

# Eye on the Market – Perspectivas 2020

J.P. MORGAN BANCA PRIVADA



**Los Fantasmas de las Navidades Pasadas.** Tras un año 2019 muy favorable para los inversores, en 2020 esperamos rentabilidades positivas de los activos financieros aunque más bajas que las del año pasado, en vista de la reaparición de algunos *Fantasmas de las Navidades Pasadas*. No esperamos recesión global ni tampoco en Estados Unidos, y anticipamos un ligero repunte del crecimiento y de los beneficios, ahora que parece que se podrán evitar los peores escenarios de la guerra comercial. Aun así, las altas valoraciones, la menor eficacia de los estímulos financieros, las correcciones en las valoraciones de compañías no rentables y la creciente presión sobre los costes de las empresas, probablemente limiten el recorrido alcista de los mercados de renta variable. Los dos grandes riesgos que podrían causar problemas a los inversores son (a) un repunte de la inflación que obligue a la Reserva Federal a cambiar su política de tipos de interés y (b) una reestructuración exhaustiva y progresista de la economía estadounidense tras las elecciones de 2020.

# Nuestra portada de los *Fantasma de las Navidades Pasadas*

La portada de este año describe los *Fantasma de las Navidades Pasadas*, que han vuelto para celebrar o lamentar algunas de las tendencias más notables del año 2020:



**Franklin Delano Roosevelt**, el presidente más progresista del siglo XX, quien una vez propuso un impuesto sobre la renta del 100% y cuyas reformas trasladaron la sede del poder económico de Wall Street a Washington, celebra las propuestas aún más progresistas de Elizabeth Warren.



**Richard Nixon**, quien presionó al gobernador de la Reserva Federal Arthur Burns para que bajara los tipos de interés a principios de los años 70, a través de su característico “juego sucio” y publicando noticias falsas en prensa, está disfrutando al ver cómo Donald Trump hace lo mismo con el gobernador Jerome Powell. Los tipos de interés reales vuelven a estar alrededor del 0%, a pesar del crecimiento de la economía en un entorno de pleno empleo.



**Enrique VIII**, quien hizo de Inglaterra una nación soberana e independiente, no sujeta a leyes externas, a través de la Ley de Restricción de las Apelaciones de 1553, está encantado con la posibilidad del Brexit. Al Rey Enrique se le ha unido la primera ministra Margaret Thatcher. En la escena, mostramos a Thatcher, que mostró su preocupación por la existencia de un superestado que ejercía su dominio desde Bruselas, y quien, en sus últimos años, comentó a su biógrafo Charles Moore que Gran Bretaña debería salir de la UE. Aunque la victoria de Boris Johnson en las elecciones del mes de diciembre reduce en parte la incertidumbre derivada del Brexit y del referéndum, los conservadores sostienen que no suavizarán las condiciones del Brexit, y que no buscarán una extensión de la fecha límite de 2020. Cuestión bien distinta es si la UE estará de acuerdo.



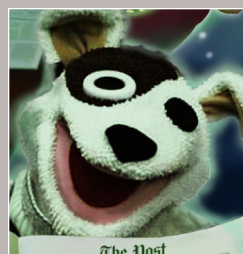
**Mao Zedong**, quien gobernó la China comunista desde su establecimiento en 1949 hasta su muerte en 1976, está encantado de ver a Xi Jinping proclamado presidente vitalicio, tras la eliminación del límite de dos legislaturas impuesto desde los años 80. El presidente Xi ha citado la Larga Marcha de Mao contra el Kuomintang como precedente del conflicto estratégico actual entre China y Estados Unidos, lo que indica que existe un límite a la voluntad de China de transigir sobre las políticas mercantilistas que responden a sus intereses.



**Herbert Hoover** se ve reflejado en Trump, que también impone aranceles sobre las importaciones y deporta a los inmigrantes. Incluso tras el reciente acuerdo de “fase uno”, los aranceles siguen al nivel más alto de los últimos 40 años, y podrían volver a subir, dependiendo de la voluntad de cumplimiento de China. Con respecto a la inmigración, el gobierno de Hoover lanzó una campaña llamada “Empleos Americanos para los Verdaderos Americanos”, y financió con fondos federales medidas de deportación de inmigrantes aplicadas por los estados y gobiernos locales. Sin embargo, las deportaciones de Hoover se produjeron con un desempleo del 15%-20%, en lugar del 3,5% actual.



La reunificación del Imperio romano de Occidente llevada a cabo por **Carlomagno** abarcaba desde el canal de la Mancha hasta la península balcánica, pero éste se desintegró poco después de su muerte en 814, tras una serie de guerras civiles. Como adalid de la unidad de Europa, Carlomagno se siente contrariado al ver cómo el proyecto de la Eurozona vuelve a tropezar, aquejado de bajo crecimiento, billones de euros de deuda gubernamental con rendimientos negativos, fragmentación política y falta de progreso en su camino hacia el federalismo.



En su momento, **la mascota de Pets.com** se convirtió en un símbolo de la era puntocom: en 1999, Pets.com facturó 620.000 dólares, pero con unas pérdidas de explotación de 20 millones de dólares, ya que vendía el producto a un precio de aproximadamente un tercio del coste de adquisición. La mascota está contenta porque, aunque aún no hemos llegado a los excesos de finales de los 90, el porcentaje de capitalización bursátil y de gasto empresarial de compañías no rentables de reciente creación, está a su nivel más alto desde aquella época. Como colofón a la saga de Pets.com, Softbank acaba de abandonar su inversión en la app para pasear perros llamada Wag, que estaba valorada en más de 600 millones de dólares.

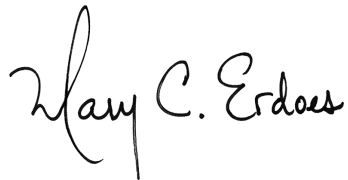
**MARY CALLAHAN ERDOES**  
Chief Executive Officer  
J.P. Morgan Asset & Wealth Management

Al dar la bienvenida a un nuevo año y una nueva década, quiero agradecerles su confianza en J.P. Morgan. Nos sentimos privilegiados de ser sus asesores de confianza.

Durante los últimos 17 años, mi socio de inversión, Michael Cembalest, ha compartido sus reflexiones sobre los mercados para el año que comienza. Su lectura siempre resulta sumamente entretenida e informativa, y este año no es distinto. En *"Fantasmas de las Navidades Pasadas"*, Michael y su equipo comentan sus expectativas de otro año de expansión global, pero también analizan más detenidamente cómo las políticas de la Reserva Federal y la posible reforma de la economía estadounidense según criterios progresistas podrían afectar al crecimiento global y a sus carteras.

Como siempre, nuestra prioridad es ayudarles a posicionar mejor sus carteras de cara a futuro. Esperamos que disfruten del artículo y les deseamos salud, felicidad y éxito en el año que comienza.

Atentamente,

Handwritten signature of Mary C. Erdoes in black ink.



## Fantasma de las Navidades Pasadas

1 de enero de 2020

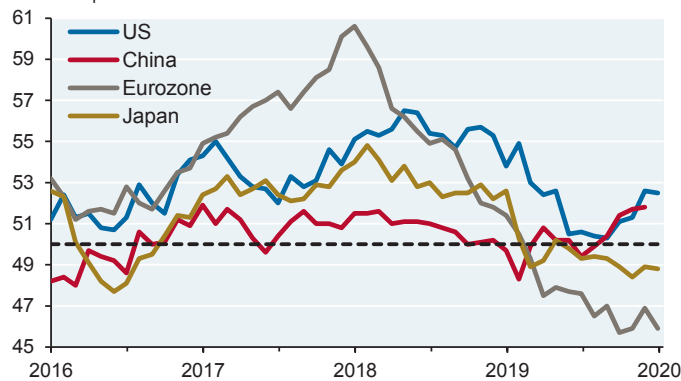
### Resumen ejecutivo

Ahora que al menos *parece* que van a evitarse los peores escenarios de la guerra comercial<sup>1</sup>, vemos con algo más de optimismo las perspectivas económicas globales de cara al año 2020. Según nuestras estimaciones, en 2019, los aranceles y otras sanciones comerciales redujeron el potencial de crecimiento de los beneficios del S&P 500 en un 7%-8%, y fueron los factores principales de la caída del crecimiento económico global desde su máximo del 4,1% a principios de 2018 al 2,9% el tercer trimestre de 2019. Los gráficos siguientes muestran el efecto de la guerra comercial, no sólo en el ámbito comercial, sino también en la producción manufacturera global, los beneficios empresariales y la inversión en capital de las compañías (*capex*).

Como se muestra en el primer gráfico, resulta interesante observar que Europa y Japón son los que más han sufrido la guerra comercial entre Estados Unidos y China, dada su mayor dependencia de las exportaciones y la precariedad de sus tendencias de crecimiento. Aunque el año pasado no hubo recesión en relación con el *crecimiento del PIB*, sí que existió una recesión de los *beneficios* en Estados Unidos, Europa y Japón. Pese a que esperamos un repunte de los beneficios en 2020, éste ya se ha descontado en la mayoría de los mercados de renta variable.

#### Encuestas regionales del sector manufacturero

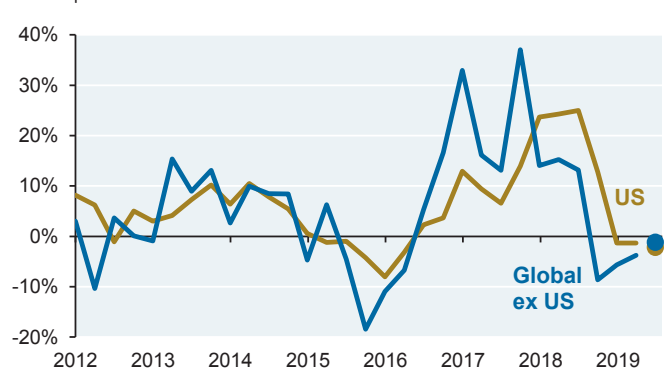
50+= expansión



Fuente: Markit PMI. Diciembre de 2019.

#### Beneficios empresariales a nivel global y en Estados Unidos

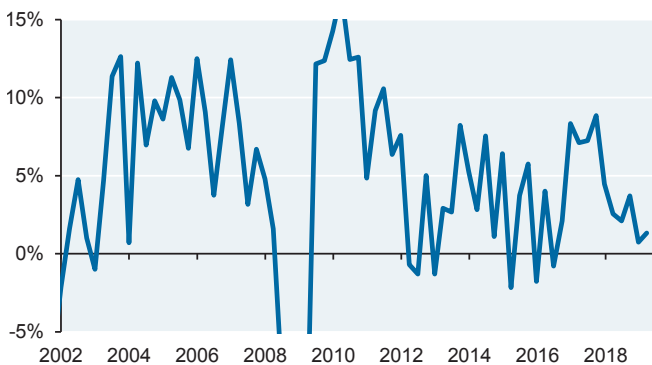
% interanual, crecimiento trimestral de los beneficios excluyendo recompras



Fuente: FactSet, Morgan Stanley, MSCI ACWI ex US & S&P500. 16 de diciembre de 2019.

#### Inversión en capital (*capex*) global en niveles neutrales

% inter trimestral, tasa anual ajustada para reflejar la estacionalidad



Fuente: J.P. Morgan Global Economic Research. Segundo trimestre de 2019.

#### Estancamiento del comercio tras 50 años de globalización

% intersemestral, tasa anual ajustada para reflejar la estacionalidad



Fuente: Oficina de Análisis de Política Económica de los Países Bajos. Octubre de 2019.

1 Sigue habiendo mucha **incertidumbre** sobre el contenido exacto del acuerdo, y si las partes acordarán cláusulas de ejecución, lo que conlleva un riesgo de que se reavive la guerra comercial en 2020. Ver nota en la página 10.

**En 2020 esperamos un ligero repunte del crecimiento económico y de los beneficios (salvo en Japón<sup>2</sup>),** en parte por la actuación coordinada de los bancos centrales a la hora de aplicar políticas monetarias expansivas, que suelen dar impulso a la producción manufacturera entre siete y nueve meses después. Los bancos centrales de los mercados emergentes son una parte importante de este proceso. En los mercados emergentes, la inflación ha llegado a mínimos históricos del 3,5%-4,0% (comparado con el 10% de finales de los años 90 y el 6% de la última década), lo que indica que sus bancos centrales tendrán más margen para aplicar políticas expansivas si fuera necesario. La ligera mejora de los nuevos pedidos a nivel global, unida a la reducción del exceso de inventarios, sugieren que el crecimiento aumentará en 2020 y, como se muestra en la página anterior, las encuestas de producción manufacturera ya están mejorando en Estados Unidos y en China.

En 2020 esperamos un crecimiento de los beneficios de entre 5% y el 7% en Estados Unidos; esta cifra sería más alta si no fuera por el lastre que suponen el sector energético y los problemas de Boeing. Esperamos aproximadamente el mismo crecimiento de los beneficios en Europa, aunque no creemos que se reduzca sustancialmente la brecha entre los resultados de ambas regiones (ver página 17 para leer más sobre los resultados significativamente superiores de la renta variable estadounidense frente a los demás mercados desarrollados).

### Las bajadas de los tipos por parte de los bancos centrales preceden a la producción manufacturera global



Fuente: Bancos centrales de los países, Markit PMI, Bloomberg. Noviembre de 2019.

### El aumento de los nuevos pedidos y la caída del exceso de inventarios apuntan a un rebote en 2020



Fuente: Markit PMI. Noviembre de 2019.

### Recuperación de las ventas globales de semiconductores

Media a tres meses, miles de millones de dólares estadounidenses



Fuente: Asociación de la Industria de Semiconductores. Octubre de 2019.

2 La mejoría de los indicadores económicos adelantados no se extiende a **Japón**, en vista del aumento del riesgo de recesión. La economía japonesa podría haberse contraído un 2,5% en el cuarto trimestre de 2019, y en octubre las ventas minoristas cayeron un -7,1% tras la subida del IVA. El informe del sector manufacturero Tankan ha caído a su nivel más bajo de los últimos seis años y medio, y las encuestas del sector servicios también están cayendo.

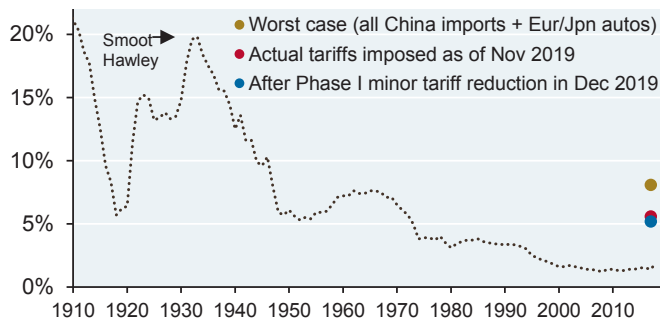


## Sin embargo, incluso después de lograr la primera fase del acuerdo entre Estados Unidos y China, siguen existiendo barreras al comercio y a la inversión:

- El Departamento de Comercio de Estados Unidos está preparándose para publicar su lista de restricción de entidades y las reglas para la exportación de productos, que implican límites a la exportación de “tecnologías emergentes y fundacionales”. El alcance de estas reglas afectará a los sectores tecnológico, industrial, agroindustrial, etc., reduciendo el rango de la inversión y el comercio permitidos. En conclusión: aunque es posible que se normalicen los flujos de *comercio* entre Estados Unidos y China, puede que la *inversión* extranjera directa bilateral no lo haga.
- China está reforzando sus reglamentos de seguridad de hardware, software y datos. También está incrementando las exigencias de creación interna de contenidos, y ha aprobado una ley criptográfica que prohíbe las redes virtuales privadas (los emails de las empresas y el flujo de datos deberán ser a través de sistemas de comunicación chinos, que estarán a la entera disposición de la agencia de ciberseguridad china).

### Histórico y proyecciones de aranceles estadounidenses, asumiendo que no cambia la demanda de importaciones en Estados Unidos de exportadores extranjeros sujetos a arancel

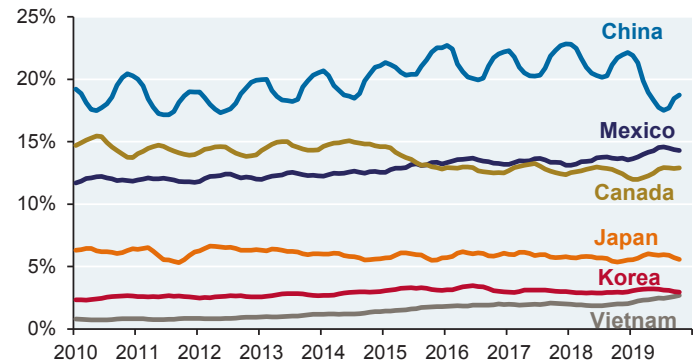
Tipo arancelario efectivo (aranceles como % de cifra total de importación de bienes)



Fuente: Esteban Ortiz-Ospina y Max Roser, “International Trade”, Comisión de Comercio Internacional de Estados Unidos, Censo Estadounidense, J.P. Morgan Asset Management. Noviembre de 2019.

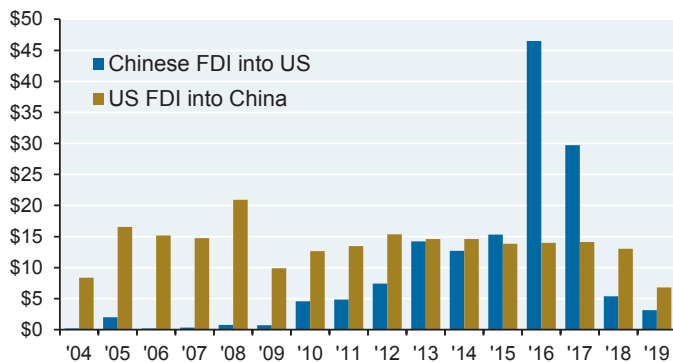
### Efecto de la guerra comercial en las contrapartes en las importaciones estadounidenses

Cuota de importaciones estadounidenses, media a 6 meses



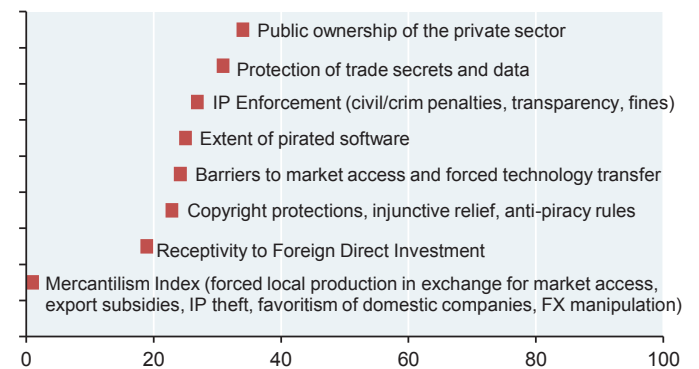
Fuente: Oficina del Censo de Estados Unidos. Octubre de 2019.

### La caída de la inversión extranjera directa bilateral podría ser permanente, miles de millones de dólares estadounidenses



Fuente: Rhodium Group. Los datos de 2019 abarcan hasta el segundo trimestre de 2019.

### Puntos de conflicto en la guerra comercial entre Estados Unidos y China, puntuación de China frente al resto del mundo, 100=mejor, 0=peor



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



- Un informe del Senado de Estados Unidos publicado en noviembre sobre el llamado “*Plan de los Mil Talentos*” de China detallaba los recursos proporcionados a investigadores chinos que estudian en Estados Unidos (financiados por los contribuyentes estadounidenses), que luego transfieren propiedad intelectual a China de forma ilegal<sup>3</sup>. Informes de este tipo podrían suponer obstáculos en negociaciones futuras, que ya se han visto afectadas por la conciencia cada vez mayor de la población americana del mercantilismo extremo de China (último gráfico, página 5).
- Trump aún podría imponer penalizaciones sobre la importación a Estados Unidos de automóviles y piezas de recambio provenientes de Europa y Japón, un volumen de 110.000 millones de dólares (aunque ya ha pasado la fecha límite para imponer aranceles según la Sección 232); Estados Unidos está llevando a cabo una investigación contra Francia al amparo de la Sección 301 por sus impuestos digitales, y podría hacer lo mismo contra Italia, Turquía y Austria (ver página 30); y Europa podría imponer represalias por los aranceles estadounidenses sobre las importaciones de bienes europeos (aprobados por la OMC para compensar las subvenciones a Airbus).

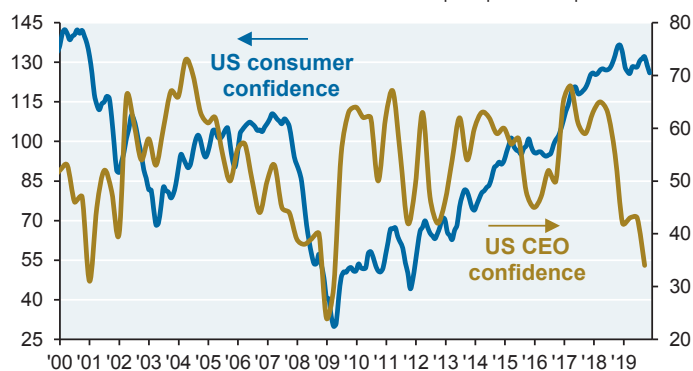
### Parte de nuestro optimismo de cara al 2020 se basa en la fortaleza del consumo estadounidense.

El consumo estadounidense está cerca de representar la cuota más alta del PIB global desde 2008 y los consumidores mantienen su optimismo, al contrario que los consejeros delegados de Estados Unidos. Esto se debe, en parte, a que, aunque la producción manufacturera permanece estancada, los sectores de servicios, que representan una proporción mayor de la economía, van mejor. Como se muestra en las páginas 13-14, la mayoría de las mediciones de los salarios, los mercados de trabajo, la deuda de los hogares, la morosidad de los consumidores y la vivienda presentan un buen aspecto.

#### Optimismo de los consumidores, pesimismo de los consejeros delegados

Índice, 1965= 100, media móvil a tres meses

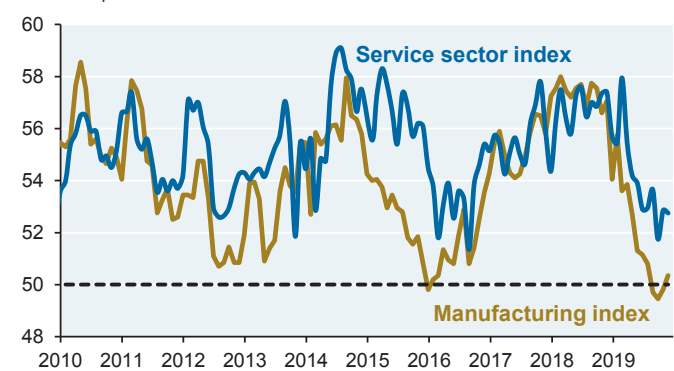
50+= perspectivas positivas



Fuente: Conference Board. Noviembre de 2019.

#### El sector servicios se mantiene mejor que el manufacturero

50+= expansión



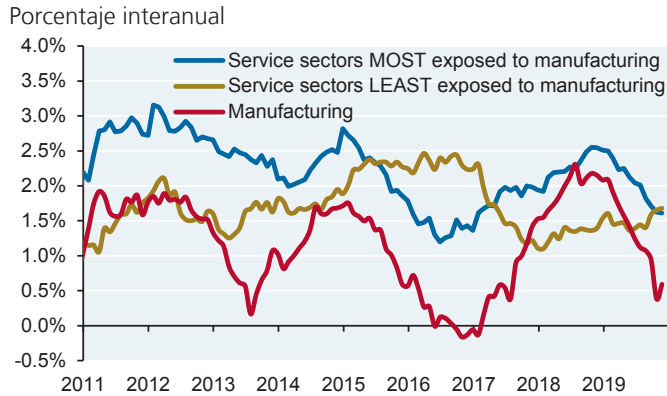
Fuente: Markit PMI, ISM PMI. Noviembre de 2019.

3 “*Threats to the U.S. Research Enterprise: China’s Talent Recruitment Plans*”, Subcomité del Senado de Estados Unidos sobre Investigaciones, noviembre de 2019. Los ejemplos incluyen un investigador financiado por el Departamento de Energía de Estados Unidos que retiró 30.000 archivos electrónicos de un laboratorio estadounidense antes de volver a China. Otros obtuvieron propiedad intelectual e información de patentes estadounidenses para luego solicitar patentes similares en China.



**Los datos muestran claramente por qué Trump está buscando una salida a la guerra comercial.** Desde el inicio de dicha guerra comercial, el crecimiento del empleo del sector manufacturero en Estados Unidos se ha debilitado, y ahora también se observa una desaceleración del empleo en los sectores de servicios más expuestos al manufacturero. En el entorno actual, en el que el crecimiento estadounidense se ha visto impulsado temporalmente por una serie de estímulos fiscales insostenibles (es decir, el mayor déficit presupuestario de la historia en época de pleno empleo), puede argumentarse que la guerra comercial que está llevando a cabo el gobierno estadounidense está socavando su propia estrategia de crecimiento económico, alimentada por las rebajas fiscales y la desregulación.

**Crecimiento del empleo en el sector privado en función de su exposición al sector manufacturero**



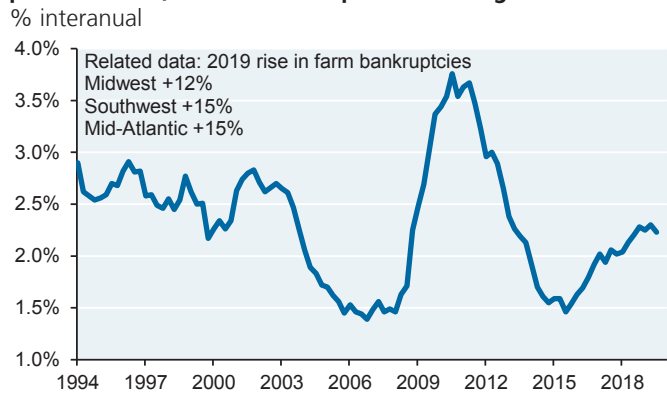
Fuente: J.P. Morgan Economic Research. Noviembre de 2019.

**Caída del empleo en el sector del transporte por carretera: consecuencias económicas y, posiblemente, también políticas, cambio a seis meses, %**



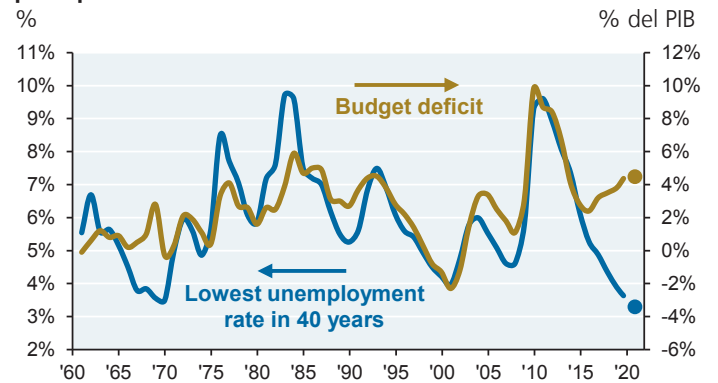
Fuente: Oficina de Estadísticas Laborales. Noviembre de 2019.

**Aumento de las tasas de morosidad de los préstamos agrícolas: consecuencias económicas leves, pero, posiblemente, consecuencias políticas más graves**



Fuente: Reserva Federal, Oficina Agrícola de Estados Unidos. Tercer trimestre de 2019.

**Desacoplamiento de la tasa de desempleo y el déficit presupuestario en Estados Unidos**



Fuente: Oficina de Estadísticas Laborales, Tesoro de Estados Unidos, J.P. Morgan Global Economic Research. Tercer trimestre de 2019. Los puntos representan estimaciones para 2020.

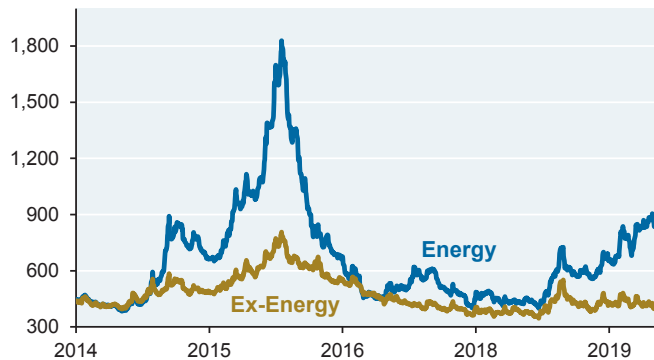




**Otro viento de cara al 2020 es que las valoraciones están altas, y se empiezan a ver grandes pérdidas en algunas inversiones de alto riesgo con garantías insuficientes.** Las valoraciones llevan ya una temporada en la parte alta, gracias a la política monetaria expansiva de los bancos centrales, pero existen signos de que los inversores comienzan a ser más exigentes a la hora de valorar el riesgo y los fundamentales de los *cash flows*. El primer ejemplo es el sector de la energía. Los diferenciales de crédito de las compañías energéticas se están ampliando, mientras que los diferenciales globales de los bonos high yield no lo hacen. Además, tras una década de resultados del sector energético inferiores a los del mercado en general, se ha producido un colapso en la emisión de bonos y acciones en el sector.

### Diferenciales de bonos high yield estadounidenses

Spread to worst

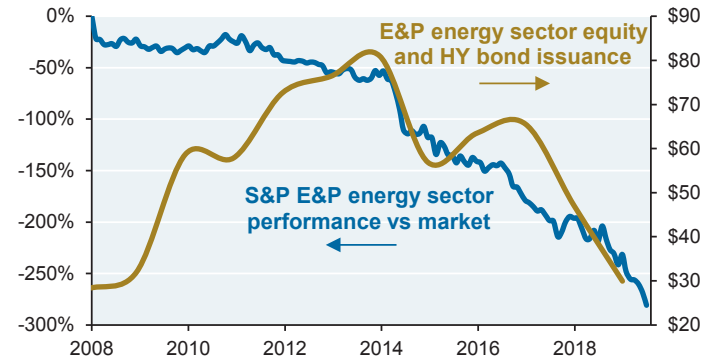


Fuente: Bloomberg, Equipo de Estrategia High Yield de J.P. Morgan. 11 de diciembre de 2019.

### Comportamiento relativo y emisiones del sector de Exploración y Producción

S&P 500 sector de energía E&P - rentabilidad total del S&P 500

Miles de millones de dólares estadounidenses



Fuente: Bloomberg. Noviembre de 2019. Los datos de emisiones para 2019 se han anualizado.

También se ha observado un fuerte aumento de “*weakest link companies*” compañías con calificaciones crediticias iguales o inferiores a B- con perspectivas negativas (gráfico inferior, izquierda). Además, como ya saben la mayoría de los inversores, algunas de las OPVs tecnológicas de 2019 han obtenido malos resultados. Sin embargo, como comentamos en la página 31, estos fracasos se refieren a OPVs de compañías que *afirman* ser empresas tecnológicas, pero que carecen de algunos de sus atributos esenciales.

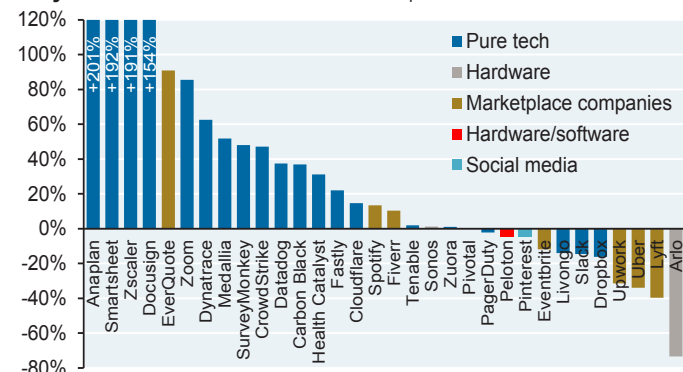
### Fuerte aumento de “*weakest link companies*”

Número de emisores con calificaciones iguales o inferiores a B- con perspectivas negativas, o con calificaciones en Revisión Especial con implicaciones negativas



Fuente: S&P Global Ratings Research. 18 de noviembre de 2019.

### Las OPVs de compañías tecnológicas auténticas han ido muy bien, resultados en relación con precio de la OPV



Fuente: J.P. Morgan Asset Management, Bloomberg. 30 de diciembre de 2019.

## Las mediciones de la valoración de la renta variable estadounidense están altas frente a su histórico.

Como se muestra en la tabla, la mayoría de las medidas de valoración se encuentran cerca del percentil 90 de su histórico. Durante el año 2019 han ido aumentando poco a poco, dado que la subida de dos dígitos de la renta variable de 2019 se ha basado **casi totalmente en una expansión de los múltiplos**, en contraste con el periodo 2009-2018, donde el impulso provenía principalmente del crecimiento de los beneficios. Aunque esperamos una ligera subida de los beneficios en 2020, es posible que las ganancias sean limitadas, debido al aumento de los costes laborales, intereses, depreciación y gastos de venta, generales y administrativos, que muestran una tendencia al alza en relación con la facturación.

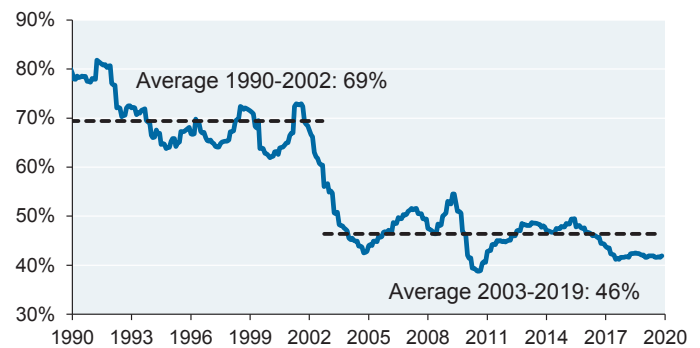
Algunos estudios se centran en la rentabilidad por flujos de caja libres, pero el valor aparentemente bajo de esta medida se debe a una **fuerte caída de la intensidad de la inversión en capital de las compañías estadounidenses (capex)** desde el año 2008. Si se midiera la rentabilidad por flujos de caja libres desde 2009, las valoraciones parecerían igual de altas que en las demás mediciones.

S&P 500 valuation metric	Current	Historical percentile
US market cap / GDP	199%	99th
Enterprise value / Sales	2.5x	99th
Enterprise value / EBITDA	12.7x	93rd
Price / Book	3.6x	90th
Cyclically adjusted P/E	27.8x	89th
Forward P/E	18.4x	88th
Cash flow yield	7.2%	85th
Free cash flow yield	4.1%	53rd
S&P earnings yield - 10Y UST	362 bps	28th
Median metric		89th

Fuente: Goldman Sachs Investment Research. EBITDA=Margen o resultado bruto de explotación antes de deducir intereses, impuestos depreciación y amortización (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*). 16 de diciembre de 2019.

## Capex como % de flujos de caja de actividades de explotación, Estados Unidos

S&P 500 ex. compañías financieras



Fuente: Goldman Sachs Investment Research. Noviembre de 2019.

Otra medida que merece la pena vigilar, que comentamos con mayor detalle en la página 32, es el creciente número de **compañías no rentables de reciente creación (en inglés: *Young Unprofitable Companies*)**, con beneficio neto negativo, rápido crecimiento de las ventas y creadas hace menos de cinco años. No creo que volvamos a vivir jamás la locura que sacudió a los mercados a finales de los años 90<sup>4</sup>, pero, como mostramos en los gráficos siguientes, algunas medidas muestran que nos estamos acercando. La porción de la capitalización bursátil del mercado estadounidense compuesta por estas compañías se acerca a una tercera parte del máximo del año 2000, y la proporción que representan en la cifra total de gasto empresarial en gastos de venta, generales y de administración, capex e I+D es aún mayor. Si los inversores se cansaran de financiar estas empresas, podrían derivarse consecuencias importantes en el crecimiento y en los beneficios de las compañías tecnológicas de gran capitalización.

Aun así, **el lento ritmo de la oferta neta de renta variable estadounidense debería mitigar la duración y el recorrido de la próxima corrección**, con independencia de que tenga lugar o no en conjunción con una recesión en Estados Unidos. Como recordatorio, tras la caída del 20% de diciembre de 2018, el S&P 500 experimentó la recuperación más rápida de la historia en los siguientes 100 días. Como comentamos el pasado mes de noviembre, la próxima corrección tendría que estar entre el 35% y el 45% para validar las predicciones bajistas virales de los [catastrofistas](#).

4 A finales de los años 90, se invitó a los dos consejeros delegados de TheGlobe.Com a participar en la reunión interna de Directores Generales de J.P. Morgan, la primera a la que yo asistía. Busqué la compañía en mi terminal de Bloomberg para ver a qué se dedicaba, y leí lo siguiente: "En el momento actual, TheGlobe.Com no ha anunciado públicamente su modelo de negocio". Pregunté a mis compañeros, y ninguno tenía ni idea de qué hacían. El valor de sus acciones se desvaneció en los meses siguientes.

### Compañías no rentables de reciente creación

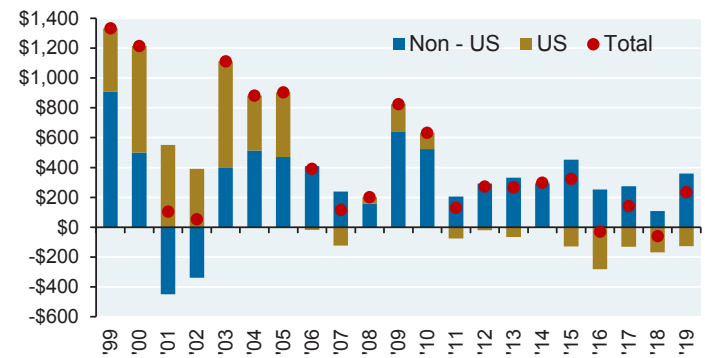
% de cifra total de capitalización bursátil y gasto empresarial



Fuente: FactSet. J.P. Morgan Asset Management. Tercer trimestre de 2019.

### Niveles de oferta neta de renta variable estadounidense históricamente bajos

Miles de millones de dólares estadounidenses, basado en el índice MSCI All Country World Equity Index



Fuente: J.P. Morgan Global Markets Strategy Flows & Liquidity Report. Noviembre de 2019.

**Los mayores riesgos de cara al 2020<sup>5</sup>.** Según lo que ya hemos comentado, creemos que 2020 debería ofrecer a los inversores otro año de expansión global, con rentabilidades en los mercados de renta variable entre el 7% y el 10%. Sin embargo, igual que Odiseo cuando cruzó el estrecho de Messina, en 2020 los inversores se enfrentan a dos riesgos importantes. En la *Odisea* de Homero, Odiseo tuvo que sobrevivir a un monstruo marino (Escila) y a un remolino gigante (Caribdis):



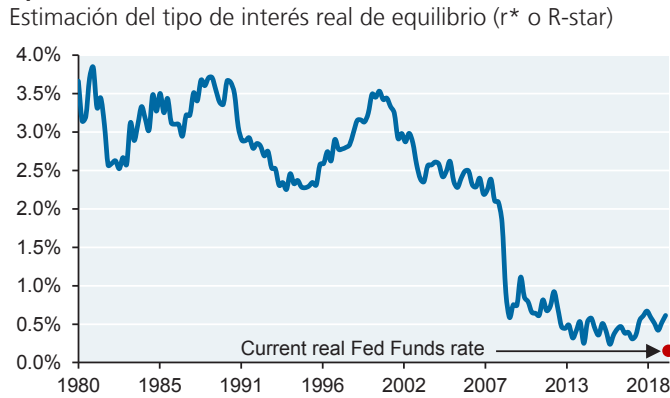
Para los inversores, uno de los peligros en 2020 sería una subida de la inflación salarial o de precios que indicase que la Reserva Federal cometió un error grave al rebajar los tipos de interés reales a cero (otra vez). La actitud de la Reserva Federal frente a los tipos de interés ha sufrido un giro fundamental desde 2007, y las estimaciones actuales del tipo de interés real de equilibrio se sitúan por debajo del 1% (los tipos de interés reales actuales están incluso por debajo de este nivel). El otro peligro sería una reforma progresista de la economía estadounidense tras las elecciones (prohibición de las recompras de acciones, subida de los tipos

5 **Por supuesto, el tercer gran riesgo es el reinicio de la guerra comercial.** Se espera que el representante del Departamento de Comercio estadounidense, Robert Lighthizer, y el viceprimer ministro, Liu He, firmen la fase uno del acuerdo comercial a principios de enero. Después de ello, no esperamos la aprobación de aranceles adicionales sobre China, y ni tampoco la aplicación de aranceles o penalizaciones **sustanciales** sobre las importaciones estadounidenses de automóviles y piezas de recambio provenientes de Europa y Japón. No obstante, algunos observadores dudan de que las importaciones agrícolas chinas de productos estadounidenses alcancen el importe de 50.000 millones de dólares que pretende el presidente Trump (el doble del nivel de 2017). Además, aunque los funcionarios chinos confirmaron la existencia del acuerdo en una rueda de prensa del mes de diciembre, no detallaron con precisión sus compromisos de compra de productos agrícolas, apertura del mercado y reformas estructurales, lo que subraya que aún queda por determinar la redacción jurídica exacta del texto y su traducción al chino. La timidez de este acuerdo de fase uno se ve confirmada por la limitada reducción arancelaria que ha concedido Trump (ver gráfico de la página 5).



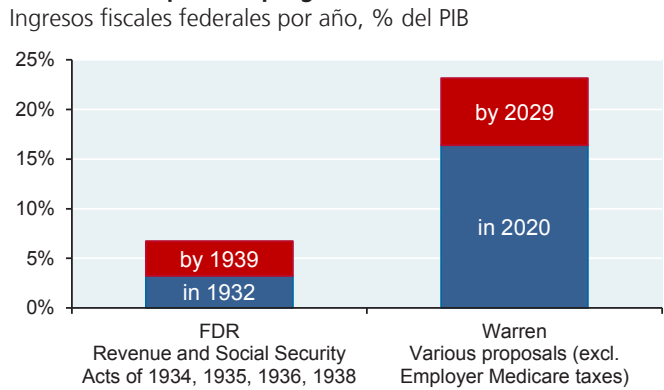
fiscales aplicables a las empresas, negociación colectiva a nivel de cada sector, etc.; ver páginas 27-30). El segundo gráfico ilustra la amplitud de la agenda progresista de cara a las elecciones de 2020: las propuestas de subidas de impuestos de la Senadora Warren multiplican por aproximadamente 2,5 el nivel de las aprobadas por Franklin Roosevelt, que tuvieron lugar durante la Gran Depresión, en una época en la que el desempleo estadounidense alcanzaba el 22%.

**Cambio radical en la postura de la Reserva Federal sobre los tipos de referencia reales**



Fuente: Laubach-Williams, Banco de la Reserva Federal de Nueva York. Tercer trimestre de 2019.

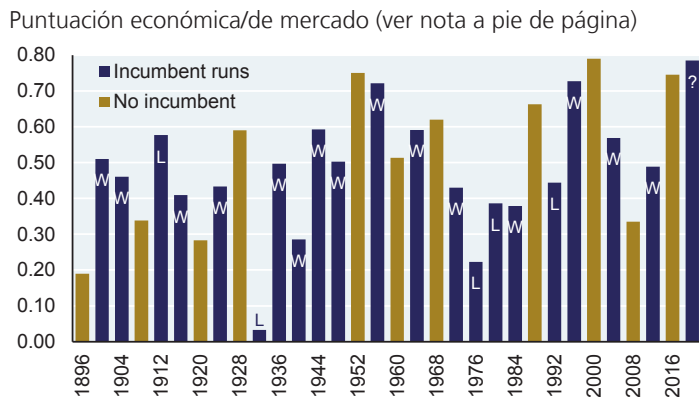
**Subidas de impuestos progresistas**



Fuentes: J.P. Morgan Asset Management, Junta de la Reserva Federal (St Louis), NTU, CRFB, Oficina Presupuestaria del Congreso. 2019.

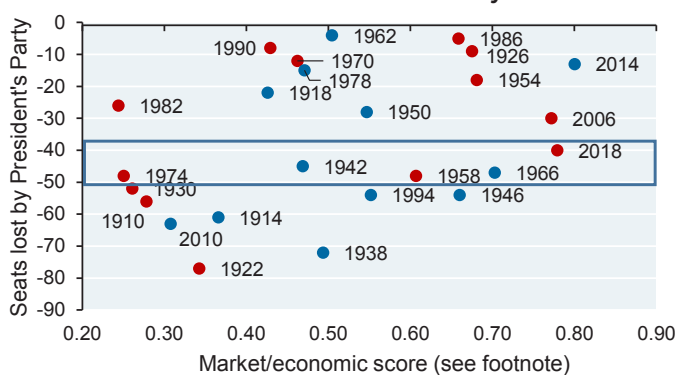
**Valoración de los grandes riesgos.** Creemos poco probable una sorpresa al alza de la inflación estadounidense, por los motivos que comentamos en las páginas 21-22. La materialización del riesgo de reforma progresista de la economía estadounidense dependerá del electorado, y de si la falta de ortodoxia y demás fechorías del presidente (cuya crónica detallada puede encontrarse en muchos otros medios) podrán más que la fortaleza de la economía estadounidense. El primer gráfico muestra hasta qué punto las condiciones actuales<sup>6</sup> favorecen al presidente Trump en comparación con el histórico. Sin embargo, esto no ayudó a los Republicanos en las elecciones de mitad del mandato presidencial en 2018, en las que el Partido Republicano perdió 40 escaños, una cifra muy alta teniendo en cuenta lo positivas que eran las condiciones económicas y de mercado en aquel momento. Claramente, actualmente existen otros factores que mueven al electorado.

**2020: mejores condiciones de cara a las elecciones desde 1896**



Fuentes: J.P. Morgan Asset Management. 2019.

**En las elecciones legislativas de 2018, el Partido Republicano perdió un gran número de escaños del Congreso a pesar de la fortaleza de las condiciones económicas y de mercado**



Fuente: J.P. Morgan Asset Management. 2019. Rojo= Partido Republicano, Azul= Partido Demócrata.

<sup>6</sup> Nuestra puntuación de las condiciones económicas y de mercado en Estados Unidos incluye la inflación de precios al consumo, la inflación de precios industriales, el nivel de desempleo, los cambios en el desempleo, el PIB per cápita de Estados Unidos frente al G10, la rentabilidad/volatilidad de los mercados de renta variable y la subida de los precios de la vivienda. Se seleccionaron en base a su disponibilidad desde 1800.

**En el resto de este informe de Perspectivas, responderemos a 10 preguntas que hemos recibido de los clientes a medida que nos aproximamos al 2020.**

1. [¿Por qué no creemos que habrá una recesión en Estados Unidos en 2020?](#)
2. [¿Cuáles serán los mayores riesgos para los inversores en los mercados de crédito cuando se produzca la próxima recesión?](#)
3. [¿Por qué los mercados de renta variable estadounidenses siguen obteniendo resultados superiores a los de Europa y Japón?](#)
4. [¿Cómo se está comportando China en el actual conflicto comercial, y qué efectos tiene para los inversores en los mercados emergentes?](#)
5. [¿Por qué no hay inflación en Estados Unidos?](#)
6. [¿Qué efecto están teniendo los tipos de interés negativos en los bancos europeos?](#)
7. [¿En algún momento la renta variable \*value\* dejará de comportarse peor que la renta variable \*growth\*?](#)
8. [¿Cuáles son los mayores riesgos para los mercados de una posible reforma de la economía estadounidense según criterios progresistas?](#)
9. [¿Qué está pasando con las OPV en Estados Unidos?](#)
10. [¿Cuál es el avance más interesante que hemos conocido en 2019?](#)

Michael Cembalest  
J.P. Morgan Asset Management



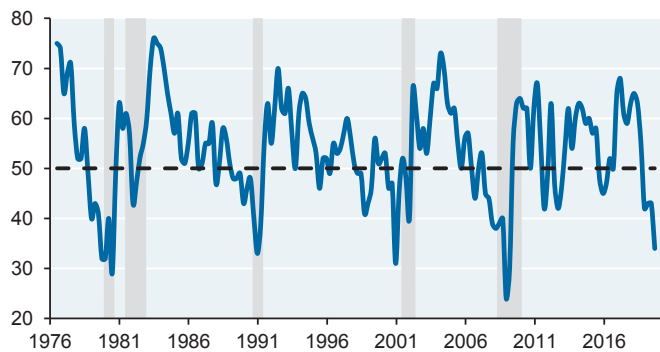
## [1] ¿Por qué no creemos que habrá una recesión en Estados Unidos en 2020?

La mayoría de las recesiones tienen lugar debido a una subida de tipos por parte de la Reserva Federal como respuesta al aumento de la inflación de precios o salarios, o por el empeoramiento drástico de las condiciones financieras (crisis de deuda/bancaria, fuerte subida de los precios del petróleo, guerra comercial, etc.). En lo que respecta a la inflación, las condiciones que detallamos en las páginas 21-22 probablemente alejen un año más la subida de tipos de la Reserva Federal. Tras adaptarlos para reflejar los cambios estructurales en la economía estadounidense, los últimos modelos de recesión incluyen encuestas como PMI/ISM, la inflación subyacente, la forma de la curva de tipos a 18 meses, los diferenciales de crédito y la balanza financiera del sector privado. **Según este enfoque, la probabilidad de recesión en Estados Unidos en los próximos 12-24 meses asciende al 25%.**

En lo que se refiere a los *shocks* sistémicos, la guerra comercial ha minado la confianza de los consejeros delegados, y el 67% de los encuestados en la encuesta a directivos financieros de la Universidad de Duke de septiembre de 2019 afirman que Estados Unidos entrará en una recesión a finales de 2020. Sin embargo, la fortaleza de los balances de los consumidores estadounidenses (con las obligaciones de repago de deuda más bajas de los últimos 50 años) compensa la debilidad del sector manufacturero. Aunque las condiciones laborales son indicadores a *posteriori*, su actual fortaleza sugiere que el mercado aguantará lo suficiente como para evitar una recesión provocada por las secuelas de la guerra comercial. Hasta ahora, el coste de los aranceles ha sido soportado principalmente por los consumidores estadounidenses; no obstante, parte del coste también ha sido absorbido a través de un cambio en las preferencias a favor de bienes producidos en Estados Unidos, la reducción de los beneficios de los importadores estadounidenses, la reducción de los beneficios de los exportadores chinos y el descenso del tipo de cambio del yuan. La paralización total de la producción del **Boeing 737 Max** podría reducir el crecimiento económico estadounidense entre un 0,3% y un 0,4% en el primer trimestre del año que viene. Por supuesto, un rebote impulsaría el crecimiento por el mismo importe, pero no está claro que esto vaya a suceder, ni cuándo.

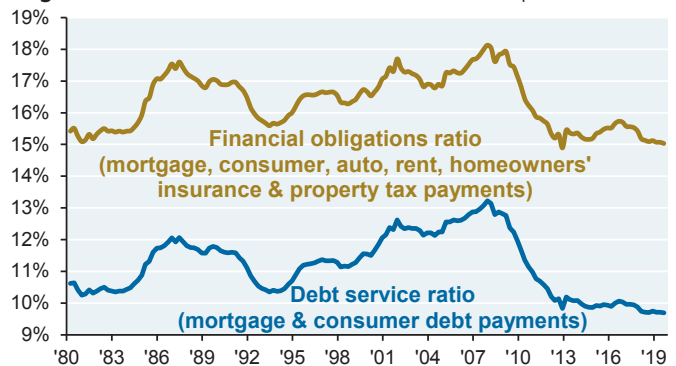
### Fuerte caída de la confianza de los directivos

50+= perspectivas positivas



Fuente: The Conference Board. Tercer trimestre de 2019. Las barras grises denotan recesiones.

### Nivel más bajo del ratio de deuda frente a renta de los hogares de los últimos 40 años, % de renta disponible



Fuente: Reserva Federal de Estados Unidos. Tercer trimestre de 2019.

### Nivel de desempleo más bajo de los últimos 50 años



Fuente: Oficina de Estadísticas Laborales. Noviembre de 2019. "Disponibles" indica las personas que no están trabajando ni buscando empleo, pero que han buscado empleo en los últimos 12 meses.

### Señales de fortaleza del mercado laboral estadounidense

% de la población activa, media móvil a tres meses



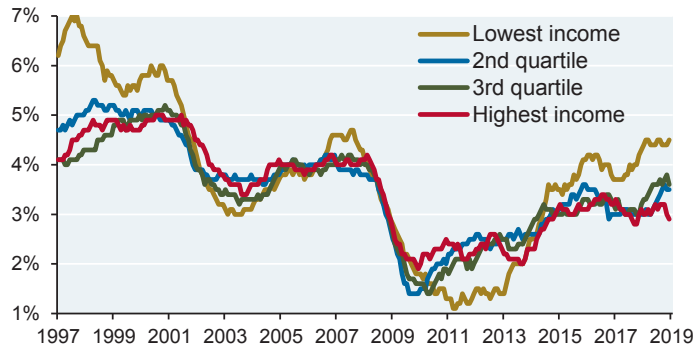
Fuente: Oficina de Estadísticas Laborales. Octubre de 2019.



**Echemos de nuevo un vistazo a los consumidores estadounidenses**, que actualmente se benefician de crecimiento salarial en todos los cuartiles de renta y de bajos niveles de deuda en sus hogares. Por ello, no sorprende observar la estabilidad del gasto y de la tasa de ahorro. La morosidad de los consumidores también se mantiene estable, aunque observamos indicios de debilidad en los segmentos de tarjetas de crédito y financiación *subprime* de automóviles. En el sector de la vivienda la mayoría de los datos son positivos, incluyendo el nivel más alto de los últimos 20 años del Índice de constructores de viviendas de NAHB publicado el pasado mes de noviembre.

**Subidas salariales en todos los niveles de renta**

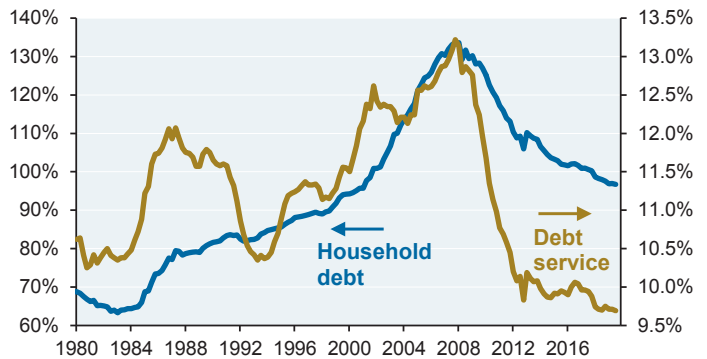
Media móvil a 12 meses del crecimiento mensual del salario mediano, %



Fuente: Banco de la Reserva Federal de Atlanta. Noviembre de 2019.

**Endeudamiento de los hogares**

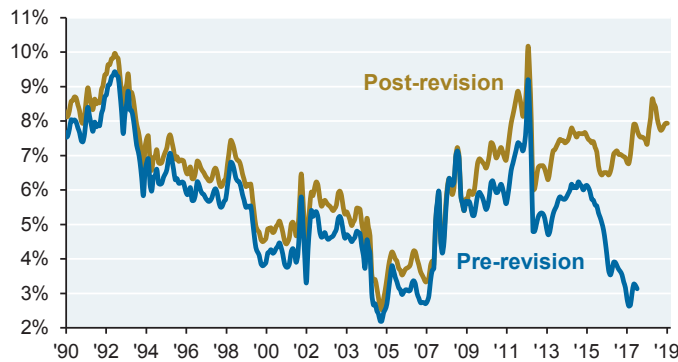
% de renta disponible (ambos ejes)



Fuente: Reserva Federal. Tercer trimestre de 2019.

**Fuerte revisión al alza de la tasa de ahorro estadounidense**

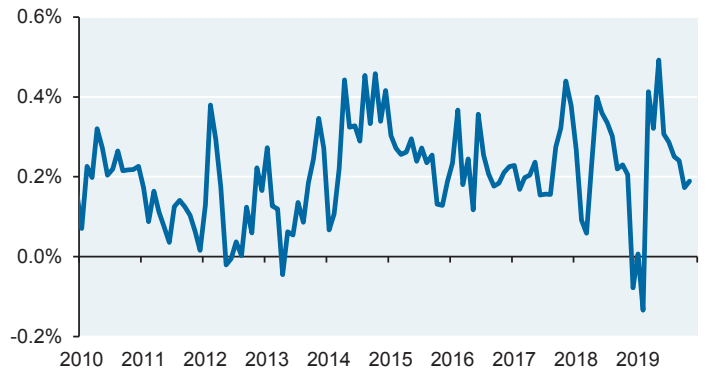
Tasa de ahorro personal como % de renta disponible, media móvil a tres meses



Fuente: Oficina de Análisis Económico. Noviembre de 2019. Los datos anteriores a la revisión se refieren a la revisión de mayo de 2018.

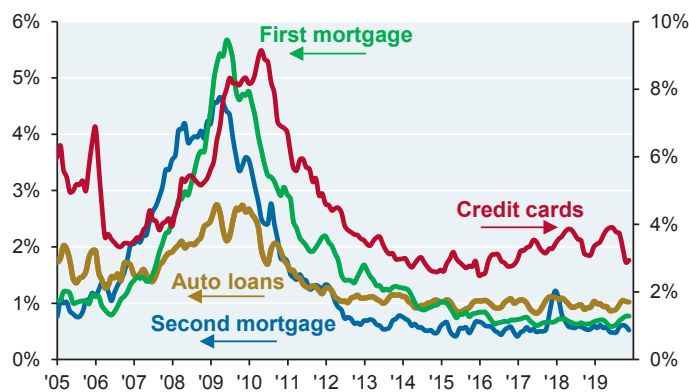
**Gasto real de consumidores**

Cambio porcentual mensual medio en tres meses, dólares estadounidenses de 2012



Fuente: Oficina de Análisis Económico. Noviembre de 2019.

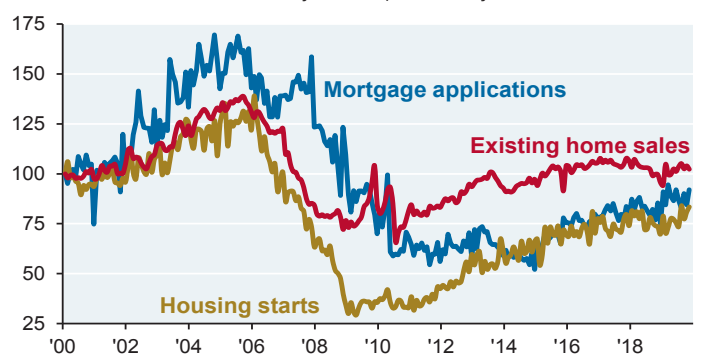
**Tasas de transición de morosidad superior a 90 días en Estados Unidos**



Fuente: Índices de S&P Dow Jones, Experian. Noviembre de 2019.

**Construcción de viviendas nuevas, solicitudes de hipotecas y venta de viviendas de segunda mano**

Índice enero de 2000=100, ajustado para reflejar la estacionalidad

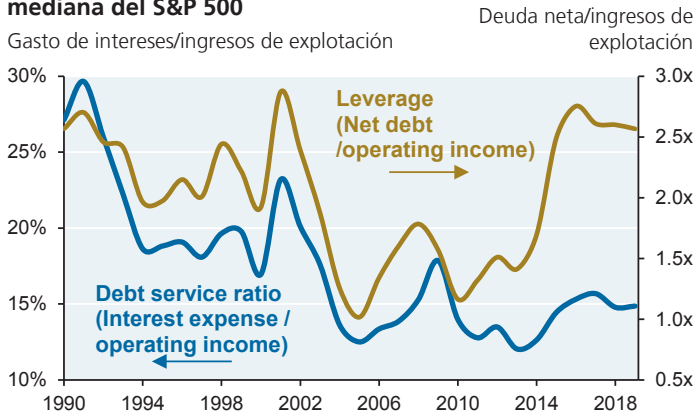


Fuente: Oficina del Censo de Estados Unidos, Asociación de Bancos Hipotecarios, Asociación Nacional de Agentes Inmobiliarios. Nov. de 2019.

## [2] ¿Cuáles serán los mayores riesgos para los inversores en mercados de crédito cuando se produzca la próxima recesión?

A primera vista, no parece que los mercados de crédito planteen un riesgo excesivo a la economía estadounidense. Aunque los niveles de deuda empresarial son altos, los niveles de servicio de la deuda empresarial no lo son (primer gráfico). Esto es una consecuencia de los bajos tipos de interés, los bajos diferenciales de crédito y la ampliación de los vencimientos de la deuda de las empresas (es decir, su bajo nivel de vencimientos de deuda a corto plazo como porcentaje de los flujos de caja).

### Ratio de servicio de deuda y apalancamiento de compañía mediana del S&P 500



Fuente: J.P. Morgan Asset Management, Bloomberg. 30 de diciembre de 2019.

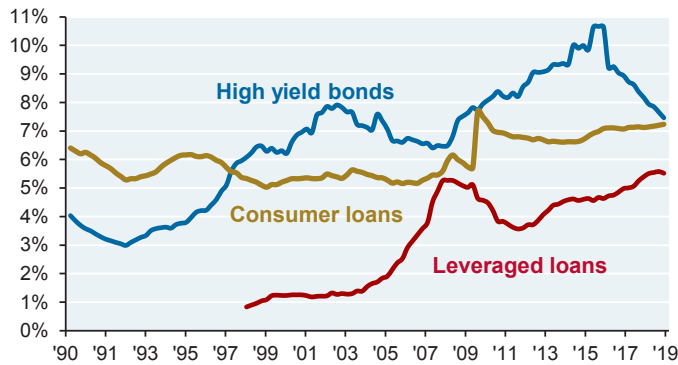
### Deuda con vencimientos inferiores a un año neta de efectivo % de EBITDA



Fuente: Bridgewater. Mayo de 2019.

No obstante, sí creo que la próxima recesión aumentará la presión sobre los préstamos bancarios: es donde se acumulan la mayoría de los inversores en el actual entorno de tipos de interés bajos. Como puede observarse en el gráfico de la derecha, tomado de nuestro número especial de [Eye on the Market](#) de julio de 2019, los préstamos bancarios han sufrido un fuerte deterioro de las cláusulas de protección del acreedor<sup>7</sup>.

### Los inversores se amontonan en los préstamos bancarios % del PIB



Fuente: J.P. Morgan Global Research, Oficina de Análisis Económico, Junta de la Reserva Federal. Tercer trimestre de 2019.

### Los inversores en préstamos bancarios agitan la bandera blanca: puntuación de Moody's de la calidad de los covenants de los préstamos



Fuente: Moody's. Segundo trimestre de 2019.

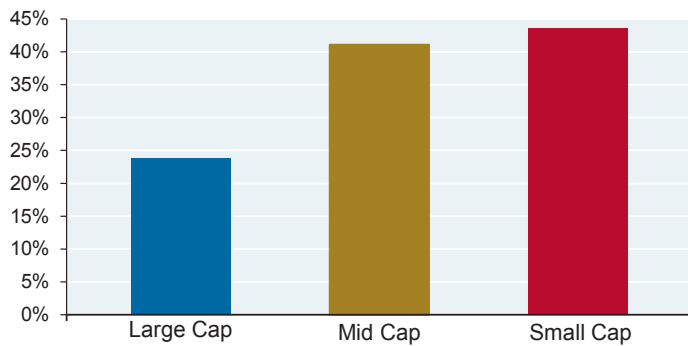
7 Nuestro artículo de julio de 2019 analizaba el **descenso de las protecciones a los acreedores** derivadas de los tests de apalancamiento y de cobertura de intereses, pagos anticipados obligatorios en caso de venta de activos, restricciones *negative covenant*, cláusulas de restricción de pagos y toda una serie de cláusulas diseñadas para limitar la salida de activos del conjunto de garantías, o las inversiones en o transferencias a filiales y empresas asociadas no sujetas a restricciones, la capacidad de emitir deuda senior *pari-passu* o prioritaria y la dilución de las garantías por parte de filiales no garantantes. También analizamos cómo a veces los prestatarios mejoran artificialmente las medidas de cobertura y apalancamiento utilizando cada vez más las llamadas "mejoras del EBITDA", que se refieren a la práctica de algunas empresas de sumar a los beneficios gastos no recurrentes y presuntas sinergias y ahorros de costes derivadas de fusiones, mejorando artificialmente cualquier medida derivada del EBITDA. Concluimos analizando ejemplos recientes de **alzamiento de garantías** posibilitados por la relajación de las protecciones al acreedor.





**Pueden observarse otras señales de estrés si se mira más allá de las empresas medianas, fijando la atención en las más débiles.** Cerca del 40% de las compañías de pequeña y mediana capitalización se enfrentan a un riesgo de restructuración sustancial, a pesar de los bajos tipos de interés, y el S&P ha citado un fuerte aumento del número de compañías consideradas "eslabón débil" del mercado. Los tipos de interés bajos pueden retrasar la llegada de la recesión durante un tiempo, y claramente resultan de mucha ayuda para las compañías con una carga importante de deuda. Sin embargo, cuando por fin llegue la recesión, las compañías incapaces de cubrir sus necesidades de refinanciación influirán más en los precios de los préstamos y de los bonos que las que no puedan cubrir el pago de intereses.

**Porcentaje de compañías no financieras con riesgo de restructuración elevado, % de capitalización bursátil**

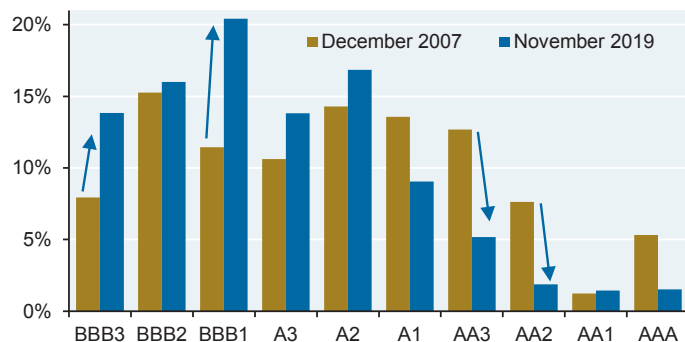


Fuente: Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management. Tercer trimestre de 2019. El riesgo elevado de restructuración se define como un ratio de EBIT frente al gasto de intereses <3.

Por ello, la próxima recesión podría implicar pérdidas más altas de lo esperado en préstamos bancarios y bonos high yield que no puedan refinanciarse.

Cuando llegue la próxima recesión, los **bonos corporativos investment grade** también podrían sufrir, debido a la mayor proporción del mercado con calificación BBB comparado con el año 2007. El efecto de la Regla Volcker, que provocó un descenso de la creación de mercado y de la negociación por cuenta propia en Estados Unidos en relación con el fuerte aumento de la oferta de renta fija, podría empeorar las cosas. Podría provocar un cuello de botella si o cuando los inversores pretendan salir de sus posiciones.

**Dominio de los bonos con calificación BBB tras la crisis**  
% del índice de bonos corporativos estadounidenses investment grade



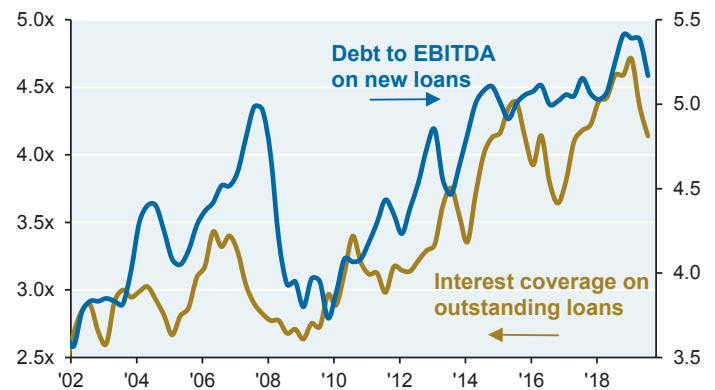
Fuente: ICE/BAML, J.P. Morgan Asset Management. Noviembre de 2019.

**Fuerte aumento de compañías consideradas "eslabón más débil" del mercado,** número de emisores con calificaciones iguales o inferiores a B- con perspectivas negativas, o con calificaciones en Revisión Especial con implicaciones negativas



Fuente: S&P Global Ratings Research. 18 de noviembre de 2019.

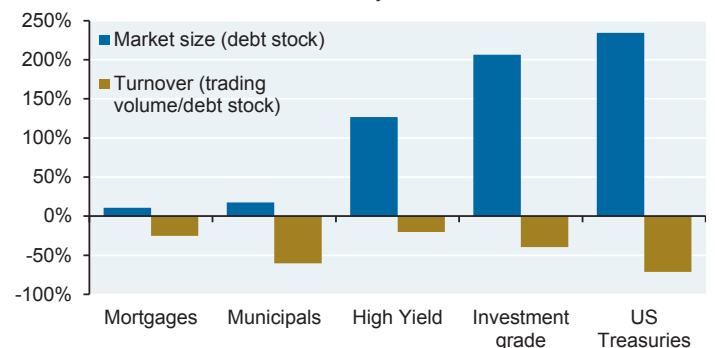
**Préstamos: alto nivel de cobertura de intereses y apalancamiento**



Fuente: S&P Global Market Intelligence LCD Tercer trimestre de 2019.

**Expansión del volumen de deuda en un entorno de contracción de la liquidez**

Cambio en el tamaño del mercado y en la rotación, 2006-2017



Fuente: SIFMA, Finra Factbook, Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management. 2017.

MERCADOS DE CRÉDITO



### [3] ¿Por qué los mercados de renta variable estadounidenses siguen obteniendo resultados superiores a los de Europa y Japón?

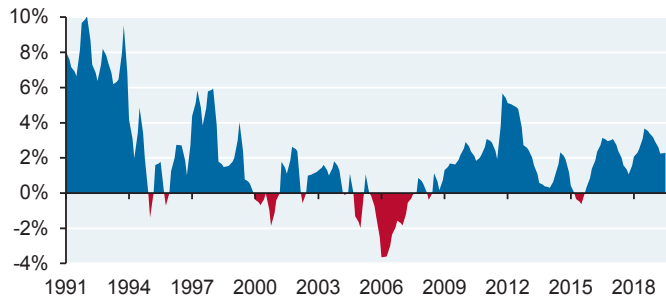
Cuando alguien le diga que está recomendando sobreponderar Europa o Japón frente a Estados Unidos en contra del consenso, asegúrese de preguntarle cuántas veces ha hecho esa misma recomendación en el pasado. ¿Por qué? **Porque, si la hizo, probablemente se equivocó, y mucho.** Como hemos comentado muchas veces, la estrategia de sobreponderar Estados Unidos y mercados emergentes frente a Europa y Japón ha sido uno de los enfoques de asignación de activos más exitosos que he visto en mi vida, y ha *vuelto* a funcionar en 2019. Desde enero de 2010, la renta variable estadounidense ha generado rentabilidades totales del 252%, frente al 94% de Japón y el 75% de Europa.

**¿Por qué Estados Unidos ha obtenido sistemáticamente rentabilidades superiores a las de Europa y Japón?** Las explicaciones más verosímiles tienen que ver más con la microeconomía que con la macroeconomía<sup>8</sup>. Piensen de dónde provienen las mayores ganancias de los mercados de renta variable en un entorno de bajo crecimiento: del **sector tecnológico**, y no de otros sectores con un crecimiento de los beneficios más bajo y más volátil (materiales, energía, industriales). En Estados Unidos, la ponderación del sector tecnológico es mucho mayor que el de los otros tres, mientras que en Europa y Japón sucede lo contrario (tercer gráfico). Además, cuando observamos lo que sucede *dentro* de cada sector, vemos que las

MEJORES RESULTADOS EEUU

#### Sobreponderación en Estados Unidos y mercados emergentes, infraponderación en Europa y Japón

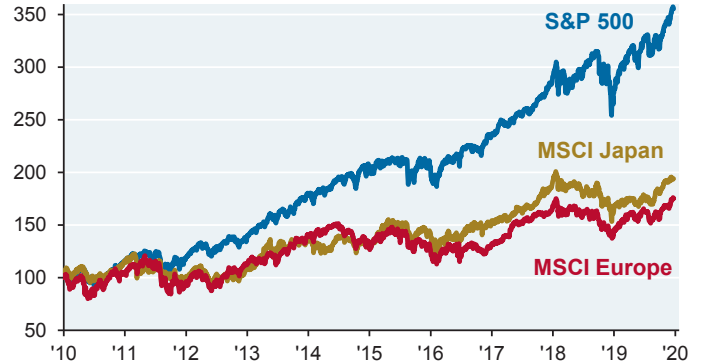
Rentabilidades superiores (inferiores) a tres años vs MSCI All World Index



Fuente: Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management. Tercer trimestre de 2019. Cartera 100% renta variable, reequilibrada trimestralmente. Sobreponderación del 10% en Estados Unidos, infraponderación del 10% en Europa, sobreponderación del 5% mercados emergentes, infraponderación del 5% Japón. No se asume ninguna cobertura de divisa.

#### Estados Unidos obtiene mejores resultados que Europa y Japón

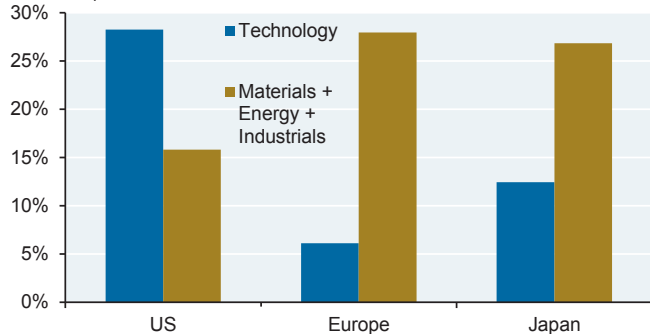
Rentabilidad total en dólares estadounidenses, enero de 2010=100



Fuente: Bloomberg. 30 de diciembre de 2019.

#### El sector tecnológico de impulsa a los mercados estadounidenses, sectores de menor crecimiento impulsan a los mercados de Europa y Japón

% de capitalización bursátil total del índice



Fuente: Bloomberg. 30 de diciembre de 2019. Sector tecnológico incluye: GICS nivel 1 tecnologías de la información + GICS nivel 3 medios y servicios interactivos.

Return on Assets						
Country	Consumer Staples	Consumer Discretionary	Technology	Healthcare	Communication Services	Financials
US	5.9	6.1	9.8	5.6	5.6	1.2
Europe	6.3	4.2	5.3	5.5	1.6	0.4
Japan	3.5	3.6	4.3	4.2	4.1	0.3
Return on Equity						
Country	Consumer Staples	Consumer Discretionary	Technology	Healthcare	Communication Services	Financials
US	27.0	30.5	29.6	18.4	14.5	10.4
Europe	16.4	13.2	11.2	19.0	8.7	7.9
Japan	11.7	9.9	9.1	8.7	14.2	6.6

Fuente: Bloomberg. 30 de diciembre de 2019.

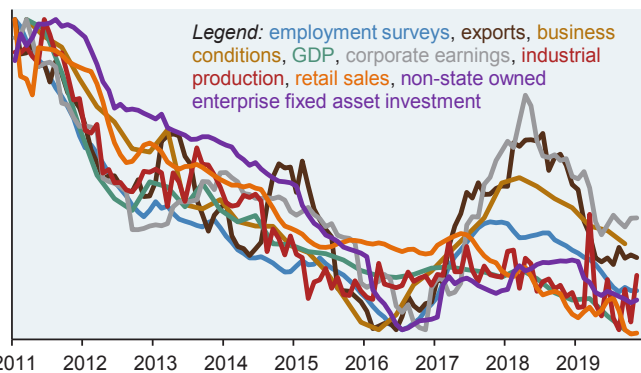
8 Ésta es la explicación macroeconómica: Desde 2014, en Estados Unidos el segmento de **población con ingresos más altos** (con edades comprendidas entre 30 y 49 años) ha estado creciendo más rápido que en Europa. Los datos de las Naciones Unidas indican que, entre 2020 y 2025, se espera una ampliación adicional de esta brecha; de hecho, se espera que este segmento crezca un 5% en Estados Unidos, mientras que **en Europa caerá un 3%**.

compañías estadounidenses suelen tener mayor rentabilidad que sus equivalentes europeos y japoneses (ver tabla de la página anterior). Por ello, debería suceder algo fuera de lo común para que Estados Unidos obtuviera rentabilidades inferiores de forma sostenida.

#### [4] ¿Cómo se está comportando China en el actual conflicto comercial, y qué efectos tiene para los inversores en mercados emergentes?

El gobierno chino puede ser algo selectivo en cuanto a la información que hace pública; de hecho, algunas agencias gubernamentales han dejado de publicar datos muy importantes<sup>9</sup>. Por ello, hemos decidido seguir otros enfoques distintos para comprender lo que está sucediendo utilizando datos de alta frecuencia, menos propensos a dejar de publicarse o a la manipulación. Los dos gráficos siguientes cuentan la misma historia: **tras una subida impulsada por los estímulos en 2017 y a principios de 2018, la economía china ha sufrido una desaceleración gradual**. Los datos incluyen el crecimiento más lento de la inversión en inmovilizado desde 1996, el crecimiento de préstamos más bajo desde diciembre de 2017, el IPC -excluyendo alimentos- más bajo desde abril de 2016 y el descenso más pronunciado de los beneficios industriales desde 2011. De nuevo, se trata de indicadores **coincidentes** de la actividad actual.

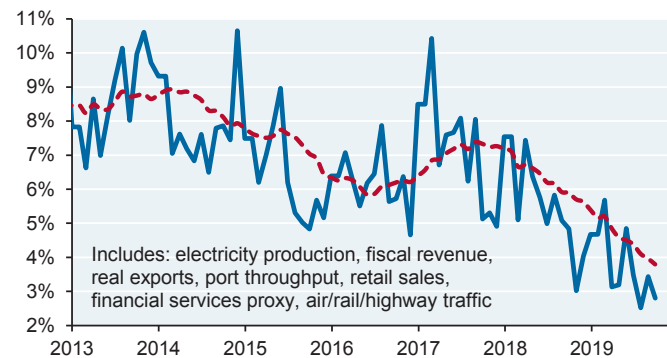
##### Nuestro monitor de la economía china



Fuente: CFP. Markit, CC, Banco Popular de China, CNBS, MSCI, J.P. Morgan Asset Management. Noviembre de 2019.

Parte de la debilidad de China se debe a la guerra comercial; otra parte está relacionada con una ralentización deliberada de su crecimiento, cuya finalidad es frenar al sector bancario informal (*shadow banking*); y otra representa una caída estructural prevista desde hace años, a medida que China ralentiza su extraordinario ritmo de inversión. En 2014, la organización Conference Board predijo una caída del crecimiento del PIB al 5,5% en 2019, y al 4% en 2025, una opinión que estamos viendo cumplirse en tiempo real. Con respecto a la guerra comercial, tan sólo el 10%-20% de la facturación empresarial de China proviene de fuera del país y, según MSCI, sólo el 2,8% de la facturación empresarial china proviene de ventas a Estados Unidos. **Sus problemas más graves son internos**, incluyendo la necesidad de 350.000 millones de dólares de capital para solucionar los problemas de los bancos regionales.

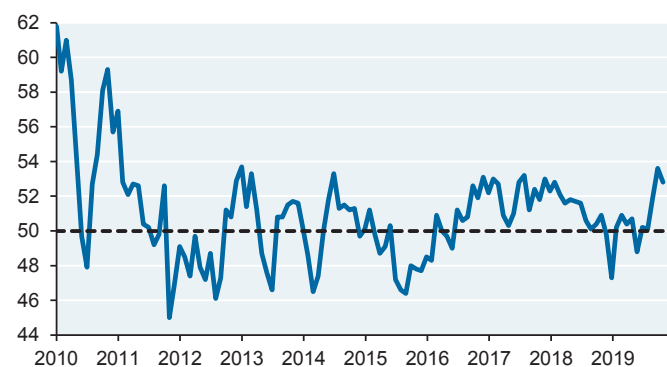
##### Seguimiento de indicadores de actividad coincidentes en China, % interanual



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

##### Repunte de nuevos pedidos en China

50+= expansión



Fuente: Markit PMI. Noviembre de 2019.

<sup>9</sup> Si desea obtener más detalles, lea "The Case of the Mysterious Vanishing Statistics", Gavekal Dragonomics, 17 de octubre de 2019.

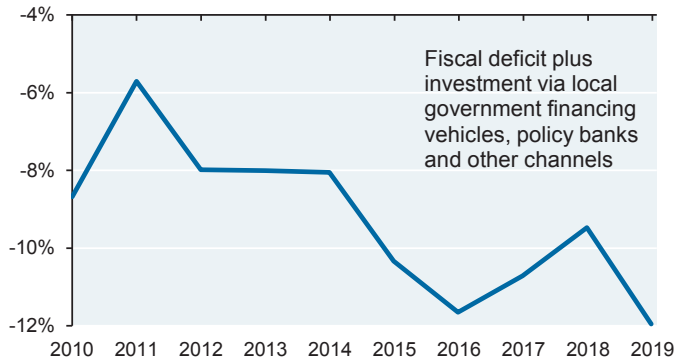


Aunque los indicadores coincidentes reflejan debilidad, existen ciertos indicios de reactivación en 2020, como el aumento de nuevos pedidos manufactureros. No obstante, estas señales están siendo tímidas y dependen enormemente de los estímulos gubernamentales.

En 2019, China volvió a aumentar el gasto fiscal y otras medidas de apoyo<sup>10</sup>, pero, hasta ahora, su efecto en las mediciones del crédito del sector privado<sup>11</sup> ha sido muy leve. Aunque los ratios de la deuda corporativa y de los hogares frente al PIB aumentaron ligeramente en 2019, reflejaban más la desaceleración del crecimiento del PIB que un aumento de la demanda de crédito.

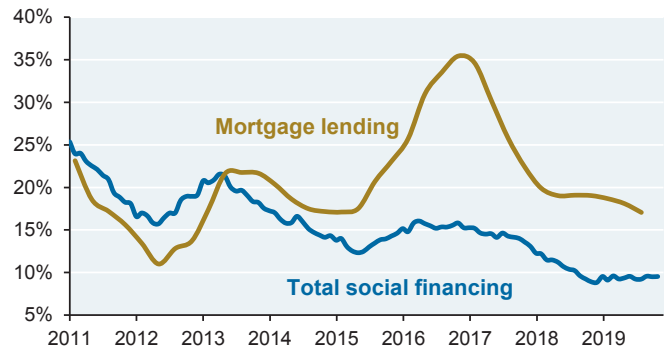
### El déficit fiscal "total" de China

Déficit aumentado, % del PIB



Fuente: CEIC J.P. Morgan Asset Management. 2019.

### Limitada respuesta del sector privado a los estímulos hasta la fecha, % interanual



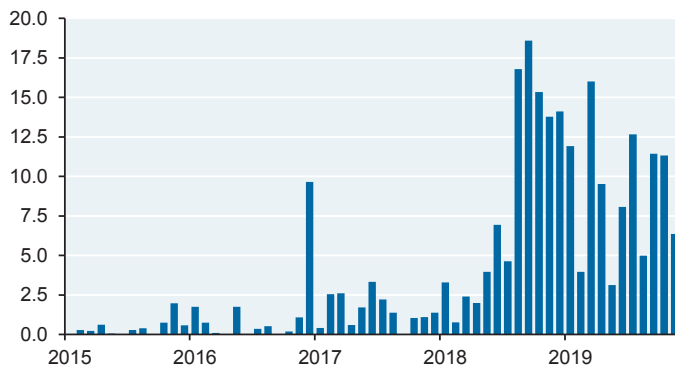
Fuente: J.P. Morgan Asia Pacific Equity Research, Banco Popular de China. Noviembre de 2019.

CHINA

**Otras tensiones en China:** destaca el incremento de los impagos de bonos corporativos del sector privado, como consecuencia tanto de la desaceleración de la economía como de la restricción de la liquidez, debido a una regulación más estricta del crédito en los sectores que muestran "exceso de capacidad".

### Impagos de bonos por compañías del sector privado de China

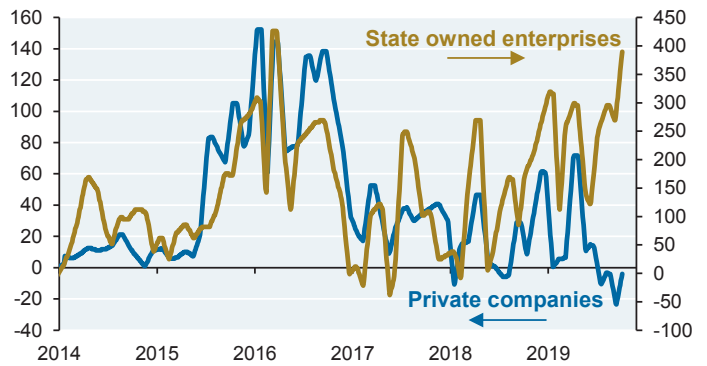
Miles de millones de yuanes



Fuente: Gavekal, Wind. Noviembre de 2019.

### Las compañías del sector privado están perdiendo acceso a los mercados de deuda

Emissiones netas, miles de millones de yuanes



Fuente: Gavekal, Wind. Noviembre de 2019.

10 China ha pedido a los gobiernos locales que **aceleren la emisión de deuda para financiar infraestructuras** en 2020, y ha reducido las exigencias de capital de los proyectos de inversión en infraestructuras, permitiendo ratios de deuda/fondos propios más altos. Asimismo, se rebajarán del 25% al 20% los ratios de capex mínimo para puertos y proyectos de transporte de mercancías.

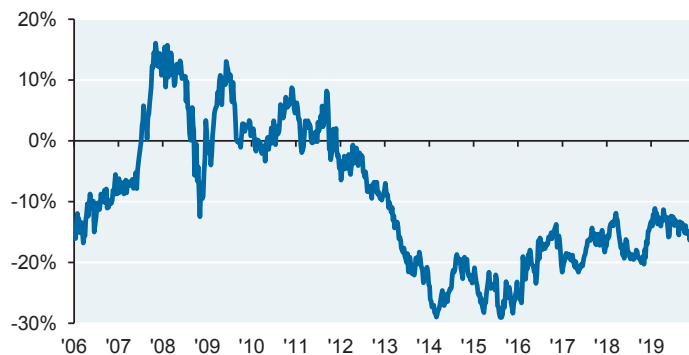
11 La cifra de **Financiación Social Total** se refiere a toda la financiación que proporcionan los bancos a la economía real en China (préstamos en yuanes y en divisa, préstamos entre compañías en las que el banco actúa de intermediario (*entrusted loans*), préstamos fiduciarios, bonos corporativos, participación accionarial en compañías no financieras por parte de las entidades financieras, pagos de compañías de seguros, inversiones de fondos industriales e inmuebles de inversión) y la financiación proveniente de canales directos (aceptación de letras de cambio, participaciones en los fondos propios de las entidades, bonos corporativos, bonos municipales).

El acceso a los mercados de deuda se ha hecho más difícil para las compañías del sector privado, mientras que las empresas de titularidad pública siguen emitiendo deuda. Presumiblemente, no es ésta la dirección que quiere tomar China, que ha manifestado su interés en canalizar el capital a las áreas más innovadoras de su economía. La falta de liquidez para las compañías no cotizadas coincide con el fuerte descenso de la inversión de estas compañías, que hemos captado en nuestro monitor de seguimiento de China.

**Si China experimentara un rebote tras el acuerdo comercial, ¿qué mercados de renta variable se beneficiarían más?** En parte, la lógica que a menudo subyace al argumento de incrementar las posiciones en renta variable europea es que ésta se beneficiaría de un repunte del crecimiento en China. Nuestro análisis de los últimos 15 años confirma que la renta variable europea generalmente sí se ve beneficiada cuando suben los indicadores económicos en China. No obstante, la renta variable de los mercados emergentes tiende a subir aún más. Además, la renta variable de mercados emergentes cotiza con un descuento con respecto a la renta variable europea, aunque no tan grande como en el pasado, debido al peor comportamiento de los beneficios en los mercados emergentes. En la última década, la renta variable de mercados emergentes ha obtenido resultados peores que la europea, en parte debido a la desaceleración gradual del crecimiento en China.

#### Descuento en PER de mercados emergentes vs Europa

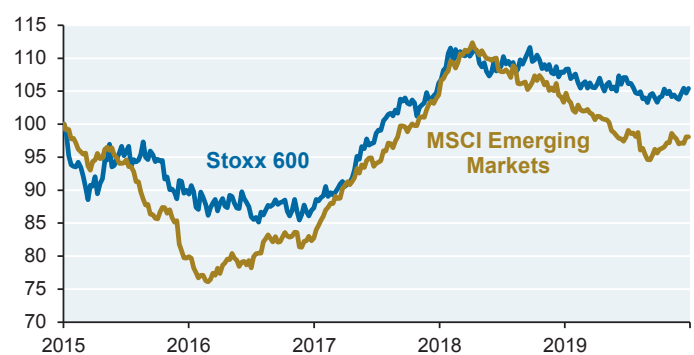
Descuento/prima del MSCI EM vs Stoxx 600, basado en expectativas de beneficios



Fuente: Datastream, IBES, J.P. Morgan Asset Management. 27 de diciembre de 2019.

#### Europa vs mercados emergentes: beneficios a 12 meses basados en expectativas

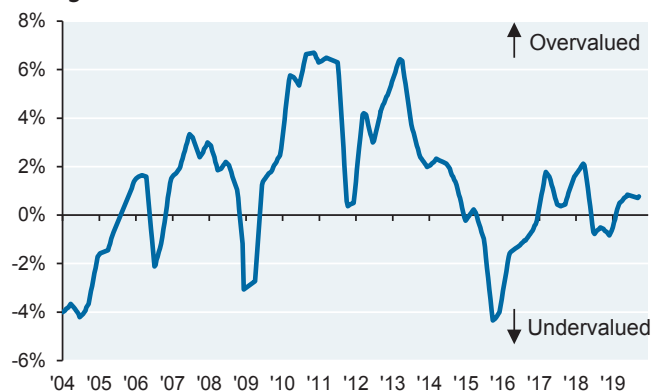
Índice, 1 de enero de 2015= 100



Fuente: Datastream, IBES, J.P. Morgan Asset Management. 27 de diciembre de 2019.

**Una de las cuestiones clave que debemos mantener en mente a la hora de invertir en los mercados emergentes es la sobrevaloración o infravaloración de sus respectivas divisas.** El mal comportamiento de la renta variable de los mercados emergentes en 2014-2016 se debió en parte de la sobrevaloración de los tipos de cambio de los mercados emergentes en 2013. Como mostramos en el gráfico de la derecha, una valoración de los tipos de cambio de los mercados emergentes basada en múltiples factores muestra que, en la actualidad, éstos están aproximadamente a su valor razonable, tras tomar en consideración los tipos de cambio nominales y las diferencias bilaterales en comercio, inflación, productividad y déficit en cuenta corriente.

#### Valor de divisa real de una cesta de divisas de mercados emergentes



Fuente: Goldman Sachs Economic Research. Octubre de 2019.

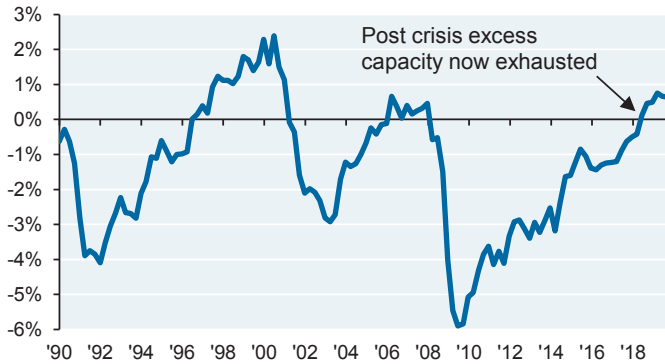


## [5] ¿Por qué no hay inflación en Estados Unidos?

En primer lugar, no es cierto que no haya inflación. La economía estadounidense tiene poco o ningún exceso de capacidad, y la inflación subyacente se mantiene estable y cerca de la tasa del 2%, nivel óptimo para la Reserva Federal. Sin embargo, la Reserva Federal *actúa* como si no hubiera inflación, reduciendo los tipos una vez más, y fijándolos al mismo nivel que la tasa de inflación, o incluso por debajo. ¿Qué ve la Reserva Federal, además de unas expectativas de inflación estables, para que a los miembros de su comité no les inquiete el riesgo de inflación de cara al futuro?

### El “diferencial de producción” de Estados Unidos: una forma de medir el exceso de capacidad

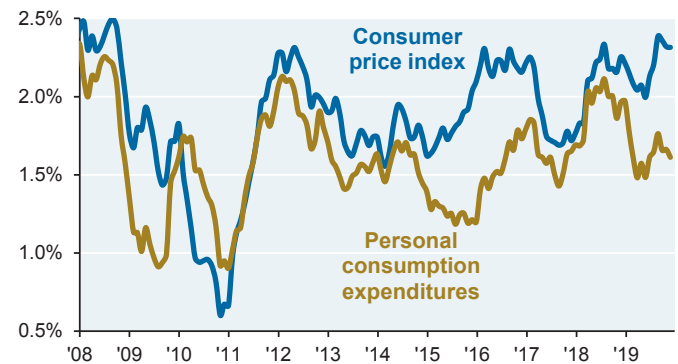
% PIB efectivo en relación con el PIB potencial



Fuente: Oficina Presupuestaria del Congreso. Tercer trimestre de 2019.

### IPC subyacente y consumo personal en Estados Unidos

% interanual

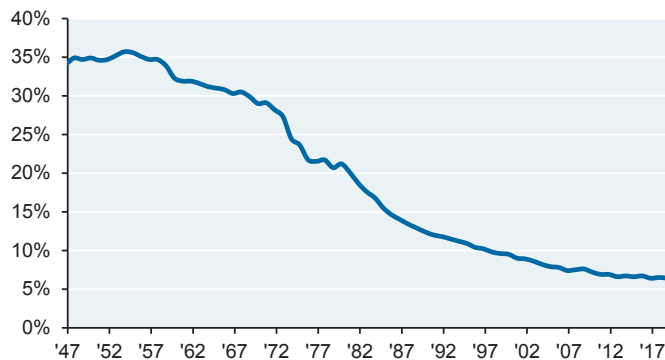


Fuente: Oficina de Estadísticas Laborales, Oficina de Análisis Económico. Noviembre de 2019.

Ya hemos publicado los gráficos siguientes en el pasado: fundamentan la creencia de la Reserva Federal de que la inflación continuará siendo lo suficientemente baja como para seguir justificando una política monetaria expansiva. Los gráficos describen la caída del poder de negociación de los trabajadores, la mayor velocidad de ajuste de los precios minoristas, el efecto de la globalización en los salarios, la menor propensión de las compañías a responder al incremento de los costes laborales con subidas de los precios, la desinflación procedente del sector tecnológico y el auge de los robots industriales<sup>12</sup>. Estos factores han contribuido entre todos a una inflación baja y estable en Estados Unidos, y a que el porcentaje de países que también tienen inflación baja y estable esté en máximos históricos.

### Caída del poder de negociación de los trabajadores

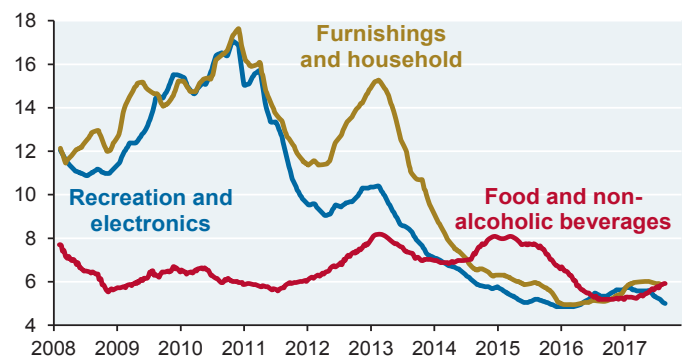
Afiliación sindical en el sector privado



Fuente: Antes de 1983, Hirsch; después de 1983, Oficina de Estadísticas Laborales. 2018.

### El comercio electrónico aumenta la transparencia de los precios

Tiempo durante el cual los precios permanecen iguales tras un cambio (meses)



Fuente: A Cavallo, NBER WP. 2018. Los precios excluyen temporadas de rebajas.

12 Aunque **los envíos de robots** a Estados Unidos aumentaron un 60% entre 2013 y 2018, China lidera la utilización de robots, con cuatro veces más instalaciones que Estados Unidos en 2018. Esto es importante a efectos de la inflación estadounidense, y también para la Reserva Federal, porque el mayor uso de robots en China podría diluir el efecto de la subida de los salarios en este país derivada de la contracción de la oferta de mano de obra, y hacer sostenible el efecto deflacionista de las importaciones de bienes chinos a Estados Unidos. Como se muestra en la página 5, a pesar del descenso de las importaciones de bienes chinos a Estados Unidos como consecuencia de la guerra comercial y el aumento de los aranceles, China sigue siendo la mayor contraparte en las importaciones a Estados Unidos.

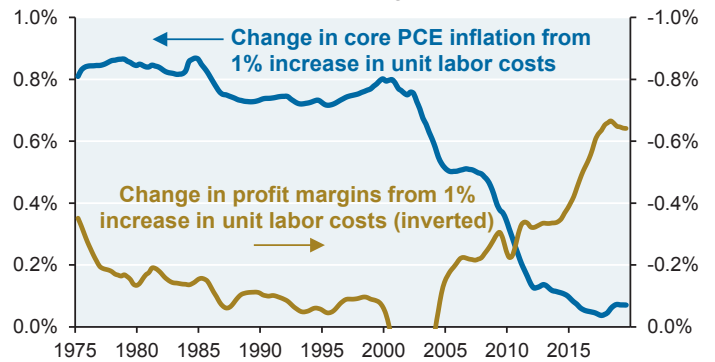


### La globalización y la remuneración a empleados en EE.UU.



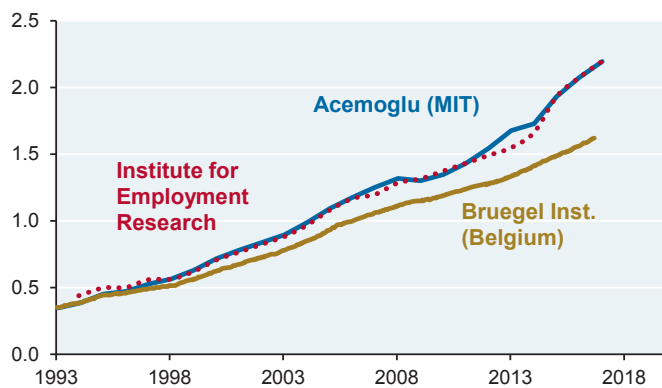
Fuente: Banco Mundial, Oficina de Análisis Económico. Tercer trimestre de 2019.

### En la actualidad, las compañías responden a los cambios en los costes laborales a través de sus márgenes, no de sus precios



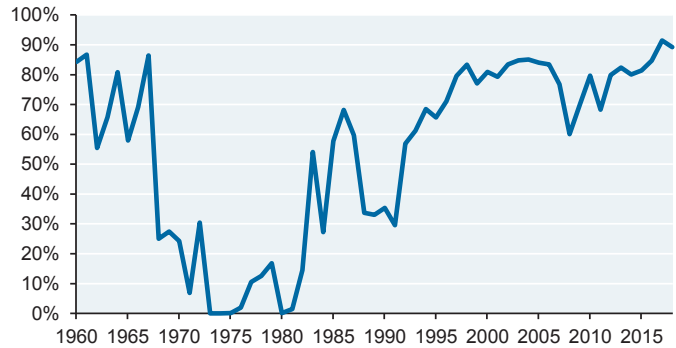
Fuente: J.P. Morgan Economic Research.

### Estados Unidos: robots industriales por cada mil trabajadores



Fuente: MIT, IAB, Bruegel Institute. 2018.

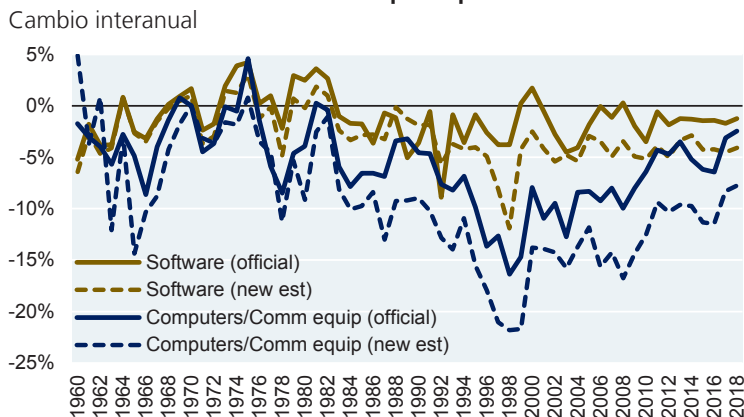
### Porcentaje del PIB mundial con inflación general baja y positiva (0%-4%)



Fuente: Banco Mundial, J.P. Morgan Asset Management. 2018.

**El efecto deflacionista del sector tecnológico.** Algunos analistas de la Reserva Federal han estudiado más detenidamente la afirmación de que existen errores en la medición de la productividad estadounidense, debido a la dificultad de cuantificar las mejoras de productividad derivadas del sector de tecnologías de la información y comunicación (TIC). Ahora estiman que los precios del sector TIC en realidad han caído a un ritmo *mucho* más rápido que el publicado en los datos oficiales de inflación. El efecto multiplicador de este sector sobre el resto de la economía **podría explicar por qué a Reserva Federal ha podido aplicar una política monetaria tan expansiva durante la última década sin espolear la inflación salarial o de precios.**

### Los nuevos análisis de la Reserva Federal muestran una mayor deflación derivada del sector TIC que la publicada



Fuente: Byrne y Corrado, "ICT Prices and ICT Services: What do they tell us about productivity and technology?", 2017, actualizado a 2019.

Motivos de la revisión a la baja de las estimaciones de inflación del sector TIC:

- Estimación más exacta de las mejoras de la eficiencia derivadas de avances difíciles de cuantificar en sistemas operativos, software de código abierto, almacenamiento informático en la nube y capacidad de computación.
- Inclusión de más subsectores, como computación en la nube y servicios de diseño de sistemas (14 en medición alternativa, 7 en datos oficiales).
- Nuevo índice de precios de software, que incluye no sólo el software de aplicaciones, sino también software de sistemas/sistemas operativos para ordenadores de mesa, dispositivos portátiles, redes y empresas.
- Datos de precios sectoriales más exactos y de mayor alcance.

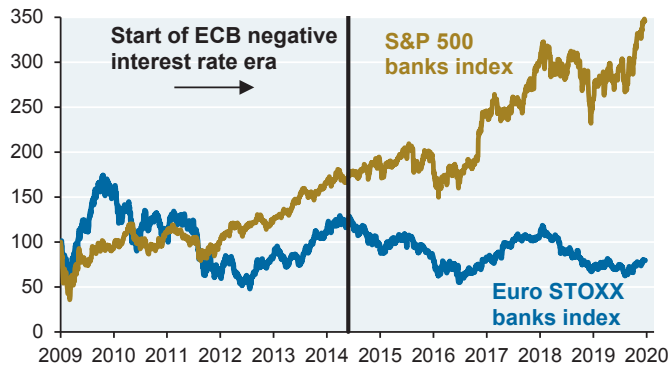


## [6] ¿Qué efecto están teniendo los tipos de interés negativos en los bancos europeos?

Desde la perspectiva del inversor, nada bueno. Desde el inicio del ciclo de tipos negativos en 2014, tanto las rentabilidades como las valoraciones de la renta variable de bancos europeos han sido inferiores a las de sus homólogos estadounidenses. No conocemos la versión alternativa de los hechos; el BCE podría argumentar que, sin tipos negativos, la región estaría en una situación aún peor, y el aumento de la morosidad empresarial haría la vida aún más difícil para los bancos. Sea cual sea el caso, los tipos de interés negativos han supuesto un dolor de cabeza importante para los inversores en bancos europeos, y no parece que la situación vaya a cambiar.

### Estados Unidos vs Europa: rentabilidad total de renta variable de bancos

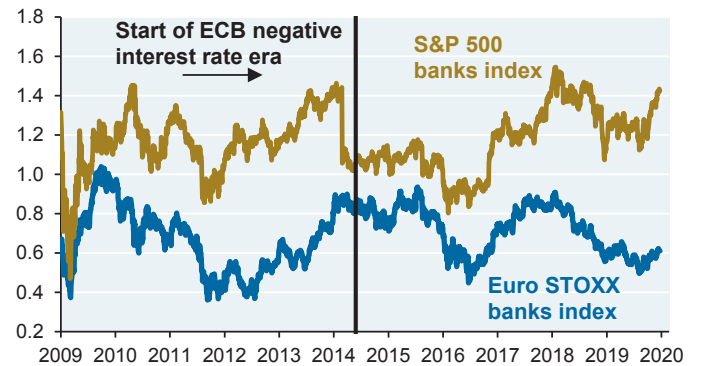
Rentabilidad total (US\$), enero de 2009=100



Fuente: Bloomberg. 30 de diciembre de 2019.

### Estados Unidos vs Europa: ratio precio/valor contable de bancos

Ratio

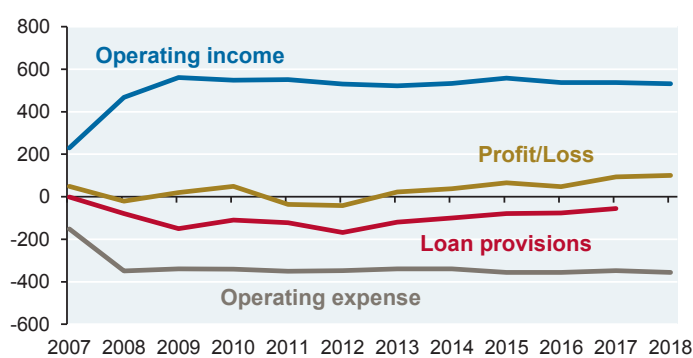


Fuente: Bloomberg. 30 de diciembre de 2019.

De hecho, **el BCE está considerando la posibilidad de recortar los tipos aún más**. Actualmente los tipos se sitúan en el -0,5% y, aunque parezca increíble, el BCE podría llegar a reducirlos hasta el -1,0%. A día de hoy, los márgenes de intermediación de los bancos alemanes se sitúan en el 0,9%. Si los alemanes repercutieran a los depositantes la mitad del efecto de la rebaja de los tipos<sup>13</sup>, sus márgenes de intermediación podrían caer un 25%. Sin embargo, si no se repercutiera *ninguna* parte de este efecto, sus márgenes de intermediación caerían a la mitad de los (miseros) niveles actuales. Un último apunte: la ligera subida de los beneficios de los bancos europeos de los últimos dos años se debe casi enteramente a la reducción de las provisiones por posibles pérdidas derivadas de préstamos, y no a un aumento de sus ingresos ni a una caída de los gastos de explotación. En otras palabras, no se trata de un incremento orgánico de los beneficios bancarios.

### La rentabilidad de los bancos ha venido impulsada por la reducción de las provisiones por préstamos

Miles de millones de euros



Fuente: BCE, Barclays European Research. 2018.

### Porcentaje del índice J.P. Morgan GBI Broad Index con rendimientos negativos

Country	Total	1-3 Years	3-5 Years	5-7 Years	7-10 Years	10+ Years
Denmark	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Germany	87%	100%	100%	100%	100%	55%
Finland	78%	100%	100%	100%	100%	0%
Sweden	73%	100%	100%	100%	50%	0%
Netherlands	72%	100%	100%	100%	100%	17%
Austria	68%	100%	100%	100%	100%	0%
France	65%	100%	100%	100%	100%	0%
Ireland	62%	100%	100%	100%	100%	0%
Belgium	56%	100%	100%	100%	100%	0%
Japan	51%	100%	100%	100%	100%	0%
Spain	35%	100%	100%	15%	0%	0%
Portugal	35%	100%	100%	0%	0%	0%
Italy	14%	60%	0%	0%	0%	0%
<b>Total</b>	<b>52%</b>	<b>93%</b>	<b>85%</b>	<b>69%</b>	<b>74%</b>	<b>5%</b>

Fuente: J.P. Morgan Global Index Research. J.P. Morgan Asset Management. 11 de diciembre de 2019.

13 Algunos bancos alemanes de menor tamaño han anunciado que comenzarán a cobrar **tipos de depósito negativos en cuentas nuevas**.





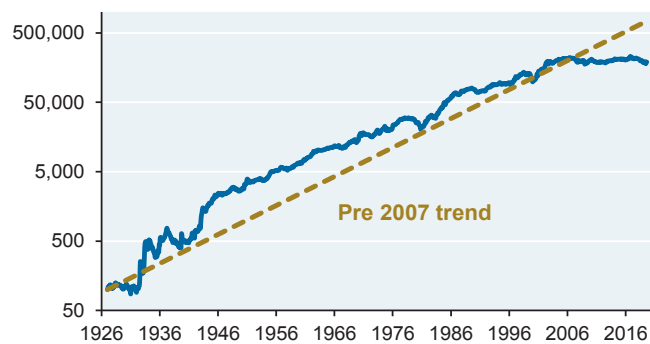
**Con independencia de que los tipos negativos sean el síntoma, la enfermedad o la cura, espero que nunca emigren fuera de Europa.** El economista de la Universidad de Princeton, [Markus Brunnermeier](#), cree que existe un “tipo de reversión”: un punto de inflexión más allá del cual el daño que causaría a los bancos una reducción adicional de los tipos fuera mayor que los beneficios a la economía, en cuyo caso **la aplicación de más políticas expansivas provocaría una contracción de la economía, en lugar de estimularla.** En otras palabras, según cae la rentabilidad de los bancos se deteriora su capacidad de generar nuevo capital, lo que perjudica a su capacidad de conceder nuevos préstamos.



## [7] ¿En algún momento la renta variable *value* dejará de comportarse peor que la renta variable *growth*?

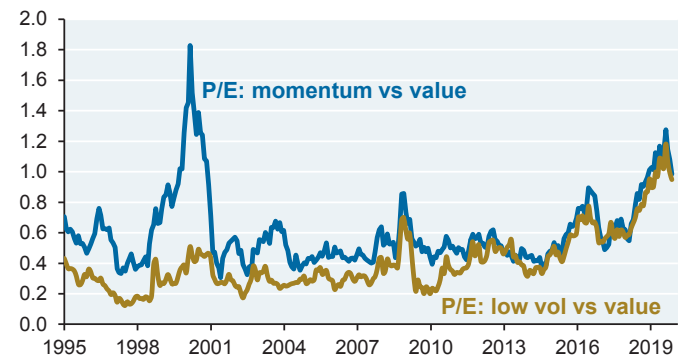
Desde el año 2010, la renta variable *value* ha obtenido resultados inferiores a los de la renta variable *growth*, a un nivel rara vez visto en los últimos 70 años, período en el que la estrategia *value* ha beneficiado significativamente a los inversores y gestores activos. No obstante, en los últimos años, los inversores se han dirigido en masa hacia la renta variable *growth*, *momentum* y la llamada *bond proxy* (con comportamiento similar a la renta fija), persiguiendo un (escaso) crecimiento de los beneficios o los dividendos que tanto necesitan. Desde 2010, el peor comportamiento de la renta variable *value* ha dificultado significativamente el trabajo de los gestores activos, tema que comentamos en detalle en un número especial de *Eye on the Market* publicado este año<sup>14</sup>.

**Exceso de rentabilidad acumulada de acciones *value* más baratas en comparación con las más caras, índice, enero de 1926= 100, escala logarítmica**



Fuente: French Data Library, J.P. Morgan Asset Management. Universo= Bolsa de Nueva York, AMEX, Nasdaq. Octubre de 2019.

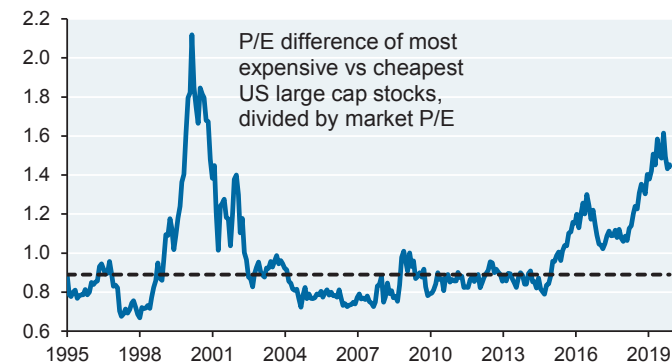
**La prima de la renta variable *momentum* y de baja volatilidad está a máximos históricos frente a la renta variable *value*, diferencia del PER dividida por PER de mercado**



Fuente: J.P. Morgan Asset Management. Noviembre de 2019.

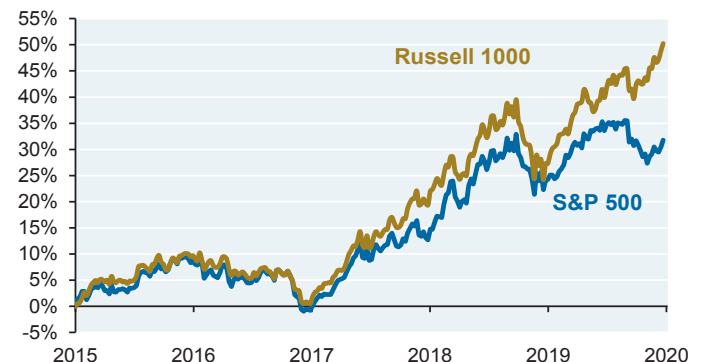
Aparte de los datos técnicos, que muestran descuentos muy importantes en el PER de la renta variable *value*, ¿existen motivos “fundamentales” para creer que podrían mejorar sus resultados relativos? Llegando al final de 2019, la renta variable *value* ha empezado a dar señales de vida comparada con la renta variable *growth*, aunque, hasta ahora, se han limitado a las acciones de gran capitalización. Parece que los problemas en los

**Segundo pico más alto de la historia de la renta variable *growth***



Fuente: J.P. Morgan Asset Management. Noviembre de 2019.

**S&P 500 y R1000 *growth* vs *value* - rentabilidad acumulada, rentabilidad acumulada de renta variable *growth* - rentabilidad acumulada de renta variable *value***



Fuente: Bloomberg. 27 de diciembre de 2019.

14 **Análisis del sector de gestión activa de renta variable.** Hemos analizado la rentabilidad de 6.700 gestores activos de renta variable de 23 categorías de estilo de inversión desde 1996. Como era de esperar, los estilos de inversión *US large cap core*, *value* y *growth* se han enfrentado a dificultades significativas. No obstante, también descubrimos que, desde 2014, más del 50% de los gestores obtuvieron rentabilidades superiores a los índices de referencia en varias categorías estadounidenses e internacionales, a pesar de todas las distorsiones introducidas en el mercado por la Reserva Federal, lo que considero un signo positivo a la hora de valorar la viabilidad de la gestión activa de renta variable a largo plazo.

INVERSIÓN VALUE

mercados de OPV y sus fases previas han desencadenado una creciente inquietud sobre la proliferación de salidas a bolsa de compañías con poco o ningún crecimiento de los beneficios (ver páginas 31-32), y sobre la renta variable *growth* con cotizaciones muy altas, que podrían peligrar en caso de un resurgimiento de la regulación antimonopolística, tal y como se describe en la sección siguiente. Otros posibles catalizadores podrían incluir una recuperación de la renta variable de compañías energéticas, ahora que la disciplina ha vuelto al sector, y la posible normalización de la política monetaria estadounidense.

Esta época desesperante para los inversores *value* podría estar llegando a su fin. No somos los únicos en creer que podríamos estar viviendo los últimos días de rentabilidades muy inferiores de la renta variable *value*.

- Cliff Asness, de AQR, quien normalmente suele advertir en contra de la asignación dinámica entre distintos factores (conocida como "*factor timing*"), ha aumentado su apuesta a favor de la inversión *value* como factor<sup>15</sup>. Según AQR, en los primeros ocho años desde la crisis financiera, el peor comportamiento de la inversión *value* era "racional", dado que las compañías con cotizaciones altas podían justificar la prima con mayores beneficios, ventas, márgenes etc. Sin embargo, en los últimos dos años, los peores resultados de la inversión *value* no son un reflejo de los fundamentales, sino de una serie de cambios "irracionales" en el sentimiento inversor (i.e., expansión de los múltiplos).
- Apoyando su afirmación, Asness utiliza el gráfico siguiente. Muestra la valoración relativa de las acciones estadounidenses de mediana y gran capitalización más caras frente a las más baratas, sobre la base de los ratios precio/valor contable, PER (basado en datos pasados y en expectativas) y precio/ventas. El diferencial entre las acciones más baratas y las más caras está a su nivel más alto desde el año 2002, aunque sigue muy alejado de los máximos de 1999-2000.

### ¿Está barata la renta variable *value*? Mucho

Prima compuesta de acciones *growth* vs acciones *value* en base a ratios precio/valor contable, PER basado en datos pasados, PER basado en expectativas y precio/ventas, Índice, 100= media



Fuente: Cliff Asness, "It's time for a Venial Value-Timing Sin". Agosto de 2019.

Un último comentario sobre la posibilidad de una recuperación sostenida de la renta variable estadounidense *value*: en el pasado, el mejor comportamiento de la renta variable estadounidense *value* frente a *growth* solía coincidir con "rentabilidades inferiores" de Estados Unidos frente a Europa. Algunos de estos periodos tuvieron lugar durante el boom insostenible del crecimiento y del crédito que tuvo lugar en Europa entre 2005 y 2006, que no creo que se repita. Aun así, la recuperación de los valores *value* estadounidenses podría producirse al mismo tiempo que una corrección de la renta variable *growth* estadounidense más cara, en cuyo caso Europa sí podría lograr rentabilidades más altas que Estados Unidos, al menos temporalmente.

15 Cliff Asness, "It's Time for a Venial Value-Timing Sin". November 7, 2019.



## [8] ¿Cuáles son los mayores riesgos para los mercados de una posible reforma en la economía estadounidense, según criterios progresistas?

Las tablas siguientes detallan las propuestas progresistas sobre fiscalidad, el sector empresarial, el mercado de trabajo, el sector energético, el sector sanitario, la inversión, el comercio y la deuda estudiantil, la mayoría planteadas por la Senadora Warren. Para que se adopten muchas de estas propuestas, los Demócratas deberán asumir control del Senado, y no sólo de la Casa Blanca; el nuevo líder de la mayoría del Senado deberá pasarlas a trámite; y, además, los Demócratas deberán poner fin al actual *filibuster*. Sin embargo, si tenemos en cuenta los precedentes más cercanos (las acciones unilaterales del Presidente Trump en cuestiones de medio ambiente, comercio y fronteras), algunas políticas progresistas podrían aprobarse a través de la acción del ejecutivo y mediante la aprobación de reglamentos, evitando la legislación.

### Agenda progresista del partido Demócrata

Fiscalidad	Empresa	Laboral
Duplicar el tipo aplicable a las ganancias de capital para las personas con rentas superiores a 1 millón de dólares	Limitación o prohibición de recompras de acciones	Prohibición de las leyes estatales de protección del "derecho a trabajar", tasas oficiales que permitan a los sindicatos cobrar cuotas a trabajadores no miembros
Eliminar la actualización de valoraciones de activos a efectos de sucesiones	Escisión de grandes bancos, eliminación de medidas de desregulación de Trump sobre requisitos de capital/ liquidez, impuesto sobre las transacciones financieras	Eliminar el voto secreto en las elecciones sindicales
Gravar las ganancias de capital no realizadas todos los años	Escisión de grandes empresas tecnológicas, restablecer neutralidad de la red	Elección de más del 40% de los miembros del Consejo por parte de los trabajadores (co-determinación)
Tratar las ganancias de capital y los dividendos como rentas ordinarias a efectos fiscales	Exigir autorización federal para operar en diferentes estados a compañías cotizadas con ingresos superiores a 1.000 millones de dólares, deben generar un "beneficio público material"	Negociación colectiva a nivel sectorial
Impuesto de patrimonio del 2% para patrimonios superiores a 50 millones de dólares	... y un "impacto positivo material sobre la sociedad" para obtener la autorización del Departamento de Comercio	Reducción de la clasificación de contratistas independientes
Derogar rebaja del IRPF, graduar prestaciones de Seguridad Social/Medicare en función de renta, tipo máximo del impuesto de sucesiones del 77%	La "Office of US Corporations" y el Abogado General de cada estado podrán iniciar un proceso para revocar la autorización	Penalizaciones a los contratistas federales que presenten disparidades de género en las remuneraciones
Nuevo impuesto sobre la renta del 14,8% para rentas superiores a 250.000 dólares, que posiblemente incluiría las rentas derivadas de la inversión	Los gastos políticos deben estar sujetos a una aprobación del 75% de los accionistas	Penalizaciones de la Junta Nacional de Relaciones Laborales sobre compañías y ejecutivos por vulnerar los derechos de los trabajadores y despidos improcedentes
Eliminar rebajas de impuesto sociedades, impuesto adicional sobre beneficios superiores a 100 millones de dólares	Las compañías de capital riesgo deberán garantizar la devolución de la deuda y el pago de las pensiones de las compañías adquiridas	Aumento de la protección a los trabajadores en huelga
Fiscalidad	Empresa	Laboral
Sanidad para todos, sin franquicias ni copagos	Prohibir el <i>fracking</i> en terrenos de propiedad privada y el <i>fracking</i> y la perforación en terrenos federales	Reducir la deuda estudiantil para el 95% de los estadounidenses endeudados (45 millones de personas)
Prohibición de los seguros sanitarios privados	Prohibir la exportación de combustibles fósiles, y nuevas plantas nucleares	Eliminar totalmente la deuda estudiantil para el 75% de los estudiantes endeudados
Limitaciones a los precios de los medicamentos, penalizaciones por la escalada de precios y cuotas de reimportación	Derogar las disposiciones fiscales favorables al sector energético	Educación universitaria pública gratuita y universal
Permitir que el Departamento de Salud y Servicios Humanos fabrique/subcontrate la fabricación de medicamentos genéricos	Subvenciones de 3 billones de dólares en 10 años para subvencionar la transición a un 100% energías limpias	Coste estimado= 955.000 millones de dólares

### Comercio: Test de elegibilidad de 9 puntos para contrapartes comerciales

- Exigir el cumplimiento de derechos laborales fundamentales de la Organización Internacional del Trabajo, como la negociación colectiva y la eliminación del trabajo infantil
- Adhesión a la Ley de protección de víctimas del tráfico de personas
- Ratificar la Convención para combatir los sobornos a funcionarios extranjeros
- Hacer cumplir derechos humanos reconocidos internacionalmente
- Adherirse al Acuerdo del Clima de París, y adoptar un plan nacional para reducir las emisiones a largo plazo
- Cumplir los tratados fiscales con Estados Unidos y participar en el proyecto de la OCDE para combatir la erosión de la base imponible y el traslado de beneficios
- Reconocer y exigir el cumplimiento de la libertad religiosa
- Eliminar todas las subvenciones internas a los combustibles fósiles
- No estar incluido en la lista de monitorización del Departamento del Tesoro por manipulación de divisa

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

### Posibles riesgos para los mercados de renta variable derivados de la agenda progresista<sup>16</sup>

- **Efectos en los mercados de renta variable.** Los sectores cuyas valoraciones podrían estar más en riesgo son los sectores bancario, biotecnológico, químico, de exploración y producción energética, entidades de cuidados sanitarios y proveedores de servicios sanitarios, productores de electricidad independientes, empresas integradas de petróleo y gas, productos médicos, compañías de Internet de gran capitalización, procesadores de pagos, especialidades farmacéuticas de marca y financiación especializada/de consumo. Con respecto al **sector sanitario**, aunque el mercado ya ha descontado gran parte del sentimiento negativo, muchas de las propuestas se basan en eliminar las rentas del sector privado en el sistema sanitario, por lo que consideramos que puede existir un riesgo bajista adicional, dependiendo de los detalles.
- Aunque no hay pruebas de que las compañías lleven a cabo recompras de acciones en lugar de contratar trabajadores o realizar inversiones, parece existir apoyo progresista para **limitar o incluso prohibir completamente las recompras**. Los sectores que más dependen de las recompras como impulsoras de la rentabilidad son las tecnologías de la información, el financiero y el consumo discrecional. **Resulta notable la demanda corporativa de renta variable en relación con la demanda de los inversores:** todos los años desde 2011, las recompras fueron la mayor fuente de demanda de renta variable estadounidense, representando de media unos 450.000 millones de dólares por año. En comparación, la demanda anual media proveniente de hogares, fondos de inversión, fondos de pensiones e inversores extranjeros supuso menos de 10.000 millones por cada uno de estos grupos.
- En 2016, Estados Unidos tenía el tipo efectivo marginal del impuesto de sociedades más alto del G-7, y de los 34 países de la OCDE. La ley de 2017 redujo el tipo del impuesto de sociedades estadounidense, poniéndolo en línea con el de otros países. Por ello, **su derogación devolvería los tipos impositivos efectivos aplicables a las sociedades estadounidenses a la situación anterior**. Las rebajas del impuesto de sociedades dieron un impulso puntual a los beneficios del S&P de entre el 8% y el 10% en 2018. Si asumimos un múltiplo de 17,5 veces, la derogación de las rebajas del impuesto podría reducir de forma aislada el valor razonable del S&P 500 por el mismo importe. Este modelo asume una derogación completa de las rebajas del impuesto de sociedades, pero no incluye las propuestas *adicionales* de la Senadora Warren de aprobar un impuesto extraordinario del 7% sobre los beneficios superiores a 100 millones de dólares para financiar las energías renovables. Los sectores que más se beneficiaron en su momento de las rebajas fiscales, al disfrutar de una reducción mayor del tipo impositivo efectivo, fueron los de servicios de comunicación, consumo discrecional y financiero.
- **La fractura hidráulica** representa en la actualidad entre el 60% y el 80% de toda la producción estadounidense de petróleo, gas natural y gas natural licuado (GNL). Por ello, el petróleo y gas producido internamente derivado de la fractura hidráulica representa el 40% de la cifra total del consumo energético primario de Estados Unidos. Aunque la generación de energías renovables está creciendo en Estados Unidos, es casi seguro que no lo hace a un ritmo lo suficientemente rápido como para abandonar de forma inmediata el petróleo y el gas procedentes de la fractura hidráulica, teniendo en cuenta además el objetivo de dismantelar las plantas nucleares y de carbón de mayor antigüedad y reducir su dependencia del petróleo extranjero. A falta de una parrilla eléctrica interconectada para todo el país y un sistema de almacenamiento

16 No creo que la **redistribución** sea inherentemente positiva o negativa para la economía; depende de muchos factores, tales como el efecto de tipos impositivos más altos en la propensión a invertir y consumir a distintos niveles de renta, la eficiencia con la que el gobierno federal distribuye los ingresos fiscales entre programas productivos e improductivos, el efecto de la redistribución en el sentimiento de los consumidores e inversores y el grado en el que los objetivos de captación de ingresos del gobierno federal se ven afectados por cambios en el comportamiento de personas físicas y empresas para eludir la fiscalidad. Aun así, sí creo que cuanto más amplia sea la agenda redistributiva de un gobierno, mayor será la probabilidad de que afecte negativamente al sector privado de formas imprevistas. Y, como se muestra en la página 11, **las propuestas de subidas de impuestos de la Senadora Warren son 2,5 veces mayores que las subidas fiscales llevadas a cabo por Franklin D. Roosevelt en los años 30.**

En nuestro [análisis de los países nórdicos](#) que llevamos a cabo en 2019 encontramos que, según algunas mediciones, los países nórdicos son aún más pro empresa que Estados Unidos; que sus sistemas fiscales dependen principalmente de impuestos sobre el consumo (concretamente, el IVA) y contribuciones deducidas de las nóminas para financiar los derechos sociales; y que sus sistemas sanitarios generalmente exigen tanto copagos como franquicias para limitar su coste. En otras palabras, **hasta los países más progresistas necesitan un sector privado vibrante e incentivos para que sus ciudadanos inviertan en nuevos negocios y proyectos de capital para poder permitirse realizar redistribuciones.**



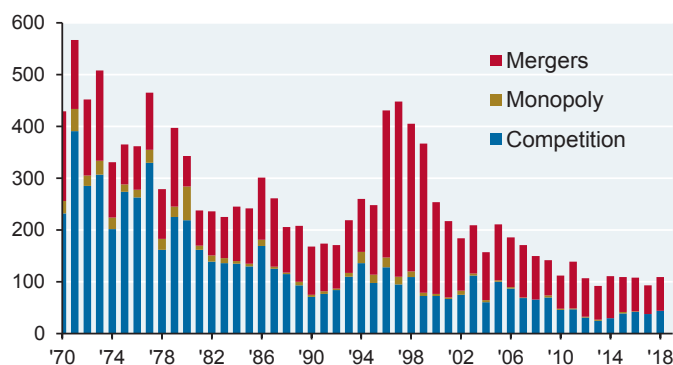
barato de la energía, el gas natural es un complemento esencial de las energías renovables intermitentes. Si desea obtener más detalles, lea nuestro artículo de septiembre de 2019 titulado [Cold Turkey](#).

- Con respecto al sector tecnológico,** existe un intenso debate sobre si los gigantes tecnológicos están perjudicando a los consumidores y/o a sus competidores. No vamos a entrar en este debate en estas páginas; la tabla que presentamos a continuación muestra que, tras 50 años de caída del número de investigaciones antimonopolio (especialmente en el sector tecnológico), muchos políticos actualmente creen que la respuesta a una de las preguntas anteriores, o a ambas, es que “sí”. Si el resurgimiento de las políticas antimonopolio se centrara en el sector tecnológico, podría tener un efecto negativo en los mercados, dado que (a) el sector tecnológico ha vivido el mayor grado de concentración y consolidación de todas las grandes empresas, (b) el sector tecnológico ha logrado más del doble de la rentabilidad que el resto del mercado bursátil desde 2010 y (c) las compañías tecnológicas de mayor tamaño han sido muy activas en la adquisición de compañías, tanto por sus ingresos como por su capital intelectual.

Propuestas de control de concentraciones del sector tecnológico y otras (por debajo de la línea de puntos= ya implementadas)	
Facebook, Google	Los estados de Nueva York y de Texas inician investigaciones antimonopolio; 48 estados se apuntan a la investigación a Google
Amazon, Apple, Facebook, Google	El Comité Judicial del Congreso solicita los correos electrónicos de ejecutivos de las empresas tecnológicas en una investigación antimonopolio
Amazon	La Comisión Federal de Comercio inicia una investigación por comportamiento contrario a la libre competencia
Amazon, Facebook, Google	Investigación antimonopolio de amplio alcance del Departamento de Justicia
FAANG	Warren propone la escisión de las grandes compañías tecnológicas, la designación de las plataformas tecnológicas como empresas de servicio público separadas de otros negocios, y la prohibición retroactiva de fusiones contrarias a la competencia
Compañías tecnológicas de California	“Dividendo de datos digitales” a pagar por las compañías tecnológicas a los usuarios cuyos datos han sido monetizados
-----	
Amazon, Uber, Lyft	El estado de California aprueba una ley para reclasificar los trabajadores autónomos de estas empresas y considerarlos trabajadores por cuenta ajena
Facebook	La Comisión Federal de Comercio impone una multa de 5.000 millones de dólares a Facebook por prácticas contrarias a la privacidad
Qualcomm	Sentencia declaratoria confirmando que Qualcomm vulneró el derecho de competencia
Amazon, eBay, Airbnb	Se exige que las plataformas online cobren impuestos locales

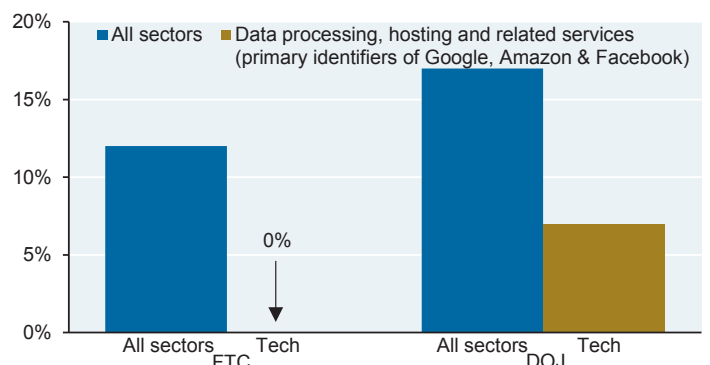
Fuente: Bloomberg, Bridgewater, LA Times, The Hill, Comisión Federal de Comercio, Wall Street Journal, New York Times. 2019.

**Número de investigaciones antimonopolio iniciadas por el Departamento de Justicia**



Fuente: Departamento de Justicia de Estados Unidos. 2018.

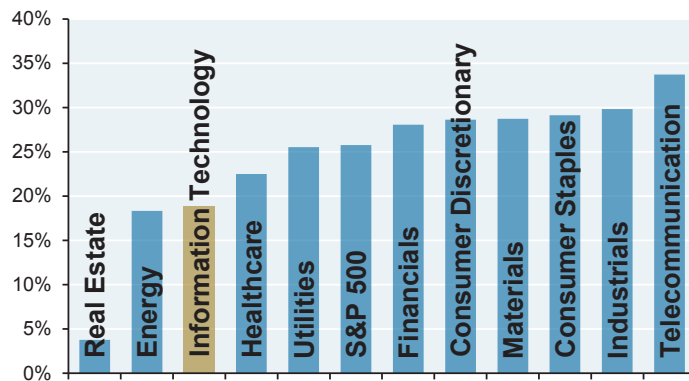
**Menor grado de aplicación de la normativa antimonopolio contra el sector tecnológico por parte de la Comisión Federal de Comercio y el Departamento de Justicia**



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

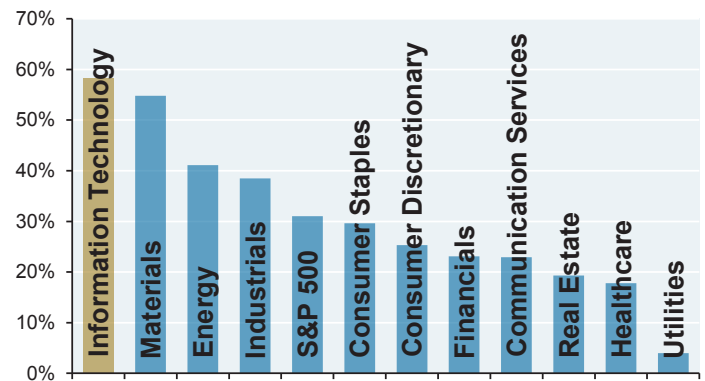
REFORMA PROGRESISTA

Tipo fiscal efectivo del S&amp;P por sector



Fuente: S&amp;P Global Market Intelligence. 2016.

Ventas del S&amp;P por sector, ponderadas en función de la exposición a ingresos procedentes del extranjero



Fuente: S&amp;P Global Market Intelligence. Tercer trimestre de 2019.

### Un análisis más detallado: impuestos digitales personalizados en Europa, diseñados para aplicarse a los gigantes tecnológicos estadounidenses

El sector tecnológico estadounidense se enfrenta a crecientes presiones en forma de **impuestos sobre los servicios digitales**, aplicables a los ingresos que obtienen por la publicidad de empresas europeas. Cansados de esperar a las propuestas del “Primer Pilar” de la OCDE, Francia, Italia, Austria y Turquía han aprobado sus propios impuestos sobre servicios digitales. Su tortuosa lógica se basa en un concepto denominado “valor creado por el usuario”: dado que los usuarios de servicios como Facebook contribuyen al valor de la marca al proporcionar información a la compañía que le permite obtener ingresos de publicidad, sus usuarios esencialmente están llevando a cabo funciones de producción, que normalmente llevaría a cabo la propia empresa. Asimismo, la jurisdicción en la que residen los usuarios puede gravar el valor en el momento de su creación, utilizando los ingresos de publicidad generados localmente como aproximación. Estos impuestos digitales serían pagados por la propia compañía tecnológica, que se añadiría a cualquier impuesto sobre los beneficios y sobre el consumo que ya se les están aplicando.

**Si cree que esto no tiene mucho sentido, no es el único.** Un artículo del FMI publicado en 2019 describió la fundamentación teórica de los impuestos sobre los servicios digitales como altamente problemática, mientras que el Instituto Petersen ha definido estos impuestos como auténticos aranceles *de facto*, que discriminan descaradamente a las compañías estadounidenses. Los gobiernos europeos se han limitado a emplear una redacción que evita admitir lo evidente: que están **gravando la exportación del consumo de servicios de Estados Unidos**, lo que en la práctica consiste en aplicar un arancel que muy probablemente vulnera los tratados fiscales bilaterales existentes.

La afirmación del Ministro de Hacienda francés de que el impuesto “no se dirige especialmente contra las compañías estadounidenses” no hace sino subrayar la hipocresía de los argumentos empleados:

- Si se tiene en cuenta los altísimos umbrales de facturación mundial que establecen los impuestos sobre la publicidad digital y los ingresos a los que resultan de aplicación, **los gigantes tecnológicos estadounidenses** son prácticamente las únicas entidades sujetas a los mismos. Los ingresos sujetos a los impuestos de servicios digitales incluyen la publicidad digital (Google, Facebook), los mercados digitales de bienes y servicios (Amazon, eBay, Uber, Airbnb) y la transmisión de datos de usuarios a otros usuarios (Facebook, Twitter). Se excluyen el coste de suscripción y las compras dentro de apps, que podrían haber afectado a empresas europeas.
- En otro contexto, funcionarios franceses han afirmado que su impuesto sobre los servicios digitales ha sido diseñado explícitamente para evitar frenar la innovación de comercio electrónico y la digitalización de las empresas francesas, y el propio Ministro de Hacienda francés se ha referido a este impuesto como el impuesto “GAFA” (Google, Amazon, Facebook, Apple).
- El impuesto francés sobre los servicios digitales resulta de aplicación a la **facturación bruta, y no al beneficio neto**, y da lugar a situaciones de doble (o triple) imposición, que contravienen la arquitectura del sistema fiscal internacional de los países desarrollados. Algunas propuestas de impuestos digitales permiten la deducción previa del IVA, otro golpe directo a las empresas estadounidenses que no están sujetas este impuesto en su propia jurisdicción.
- Hace no mucho tiempo, **la propia OCDE advirtió del peligro de crear nuevas normas fiscales para la economía digital**, incluyendo un informe de 2015 con contribuciones y recomendaciones de una comisión de expertos fiscales de la UE. En este informe, la OCDE afirmó que “resulta difícil, si no imposible, aislar la economía digital del resto de la economía a efectos fiscales”. Aparentemente, han cambiado de opinión.

En diciembre de 2019, el Secretario del Tesoro estadounidense, Steven Mnuchin, escribió a la OCDE indicando la oposición de Estados Unidos al concepto del impuesto sobre los servicios digitales, alegando “desviaciones de las normas sobre precios de transferencia en condiciones de igualdad y sobre estándares de nexos a efectos fiscales, pilares tradicionales del sistema fiscal internacional en el que confían los contribuyentes estadounidenses”. **No está nada claro cómo van a resolver este problema Estados Unidos, la OCDE y la OMC, aunque nuestros contactos internacionales creen que algunos países seguirán adelante con sus impuestos digitales, enfrentándose a posibles represalias de Estados Unidos.** El resultado importa, debido a los bajos tipos fiscales efectivos del sector tecnológico estadounidense y la alta proporción de su facturación obtenida en el extranjero, como mostramos en la página anterior.



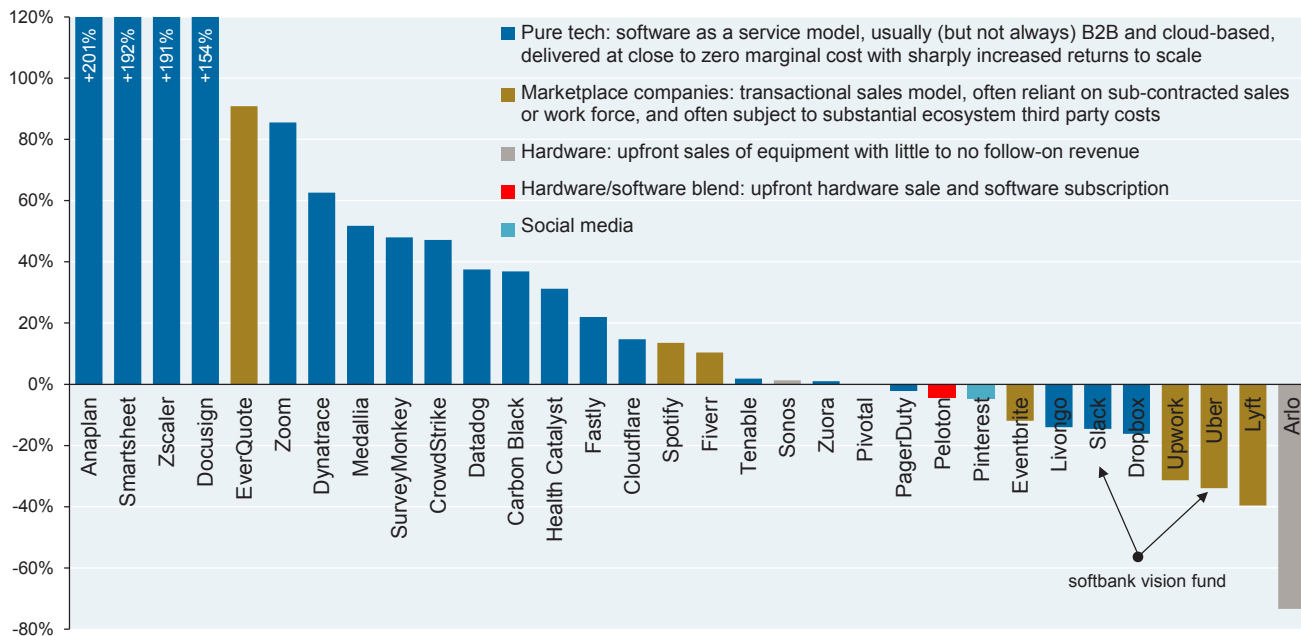
## [9] El mercado de las OPVs

Los problemas de algunas compañías tecnológicas en su salida a bolsa o en sus fases previas han acaparado muchos titulares estos últimos años. **Lo que a muchos se les escapa es que la mayoría de las OPVs de compañías puramente tecnológicas están yendo bien.** Las que están sufriendo más dificultades son en su mayoría compañías “tangencialmente tecnológicas”. Estas compañías se incluyen en la categoría general de tecnológicas pero no son tecnológicas puras. Muchas de ellas tienen cifras de crecimiento de las ventas por debajo del 50% (en general, por encima de esta cifra las rentabilidades posteriores a la OPV han sido superiores) y, en el caso de Uber, la compañía también suspende el test de la “regla del 40%” (es decir, crecimiento de la facturación más margen de flujos de caja libres). Hay que tener en cuenta que prácticamente todas y cada una de estas compañías que han salido a bolsa tenían un margen de explotación negativo en su última cuenta de pérdidas y ganancias debido a su alto nivel de gastos de ventas, generales y administrativos, situación que acabará cambiando según los inversores.

### ¿Qué falla en las OPVs tecnológicas de 2018 2019?

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

Rentabilidad relativa al precio de la OPV (precio de cotización directo)



Fuentes: Bloomberg, datos financieros de las compañías, Stratechery.com, J.P. Morgan Asset Management. 30 de diciembre 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.

**Este resultado desigual forma parte de una tendencia más generalizada que muestra que, desde el año 2010, la inversión diversificada multisectorial en OPVs no ha logrado rentabilidades muy positivas para los inversores.** El último análisis que hemos leído<sup>17</sup> adopta dos enfoques distintos. El primero es una cartera con 200 acciones procedentes de OPVs en la que se compran acciones en cada nueva OPV financiadas con la venta de las que han obtenido los peores resultados. Desde 2010, su rentabilidad ha sido plana con respecto al mercado. El segundo enfoque analiza la rentabilidad de las OPVs con respecto al mercado desde 2010, asumiendo que las acciones se mantienen durante dos años. El rendimiento *mediano* de las OPVs fue un 20% inferior mercado. Las rentabilidades *medias* fueron mejores pero tan sólo igualaron a las rentabilidades del mercado, beneficiándose del 2% de OPVs que obtuvieron rentabilidades superiores al 200%. La mayoría de las

17 "What Matters for IPOs", Goldman Sachs Global Strategy Paper, 4 de septiembre de 2019.

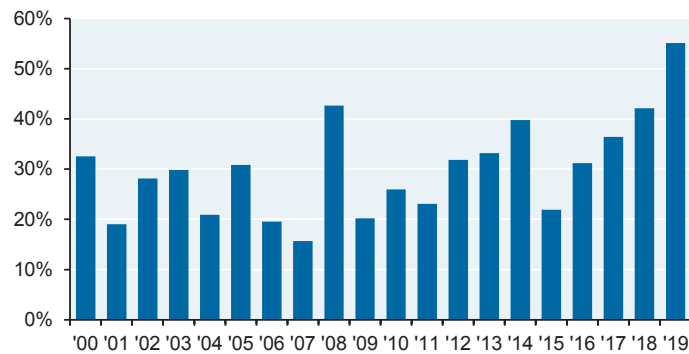




rentabilidades inferiores de las OPVs pueden atribuirse al sector sanitario, el que más emisiones ha realizado y peores resultados ha obtenido en todo el mercado de OPVs estadounidense desde 2010.

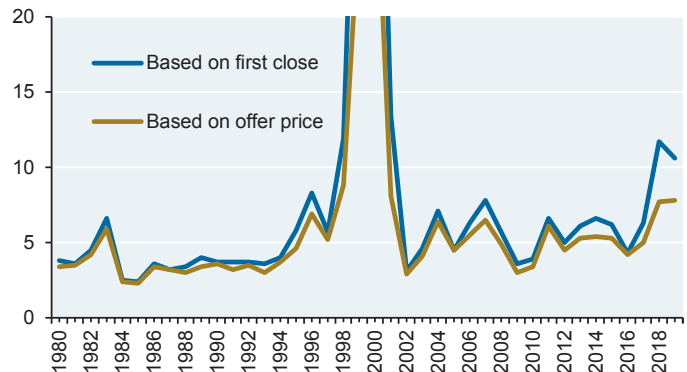
Los **profetas** del ecosistema de capital riesgo (consejeros delegados de *startups* y los fondos de capital riesgo que los financian) han llegado a nuevos máximos cíclicos con respecto a la inversión en compañías no cotizadas **sin beneficios**. Por otro lado, los inversores en OPVs están aplicando a las OPVs tecnológicas los ratios precio/ventas más altos desde finales de los años 90 (las valoraciones siguen muy por debajo de estos niveles, pero no sé hasta qué punto este dato debe tranquilizarnos).

**Proporción del capital de private equity que se invierte en compañías no categorizadas como rentables**



Fuente: Empirical Research Partners. Los datos de 2019 incluyen hasta septiembre de 2019.

**Ratio de precio/ventas en OPVs más alto desde finales de los años 90, ratio precio/ventas de OPVs tecnológicas**

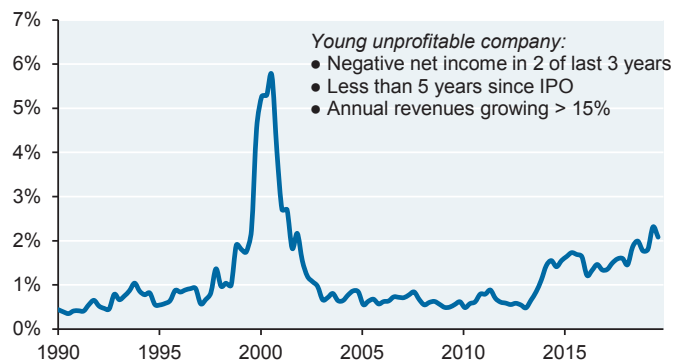


Fuente: Jay Ritter, Universidad de Florida. Estadísticas de OPVs actualizadas a 2019.

Un dato relacionado que estamos vigilando es el aumento del número de empresas que denominamos **“compañías no rentables de reciente creación” (en inglés: *Young Unprofitable Companies* o “YUCs”)**. Se trata de compañías con un beneficio neto negativo, un rápido crecimiento de las ventas y menos de cinco años de vida. No creo que volvamos a vivir jamás la locura que sacudió a los mercados a finales de los años 90, pero, como mostramos en los gráficos siguientes, algunas estadísticas muestran que nos estamos acercando. La capitalización bursátil de estas compañías en el mercado estadounidense supone ya una tercera parte del máximo alcanzado en el año 2000, y la proporción que representan en la cifra total de gasto empresarial (gastos de ventas, generales y de administración, capex e I+D) es aún mayor. Otras estadísticas que llaman la atención incluyen el hecho de que el gasto de estas compañías ha representado entre el 0,15% y el 0,30% del crecimiento del PIB estadounidense en los últimos dos años, y su demanda de servicios en la nube y publicidad digital representó el 10% de la facturación de Google, Facebook y Amazon. En otras palabras, **si los inversores se cansaran de financiar estas empresas, podrían derivarse consecuencias importantes para las compañías tecnológicas de mediana y gran capitalización y para la economía estadounidense en general.**

**Capitalización bursátil de compañías no rentables de reciente creación**

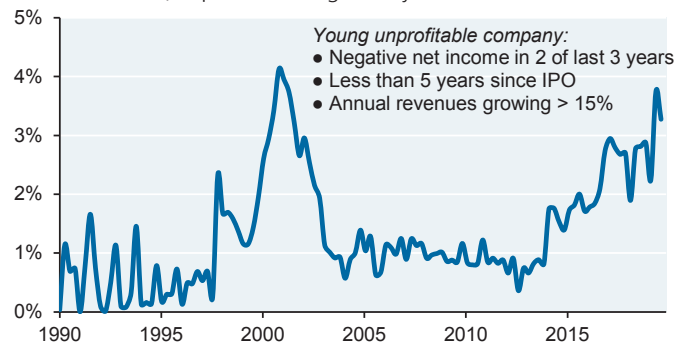
% de capitalización bursátil total



Fuente: FactSet, J.P. Morgan Asset Management. Tercer trimestre de 2019.

**Gasto de compañías no rentables de reciente creación**

% de gasto empresarial total en gastos de ventas, generales y administrativos, capex e investigación y desarrollo



Fuente: FactSet, J.P. Morgan Asset Management. Tercer trimestre de 2019.

## [10] ¿Cuál es el avance más interesante que hemos conocido en 2019?

Todos los años hablo con distintos emprendedores sobre los proyectos en los que están trabajando. En 2019, el avance más interesante que me han contado se refiere a los últimos logros en la investigación con células madre. Pisándole los talones en segundo lugar está la energía geotérmica profunda a través de la perforación con broca de plasma<sup>18</sup>, pero todavía queda mucho para su implementación.

En octubre, pasamos un día en el *New York Stem Cell Foundation Research Institute*<sup>19</sup>. Imagínese: entra en una clínica y le extraen un vial de sangre o un trozo de piel del tamaño de una pepita de manzana. Entonces, sucede algo increíble: **los científicos utilizan la muestra extraída para crear células madre que son como una “tabla rasa”, un avatar con su composición genética propia, y que a continuación se transformará en cualquiera de las más de 200 células especializadas, tales como células del corazón, del hígado, del páncreas, del cerebro, etc.** En la actualidad, los siguientes escenarios son posibles desde una perspectiva científica, y no sólo en nuestra imaginación:

- Tiene una enfermedad genética crónica, como esclerosis lateral amiotrófica (ELA), diabetes, esclerosis múltiple o Parkinson, y los médicos quieren probar distintos tratamientos, dado que usted no está respondiendo bien a los tratamientos habituales. En lugar de bombardearlo en su debilitado estado con estos tratamientos, pueden aplicarlos en el laboratorio directamente a sus células, que serán portadoras de la enfermedad que usted sufre. Si fuera necesario, los investigadores podrían probar cientos de combinaciones de medicamentos diferentes, lo cual no sería posible desde un punto de vista práctico con un paciente individual.
- Sufre una enfermedad que a día de hoy es incurable, como la degeneración macular. Los científicos transforman sus células de “tabla rasa” en nuevas células retinales, que sustituyen eficazmente a las células de su cuerpo que se están muriendo. De forma similar, las células madre pueden ser transformadas en células del hueso de la cadera, eliminando la necesidad de utilizar materiales inorgánicos para pacientes que sufren degeneración ósea.
- Usted es un científico centrado en enfermedades como el Alzheimer, y hasta ahora se ha tenido que limitar a realizar experimentos en ratones y otros animales. Sin embargo, estos animales no desarrollan Alzheimer en la naturaleza, por lo que todo el proceso de investigación está repleto de incertidumbres y callejones sin salida. De forma similar, las curas de la diabetes que funcionan en ratones no son aplicables a los humanos. Ahora, las células madre le permitirán experimentar con tratamientos utilizando una fuente inagotable de células humanas portadoras de la enfermedad. Además, podrá aplicar estos tratamientos a una población diversa de donantes de células, lo cual es importante, dado que las distintas personas afectadas por una enfermedad concreta no responden de la misma forma a los tratamientos. Otro beneficio potencial relacionado es que, al poder hacer pruebas en células humanas en vez de células animales, los científicos podrían acortar entre tres y cuatro años el período necesario para lograr la aprobación administrativa del medicamento, y multiplicar por ocho sus probabilidades de éxito.

18 **Energía geotérmica ultra profunda.** La energía geotérmica estándar a escala comercial accede a fuentes de vapor o agua caliente a temperaturas de 150°–200° C, que trae a la superficie, y el calor se utiliza para generar electricidad a través de una turbina de vapor. La profundidad de perforación típica está entre 150 y 200 metros por debajo de la superficie. Sin embargo, a 5-7 kilómetros bajo la superficie existen recursos geotérmicos a 400°-500° C y a presiones atmosféricas de 200 bar, donde el agua asume una forma denominada fluido supercrítico. En teoría, estos fluidos podrían proporcionar 10 veces más energía que los pozos geotérmicos tradicionales, acercándose a la potencia de las plantas de energía nuclear. Nos hemos reunido con una compañía que está desarrollando brocas de perforación de plasma diseñadas para alcanzar temperaturas de 6.000° C, con el objetivo de lograr perforar a estas profundidades. Sin embargo, aún están en las fases iniciales del proyecto, y no hay que creer al pie de la letra sus estimaciones de costes de perforación por plasma, que ascenderían de forma lineal en función de la profundidad (y no de forma geométrica, como sucede con las técnicas de brocas de perforación convencionales) hasta que se prueben fuera de los estudios de campo. La técnica promete como energía renovable potencial, pero está en fases muy iniciales.

19 **NYSCF** es un laboratorio de investigación multidisciplinar que emplea a 225 científicos, asociado a las principales universidades y hospitales universitarios del mundo. ¿Qué hace que NYSCF sea un lugar único? Muchas instituciones de investigación están muy centradas en la necesidad de publicar, lo que puede actuar de freno a la hora de investigar tratamientos experimentales de alto riesgo o no tradicionales. Sin embargo, NYSCF sí puede centrarse en esta clase de tratamientos, al tratarse de un instituto de investigación sin ánimo de lucro, financiado mediante donaciones privadas. Además, la clase de experimentos que lleva a cabo NYSCF requieren una combinación de disciplinas: biólogos, ingenieros, informáticos, inmunólogos y neurólogos. Este enfoque multidisciplinar les permite reproducir células madre de alta calidad a gran escala, reduciendo fuertemente los cuellos de botella que dificultaban la investigación de células madre.

¿Cuál es el fundamento de estos descubrimientos? La creación de **células madre pluripotentes inducidas, creadas a partir de células de piel o sangre adulta**<sup>20</sup>, que sustituyen en gran medida la necesidad de células madre obtenidas de embriones en tratamientos de fertilización in vitro. Hasta la fecha, la mayoría de las investigaciones de células madre para enfermedades crónicas se están realizando en laboratorios multidisciplinares como el que hemos visitado. Sin embargo, los hitos ya logrados son muy prometedores:

- Utilizando el proceso anterior se descubrieron combinaciones de medicamentos diseñadas para ralentizar el progreso de la ELA y para eliminar células cancerígenas en la LMA (leucemia mielógena aguda), y estos descubrimientos ya se están aplicando en ensayos clínicos.
- Ya se están llevando a cabo ensayos clínicos en los que los pacientes están recibiendo tratamientos con células madre para curar la degeneración macular.
- Se están diseñando tratamientos con células madre para pacientes con Parkinson, para sustituir y reconstruir neuronas perdidas.
- Los investigadores están trabajando en tratamientos con células madre que implican la producción de células de sangre nuevas, para luchar contra la anemia falciforme y otros trastornos inmunológicos o metabólicos.
- Pueden utilizarse muestras de células de tumores de los pacientes para generar “organoides”, tejido cancerígeno vivo que puede sobrevivir indefinidamente, y que se utilizan para la investigación de tratamientos contra el cáncer.

Algunos proyectos en fases muy iniciales incluyen estudios de neuronas sensoriales obtenidas y mantenidas a través de la creación de células madre, con el objetivo de desarrollar mejores tratamientos no adictivos para el dolor crónico.

Queda un largo camino por recorrer para quienes sufren las enfermedades crónicas que se están estudiando debido al tiempo que requiere la aprobación de nuevos tratamientos, el tiempo necesario para que estos nuevos tratamientos se propaguen a través del sistema sanitario, los interrogantes en torno a la cobertura de estos tratamientos por los distintos seguros sanitarios, y las dudas sobre las propias células madre pluripotentes (en algunos experimentos se ha descrito la formación de tumores que emanan de las células madres). No obstante, a pesar de la incertidumbre, los ensayos clínicos con células madre ya iniciados podrían ser considerados en el futuro como una nueva frontera en el tratamiento médico que reducirá la mortalidad, la discapacidad y los costes económicos asociados a ciertas enfermedades crónicas.

---

20 **La importancia de la aprobación de los distintos estudios y tratamientos por parte de la FDA frente al “turismo de células madre”.** Hay noticias sobre tratamientos con células adiposas y otras células madre muy distintos de los estudios con células madre aprobados por la FDA. Estos tratamientos han sido investigados por el Estado de Nueva York y otros reguladores, por los riesgos que presentan para los pacientes. Un estudio del *New England Journal of Medicine* de 2017 describió efectos adversos importantes de algunos tratamientos no regulados contra la degeneración macular, incluyendo la ceguera total.

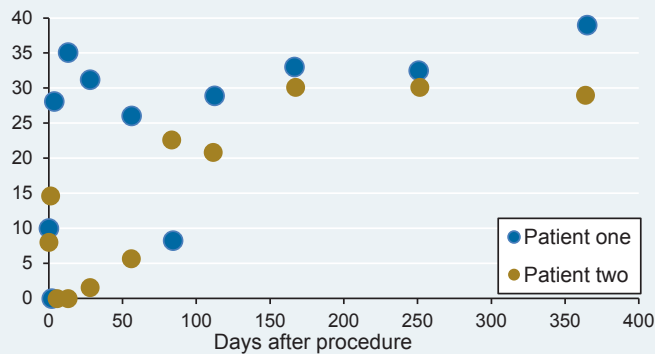


### Últimas investigaciones sobre trasplantes con células madre para tratar la degeneración macular asociada con la edad (DMAE)

Dos pacientes con DMAE húmeda aguda y un declive rápido de la visión recibieron un parche de células derivadas de embriones sobrantes de tratamientos FIV en un ojo, como parte de la fase 1 de un estudio abierto de seguridad y viabilidad. Los resultados se medían en función de la "agudeza visual" (es decir, la capacidad de leer una tabla optométrica LogMAR estándar, con cinco letras en cada línea) y la capacidad de lectura, medida en palabras por minuto. Ambos pacientes mejoraron durante el primer año en ambos frentes, aunque ambos requirieron hospitalización tras la intervención para tratar un desprendimiento de retina y efectos secundarios adversos derivados de los procedimientos de inmunosupresión (ya que se utilizaron células derivadas de tratamientos FIV y no del propio paciente). En los estudios futuros se utilizarán las células pluripotentes del propio paciente, lo que eliminará la necesidad de inmunosupresión.

#### Mejoras de la agudeza visual

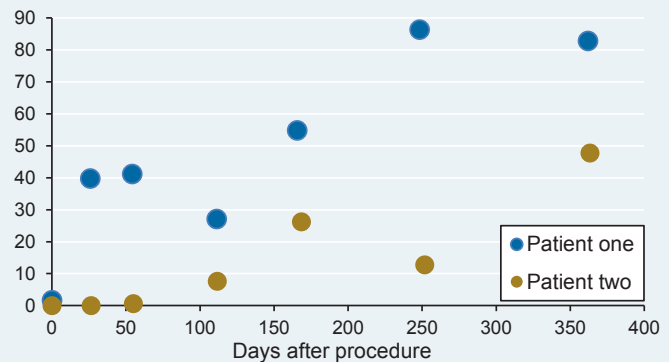
Número de letras leídas en tabla optométrica LogMAR estándar



Fuente: Nature Biotechnology, Cruz/Coffey et al., 2018.

#### Velocidad de lectura

Palabras leídas por minuto



Fuente: Nature Biotechnology, Cruz/Coffey et al., 2018.



## Acrónimos

**ACWI** *All Country World Index*; **AMEX** *American Stock Exchange* o Bolsa de Estados Unidos; **BCE** Banco Central Europeo; **E&P** exploración y producción; **EBITDA** *Earnings before Interest, Tax, Depreciation, and Amortization* o margen o resultado bruto de explotación antes de deducir intereses, impuestos de depreciación y amortización; **EM** *Emerging Markets* o mercados emergentes; **FAANG** Facebook, Apple, Amazon, Netflix y Google; **FDA** *Food and Drug Administration* o departamento de alimentación y medicamentos; **GBI** *Government Bond Index* o índice de bonos gubernamentales; **GICS** *Global Industry Classification Standard* o estándar global de clasificación sectorial; **GIPC** *Global Innovation Policy Center* o centro global de políticas de innovación; **IBES** *Institutional Brokers' Estimate System* o sistema de estimación de brókeres institucionales; **I+D** Investigación y Desarrollo; **ITIF** *Information Technology and Innovation Foundation* o fundación de tecnologías de la información e innovación; **JPMAM** J.P. Morgan Asset Management; **MSCI** Morgan Stanley Capital International; **NLRB** *National Labor Relations Board* o consejo nacional de relaciones laborales; **NTU** *National Taxpayer Union* o union nacional de contribuyentes; **NYSE** *New York Stock Exchange* o bolsa de Nueva York; **OCDE** Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico; **OMC** Organización Mundial de Comercio; **OPV** Oferta Pública de Venta; **PER** *Price to Earnings Ratio* o ratio de precio/beneficios; **PMI** *Purchasing Managers' Index* o índice de directores de compras; **SIFMA** *Securities Industry and Financial Markets Association* o asociación del sector de valores y mercados financieros



**MICHAEL CEMBALEST** es Presidente de Estrategia de Mercados y de Inversión del negocio de J.P. Morgan Asset & Wealth Management, líder mundial en los negocios de Gestión de Inversiones y Banca Privada, que supervisa la gestión de 2,2 billones de dólares de activos de clientes en todo el mundo (a 30/09/2019). Es responsable del desarrollo de las opiniones estratégicas relativas a mercados e inversiones en los negocios de Banca Institucional, Gestión de Fondos y Banca Privada de la organización.

También es miembro del Comité de Inversión de J.P. Morgan Asset Management y del comité de inversión del Plan de Pensiones de J.P. Morgan para los 256.000 empleados del banco.

Hasta hace poco, Cembalest era Director de Inversiones de la División de Banca Privada a nivel global, cargo que desempeñó durante ocho años. Anteriormente fue responsable de una división de renta fija de J.P. Morgan Investment Management, con responsabilidad sobre bonos high grade, *high yield*, de mercados emergentes y municipales.

Antes de incorporarse a la división de Asset Management, Cembalest fue responsable de estrategia de renta fija para mercados emergentes en J.P. Morgan Securities. Cembalest comenzó su carrera en J.P. Morgan en 1987 como miembro de la división de Corporate Finance.

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 Supervisor 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. 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. 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. JPMorgan Chase Bank, N.A. es una sociedad bancaria nacional constituida con arreglo a las leyes de Estados Unidos y, como persona jurídica, la responsabilidad de sus accionistas es limitada.

Con respecto a los países de **América Latina**, la distribución de este documento puede estar restringida en ciertas jurisdicciones. Es posible que le ofrezcamos y/o le vendamos valores u otros instrumentos financieros que no puedan registrarse y no sean objeto de una oferta pública en virtud de la legislación de valores u otras normativas financieras vigentes en su país de origen. Tales valores o instrumentos se le ofrecen y/o venden exclusivamente de forma privada. Las comunicaciones que le enviemos con respecto a dichos valores o instrumentos —incluidos, entre otros, un folleto, un pliego de condiciones u otro documento de oferta— no tienen como fin constituir oferta de venta o invitación para comprar valores o instrumentos en ninguna jurisdicción en que dichas oferta o invitación sean ilegales. Además, la transferencia posterior por su parte de dichos valores o instrumentos puede estar sujeta a ciertas restricciones regulatorias y/o contractuales, siendo usted el único responsable de verificarlas y cumplirlas. 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 América Latina 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.

© 2020 JPMorgan Chase & Co. Todos los derechos reservados.



AMÉRICA

Brasil  
Chile  
Colombia  
Estados Unidos  
México  
Perú

ASIA

Hong Kong  
Singapur

EUROPA

Alemania  
España  
Francia  
Italia  
Luxemburgo  
Reino Unido  
Suiza

ORIENTE MEDIO

Dubai

*J.P. Morgan*