recesión podrían frenar su avance, pero se nos están acabando las balas monetarias y fiscales, y las instituciones multinacionales y los países con grandes cantidades de deuda descansan sobre cimientos poco sólidos. Para seguir siendo viables, las pequeñas empresas y los particulares tendrán que reajustar sus prioridades económicas. Los gobiernos recortarán los servicios esenciales. Estamos en un profundo agujero y el agua no deja de subir.

Puede que la crisis de deuda sea la peor a la que nos hayamos tenido que enfrentar nunca. Pero no es más que una de las varias megamenazas que se nos vienen encima. ¿Qué ocurre cuando dicha crisis se ve agravada por graves errores políticos y conductuales, tanto públicos como privados?