



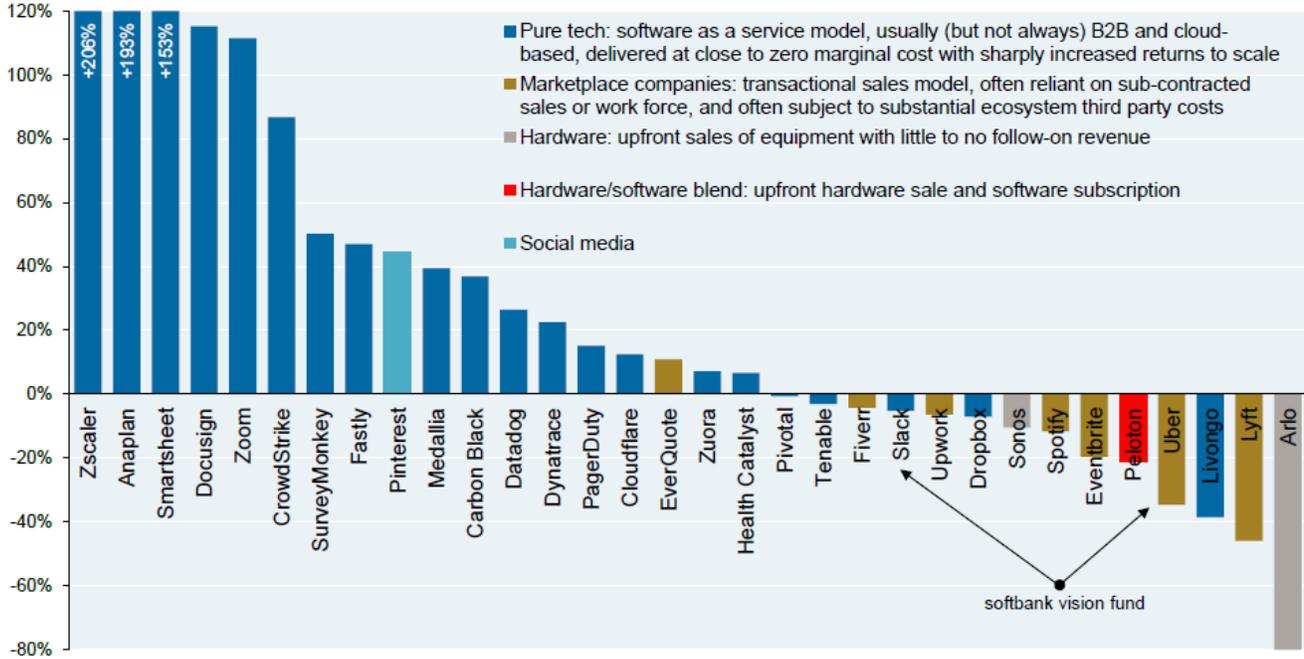
**Temas: OPVs de compañías tecnológicas estadounidenses; aumenta el riesgo del trumpismo, ahora que China ya no es bienvenida en Washington DC; análisis de las políticas progresistas que propone el Partido Demócrata en vista de la subida de la Senadora Warren en las encuestas.**

Recientemente, las dificultades experimentadas por algunas compañías tecnológicas estadounidenses en OPVs han generado titulares. **Lo que se pierde entre tanto ruido** es que, como mostramos en el gráfico siguiente, la mayoría de las OPVs de compañías tecnológicas son un éxito. En general, las que sufren dificultades son compañías “tecnológicas tangenciales”, que se incluyen en la categoría de tecnológicas en general pero que no son empresas tecnológicas puramente dichas. Muchas de las compañías en el lado derecho del gráfico también suspenden el sencillo “test del 40%”, que mide la suma del crecimiento de la facturación y los márgenes de flujos de caja libres (en el caso de Uber, Arlo, Eventbrite y Pivotal, el test del 40% arroja un resultado negativo, y para Zuora y Upwork una cifra positiva pero inferior al 20%).

**¿Qué falla en las OPVs tecnológicas de 2018 y 2019?**

**No mucho, siempre que lo que se compre sea una compañía tecnológica real**

Resultados en relación con el precio de la OPV (o precio al que comienzan a cotizar las compañías)



Fuentes: Bloomberg, datos financieros de las compañías, Stratechery.com, J.P. Morgan Asset Management. 4 de octubre de 2019. Las compañías anteriores se muestran únicamente a efectos ilustrativos. No debe interpretarse su inclusión como recomendación de compra o de venta. La utilización de las compañías anteriores no constituye en ningún caso una recomendación de los servicios de gestión de inversiones de J.P. Morgan Asset Management.

Comentarios adicionales sobre las OPVs y el sector tecnológico:

- **Desde el año 2010, la inversión diversificada multisectorial en OPVs no ha ofrecido resultados muy positivos para los inversores.** El último estudio <sup>1</sup> que hemos leído utiliza dos enfoques. El primero es una cartera con 200 acciones provenientes de OPVs, que compra acciones en cada nueva OPV, financiadas con la venta de las que han obtenido los peores resultados. Desde 2010, su rendimiento relativo ha sido plano respecto al mercado. El segundo analiza el rendimiento relativo de las OPVs desde 2010, asumiendo un plazo de tenencia de dos años. El rendimiento *mediano* de las OPVs ha estado un 20% por debajo del mercado. Las rentabilidades *medias* han sido mejores, pero tan sólo igualan a las rentabilidades del mercado, beneficiándose del 2% de OPVs que obtuvieron rentabilidades superiores al 200%. Las rentabilidades inferiores de las OPVs
- pueden atribuirse al sector sanitario, el que más emisiones ha realizado y peores resultados ha obtenido en todo el mercado de OPVs estadounidense desde 2010.

<sup>1</sup> "What Matters for IPOs", Goldman Sachs Global Strategy Paper, 4 de septiembre de 2019

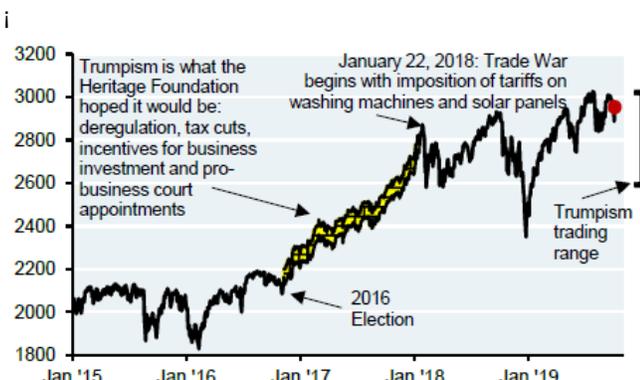


- Aunque no está relacionado directamente con el gráfico anterior, creo que merece la pena señalar el frenazo en las mejoras de la capacidad de procesamiento de los ordenadores según la llamada **Ley de Moore**, hasta representar tan sólo un pequeño porcentaje de mejoras por cada año, y que desde 2004 no se ha logrado ninguna mejora en la velocidad de los microprocesadores. Los componentes podrían haber alcanzado dimensiones atómicas, que actualmente actúan como límite natural que impide cualquier mejora adicional, al haber llegado a su fin el fenómeno conocido como la escala de Dennard.

## Noticias sobre la guerra comercial; China agota la hospitalidad de Washington DC

Como escribimos en el artículo de *Eye on the Market* de principios de septiembre, creemos que en la actualidad, gracias a lo que conocemos como *trumpismo*, los mercados de renta variable estadounidenses están atrapados dentro de un rango de valoraciones, y que la parte superior de este rango está en torno a 3.000 en el índice S&P 500. Las últimas noticias sobre la guerra comercial incluyen las propuestas del Senador Rubio de obligar a salir de bolsa a las compañías chinas que no cumplan la normativa contable y de valores estadounidense (que es lo habitual: a modo de ejemplo, la falta de implementación efectiva del acuerdo de 2013 que permitía a los reguladores estadounidenses solicitar documentos de trabajo de auditoría en China), y una propuesta de prohibir que los planes de pensiones federales inviertan en productos con exposición a China. Llegados a este punto, es posible que el gráfico más importante sobre la guerra comercial sea el segundo que exponemos a continuación. Han transcurrido casi dos décadas desde que China se incorporó a la Organización Mundial del Comercio, pero sigue siendo el país más mercantilista del mundo, con pocos amigos en Washington en ambos lados del espectro político, y muchos detractores en el sector privado también. Por ahora, el mejor resultado que podemos imaginar sería un acuerdo muy limitado basado en el comercio agrícola mutuamente beneficioso, especialmente teniendo en cuenta que China está considerando la liberación estratégica de sus reservas de carne de cerdo congelada tras la muerte de 100 millones de cerdos.

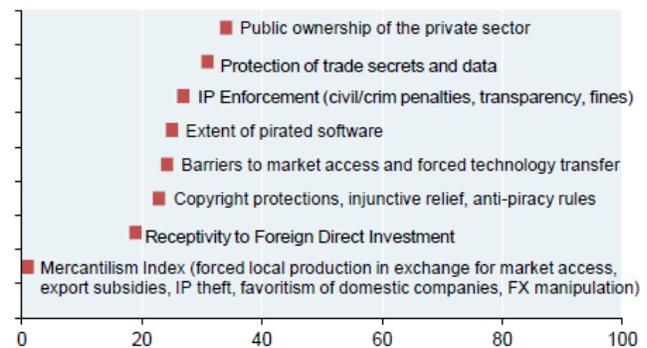
### Goodbye Yellow Brick Road: El trumpismo muestra su verdadera cara a los inversores, nivel del índice S&P 500



Fuente: Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management. 4 de octubre de 2019.

### China: El país más mercantilista del mundo

Índice, 0= más mercantilista



Fuentes: OCDE, BSA, GIPC, ITIF, Fraser Institute, J.P. Morgan Asset Management. 2019.

La semana pasada, la OMC autorizó a Estados Unidos la aplicación de aranceles sobre ciertos productos europeos para compensar las subvenciones contrarias a derecho que Airbus recibió de la UE. El Representante de Comercio estadounidense ha indicado que comenzarán a imponer aranceles el 18 de octubre, de un 10% sobre los aviones a reacción, y del 25% sobre el whisky, el vino y el queso. El importe máximo de los bienes que pueden sujetarse a arancel es muy bajo (7.500 millones de dólares), pero podría provocar represalias por parte de la UE.

Por otro lado, está aumentando el efecto de la guerra comercial, como indica la debilidad de las encuestas manufactureras y de la confianza de los consejeros delegados en Estados Unidos, la falta de crecimiento de los beneficios empresariales estadounidenses en el segundo y tercer trimestre, la caída del capex transfronterizo a nivel global y de la actividad de fusiones y adquisiciones. El capex estadounidense también se ha debilitado, pasando de un crecimiento del 5,5% a cerca del 2%, pero esto parece reflejar más el efecto negativo de la producción de aeronaves de Boeing y la caída del número de plataformas en el sector petrolífero. Hasta ahora, el consumo estadounidense y los servicios relacionados se están manteniendo mucho mejor (ventas de vehículos, ventas minoristas, empleo, confianza, etc). No obstante, **Trump está**



**jugando con fuego en este aspecto, ya que la brecha entre ambos sectores no puede mantenerse indefinidamente.** De hecho, la semana pasada se produjo una caída de la encuesta del sector servicios estadounidense, que podría ser un signo de que se empieza a cerrar el diferencial. Esperamos un ligero rebote del crecimiento y de los beneficios en los próximos meses, evitando la recesión, pero se seguirá manteniendo el rango de negociación del *trumpismo* que mostramos en la página anterior.

**Los servicios se mantienen, la producción manufacturera cae**  
**50+ = expansión**



Fuente: Markit PMI, Bloomberg. Junio de 2019.

**Optimismo de los consumidores, mientras los consejeros delegados están reduciendo su nivel de optimismo**

Índice, 1985 = 100, media móvil a tres meses  
 50+ = perspectivas positivas

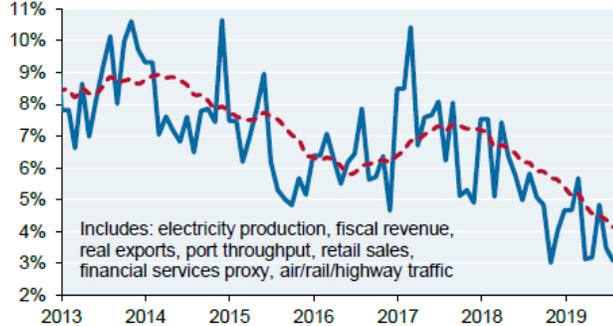


Fuente: Japan MTBA, Cornerstone Macro, Bloomberg. Junio de 2019.

Las encuestas empresariales europeas muestran más debilidad que en Estados Unidos, debido a su mayor dependencia de las exportaciones. En **China**, el dato de crecimiento a un año ha caído del 7% en enero de 2018 a tan sólo el 4% en agosto de 2019.

**Seguimiento de actividad en China**

y/y %



Fuente: Bank of America Merrill Lynch. Agosto de 2019.

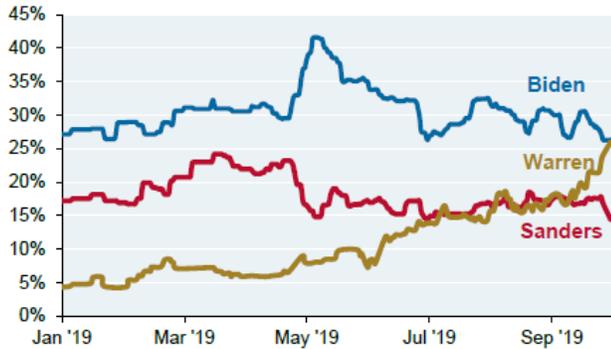


**Senadora Warren: Demócratas progresistas contra el status quo**

En vista de la subida de la Senadora Warren en las encuestas y en los mercados de apuestas, creemos que ha llegado el momento de analizar las propuestas de esta Senadora y de otros candidatos cuyas ideas también podrían acabar adoptándose si la primera fuera elegida Presidenta.

**Encuestas de candidatos Demócratas a las elecciones presidenciales de 2020**

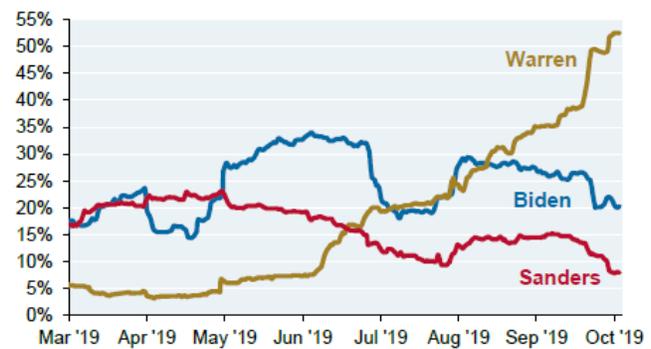
% de encuestados a favor



Fuente: Real Clear Politics. Octubre de 2019.

**Probabilidades reflejadas en apuestas sobre candidatos Demócratas a las elecciones presidenciales de 2020**

% de posibilidades de obtener la nominación



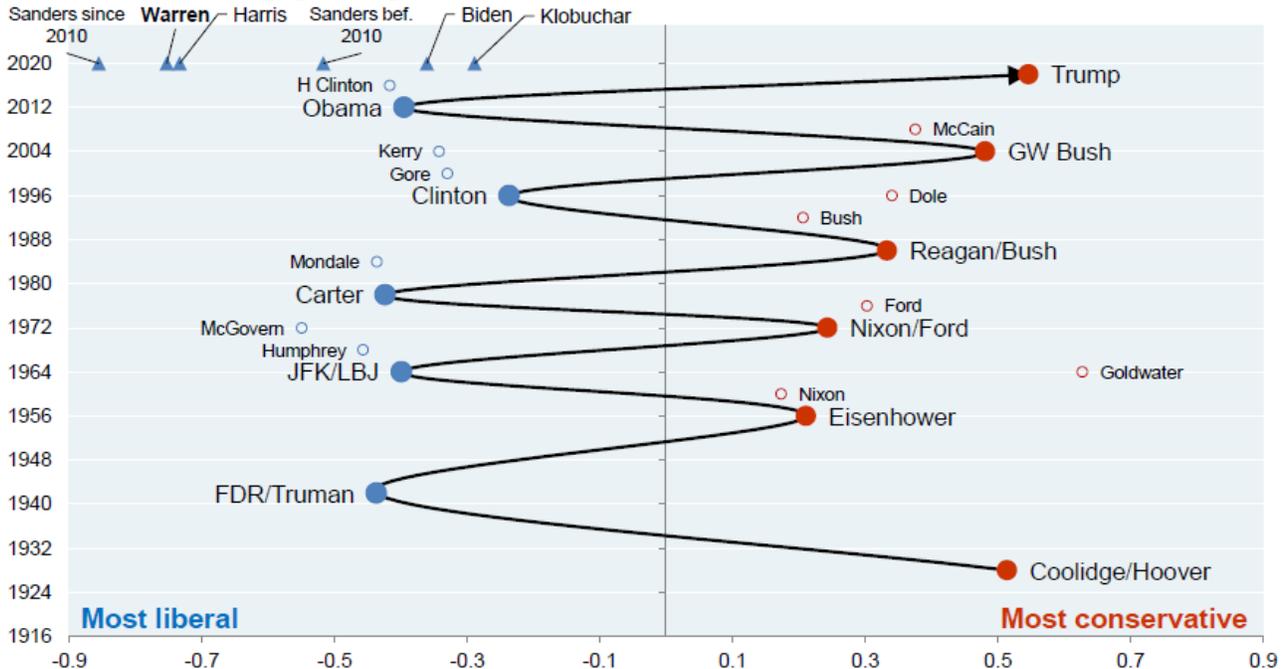
Fuente: Real Clear Politics. Octubre de 2019.

En las próximas páginas hemos incluido algunos gráficos y tablas que analizan estas políticas. Este ejercicio funcionará a modo de “test Rorschach” político: a algunos les gustará la mayoría de las cosas que ven, y a otros no. Una cosa está clara: la amplitud de las actuales propuestas progresistas está en línea con el gráfico que mostramos por primera vez el pasado mes de diciembre. **En un espectro político derivado empíricamente, la Senadora Warren ocupa un lugar considerablemente más a la izquierda que los Presidentes Demócratas del siglo XX, y también a la izquierda de los otros candidatos Demócratas a la Presidencia.**

**Ideología política de gobiernos presidenciales, y análisis de cara a las elecciones de 2020**

Puntuación de Progresistas-Conservadores de UCLA Voteview, derivadas del histórico de votaciones en el congreso

Círculos con relleno = cifras agregadas de gobiernos, círculos en relleno = puntuación de candidatos que perdieron las elecciones



Fuente: Base de datos de votos en el Congreso de Voteview, JP Morgan Asset Management. 2019. Ver página 13 para obtener más detalles sobre cómo se elaboró este gráfico, incluyendo una lista de políticos con históricos de votaciones en el Congreso incluidos en la puntuación agregada de cada gobierno.



## Análisis de políticas progresistas

La siguiente tabla detalla las propuestas progresistas sobre fiscalidad, el sector empresarial, empleo, energía, sanidad, inversión y deuda estudiantil, la mayoría propuestas por la Senadora Warren. En las páginas 6 a 13 analizamos algunas de ellas con más detalle. Para que se adopten muchas de estas propuestas, los Demócratas no sólo deberán tomar el control del Senado además de la Casa Blanca, sino que *además*, el nuevo Líder de la Mayoría del Senado tendría que estar de acuerdo en presentar estas propuestas, *y además* los Demócratas tendrían que acabar con el discurso dilatorio o *filibuster* de sus oponentes. No obstante, teniendo cuenta los precedentes recientes (acciones unilaterales del Presidente Trump sobre temas medioambientales, comerciales y relativos a las fronteras), podrían intentar aprobar algunos de ellos a través de la acción del ejecutivo y la regulación, eludiendo al poder legislativo.

Progressive Democratic Agenda		
Taxation	Corporate	Labor
Double capital gains tax rate on earners over \$1mm	Curb or prohibition on stock buybacks (see p.6)	Ban on state 'right to work' laws, 'fair share' fees to allow unions to collect fees from non-members
Eliminate step-up in basis on death	Break up big banks, reverse Trump dereg. on capital/liquidity, impose financial transaction taxes	Eliminate secret ballots in worker union elections
Tax unrealized capital gains (see p. 8)	Break up big tech, reinstate Net Neutrality	Worker election of 40%+ of board members (co-determination)
Treat cap gains and dividends as ordinary income for tax purposes	Federal charter required by public companies with revenues >\$1bn, must produce "material public benefit"...	Industry-level sectoral bargaining
Wealth tax of 2% over \$50mm	...and "material positive impact on society" to obtain charter from Dep't of Commerce	Reduced classification of independent contract workers
Top estate tax rate of 77%	"Office of US Corporations" and State Attorney Generals can sue to revoke charters	Penalties for Federal contractors with gender pay disparities
New payroll tax of 12.4% > \$250k in income	Political expenditures subject to 75% approval by all shareholders	NLRB penalties on companies and executives for violating worker rights and wrongful termination
Eliminate corporate tax cuts, surtax on corporate profits over \$100mm (see p.7)	Private equity firms must guarantee repayment of debt and pensions of acquired companies	Increased protections for striking workers
Healthcare	Energy	Student debt
Medicare for All with no deductibles or copays	Ban hydraulic fracturing on private land and fracturing/drilling on federal land (see p. 9)	Reduce student debt for 95% of Americans with student debt (45 million people)
Ban private health insurance	Ban fossil fuel exports, no new nuclear power plants	Wipe out student debt entirely for 75% of students with debt
Drug price caps, gouging penalties, and reimportation allowances	Repeal traditional energy friendly tax provisions	Universal free public college education
Allow HHS to manufacture/sub-contract generic drugs	\$1 trillion over 10 years to subsidize transition to 100% clean energy	Estimated cost = \$955 billion

Fuente: Cornerstone Macro Research, CNBC, warren.senate.gov. 2019.



## Redistribución, riesgos sectoriales de los mercados de renta variable y prohibición de las recompras de acciones

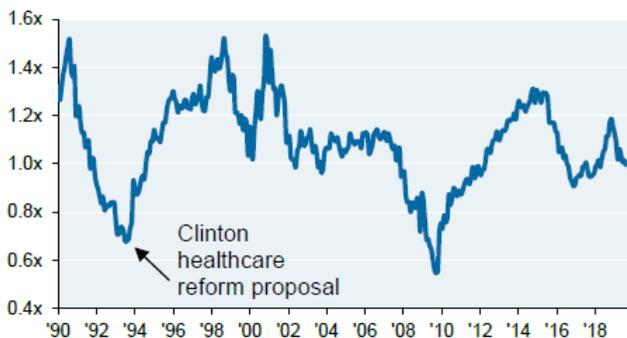
Antes de analizar en detalle las propuestas, haremos un breve comentario sobre la **redistribución**. No creemos que la redistribución sea inherentemente positiva o negativa para la economía; depende de muchos factores, como el efecto de la subida de los tipos fiscales en la propensión a la inversión y al consumo en distintos niveles de renta, la eficiencia con la cual el gobierno federal asigne los ingresos fiscales a programas productivos o improductivos, el efecto de la redistribución en el sentimiento de los consumidores e inversores, y el grado en el que los objetivos de financiación del gobierno federal se vean afectados/desviados por cambios en el comportamiento de las empresas o de las personas físicas. Aun así, sí que creo que cuanto más amplia sea la intención redistributiva, mayor probabilidad hay de que afecte negativamente al sector privado de formas imprevistas. En nuestro [análisis de los países nórdicos](#) de junio de 2019, encontramos que, según algunos parámetros, los países nórdicos favorecen aún más a las empresas que Estados Unidos, que su sistema fiscal depende principalmente de impuestos al consumo (IVA) y gastos de Seguridad Social para financiar los derechos sociales; y que sus sistemas sanitarios generalmente exigen tanto copagos como franquicias para sufragar su coste. **En otras palabras, hasta los países más progresistas necesitan un sector privado dinámico e incentivos para que sus ciudadanos inviertan en nuevas empresas y proyectos de capital si quieren permitirse el lujo de la redistribución.**

**Implicaciones para los distintos sectores de los mercados de renta variable:** cuando pensamos en los posibles efectos de **una victoria de los Demócratas**, parece que los mayores riesgos a las valoraciones los sufrirían los siguientes sectores, en orden alfabético: bancos (de tamaño grande y mediano), biotecnología, energía, exploración y perforación, química, proveedores de servicios/pagadores del sector sanitario, productos farmacéuticos de marca y financiación especial/de consumo. En lo que respecta al sector **sanitario**, aunque ya se ha descontado gran parte del sentimiento negativo, muchas de las propuestas se basan fundamentalmente en eliminar las rentas del sector privado en el sector sanitario, por lo que podríamos contemplar un riesgo bajista adicional, dependiendo de los detalles finales de las políticas adoptadas.

Aunque hay pocas pruebas de que las compañías hacen recompras de acciones en lugar de contrataciones o capex, parece generalizado el apoyo de los Demócratas progresistas a **la restricción o incluso prohibición de las recompras**. El gráfico de la derecha muestra los sectores que más dependen de las recompras como aportación a las rentabilidades de los inversores.

**S&P 500 sector sanitario versus valoraciones del S&P 500**

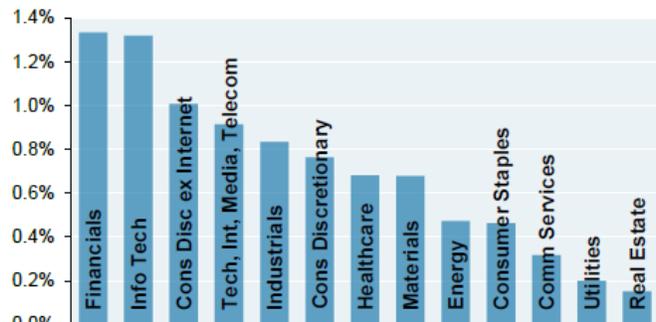
Ratio de múltiplos PER



Fuente: Bloomberg. 4 de octubre de 2019.

**Rendimiento trimestral por recompras por sector del S&P 500**

% de capitalización bursátil objeto de recompras, media a 4 trimestres



Fuente: RBC Capital Markets. Octubre de 2019.

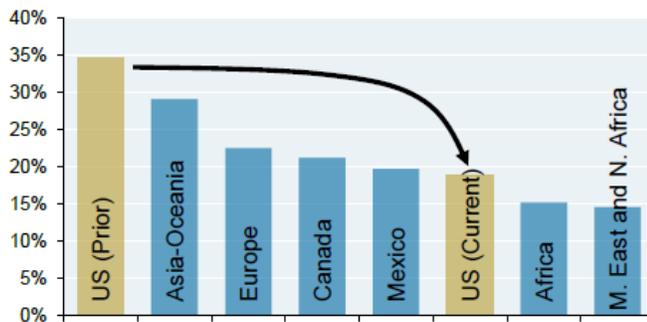
## Derogación de la ley del impuesto de sociedades de 2017 e impuestos adicionales sobre las empresas

En 2016, Estados Unidos tenía el tipo fiscal efectivo marginal más alto del G-7 y de los 34 países de la OCDE. La ley fiscal de 2017 redujo los tipos fiscales estadounidenses aplicables a las sociedades a donde estaban antes: más altos que la mayoría de los países desarrollados y en vías de desarrollo.

**En el pasado, la reducción de los tipos del impuesto de sociedades también estaba en la agenda política Demócrata.** La Comisión Bipartidista para la Reforma Fiscal creada por el Presidente Obama en 2010 propuso cambiar a un sistema territorial (comparado con el actual sistema de renta mundial), como lo hizo el Consejo de Exportaciones del Presidente, el Consejo Manufacturero del Presidente y el Consejo de Empleo del Presidente. La Comisión Fiscal escribió que “el sistema actual coloca a las empresas de Estados Unidos en desventaja competitiva frente a sus competidores extranjeros. Debería adoptarse un sistema fiscal territorial para poner a Estados Unidos en línea con otros países, nivelando el campo de juego”. **Pasar a defender subidas del impuesto de sociedades<sup>2</sup> marcaría un cambio de opinión sobre la economía en el Partido Demócrata.**

### Tipo fiscal efectivo marginal

%, fiscal efectivo sobre nueva inversión en manufactura y servicios

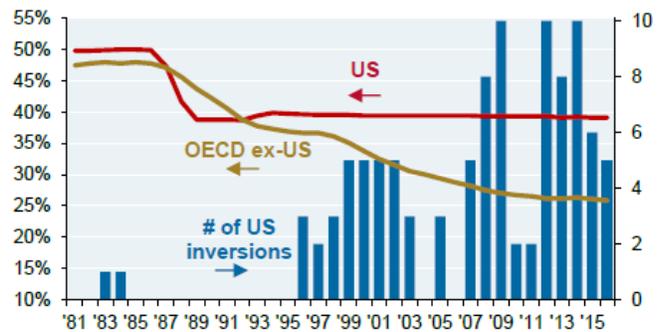


Fuente: University of Calgary School of Public Policy, Mintz & Bazel. Los tipos fiscales sobre las sociedades se perderán en función del PIB. 17 de diciembre de 2017.

### Tipos fiscales y expatriaciones de beneficios

Tipo del impuesto de sociedades

Número de iexpatriaciones en Estados Unidos



Fuente: Mercatus Center at George Mason University. 2016.

En lo que se refiere a su **efecto en los mercados**, las bajadas del impuesto de sociedades impulsaron los beneficios del S&P de forma puntual en un 8%-10% en 2018. Se asumimos un múltiplo de 17,5 veces, la derogación de las bajadas del impuesto de sociedades<sup>3</sup> podría por si solo reducir el valor razonable del S&P 500 por el mismo importe. Esto asume la derogación completa de las bajadas de impuestos, pero no incluye las propuestas de la Senadora Warren de imponer un impuesto adicional puntual del 7% sobre los beneficios superiores a 100 millones de dólares para financiar la transición a las energías renovables. Los sectores que más se beneficiaron de las bajadas de impuestos en términos de la caída de sus tipos fiscales efectivos fueron los de servicios de comunicaciones, consumo discrecional y financiero.

Desde la perspectiva de **la financiación empresarial**, la ley de 2017 redujo los incentivos para la expatriación de beneficios por parte de las empresas, reduciendo el diferencial fiscal con el resto de la OCDE. Además, las compañías estadounidenses que ya habían expatriado sus beneficios sufrieron con la nueva ley. La derogación de la ley de 2017 podría tener como consecuencia una nueva subida de las

<sup>2</sup> **Impuesto sobre las transacciones financieras:** Un profesor de la Universidad de Georgetown ha publicado un artículo que pueden leer si están interesados en el tema. Sus conclusiones principales apuntan al escaso éxito que a menudo han tenido los impuestos sobre las transacciones financieras (que a menudo han sido derogados) en otras jurisdicciones, debido a cambios de ubicación (se obtienen muchos menos ingresos de los previstos); además, generalmente se tiende a repercutir los costes a los consumidores, contribuyentes e inversores, en lugar de que sean absorbidos por el sistema financiero. Fuente: “*Financial transactions taxes: A tax on investors, consumers and taxpayers*”, James Angel, Universidad de Georgetown, 2019.

<sup>3</sup> La derogación total de las bajadas de los impuestos sobre las sociedades haría que los tipos volvieran al 35%, y asimismo reduciría la base del impuesto de sociedades, dado que la ley de 2017 la amplió a través de limitaciones del gasto de intereses. Un incremento hasta el 28% sin cambios en la base podría resultar similar desde un punto de vista económico a una derogación completa.



expatriaciones de beneficios; en el gráfico anterior se muestra el histórico. Como recordatorio, antes de la nueva ley fiscal, ninguna compañía extranjera expatriaba sus beneficios hacia Estados Unidos, una señal de la falta de competitividad del sistema fiscal aplicable a las empresas estadounidenses.

### **“Tratar el patrimonio como el salario”: El gobierno federal podría gravar las ganancias de capital no realizadas cada año.**

Dado que la propuesta de un impuesto de patrimonio de la Senadora Warren podría ser objeto de impugnación constitucional (que comentamos en este [artículo](#)), no me sorprendería que su campaña acabase adoptando la propuesta del Senador Wyden (Demócrata del Estado de Oregón, miembro del Comité de Financiación del Senado) para gravar las ganancias de capital no realizadas existentes y futuras con carácter anual. Esto es lo que necesitan saber sobre la propuesta que llaman “Tratar el patrimonio como el salario”

- Todas las ganancias de capital se gravarían como renta ordinaria;
- Los contribuyentes con mayor patrimonio tendrían que aplicar las “**normas contables anti-diferimiento**” que gravan las ganancias y las pérdidas sobre valores negociados en mercados cotizados según el criterio *mark-to-market*, mientras que los activos no negociables se gravarían de forma retroactiva;
- ¿Quién es “rico” a estos efectos? Cualquiera que tenga rentas por encima de 1 millón de dólares o activos por encima de 10 millones de dólares durante tres años consecutivos, ajustándose anualmente las cifras para reflejar la inflación;
- ¿Qué activos cuentan para calcular el umbral? Efectivo, acciones, participaciones, bonos, futuros, opciones y otros derivados; inmuebles; patentes adquiridas, derechos de copyright y activos intangibles; y también bienes coleccionables;
- ¿Cómo funcionan estas normas para los valores negociables? Los impuestos sobre las ganancias no realizadas (o la deducción de las pérdidas) se pagan (o reciben) con carácter anual. El valor *mark-to-market* al cierre del ejercicio establece la base imponible del activo para el año siguiente;
- ¿Cómo funcionan las normas para los activos no negociables? La propuesta reconoce las complejidades administrativas de una valoración anual de activos no negociables, respecto de los cuales no se dispone de ningún precio de mercado<sup>4</sup>. En su lugar, los contribuyentes quedarían sujetos a un **cargo retroactivo** cuando vendan el activo, con el objeto de eliminar el beneficio de diferir el impuesto. Un enfoque posible sería un interés sobre el impuesto diferido, similar a las penalizaciones aplicadas a los contribuyentes que presentan tarde sus declaraciones;
- Exenciones: Los primeros 2 millones de dólares de la primera y segunda residencia no contarían a efectos de calcular el umbral de activos de 10 millones de dólares, y quedarían exentos del cargo retroactivo. También quedarían exentos los primeros 5 millones de dólares del valor combinado de explotaciones agrícolas familiares. Adicionalmente, los primeros 3 millones de dólares de la cuenta de ahorro para la jubilación tampoco contarían a la hora de calcular el umbral de 10 millones de dólares, y ninguna cantidad de ninguna cuenta de ahorro para la jubilación quedaría sujeta a la valoración *mark-to-market* o a cargos retroactivos;
- ¿Serían de aplicación las normas de valoración *mark-to-market* y la retroactividad a las ganancias de capital no realizadas **actuales**? Si. Todas las ganancias de capital, incluso las devengadas antes de la aprobación de esta propuesta, se verían afectadas por la valoración *mark-to-market* al cierre del ejercicio y a los cargos retroactivos. Dado que esto podría dar lugar a obligaciones fiscales muy altas el primer año, la propuesta incluiría normas de transición que permitirían a los contribuyentes pagar el impuesto a lo largo de varios años;
- En el caso de entidades en régimen de atribución de rentas o *pass-through entities*, las normas serían de aplicación a nivel de socios o de accionistas. La entidad sería responsable de comunicar la proporción de ganancias/pérdidas *mark-to-market* y los cargos retroactivos. Las normas no resultan de obligación a las

---

<sup>4</sup> El organismo progresista Institute on Taxation and Economic Policy ha ideado cómo gravar el inmobiliario no negociable según un impuesto de patrimonio anual. La ley creadora del impuesto de patrimonio federal podría indicar que, siempre que el contribuyente impugne la valoración del inmueble realizada por la Hacienda Pública, el Departamento del Tesoro proporcionaría la tasación propuesta por el contribuyente a cualquier entidad de carácter estatal o local, que podría **expropiar** el inmueble a ese precio, que sería el “justo precio”. **Sí, realmente escribieron esto.**



llamadas *C corporations* (similares a las sociedades anónimas) que cotizan en bolsa, pero la propuesta reconoce que el plan tendrá que incluir normas que impidan a los contribuyentes utilizar *C corporations* no cotizadas para eludir las normas;

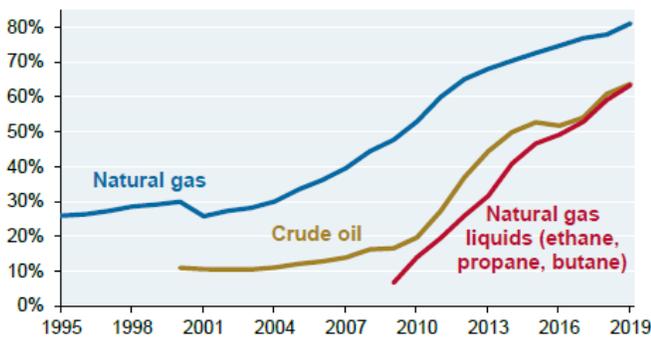
- Al contrario que el impuesto de patrimonio de la Senadora Warren, el plan del Senador Wyden funciona dentro del marco del sistema fiscal actual. Aunque es posible que se impugne ante los tribunales, cuestionando que las ganancias no realizadas realmente constituyan “renta” imponible, el código fiscal actual ya impone fiscalidad *mark-to-market* sobre algunas ganancias no realizadas. Ejemplos de ello incluyen fiscalidad *mark-to-market* sobre ciertos contratos de derivados en virtud de la sección 1256, contabilidad *mark-to-market* para los corredores de bolsa en virtud de la sección 475, y el “*exit tax*” sobre los expatriados en virtud de la sección 877A. De forma similar, existe un precedente del cargo retroactivo sobre activos no negociables en las normas sobre excesos de distribuciones a compañías de inversión extranjera pasiva en virtud de la sección 1291. Al utilizar un cargo retroactivo sobre las ganancias de activos no negociables, la propuesta de Wyden evitaría asimismo muchas de las complejidades del plan de la Senadora Warren, que exigiría una valoración anual de estos activos.



## El efecto de la prohibición inmediata de la fractura hidráulica (*fracking*)

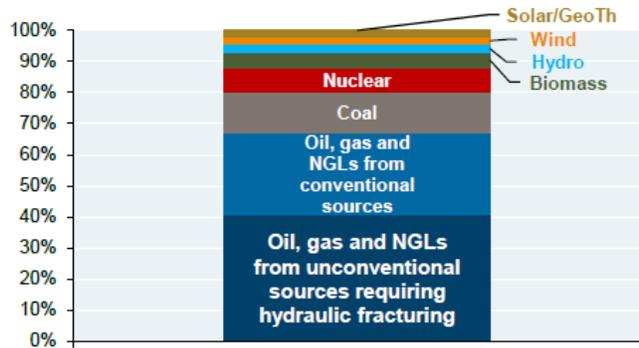
La fractura hidráulica representa actualmente entre 60% y el 80% de la producción estadounidense de petróleo, gas natural y gas natural licuado. Por ello, el petróleo y gas producido internamente derivado del *fracking* también representa el 40% del consumo total de energía primaria en Estados Unidos. Aunque la generación de energías renovables está creciendo en Estados Unidos, no lo está haciendo a ritmo suficiente como para abandonar inmediatamente el petróleo y el gas derivado de la fractura hidráulica, teniendo en cuenta los objetivos estadounidenses de dismantelar plantas de carbón y centrales nucleares antiguas, y de reducir la dependencia del petróleo extranjero. A falta de una red eléctrica nacional interconectada y de almacenamiento barato de la energía (ver el sexto gráfico a continuación), el gas natural es un complemento esencial de las intermitentes energías renovables.

**Porcentaje de la producción estadounidense de petróleo y gas derivada de la fractura hidráulica**



Fuente: EIA, Departamento de Energía estadounidense, J.P. Morgan Asset Management. 2019.

**La fractura hidráulica representa el 40% del consumo total primario de energía en Estados Unidos**



Fuente: EIA, BP, Sociedad de Ingenieros del Petróleo, S&P Platts, J.P. Morgan Asset Management. 2018.

**Déficit neto de energía de Estados Unidos, en dólares**  
Importaciones de energía -exportaciones energía, % del PIB



Fuente: Oficina de Análisis Económico, Haver Analytics, J.P. Morgan Asset Management. Primer trimestre de 2019.

**Déficit neto de energía de Estados Unidos, en términos de energía**

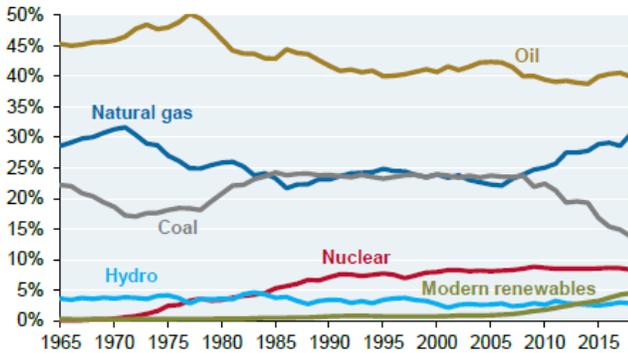
Importaciones netas de petróleo, gas natural y carbón en millones de toneladas de equivalente del petróleo



Fuente: EIA, J.P. Morgan Asset Management. 2019.

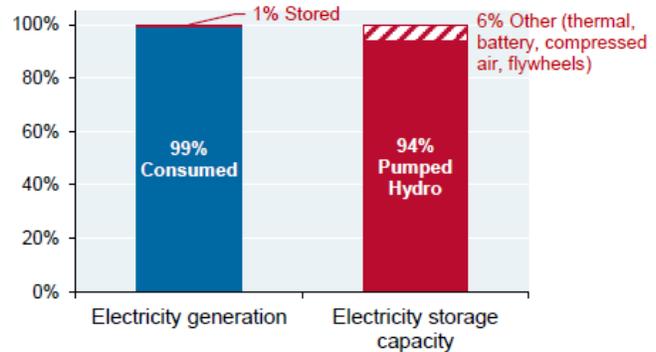


### Fuentes de consumo primario de energía en Estados Unidos



Fuente: BP Statistical Review of World Energy. 2019.

Tan sólo un 1% de la generación de electricidad estadounidense se almacena, y la mayoría lo hace mediante almacenamiento hidráulico por bomba, un sistema de hace décadas

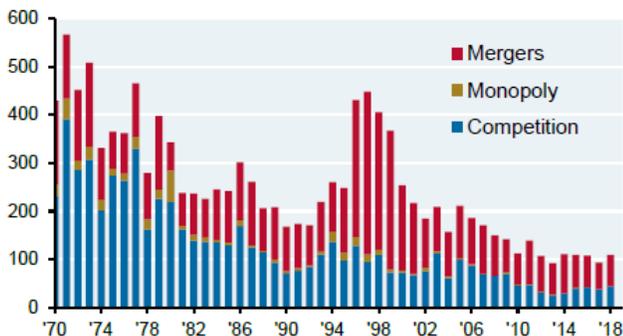


Fuente: EIA, EPA, J.P. Morgan Asset Management. 2018.

### Competencia y el sector tecnológico

Hay un debate muy activo sobre si los gigantes tecnológicos están afectando negativamente a los consumidores, y/o si están teniendo efecto negativo en sus potenciales competidores. No vamos a debatir esto ahora<sup>5</sup>. La tabla siguiente muestra que, tras 50 años de reducción de las investigaciones iniciadas por las autoridades de competencia (especialmente en el sector tecnológico), muchos políticos actualmente creen que la respuesta a una o ambas de las preguntas anteriores es "sí". En la medida en que esto afecte negativamente al sector tecnológico, podría también tener un efecto negativo en los inversores, dado que el sector tecnológico casi ha duplicado la rentabilidad del resto de los mercados bursátiles desde el año 2010 (tercer gráfico), y teniendo en cuenta que las mayores compañías tecnológicas han estado muy activas en sus adquisiciones, buscando tanto un incremento de la facturación como capital intelectual (cuarto gráfico).

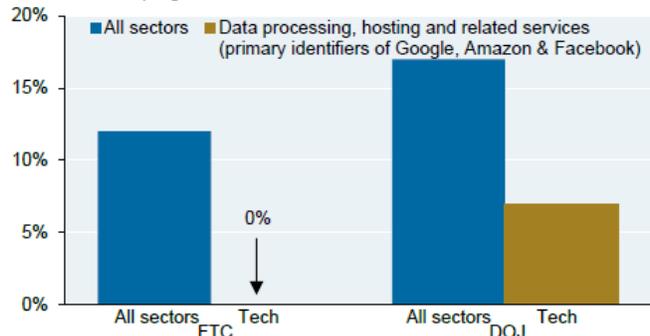
### Número de investigaciones de competencia iniciadas por el Departamento de Justicia



Fuente: Departamento D inicial justicia de Estados Unidos. 2018.

### Menor tasa de aplicación de las normas de competencia por parte de la Comisión Federal de Comercio y el Departamento de Justicia sobre el sector tecnológico

Tasa de impugnación



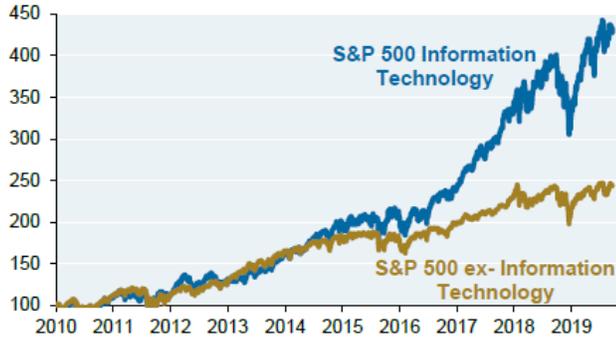
Fuente: Dr. Diana Moss, American Antitrust Institute. 2019.

<sup>5</sup> La consultora Oliver Wyman escribió un artículo en 2018 (supuestamente financiado por Facebook) en el que se argumentaba que Facebook, Google y Amazon no tienen un efecto sustancial sobre los mercados de capital riesgo en general. Sus críticos argumentaron que, si el análisis se ciñe a compañías que compiten directamente con Facebook, Google y Amazon, si que hay una "zona de fuego cruzado" de reducción de la actividad del capital riesgo (véase el artículo de octubre de 2018 de Ian Hathaway, miembro senior no residente del Instituto Brookings).



**Rentabilidad total de S&P sector tecnológico vs S&P excluyendo sector tecnológico**

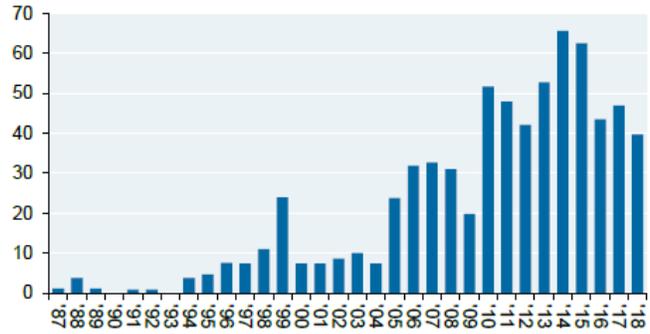
Enero de 2010 = 100



Fuente: Bloomberg, 30 de septiembre de 2019.

**Adquisiciones de grandes empresas tecnológicas**

Número de adquisiciones



Fuente: Dr. Diana Moss, American Antitrust Institute. 2018.

Technology sector / anti-trust (red = already implemented)	
Companies affected	Action
Facebook, Google	New York/Texas launch antitrust investigations; 48 states sign onto Google investigation
Amazon, Apple, Facebook, Google	House Judiciary Committee requests tech executives' emails in antitrust probe
Amazon	FTC launches antitrust investigation over anti-competitive behavior
Amazon, Facebook, Google	Broad Department of Justice antitrust investigation
FAANG	Warren proposes to break up tech companies, designate tech platforms as utilities separate from other businesses, and reverse anti-competitive mergers
California tech	"Digital data dividend" paid by tech companies to users whose data is monetized
Amazon, Uber, Lyft	California passes bill to reclassify gig-economy contract workers as employees
Facebook	Federal Trade Commission fines Facebook \$5 billion for privacy practices
Qualcomm	Ruling that Qualcomm violated antitrust law
Amazon, eBay, Airbnb	Require online platforms to collect local taxes

Fuente: Bloomberg, Cornerstone Macro Research, LA Times, The Hill, FTC, WSJ, NYT. 2019



## **Nuestro gráfico del péndulo del espectro político**

La puntuación de cada gobierno se basa en los políticos seleccionados (ver la lista a continuación), que incluyen miembros del ejecutivo con histórico de votaciones en el Congreso y congresistas prominentes que apoyaron las principales iniciativas legislativas de dicho gobierno, y/o defendieron sus principios políticos y de administración. El grado de progresismo/conservadurismo de cada político se basa en los datos de Voteview, que reflejan esencialmente la frecuencia con la que cada político ha votado con su bloque respectivo. Los datos de Voteview se han utilizado desde los años 80 en estudios sobre polarización política e historia del Congreso, e incluyen puntuaciones ideológicas de todos los políticos del Congreso desde el primer Congreso de 1789. El proyecto comenzó con el trabajo pionero de Keith Poole de la Universidad de Georgia y Howard Rosenthal, de NYU/Carnegie Mellon ("*The Polarization of American Politics*", 1984), y en la actualidad se mantiene por el Departamento de Ciencias Políticas de UCLA. La primera vez que comentamos este gráfico fue en el artículo de *Eye on the Market* de 10 de diciembre de 2018 (al que pueden acceder pinchando [aquí](#)), en el que también apuntamos que el declive de los políticos moderados coincide con la caída del crecimiento de Estados Unidos a largo plazo.

### **A quien se incluye en la puntuación de cada gobierno:**

Gobierno de Trump : Cotton, Graham, Hatch, McCarthy, Meadows, Paul, Perdue, Ryan, Scalise, Sessions

Gobierno de Obama : Biden, Durbin, H. Clinton, Kennedy, Kerry, Obama, Pelosi, Reid, Waxman

Gobierno de GW Bush : Ashcroft, Blunt, Cheney, DeLay, Kyl, McConnell, Santorum

Gobierno de Clinton : Bentsen, Carper, Chiles, Gephardt, H. Ford, Nunn, Robb

Gobierno de Reagan/Bush : Baker, Bush, Dole, Kemp, Latta, Laxalt, Lugar, Michel

Gobierno de Carter : Bayh, Byrd, Hawkins, Mondale, O'Neill, Wright

Gobierno de Nixon/Ford : Ford, Lott, Percy, Rhodes, Sandman, Scott, Wiggins

Gobierno de JFK/LBJ : Bolling, Humphrey, JFK, Johnson, Mansfield, McCarthy, McCormack

Gobierno de Eisenhower : Dirksen, Dulles, Flanders, Nixon, Saltonsall, Smith, Taft

Gobierno de FDR/Truman : Barkley, Black, Byrns, Garner, Guffey, McCormack, Robinson, Sabath, Truman

Gobierno de Coolidge/Hoover : Curtis, Hawley, Longworth, Moses, Tilson, Watson

### **Acrónimos**

**B2B** *Business to Business*

**UE** Unión Europea

**FAANG** Facebook, Amazon, Apple, Netflix, Google

**FTC** *Federal Trade Commission* o Comisión Federal de Comercio

**OPV** Oferta Pública de Venta

**IRA** *Individual Retirement Account* o cuenta individual de ahorro para la jubilación

**NLRB** *National Labor Relations Board* o Junta Nacional de Relaciones Laborales

**OCDE** Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico

**IVA** Impuesto sobre el Valor Añadido

**OMC** Organización Mundial de Comercio



Consideramos que la información que se recoge en este documento es fiable; sin embargo, no garantizamos que sea completa o exacta. Las opiniones, las estimaciones, las estrategias y las perspectivas de inversión que se expresan en este documento representan nuestra visión a partir de la situación actual del mercado y están sujetas a cambios sin previo aviso.

## CONSIDERACIONES SOBRE RIESGOS

- Las rentabilidades pasadas no son un indicador fiable de resultados futuros. No es posible invertir directamente en un índice.
- Los precios y las tasas de rentabilidad son indicativos, ya que pueden variar con el tiempo en función de las condiciones del mercado.
- Existen otras consideraciones sobre riesgos para todas las estrategias.
- La información que aquí se incluye no pretende ser una recomendación, ni una oferta, ni una solicitud de compra o venta de ningún producto o servicio de inversión.
- Las opiniones que aquí se manifiestan pueden diferir de las expresadas por otras áreas de J.P. Morgan. Este documento no debe considerarse un análisis de inversión ni un informe de análisis de inversión de J.P. Morgan.

### **INFORMACIÓN IMPORTANTE**

El presente documento tiene como único fin informarle sobre determinados productos y servicios que ofrecen las divisiones de gestión de patrimonios de J.P. Morgan, integrantes de JPMorgan Chase & Co. ("JPM"). **Lea íntegramente toda esta sección de información importante.**

### **RIESGOS Y CONSIDERACIONES GENERALES**

Las opiniones, las estrategias y los productos que se describen en este documento pueden no ser adecuados para todas las personas y comportan riesgos. **Los inversores podrían recuperar menos del importe invertido, y la rentabilidad histórica no es un indicador fiable de resultados futuros.** La distribución de activos no garantiza beneficios o protección contra pérdidas. Nada de lo incluido en este documento debe utilizarse como único elemento de juicio para tomar una decisión de inversión. Se le insta a analizar minuciosamente si los servicios, los productos, las clases de activos (por ejemplo, renta variable, renta fija, inversiones alternativas y materias primas) o las estrategias que se abordan resultan adecuados en vista de sus necesidades. También debe tener en cuenta los objetivos, los riesgos, las comisiones y los gastos asociados al servicio, el producto o la estrategia de inversión antes de tomar una decisión de inversión. Para ello y para obtener información más completa, así como para abordar sus objetivos y su situación, póngase en contacto con su representante de J.P. Morgan.

### **FIABILIDAD DE LA INFORMACIÓN AQUÍ INCLUIDA**

Ciertos datos incluidos en este documento se consideran fiables; sin embargo, JPM no declara ni garantiza su precisión, su fiabilidad o su integridad y excluye cualquier responsabilidad por pérdidas o daños (directos o indirectos) derivados de la utilización, total o parcial, del presente documento. JPM no formula declaraciones o garantías con respecto a los cálculos, los gráficos, las tablas, los diagramas o los comentarios que pueda contener este documento, cuya finalidad es meramente ilustrativa/orientativa. Las perspectivas, las opiniones, las estimaciones y las estrategias que se abordan en este documento constituyen nuestro juicio con base en las condiciones actuales del mercado y pueden cambiar sin previo aviso. JPM no asume obligación alguna de actualizar la información que se recoge en este documento en caso de que se produzcan cambios en ella. Las perspectivas, las opiniones, las estimaciones y las estrategias que aquí se abordan pueden diferir de las expresadas por otras áreas de JPM y de las opiniones expresadas con otros propósitos o en otros contextos; **este documento no debe considerarse un informe de análisis.** Los resultados y riesgos proyectados se basan únicamente en los ejemplos hipotéticos citados, y los resultados y riesgos reales variarán según las circunstancias específicas. Las declaraciones prospectivas no deben considerarse como garantías o predicciones de eventos futuros.

Nada de lo indicado en este documento se entenderá que da lugar a obligación fiduciaria o relación de asesoramiento alguna hacia usted o un tercero. Nada de lo indicado en este documento debe ser considerado como una oferta, invitación, recomendación o asesoramiento (ya sea financiero, contable, jurídico, fiscal o de otro tipo) por parte de J.P. Morgan y/o sus representantes o empleados, con independencia de que dicha comunicación haya sido facilitada a petición suya o no. J.P. Morgan y sus filiales y empleados no prestan servicios de asesoramiento fiscal, jurídico o contable. Consulte a sus propios asesores fiscales, jurídicos y contables antes de realizar operaciones financieras.

### **INFORMACIÓN IMPORTANTE ACERCA DE SUS INVERSIONES Y POSIBLES CONFLICTOS DE INTERESES**

Surgirán conflictos de interés cuando JPMorgan Chase Bank, N.A. o cualquiera de sus filiales (conjuntamente, "J.P. Morgan") tengan un incentivo real o supuesto, de índole económica o de otro tipo, en la gestión de las carteras de nuestros clientes para actuar de un modo que beneficie a J.P. Morgan. Surgirán conflictos, por ejemplo (en la medida en que las siguientes actividades estén autorizadas en su cuenta): (1) cuando J.P. Morgan invierta en un producto de inversión, como un fondo de inversión, un producto estructurado, una cuenta de gestión discrecional o un *hedge fund*, emitido o gestionado por JPMorgan Chase Bank, N.A. o una filial, como J.P. Morgan Investment Management Inc.; (2) cuando una entidad de J.P. Morgan obtenga servicios, incluidas la ejecución y la compensación de operaciones, de una filial; (3) cuando J.P. Morgan reciba un pago como resultado de la compra de un producto de inversión por cuenta de un cliente; o (4) cuando J.P. Morgan reciba un pago por la prestación de servicios (incluidos servicios a accionistas, mantenimiento de registros o custodia) con respecto a productos de inversión adquiridos para la cartera de un cliente. Otros conflictos surgirán por las relaciones que J.P. Morgan mantenga con otros clientes o cuando J.P. Morgan actúe por cuenta propia.

Las estrategias de inversión se seleccionan entre las de los gestores de J.P. Morgan y las de otros gestores de activos, y son objeto de un proceso de revisión por nuestros equipos de análisis. De ese grupo de estrategias, nuestros equipos de elaboración de carteras seleccionan aquellas que consideramos adecuadas conforme a nuestros objetivos de asignación de activos y previsiones a fin de cumplir los objetivos de inversión de la cartera.

Con carácter general, preferimos las estrategias de inversión gestionadas por J.P. Morgan. Esperamos que el porcentaje de estrategias gestionadas por J.P. Morgan sea alto (de hecho, hasta de un 100%) en estrategias como, por ejemplo, de liquidez y renta fija de alta calidad, sujeto a la legislación vigente y a cualesquiera consideraciones específicas de la cuenta.

Si bien nuestras estrategias de gestión interna suelen estar bien alineadas con nuestras previsiones y estamos familiarizados con los procesos de inversión y con la filosofía de riesgos y cumplimiento de la firma, debemos señalar que J.P. Morgan percibe en conjunto más comisiones cuando se incluyen estrategias gestionadas internamente. Ofrecemos la opción de excluir estrategias gestionadas por J.P. Morgan (que no sean productos de efectivo y liquidez) en determinadas carteras.

### **PERSONAS JURÍDICAS, MARCAS E INFORMACIÓN REGULATORIA**

En **Estados Unidos**, los depósitos bancarios y los servicios relacionados, incluidas las cuentas corrientes, las cuentas de ahorro y los préstamos bancarios, los ofrece **JPMorgan Chase Bank, N.A.** Miembro de la FDIC.



**JPMorgan Chase Bank, N.A.** y sus filiales (conjuntamente, “**JPMCB**”) ofrecen productos de inversión, que pueden incluir cuentas bancarias de inversión gestionadas y de custodia, en el marco de sus servicios fiduciarios y de administración. Otros productos y servicios de inversión, como las cuentas de intermediación y asesoramiento, se ofrecen a través de **J.P. Morgan Securities LLC (“JPMS”)**, miembro de la [FINRA](#) y la [SIPC](#). **JPMCB** y **JPMS** son sociedades filiales bajo el control común de JPM. Productos no disponibles en todos los estados.

En **Luxemburgo**, este documento lo emite J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. (JPMBL), con domicilio social en European Bank and Business Centre, 6 route de Trèves, L-2633, Senningerberg (Luxemburgo). Inscrita en el Registro mercantil de Luxemburgo con el número B10.958. Autorizada y regulada por la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) y supervisada conjuntamente por el Banco Central Europeo (BCE) y la CSSF. J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. se encuentra autorizada como entidad de crédito de acuerdo con la Ley de 5 de abril de 1993. En el **Reino Unido**, este documento lo emite J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., London Branch. Antes del *Brexit* (entendiéndose por “*Brexit*” que el Reino Unido abandona la Unión Europea con arreglo al Artículo 50 del Tratado de la Unión Europea o posteriormente pierde su capacidad de ser titular de pasaporte de servicios financieros entre el Reino Unido y el resto del EEE), J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., London Branch se encuentra supeditada a regulación limitada por la Autoridad de Conducta Financiera y la Autoridad de Regulación Prudencial. Previa solicitud, le facilitaremos información sobre la medida en que nuestra entidad se encuentra regulada por la Autoridad de Conducta Financiera y la Autoridad de Regulación Prudencial. En caso de que se produzca el *Brexit*, en el Reino Unido, J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., London Branch se encuentra autorizada por la Autoridad de Regulación Prudencial y supeditada a regulación por la Autoridad de Conducta Financiera y regulación limitada por la Autoridad de Regulación Prudencial. Previa solicitud, le facilitaremos información sobre la medida en que nuestra entidad se encuentra regulada por la Autoridad de Regulación Prudencial. En **España**, este documento lo distribuye J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., Sucursal en España, con domicilio social en Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid (España). J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., Sucursal en España se encuentra inscrita con el número 1516 en el registro administrativo del Banco de España y supervisada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). En **Alemania**, este documento lo distribuye J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., Frankfurt Branch, con domicilio social en Taunustor 1 (TaunusTurm), 60310 Frankfurt (Alemania), supervisada conjuntamente por la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) y el Banco Central Europeo (BCE), supervisada asimismo en determinadas áreas por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). En **Italia**, este documento lo distribuye J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., Milan Branch, con domicilio social en Via Cantena Adalberto 4, Milán 20121 (Italia) y regulada por el Banco de Italia y la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB). Este documento también pueden distribuirlo **JPMorgan Chase Bank, N.A. (“JPMCB”)**, **Paris Branch**, regulada por las autoridades bancarias francesas (Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution y Autorité des Marchés Financiers) o **J.P. Morgan (Suiza) SA**, regulada en Suiza por la Autoridad Supervisora del Mercado Financiero de Suiza (FINMA).

En **Hong Kong**, este documento lo distribuye **JPMCB, Hong Kong Branch**. JPMCB, Hong Kong Branch se encuentra regulada por la Hong Kong Monetary Authority y la Securities and Futures Commission of Hong Kong. En Hong Kong, dejaremos de utilizar sus datos personales con fines comerciales sin cargo si usted lo solicita. En **Singapur**, este documento lo distribuye **JPMCB, Singapore Branch**. JPMCB, Singapore Branch se encuentra regulada por la Monetary Authority of Singapore. Los servicios de negociación y asesoramiento, así como los de gestión discrecional de inversiones, se los presta JPMCB, Hong Kong/Singapore Branch (según se le notifique). Los servicios bancarios y de custodia se los presta JPMCB, Singapore Branch. El contenido de este documento no lo ha revisado ninguna autoridad reguladora de Hong Kong, Singapur ni de ninguna otra jurisdicción. En el caso de los documentos que constituyen publicidad de productos con arreglo a la Ley de valores y futuros (*Securities and Futures Act*) y la Ley de asesores financieros (*Financial Advisers Act*), se hace constar que dicha publicidad no ha sido revisada por la Autoridad Monetaria de Singapur. Le recomendamos que actúe con precaución en lo que respecta a este documento. Si tiene alguna duda sobre algo de lo que se indica en este documento, le recomendamos que solicite asesoramiento profesional independiente.

Con respecto a los países de **América Latina**, la distribución de este documento puede estar restringida en ciertas jurisdicciones. La recepción de este material no constituye ni una oferta ni una propuesta a persona alguna en ninguna jurisdicción en la que su realización no esté autorizada, ni a ninguna persona a la que sea ilegal realizar dicha oferta o propuesta.

. En la medida en que el contenido de este documento haga referencia a un fondo, el fondo no podrá ofrecerse públicamente en ningún país de Latinoamérica sin antes registrar los títulos del fondo de acuerdo con las leyes de la jurisdicción correspondiente. Queda terminantemente prohibida la oferta pública de cualquier título, incluidas las participaciones del fondo, que no se haya registrado previamente ante la Comisión de Valores y Mercados (CVM) de Brasil. Es posible que las plataformas de Brasil y de México no ofrezcan actualmente algunos de los productos o servicios incluidos en este documento.

Las referencias a “J.P. Morgan” remiten a JPM, sus sociedades dependientes y sus filiales de todo el mundo. “J.P. Morgan Private Bank” es el nombre comercial de la división de banca privada de JPM.

Este documento tiene como fin su uso personal y no debe distribuirse a, ni ser utilizado por, otras personas, ni ser copiado para fines no personales sin nuestro permiso. Si tiene alguna pregunta o no desea continuar recibiendo estas comunicaciones, no dude en ponerse en contacto con su representante de J.P. Morgan.

© 2019 JPMorgan Chase & Co. Todos los derechos reservados.