MiraltaBank

TROBADA DE MUTUALIDADES

Age of Scaling

Un solo tipo para gobernarlos a todos

DATOS A SEPTIEMBRE DE 2026

MiraltaBank

Tres décadas de desequilibrios

Con tanta desigualdad no hay margen para la austeridad: la única salida es crecer, y la apuesta es la IA.

LOS DESEQUILIBRIOS

01 **Deuda y déficits** récord

02 **Desigualdad:** sin margen para la austeridad

03 **Geopolítica:** la seguridad del Estado por delante de la economía

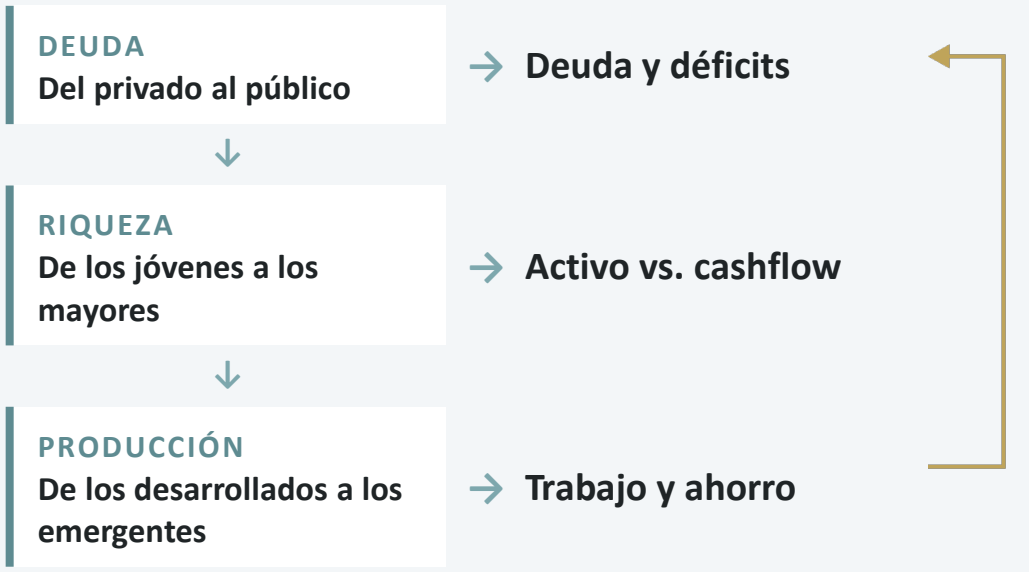
04 **Reindustrialización** y comercio global

05 **IA:** crecimiento por encima del coste de la deuda (g > r)

06 **Apalancamiento y valoraciones en máximos**

07 **Repricing del dinero: oferta y demanda**

TRANSFERENCIA



Deuda e IA se han convertido en la misma apuesta

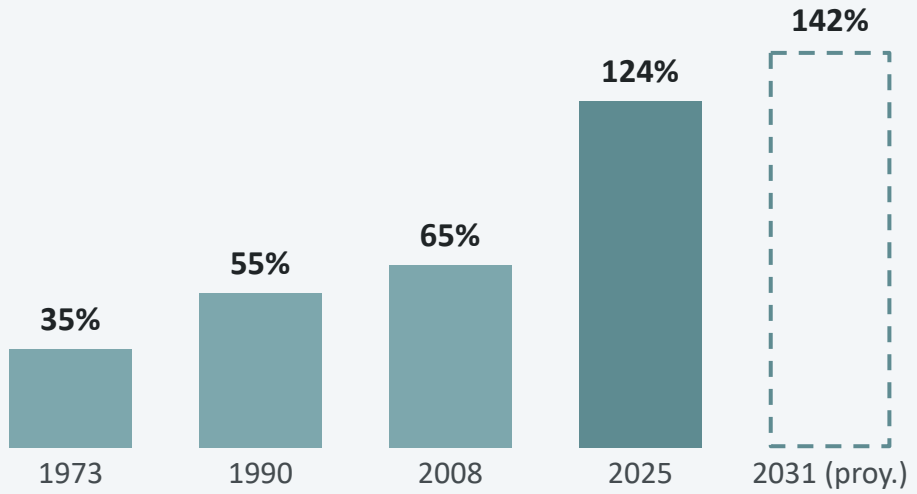
Fuente: Miralta AM, Carta Trimestral 3T 2026 («Age of Scaling»).

MiraltaBank

40 billones de deuda y un billón más cada cinco meses

Un Estado que necesita crecer más de lo que le cuesta su deuda.

DEUDA FEDERAL BRUTA DE EE. UU., % DEL PIB



40 billones $

Deuda federal

124% del PIB; déficit del 6,8% en pleno empleo

> 1 billón $

Intereses (ejercicio 2026)

19% de los ingresos; duplicados desde 2022

9 años

Para doblar de 20 a 40

Los primeros 20 billones tardaron más de dos siglos

5,9 años

Vencimiento medio ponderado

La deuda se reprecia a medida que vence y se refinancia

> **La cuestión no es el impago: es quién compra, a qué precio y con qué consecuencias.**

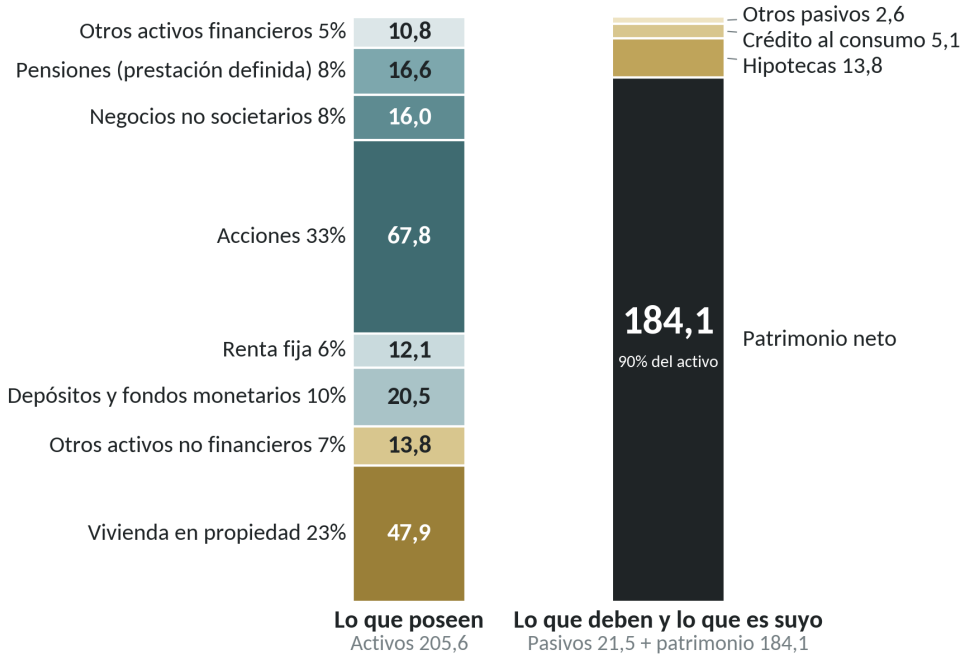
Fuente: Tesoro de EE. UU. (vía Al Jazeera, 20-ago-2026); Treasury Borrowing Advisory Committee; FMI, Fiscal Monitor (abr-2026); Peterson Foundation (sep-2026). Serie histórica: Miralta AM.

MiraltaBank

Arriba de la K: una riqueza hecha de activos

Los hogares de EE. UU. tienen 205,6 billones $ en activos y solo 21,5 en deuda; un tercio del activo son acciones.

BALANCE DE LOS HOGARES DE EE. UU. · BILLONES $



90%

del balance es patrimonio neto: casi no hay deuda detrás

41%

del activo son acciones: el mayor bloque, por delante de la vivienda (23%)

63%

de la riqueza, en manos de los nacidos antes de 1965

6,6%

de la riqueza para los menores de 40; en 1989 era el 12%

Una riqueza que depende del precio de los activos no se puede dejar caer.

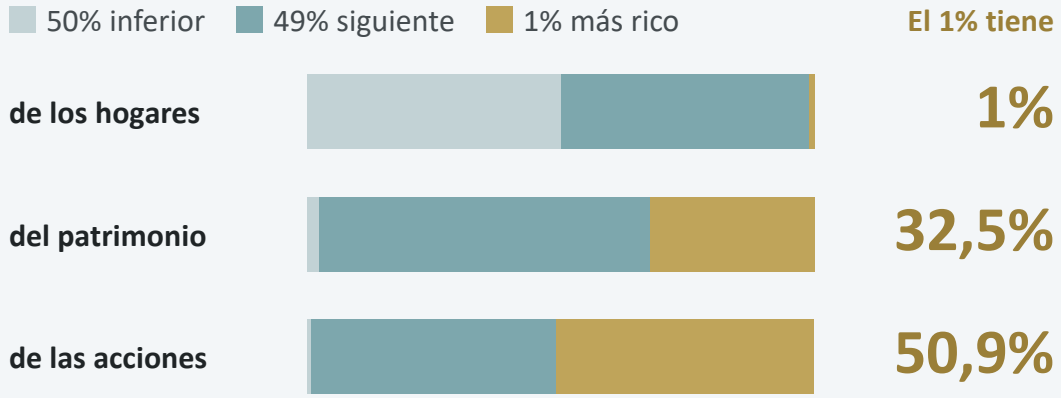
Fuente: Reserva Federal, Z.1 (B.101, 4T 2025) y Distributional Financial Accounts (1T 2026).

MiraltaBank

La mitad de la bolsa es del 1%, y la mueven diez empresas

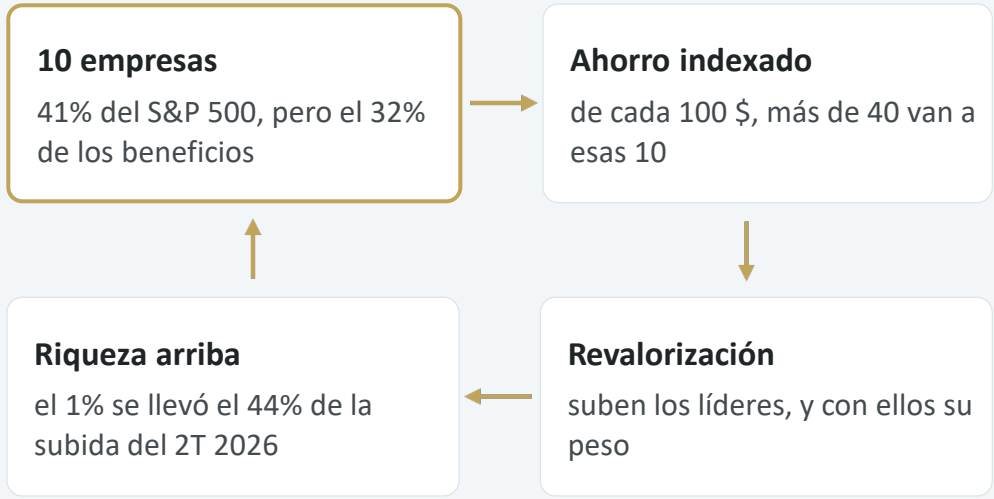
Un bucle que se refuerza mientras los beneficios validen los precios, y que se invierte si no lo hacen.

LA BRECHA · REPARTO ENTRE GRUPOS DE HOGARES, 2T 2026



El 50% inferior, 67,6 millones de hogares, tiene el 2,3% del patrimonio y solo el 0,6% de las acciones.

EL CIRCUITO · UN BUCLE QUE SE REFUERZA



Cuanto más arriba, más bolsa y menos casa: cada subida de la bolsa concentra la riqueza.

Fuente: Reserva Federal, Distributional Financial Accounts (2T 2026) y Z.1; RBC Wealth Management con datos de FactSet (2025). Elaboración propia.

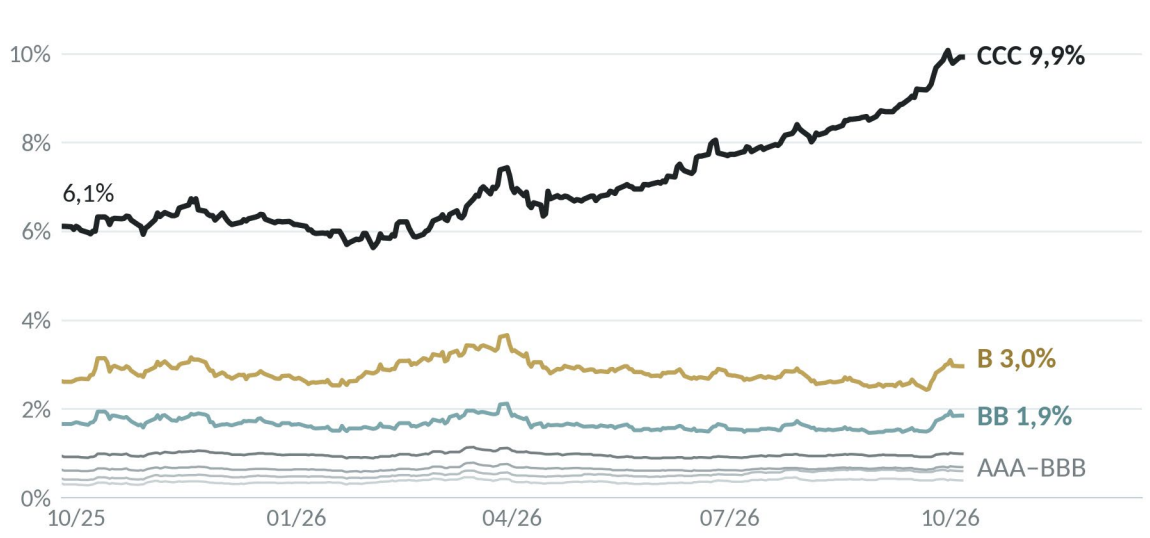
MiraltaBank

Dos precios del dinero: con activos o con flujos futuros

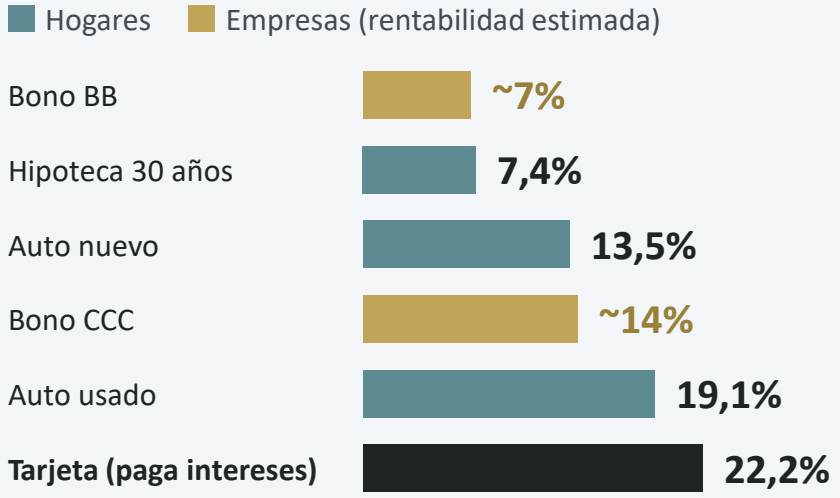
El mercado no encarece el crédito en general: encarece la cola, en las empresas y en los hogares.

EMPRESAS · DIFERENCIAL SOBRE EL TESORO POR RATING, USD (%)

CCC: de 6,1% a 9,9% en un año. BB (1,9%) y B (3,0%), prácticamente planos.



COSTE DE FINANCIARSE, EE. UU. (%)



Préstamos estudiantiles: tipo fijo federal; su problema no es el precio sino la mora, 10,6% del saldo a más de 90 días.

Una familia que financia su tarjeta paga más que una empresa CCC: 22% frente a ~14%.

Fuente: Bloomberg (OAS por rating, USD, sep-2025 a oct-2026); Reserva Federal, G.19 (tarjetas, 2T 2026); hipoteca y autos (fuente a confirmar); Fed de Nueva York (mora, 2T 2026). BB y CCC: rentabilidad aproximada.

MiraltaBank

La seguridad del Estado importa más que los intereses privados

Neomercantilismo: prioriza el fortalecimiento del Estado-nación con intervención, proteccionismo, subsidios y control de recursos.

ESTRUCTURA DE LA DEUDA Y VELOCIDAD DE REPRECIACIÓN, DE LA MÁS LENTA A LA MÁS RÁPIDA

País	Programa de reindustrialización	Vida media	Reprecia en 12 meses	Coste medio	Deuda/PIB	Crec. real
Japón	Estrategia Takaichi: chips, IA, nuclear, robótica	~9 a	**~10%***	~1,1%	206%	0,5%
China	Subsidios industriales: IA, chips, VE, baterías	~8 a	**~12%**	~2,8%	99%	4,3%
Australia	Future Made in Australia: minerales, hidrógeno	~7,5 a	**~17%**	~3,0%	51%	2,1%
España	NextGenerationEU y PERTE: chips, VE, renovables	~7,8 a	**~18%**	~2,3%	101%	2,7%
Alemania	Fondo de 500.000 M€: infraestructura, defensa	~7 a	**~21%**	~1,8%	63%	1,0%
Francia	France 2030 y ley militar: nuclear, defensa, IA	~8,5 a	**~25%**	~1,9%	116%	0,5%
Canadá	280.000 M$ en incentivos: red, nuclear, IA	~7 a	**~29%**	~2,8%	114%	1,7%
Reino Unido	Defence Investment Plan: 298.000 M£	~13 a	**~31%**	~3,4%	103%	1,2%
Italia	Transizione 5.0 y PNRR: industria, energía	~7 a	**~31%**	~3,0%	137%	1,0%
EE. UU.	Aranceles y relocalización: IA, chips, energía	~6 a	**~40%**	~3,4%	124%	2,1%
México	Plan México: nearshoring, autos, chips	~8 a	**~49%**	~8,9%	62%	1,9%
Rusia	Economía de guerra: defensa, energía	~7 a	**~51%**	~9,9%	17%	1,3%
Brasil	Nova Indústria Brasil: minerales, refino	~4,1 a	**~80%**	~12,6%	93%	2,0%

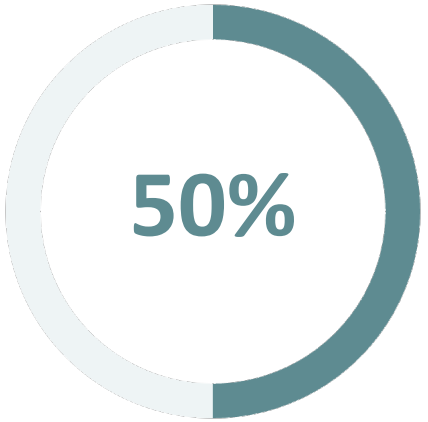
Fuente: Miralta AM, Cuadro 4, a partir de los informes de gestión de deuda de cada Tesoro, BCE/Banco de España, Eurostat y FMI (abr-2026).
* Japón: ~60% si se consolida el banco central. ~ Orden de magnitud. Detalle en notas.

MiraltaBank

La economía y la bolsa, colgadas de la misma apuesta

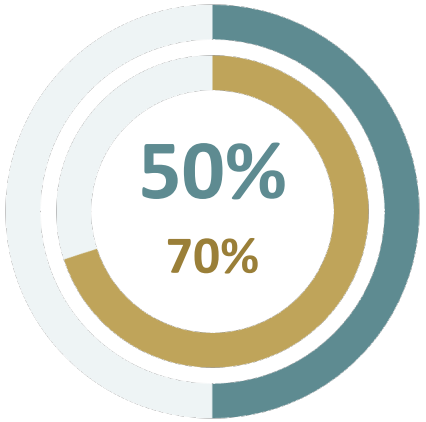
Peso de la IA en el crecimiento, los beneficios y los índices.

CRECIMIENTO



del crecimiento del PIB

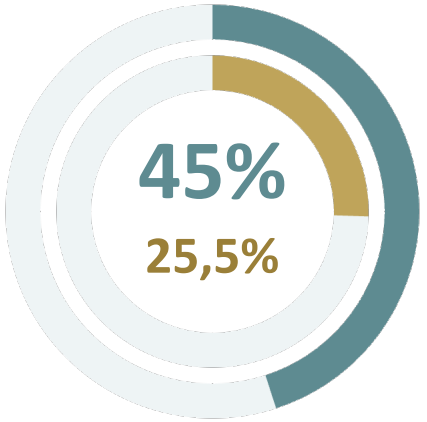
BENEFICIOS



del crecimiento de beneficios

de la subida esperada en 2026

ÍNDICES



del S&P 500

del MSCI World (estim. propia)

Y EL RIESGO PASA AL CRÉDITO

DEUDA LIGADA A LA IA

$450.000 M

emitida en 2026: más del doble que en todo 2025

RENTA FIJA

~20%

del índice investment grade, expuesto al ciclo de la IA

Fuentes: ING, 2T 2026 (medida amplia; 36% neta de importaciones); Charles Schwab (may-2026); The Kobeissi Letter (abr-2026); MSCI World: estimación propia (pesos MSCI a 30-09-2026). Crédito: JPMorgan, Morgan Stanley, BoE.

MiraltaBank

Un mes de desapalancamiento y otra vez a pedir prestado

Complacencia y fragilidad son dos caras de la misma moneda.

MARGIN DEBT, % DEL PIB (IZQ.) · SPY, $ (DCHA.)



MARGIN DEBT, BILLONES $ (IZQ.) · SPY, $ (DCHA.)



INTERANUAL

> 50%

Crecimiento en el año hasta el máximo de junio

CONTRACCIÓN DE JULIO

–$85.000 M

La mayor de la historia. En agosto volvió a crecer

La complacencia describe cómo se siente el sistema; la fragilidad, la financiación construida alrededor de que nada cambie.

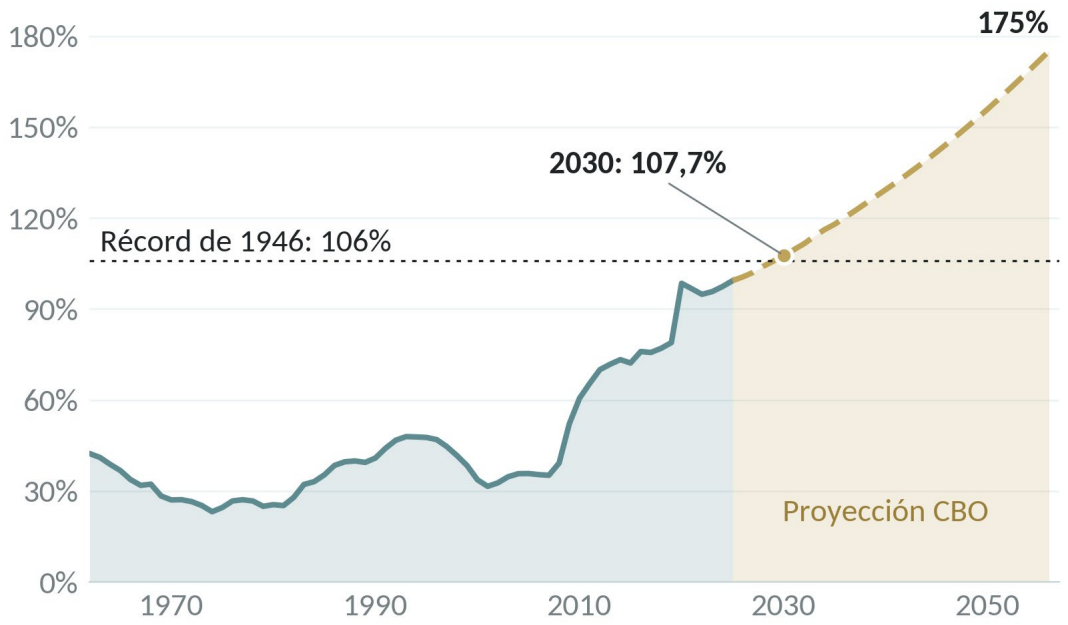
Fuentes: FINRA, Margin Statistics (ago-2026); FRED/OECD, PIB nominal de EE. UU.; Bloomberg (SPY US Equity); Miralta AM, Carta Trimestral 3T 2026.

MiraltaBank

Maquinaria de represión financiera moderna

Compradores cautivos por incentivos: banca y shadow banking.

DEUDA DE EE. UU. EN MANOS DEL PÚBLICO, % PIB



DEUDA PÚBLICA EN BALANCE DE LA BANCA DE LA ZONA EURO



Fuentes: CBO, Budget and Economic Outlook y Long-Term Budget Outlook (feb. 2026); BCE, balance de las IFM (BSI), valores de deuda pública de la zona euro en manos de la banca (ago. 2026).

MiraltaBank

Sin bond vigilantes, por ahora

La duración vuelve a pagar, pero el mercado aún no descuenta estrés fiscal.

CARRY Y ESCENARIOS A UN AÑO · CURVA EE. UU., EN DÓLARES

Tramo	TIR	Duración (años)	Carry + rolldown 12m	Curva −100 pb	Curva +100 pb
5 años	5,06%	4,4	5,15%	+8,8%	+1,6%
10 años	5,24%	7,7	5,45%	+12,9%	−1,4%
30 años	5,56%	14,5	5,50%	+21,5%	−7,4%

Se gana mucho más de lo que se arriesga: la protección se cobra en lugar de pagarse.

POR QUÉ NO SON BOND VIGILANTES

Expectativas de inflación
Estable +6–10 pb en el año

Curva 2–30 años
Se aplana 138 → 58 pb

Subastas
Demanda firme 2,71× de cobertura

Asset swaps
Se estrechan 25 pb en un año

> **Por ahora manda el tipo, no el miedo fiscal.**

Fuentes: U.S. Treasury, Daily Par Yield Curve Rates (28-09-2026); TreasuryDirect, resultados de subasta (10-09-2026). Análisis e hipótesis del equipo gestor; no constituye recomendación de inversión.

MiraltaBank

Un solo tipo para gobernarlos a todos.
¿Quién gobierna al tipo?

QUÉ HA ESCALADO



RECOMPOSICIÓN FISCAL · UN AJUSTE DIRIGIDO

1. **Pasivos sociales:** jubilación, indexación, elegibilidad
2. **Más presión fiscal:** también clase media, vía fiscal drag
3. **Welfare selectivo:** menos universal, más condicionado
4. **Capex estratégico:** defensa, energía, redes, IA
5. **Inflación tolerada:** crecimiento nominal para la deuda
6. **Represión financiera:** ahorro dirigido a deuda pública

El ajuste no cae igual sobre todos los balances: austeridad distributiva + inversión estratégica + crecimiento nominal + canalización del ahorro.

Entender el riesgo y la regulación para generar alfa estructural en este nuevo orden.