

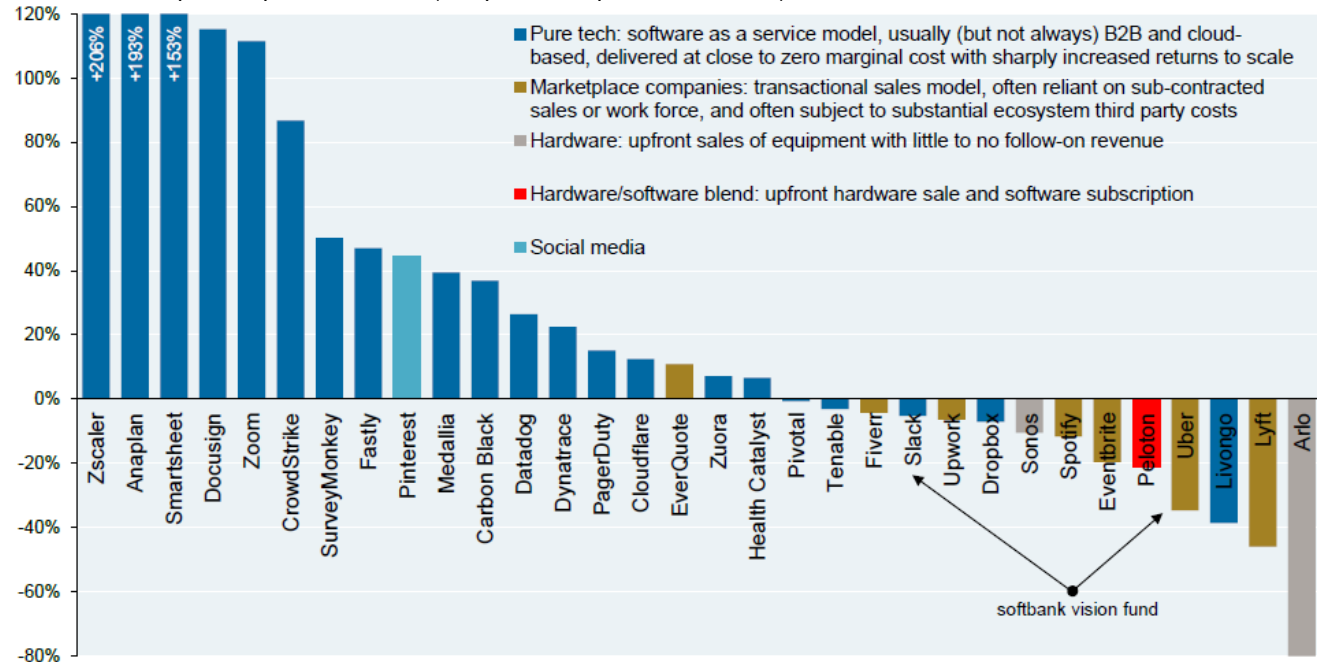
Temi: IPO nel settore tecnologico USA; rischi crescenti di trumpismo con la Cina ormai osteggiata a Washington e un'analisi delle proposte politiche dei Democratici progressisti, vista l'ascesa della Senatrice Warren

Le difficoltà incontrate da alcune imprese tecnologiche statunitensi nel mercato delle IPO e nelle fasi antecedenti la quotazione in borsa hanno ricevuto molta attenzione sulla stampa di recente. **Nel clamore si perde di vista un punto essenziale:** nella maggior parte dei casi, le IPO delle vere aziende tecnologiche riscuotono un notevole successo, come mostra il grafico in basso. A registrare un andamento stentato sono le imprese "incidentalmente tecnologiche" incluse nel più ampio settore della tecnologia, ma non specializzate esclusivamente in questo campo. Molte società nella parte destra del grafico, inoltre, non superano il semplice test della "regola del 40%" relativa alla somma di crescita dei ricavi e rapporto free cash flow/fatturato netto (nel caso di Uber, Arlo, Eventbrite e Pivotal la regola del 40% dà un numero negativo, mentre per Zuora e Upwork il risultato è positivo ma inferiore al 20%).

Cosa c'è che non va nella performance delle IPO tecnologiche del 2018-2019?

Non molto, a condizione che si investa in vere aziende high tech

Performance rispetto al prezzo dell'IPO (o al prezzo di quotazione diretto)



Fonti: Bloomberg, documenti finanziari delle società, Stratechery.com, JPMAM. 4 ottobre 2019. Le imprese di cui sopra sono mostrate a scopo puramente illustrativo. La loro inclusione nel grafico non dev'essere interpretata come una raccomandazione di acquisto o di vendita. L'utilizzo delle suddette imprese non costituisce in alcun modo un avallo per i servizi di gestione degli investimenti di J.P.Morgan Asset Management.

Ulteriori commenti sulle IPO e sul settore tecnologico:

- **L'investimento diversificato in IPO di molteplici settori dal 2010 non ha dato grandi risultati per gli investitori.** L'ultimo studio¹ che abbiamo esaminato adotta due approcci. Il primo è un portafoglio investito in 200 IPO, con i proventi utilizzati per l'acquisto di ogni nuova società quotata in borsa ottenuti dalla vendita dei titoli con le performance più deludenti. Dal 2010 il risultato relativo rispetto al mercato è stato piatto. Il secondo approccio considera la performance relativa delle IPO dal 2010, ipotizzando un periodo di detenzione di due anni. L'IPO *mediana* ha sottoperformato il mercato del 20%. Il dato del rendimento *medio* è migliore, ma comunque appena in linea con quello del mercato, grazie a quel 2% di IPO che ha messo a segno performance superiori al 200%. L'andamento deludente delle IPO è imputabile al comparto della salute, che ha effettuato i maggiori collocamenti e accusato le peggiori performance a livello settoriale nel mercato delle IPO statunitensi dal 2010
- Un punto non direttamente collegato al grafico precedente, ma che a nostro avviso merita di essere sottolineato: i miglioramenti della potenza di elaborazione dei computer previsti dalla **legge di Moore** hanno subito una decelerazione, portandosi su un ritmo di pochi punti percentuali all'anno, e non si

¹ "What Matters for IPOs", Goldman Sachs Global Strategy Paper, 4 settembre 2019

registrano aumenti della velocità di clock (microprocessori) dal 2004. I componenti hanno in molti casi raggiunto dimensioni atomiche che fungono da limite naturale a ulteriori miglioramenti a causa della fine di un fenomeno noto come "Dennard Scaling"

Le ultime notizie sulla guerra commerciale, con la Cina ormai osteggiata a Washington

Come abbiamo scritto nell'*Eye on the Market* pubblicato in occasione del Labor Day, riteniamo che i mercati azionari statunitensi siano attualmente confinati in un intervallo a causa del trumpismo, e che il limite superiore di tale intervallo sia di circa 3.000 punti per l'S&P 500. Le ultime notizie sulla guerra commerciale comprendono la proposta del Senatore Rubio di sospendere dalla quotazione in borsa le società cinesi che non rispettano le norme statunitensi in materia di contabilità e titoli (sviluppo tutto sommato prevedibile: un accordo del 2013 che consentiva alle autorità di regolamentazione americane di richiedere la documentazione sugli audit in Cina non è stato mai effettivamente attuato), e la proposta di vietare i conti pensionistici dei dipendenti pubblici dall'investire in prodotti con un'esposizione alla Cina. A questo punto, il grafico più importante sulla guerra commerciale potrebbe essere il secondo in basso. A quasi vent'anni dal suo ingresso nella World Trade Organization (WTO), la Cina è ancora il Paese più mercantile al mondo, con pochi esponenti dei due schieramenti politici a Washington disposti a difenderla e con molti detrattori anche nel settore privato. Il risultato migliore che riesco a immaginare al momento è un accordo circoscritto basato sullo scambio reciprocamente vantaggioso di prodotti agricoli, soprattutto dal momento che Pechino sta valutando la possibilità di attingere alle proprie riserve strategiche di carne suina congelata dopo la morte di 100 milioni di maiali.

Addio strada lastricata d'oro: il trumpismo mostra il suo vero volto agli investitori, livello dell'S&P 500 Index



La Cina: il Paese più mercantile al mondo



La settimana scorsa la WTO ha autorizzato gli Stati Uniti a introdurre dazi su alcuni prodotti europei a titolo di compensazione per le sovvenzioni sleali concesse dall'UE ad Airbus. Il rappresentante statunitense per il commercio ha dichiarato che i dazi sarebbero entrati in vigore il 18 ottobre, con un'aliquota del 10% sugli aerei di linea e del 25% su whisky, vino e formaggi. L'importo massimo delle merci che possono essere soggette a tariffe doganali è alquanto ridotto (USD 7,5 miliardi), ma i dazi potrebbero scatenare una ritorsione da parte dell'UE.

La guerra commerciale esercita un impatto sempre maggiore, come indicato dalla debolezza dei dati relativi alle indagini sul settore manifatturiero e alla fiducia dei CEO negli Stati Uniti, dal ristagno degli utili societari statunitensi nel secondo e terzo trimestre e dal calo degli investimenti e delle operazioni di M&A internazionali. La spesa per gli investimenti ha subito una decelerazione anche negli Stati Uniti, passando da una crescita del 5,5% al 2% circa, ma ciò sembra dovuto più ai problemi legati ai velivoli Boeing e al calo del numero dei pozzi nel settore petrolifero. Al momento i consumi e i servizi collegati (vendite di auto, vendite al dettaglio, occupazione, fiducia, ecc.) evidenziano una tenuta decisamente migliore. **Trump sta giocando con il fuoco, perché il divario tra i due settori non può persistere a tempo indeterminato.** In effetti la scorsa settimana l'indagine sul settore dei servizi negli Stati Uniti ha evidenziato un peggioramento, un possibile segnale che lo scarto potrebbe aver già iniziato a ridursi. Prevedo una modesta ripresa della crescita e degli utili nei prossimi mesi in quanto una recessione sarà evitata, ma i mercati continueranno a muoversi all'interno della fascia di negoziazione indotta dal trumpismo mostrata nella pagina precedente.

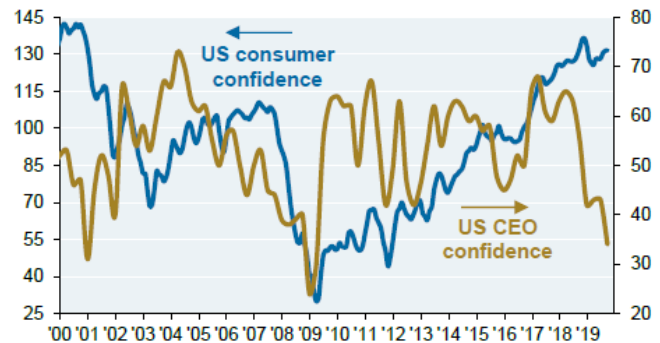
Tenuta dei servizi, indebolimento della produzione manifatturiera 50+ = espansione



Fonte: PMI Markit, Bloomberg. Giugno 2019.

Ottimismo dei consumatori, fiducia dei CEO in calo

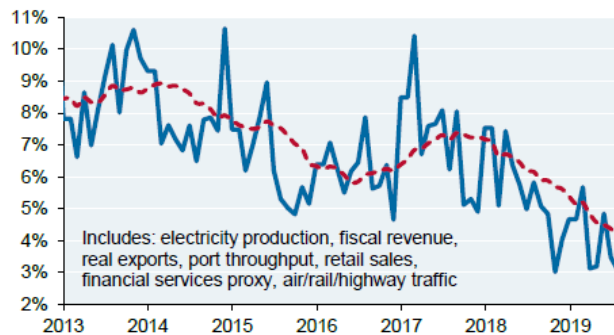
Indice, 1985 = 100, media mobile a 50+ = prospettive positive 3 mesi



Fonte: Japan MTBA, Cornerstone Macro, Bloomberg. Giugno 2019.

I dati relativi alle indagini sulle imprese europee sono più deboli rispetto agli omologhi statunitensi per via della maggiore dipendenza dell'Europa dalle esportazioni. Quanto alla **Cina**, un indicatore coincidente di crescita annua è sceso dal 7% nel gennaio 2018 ad appena il 4% nell'agosto 2019.

Cina, indicatore coincidente dell'attività economica % a/a



Fonte: Bank of America Merrill Lynch. Agosto 2019.

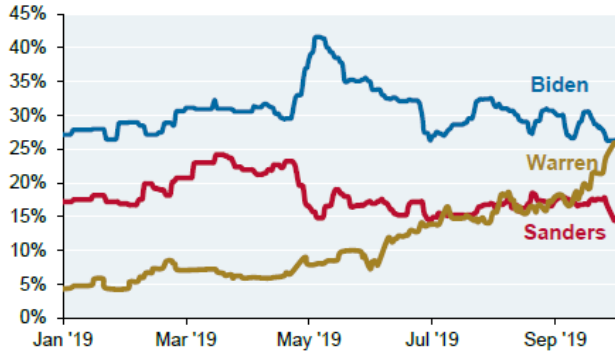


La carica di Warren: i Democratici progressisti combattono lo status quo

Vista l'ascesa della Senatrice Elizabeth Warren nei sondaggi d'opinione e nei mercati delle scommesse, è il momento di esaminare le proposte avanzate da quest'ultima e da altri candidati le cui idee Warren potrebbe adottare se diventasse Presidente.

Sondaggio sui candidati democratici alle presidenziali del 2020

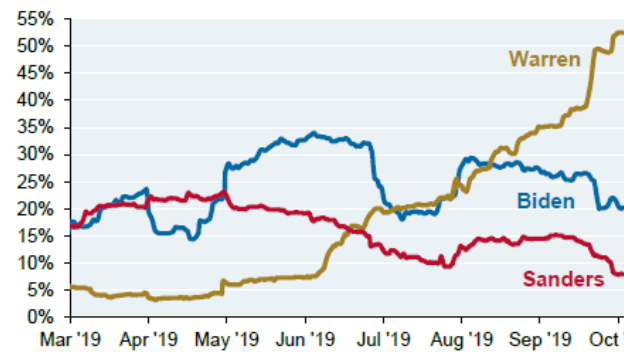
% degli intervistati a favore



Fonte: Real Clear Politics. Ottobre 2019.

Scommesse su potenziali candidati democratici 2020

probabilità di ottenere la nomination (%)



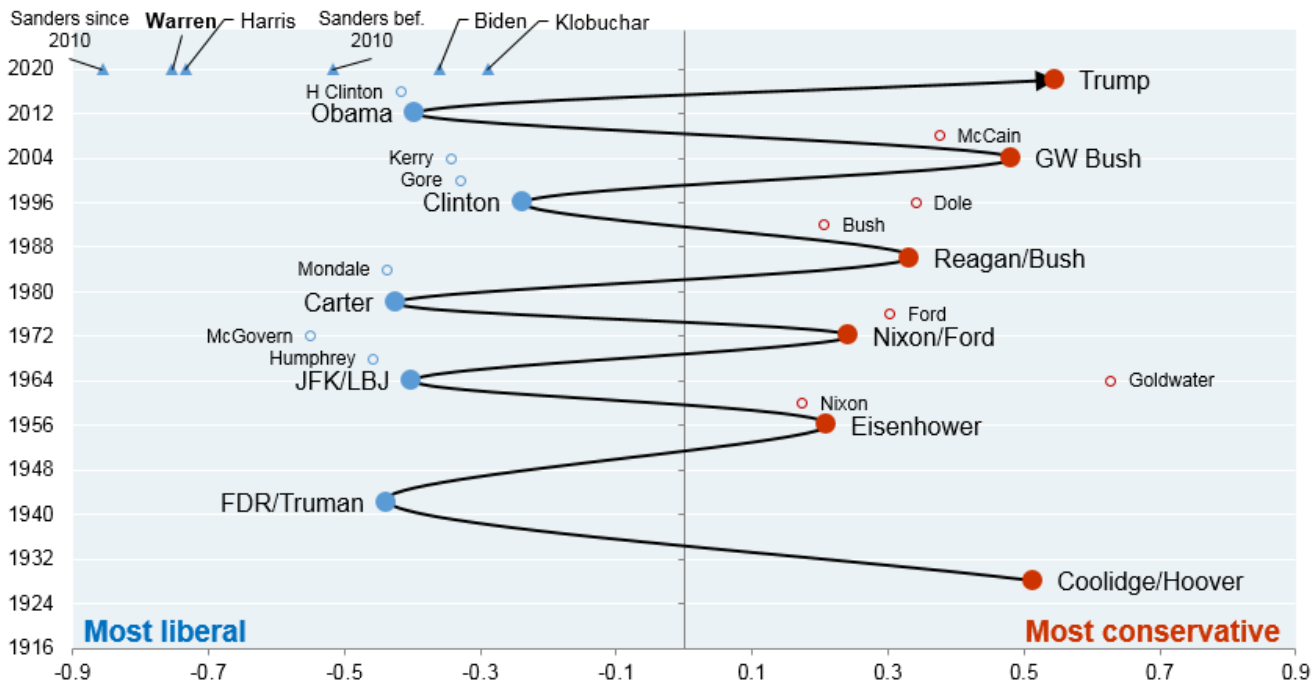
Fonte: Real Clear Politics. Ottobre 2019.

Nelle pagine che seguono sono riportati alcuni grafici e tabelle che esaminano le misure proposte. Questo esercizio è un test di Rorschach politico, poiché alcune persone apprezzeranno la maggior parte di ciò che vedono, mentre altre no. Una cosa è chiara: l'ampiezza delle attuali proposte progressiste è in linea con un grafico che abbiamo mostrato per la prima volta lo scorso dicembre. **La Senatrice Warren occupa, in uno spettro politico di derivazione empirica, un posto decisamente a sinistra dei presidenti democratici del XX secolo e a sinistra dei Democratici che aspiravano alla presidenza.**

Ideologia politica delle amministrazioni presidenziali, e uno sguardo al 2020

UCLA Voteview, punteggi liberale-conservatore derivati dallo storico delle votazioni al Congresso

Cerchi pieni = punteggio aggregato dell'amministrazione, cerchi vuoti = punteggio del candidato perdente



Fonte: Voteview Congressional Roll-Call Votes Database, JP Morgan Asset Management. 2019. Cfr. pag. 12 per maggiori dettagli sulla metodologia di costruzione del grafico, compresa una lista dei politici con storie di voto al Congresso inclusi nel punteggio aggregato di ciascuna amministrazione.



Panoramica delle politiche progressiste

La tabella delinea le proposte dei progressisti in materia di tassazione, imprese, lavoro, energia, salute, investimenti e debito degli studenti, la maggior parte delle quali avanzate dalla Senatrice Warren. Alcune proposte sono soggette a un'analisi più approfondita alle pagine 6-13. Affinché molte di queste proposte siano adottate, i democratici dovrebbero conquistare il controllo del Senato e non solo della Casa Bianca, il nuovo leader della maggioranza del Senato dovrebbe accettare di metterle in agenda e i democratici potrebbero dover porre fine all'ostruzionismo. Tuttavia, sulla scia degli ultimi precedenti (iniziative unilaterali di Trump su questioni legate all'ambiente, al commercio e all'immigrazione), alcune di queste proposte potrebbero essere attuate attraverso l'azione esecutiva e la regolamentazione anziché attraverso l'azione legislativa.

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

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

Ridistribuzione, rischi azionari a livello settoriale e proibizione dei riacquisti di azioni

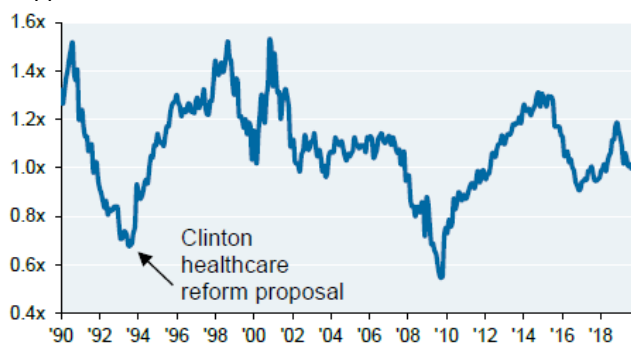
Prima di entrare nei dettagli, un breve commento sulle politiche di **ridistribuzione**. Non credo che la redistribuzione sia intrinsecamente positiva o negativa per l'economia; ciò dipende da molti fattori, come l'impatto dell'aumento delle aliquote fiscali sulla propensione all'investimento e al consumo in corrispondenza di diversi livelli di reddito, l'efficienza con cui il governo federale destina il gettito fiscale a programmi produttivi/non produttivi, l'impatto della redistribuzione sulla fiducia dei consumatori e degli investitori, e il grado in cui gli obiettivi federali di incremento delle entrate sono influenzati/elusi da cambiamenti del comportamento di individui e imprese. Ciò nonostante, ritengo che quanto più ampio è il programma di redistribuzione, tanto maggiori sono le possibilità che incida negativamente sul settore privato in modo inatteso. Nella nostra [analisi dei Paesi nordici](#) di giugno 2019 abbiamo scoperto che, per certi aspetti, queste economie sono ancora *più* favorevoli alle imprese rispetto agli Stati Uniti; che nei loro sistemi fiscali la spesa sociale è finanziata principalmente da imposte sui consumi (IVA) e sui ruoli paga; e che i loro sistemi sanitari richiedono generalmente sia co-pagamenti che franchigie allo scopo di gestire i costi. **In altre parole, anche i Paesi più progressisti, per potersi permettere di attuare politiche redistributive, hanno bisogno di un settore privato dinamico e di incentivi per i cittadini a investire in nuove imprese e progetti d'investimento.**

Implicazioni per le quotazioni azionarie a livello settoriale. Se penso alle potenziali implicazioni di una **vittoria schiacciante dei Democratici**, mi sembra che i maggiori rischi valutativi riguarderebbero i seguenti settori, in ordine alfabetico: banche (di dimensioni medio-grandi), biotecnologie, chimica, compagnie integrate di petrolio e gas, dispositivi medici, elaboratori di pagamenti, energia E&P, finanza specialistica/credito al consumo, Internet company ad altissima capitalizzazione, produttori indipendenti di elettricità, salute (managed payer/fornitori di servizi) e specialità farmaceutiche di marca. Per quanto riguarda la **salute**, benché le quotazioni scontino già un sentiment fortemente negativo, molte proposte sono volte essenzialmente a eliminare le rendite private nel sistema sanitario, per cui, a seconda dei dettagli, è possibile immaginare ulteriori rischi al ribasso.

Nonostante vi siano scarse prove del fatto che i riacquisti di azioni vadano *a scapito* delle assunzioni e degli investimenti, i Democratici progressisti sembrano generalmente inclini a sostenere una **restrizione dei buyback o un divieto assoluto di queste operazioni**. Il grafico a destra mostra i settori che dipendono maggiormente dai riacquisti di azioni quale fonte di rendimento per gli investitori.

Valutazioni di S&P 500 Healthcare e S&P 500 a confronto

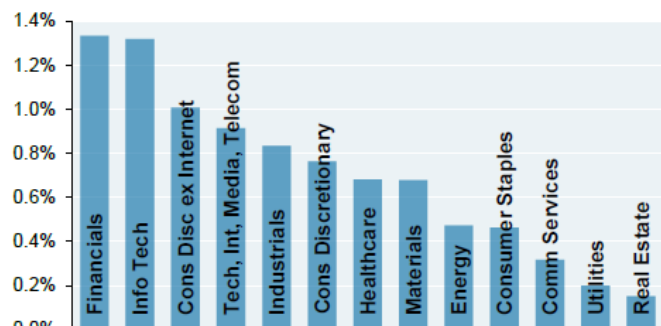
Rapporto dei P/E



Fonte: Bloomberg. 4 ottobre 2019.

Buyback yield trimestrale per settore dell'S&P 500

% della capitalizzazione di mercato riacquistata, media a 4 trimestri



Fonte: RBC Capital Markets. Ottobre 2019.

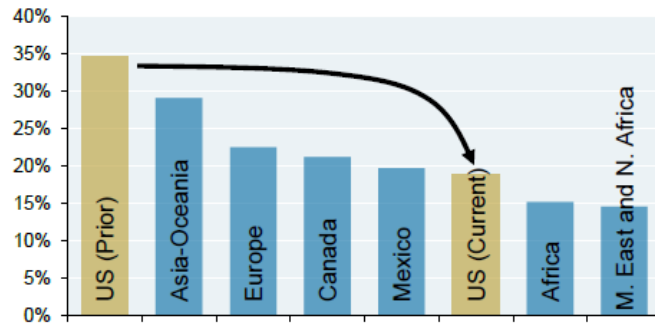
Abrogazione della riforma fiscale del 2017 e introduzione di ulteriori imposte sugli utili straordinari ("windfall tax")

Nel 2016 gli Stati Uniti avevano l'aliquota marginale effettiva dell'imposta sulle società più elevata nell'ambito del G-7 e dei 34 Paesi dell'OCSE. La riforma fiscale del 2017 ha ridotto le aliquote delle imposte societarie statunitensi, portandole in linea con quelle di altri Paesi. Di conseguenza, un'abrogazione di quelle norme spingerebbe le aliquote fiscali statunitensi sui livelli precedenti, più elevati rispetto alla maggior parte dei Paesi sviluppati e in via di sviluppo.

La riduzione delle imposte societarie faceva parte un tempo anche del programma dei Democratici. Nel 2010 la Commissione fiscale bipartisan del Presidente Obama propose il passaggio a un sistema territoriale (da un sistema di tassazione su base mondiale), come fecero anche il President's Export Council, il President's Manufacturing Council e il President's Jobs Council; a tale proposito, la Commissione fiscale scrisse che: "Il sistema attuale pone le aziende statunitensi in una posizione di svantaggio competitivo rispetto ai concorrenti internazionali. Andrebbe adottato un regime fiscale territoriale che aiuti ad allineare il sistema statunitense con quello degli altri Paesi, livellando il terreno di gioco". **Uno spostamento a favore di imposte societarie più elevate² sarebbe indicativo di un mutamento di opinioni economiche all'interno del Partito democratico.**

Aliquota fiscale effettiva marginale

%, aliquota fiscale effettiva sui nuovi investimenti nel settore manifatturiero e nei servizi

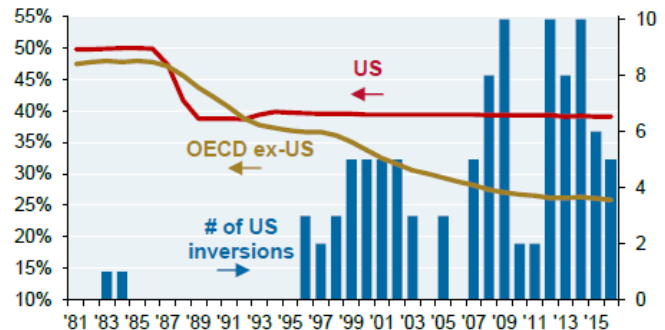


Fonte: University of Calgary School of Public Policy, Mintz & Bazel. Le aliquote dell'imposta sulle società sono ponderate in base al PIL. 17 dicembre 2017.

Aliquote fiscali e investimenti in uscita dagli Stati Uniti

Aliquota dell'imposta sul reddito delle società

Numero di investimenti



Fonte: Mercatus Center at George Mason University. 2016.

In termine di **impatto sui mercati**, nel 2018 gli sgravi fiscali per le società hanno provocato un aumento un tantum dell'8-10% degli utili dell'S&P 500. Ipotizzando un multiplo di 17,5x, un'abrogazione della riforma fiscale³ potrebbe ridurre di per sé il valore di equilibrio dell'S&P 500 dello stesso importo. Ciò ipotizza un completo dietrofront sugli sgravi fiscali, ma non tiene conto della proposta della Senatrice Warren di introdurre un'ulteriore windfall tax del 7% sugli utili superiori ai 100 milioni di dollari per finanziare la transizione verso l'energia rinnovabile. I settori che hanno beneficiato maggiormente degli sgravi fiscali in termini di calo dell'aliquota d'imposta effettiva sono servizi di comunicazione, beni voluttuari e servizi finanziari.

Da una **prospettiva di corporate finance**, la riforma fiscale del 2017 ha ridotto gli incentivi alle **investimenti** aziendali (espatri) riducendo il divario di pressione fiscale con il resto dell'OCSE. In aggiunta, le società statunitensi che avevano già effettuato un'investimento sono state penalizzate dalla nuova legge. Un'abrogazione di quest'ultima potrebbe comportare un nuovo picco di investimenti, la cui evoluzione

² Sul tema delle **imposte sulle transazioni finanziarie**, un professore di finanza della Georgetown University ha pubblicato un articolo che potete leggere se siete interessati. La principale conclusione è che in altre giurisdizioni tali imposte spesso non si sono dimostrate molto efficaci (e sono state abolite) per via dei cambiamenti di sede, o investimenti fiscali, delle imprese (con entrate molto inferiori a quanto previsto); inoltre, i costi tendono ad essere trasferiti sui consumatori, sui contribuenti e sugli investitori anziché essere assorbiti dal sistema finanziario. Fonte: "Financial transactions taxes: A tax on investors, consumers and taxpayers", James Angel, Georgetown University, 2019.

³ Una completa abrogazione della riforma fiscale riporterebbe le aliquote dell'imposta sulle società al 35%, riducendo al contempo la base imponibile, che la legge del 2017 aveva ampliato limitando la deducibilità della spesa per interessi. Un aumento al 28% senza modifiche della base imponibile potrebbe essere economicamente simile a un'abrogazione totale.

passata è illustrata nel grafico in alto. Ricordiamo che, prima della nuova normativa fiscale, nessuna società aveva mai effettuato un'inversione verso gli Stati Uniti, un chiaro segnale della scarsa competitività del sistema fiscale USA.

"Trattare la ricchezza come i salari": come il governo federale potrebbe tassare ogni anno le plusvalenze non realizzate

Dal momento che le proposte della Senatrice Warren in materia di imposta patrimoniale potrebbero essere tacciate di incostituzionalità (come abbiamo discusso [qui](#)), non mi stupirebbe se la sua campagna finisse per adottare le proposte del Senatore Ron Wyden (Democratico dell'Oregon, membro d'alto rango della Commissione Finanze del Senato) che ha suggerito di tassare le plusvalenze non realizzate esistenti e future su base annua. Ecco i punti salienti della proposta "Trattare la ricchezza come i salari":

- Tutte le plusvalenze sarebbero tassate come reddito ordinario
- I contribuenti facoltosi dovrebbero utilizzare "**principi contabili anti-differimento**" che impongono la tassazione al valore di mercato ("mark-to-market") delle plusvalenze e delle minusvalenze su titoli pubblicamente negoziabili e la tassazione retrospettiva degli attivi non negoziabili
- Sarebbero considerati "facoltosi" tutti i contribuenti con un reddito superiore a 1 milione di dollari o con un patrimonio superiore a 10 milioni di dollari su 3 anni consecutivi, con entrambe le soglie aggiornate di anno in anno sulla base dell'inflazione
- Nel calcolo del patrimonio entrerebbero disponibilità liquide, titoli azionari, quote di società di persone, obbligazioni, futures, opzioni e altri derivati; immobili; brevetti, copyright e beni immateriali acquisiti; e oggetti da collezione
- Quanto ai titoli pubblicamente negoziabili, le imposte sulle plusvalenze (o le deduzioni sulle minusvalenze) non realizzate sarebbero versate (ricevute) annualmente. Il valore di mercato di fine anno costituirebbe la base per il calcolo delle plus/minusvalenze dell'anno successivo
- Per gli attivi non negoziabili, la proposta riconosce le complessità amministrative della valutazione annuale di beni per i quali non esiste un prezzo di mercato⁴. Al momento della vendita del bene i contribuenti sarebbero invece soggetti a un **prelievo di natura retrospettiva** ("lookback charge") finalizzato ad annullare il beneficio del differimento dell'imposta sul reddito. Un possibile approccio consisterebbe nell'addebitare un interesse sull'imposta differita, analogamente alle sanzioni applicate ai contribuenti che presentano una dichiarazione dei redditi tardiva
- Esenzioni: I primi 2 milioni di dollari di valore complessivo delle prime e seconde case non concorrerebbero al calcolo della soglia patrimoniale di 10 milioni di dollari e sarebbero esenti dalla lookback charge. Sarebbero esenti da imposizione anche i primi 5 milioni di dollari di valore complessivo delle aziende agricole a conduzione familiare. Inoltre, i primi 3 milioni di dollari di conti pensionistici non concorrerebbero al calcolo della soglia patrimoniale di 10 milioni di dollari, e nessun importo in un conto pensionistico sarebbe soggetto a tassazione mark-to-market o alla lookback charge
- Le norme del mark-to-market e della lookback charge si applicherebbero anche alle plusvalenze non realizzate **esistenti**? Sì. Tutte le plusvalenze, anche quelle che maturano prima dell'adozione di questa proposta, sarebbero soggette a tassazione al valore di mercato o a una lookback charge. Dato che ciò potrebbe comportare un notevole onere fiscale il primo anno, la proposta prevede norme transitorie che consentirebbero ai contribuenti di scaglionare il pagamento dell'imposta su diversi anni
- Per le entità intermediarie, le norme si applicherebbero a livello di socio o di azionista. L'entità intermediaria sarebbe responsabile della segnalazione delle quote di plus/minusvalenze al valore di mercato e di lookback charge. Le norme *non* si applicherebbero alle società di capitali ("C corporation"), ma la proposta riconosce

⁴ L'Institute on Taxation and Economic Policy, un think tank di orientamento progressista, ha avuto un'idea su come tassare gli immobili non negoziabili nell'ambito di un'imposta patrimoniale annuale. La legge che istituisce l'imposta patrimoniale federale potrebbe stabilire che, qualora un contribuente contesti la valutazione di un immobile da parte dell'Internal Revenue Service, il Dipartimento del Tesoro fornirebbe la valutazione adottata dal contribuente a qualsiasi amministrazione statale o locale, che potrebbe quindi acquisire la proprietà dell'immobile attraverso un'**espropriazione per pubblica utilità**, affermando di pagare il "giusto risarcimento". **Sì, questo è esattamente ciò che ha scritto.**



che il piano dovrebbe contenere disposizioni anti-abuso volte a impedire ai contribuenti di utilizzare tali forme societarie per eludere il prelievo fiscale

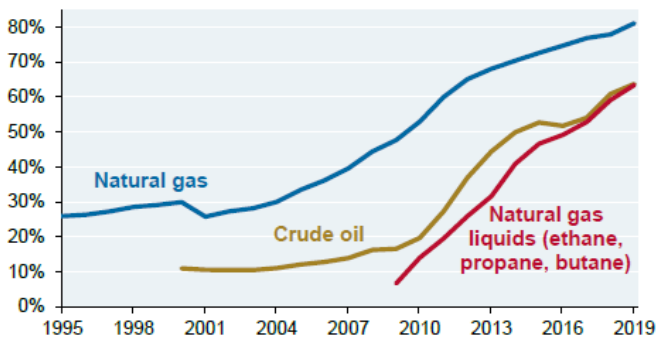
- A differenza dell'imposta patrimoniale di Warren, il programma di Wyden si inserisce nel quadro del sistema fiscale esistente. Per quanto alcuni contribuenti potrebbero contestare in tribunale l'idea che le plusvalenze non realizzate costituiscono realmente un "reddito" imponibile, l'attuale codice tributario prevede già la tassazione al valore di mercato di alcune plusvalenze non realizzate. A titolo di esempio citiamo il mark-to-market su taluni contratti derivati ai sensi dell'art. 1256, la contabilità mark-to-market per le società di intermediazione mobiliare ai sensi dell'art. 475 e l'"imposta di uscita" sui residenti all'estero ai sensi dell'art. 877A. Analogamente, un precedente per la lookback charge sugli attivi non negoziabili si trova nelle norme sulle distribuzioni in eccesso delle società d'investimento estere passive di cui all'art. 1291. Utilizzando una lookback charge per le plusvalenze sugli attivi non negoziabili la proposta di Wyden eviterebbe inoltre molte delle complessità insite nel piano della Senatrice Warren, che richiederebbe una valutazione annuale di tali beni



L'impatto di un divieto immediato alla fratturazione idraulica

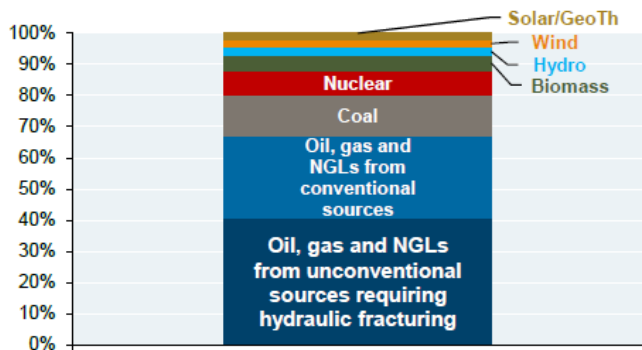
La fratturazione idraulica rappresenta oggi il 60-80% della produzione statunitense di petrolio, gas naturale e frazioni liquide di gas naturale (NGL). Di conseguenza, il petrolio e il gas di produzione interna ottenuti dalla fratturazione idraulica rappresentano anche un'enorme percentuale (40%) del consumo complessivo di energia primaria negli Stati Uniti. Per quanto la generazione di elettricità da fonti rinnovabili negli Stati Uniti sia in aumento, il tasso di crescita quasi certamente non è abbastanza rapido da consentire di abbandonare immediatamente il petrolio e il gas da fratturazione idraulica, visto l'obiettivo degli USA di smantellare le vecchie centrali nucleari e a carbone e di ridurre la propria dipendenza dal petrolio di importazione. In assenza di una rete elettrica nazionale interconnessa e di soluzioni di stoccaggio di energia a basso costo (cfr. sesto grafico in basso), il gas naturale è un complemento essenziale dell'energia rinnovabile intermittente.

Percentuale della produzione statunitense di petrolio e gas ottenuta dalla fratturazione idraulica



Fonte: EIA, US Department of Energy, JPMAM. 2019.

La fratturazione idraulica rappresenta il 40% del consumo complessivo di energia primaria negli Stati Uniti



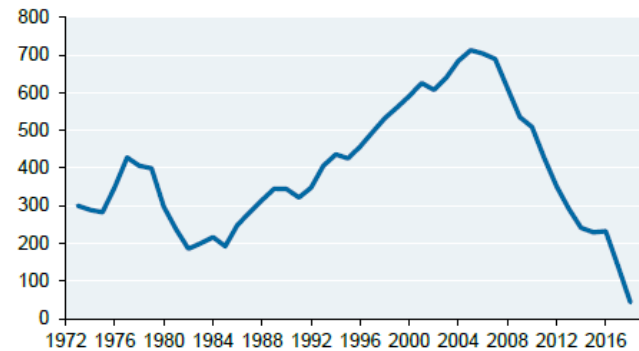
Fonte: EIA, BP, Society of Petroleum Engineers, S&P Platts, JPMAM. 2018.

Deficit netto di energia degli Stati Uniti, in dollari
Importazioni - esportazioni di energia in % del PIL



Fonte: Bureau of Economic Analysis, Haver Analytics, JPMAM. 1° trim. 2019.

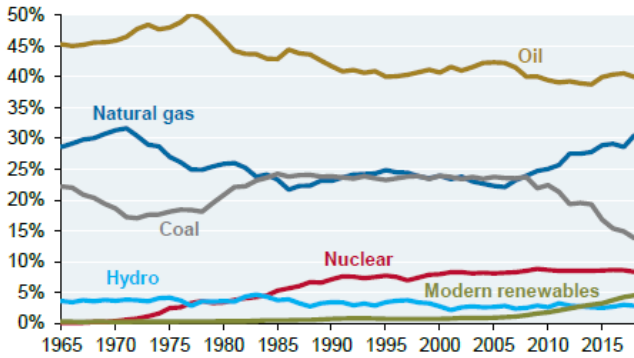
Deficit netto di energia degli Stati Uniti, in volume
Importazioni nette di petrolio, gas naturale e carbone in milioni di tonnellate equivalenti di petrolio



Fonte: JPMAM. 2019.

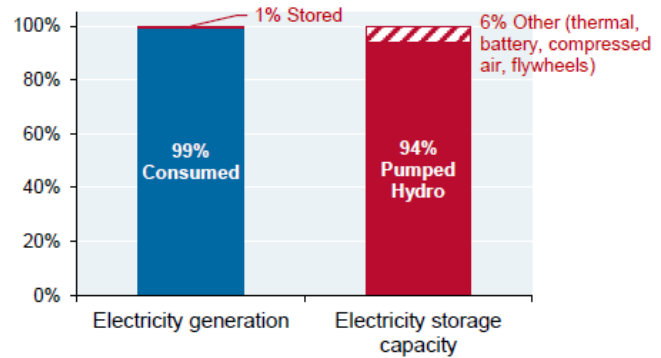


Fonti statunitensi di consumo di energia primaria



Fonte: BP Statistical Review of World Energy. 2019.

Solo l'1% della produzione di energia elettrica negli Stati Uniti viene immagazzinato e la maggior parte dello stoccaggio avviene tramite un sistema di pompaggio idroelettrico vecchio di decenni

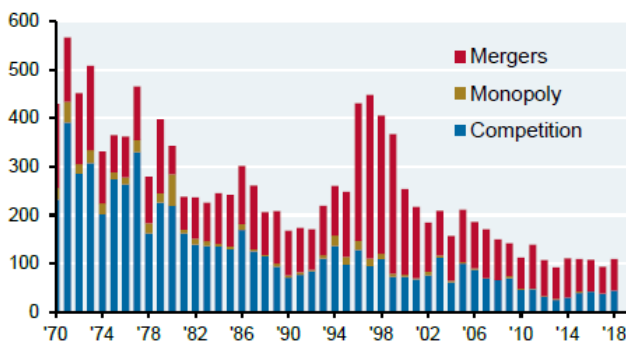


Fonte: EIA, EPA, JPMAM. 2018.

Antitrust e settore tecnologico

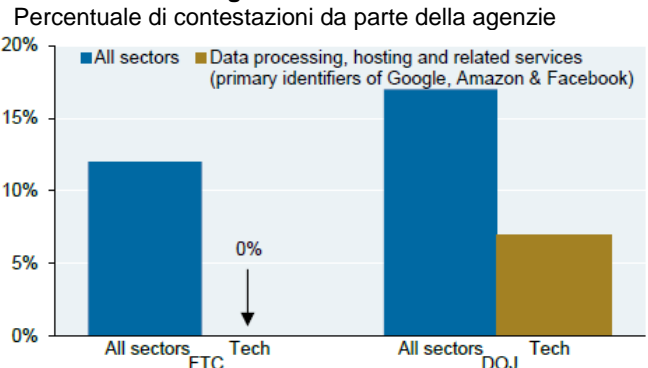
Da tempo è in corso un vigoroso dibattito volto ad appurare se i colossi tecnologici, con i loro comportamenti, influiscano negativamente sui consumatori e/o penalizzino indebitamente i potenziali concorrenti. Non ne discuteremo qui⁵; la tabella sulla regolamentazione in basso mostra che, dopo 50 anni di declino delle indagini antitrust (specialmente sul settore tecnologico), molti politici oggi ritengono che la risposta ad almeno una di queste due domande sia affermativa. Eventuali ricadute negative di questo atteggiamento sul settore tecnologico potrebbero ripercuotersi sfavorevolmente anche sugli investitori, dato che la tecnologia ha quasi doppiato la performance del resto del mercato azionario dal 2010 (terzo grafico) e che le maggiori imprese tecnologiche sono da tempo acquirenti molto attivi sia di ricavi che di capitale intellettuale (quarto grafico).

Numero di indagini antitrust avviate dal Dipartimento della Giustizia



Fonte: United States Department of Justice. 2018.

Minore attività di controllo antitrust da parte dell'FTC/DOJ sul settore tecnologico



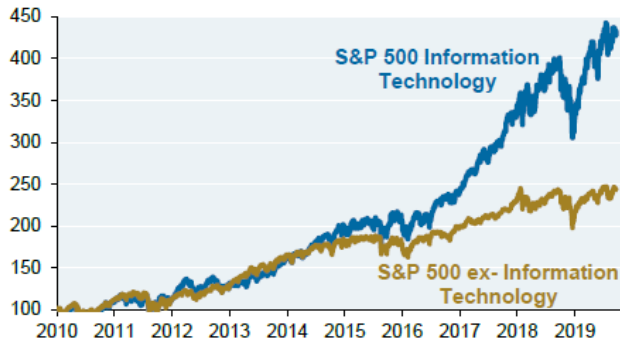
Fonte: Diana Moss, American Antitrust Institute. 2019.

⁵ Nel 2018 la società di consulenza Oliver Wyman ha scritto un articolo (a quanto si dice finanziato da Facebook) nel quale si sosteneva che Facebook, Google e Amazon non hanno un impatto significativo sui mercati del venture capital. I critici hanno ribattuto che, circoscrivendo l'analisi alle aziende che competono direttamente con i tre colossi in questione, esiste di fatto una "kill zone" di ridotta attività di venture capital (cfr., ad esempio, lo studio del 2018 di Ian Hathaway, senior fellow non residente della Brookings Institutions).



Rendimento totale dell'S&P Tech e dell'S&P tecnologia esclusa a confronto

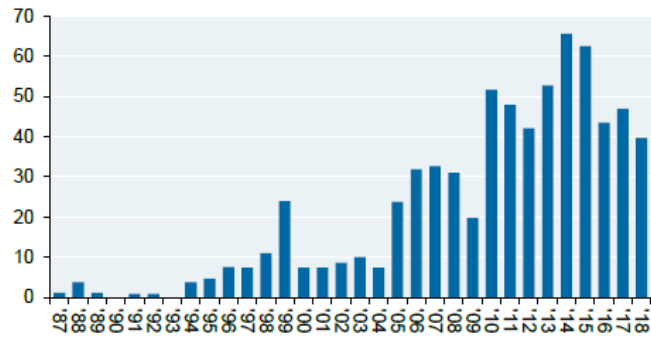
Gen 2010 = 100



Fonte: Bloomberg. 30 settembre 2019.

Grandi acquisizioni in ambito tecnologico

Numero di acquisizioni



Fonte: Diana Moss, American Antitrust Institute. 2018.

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

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

Il nostro grafico a pendolo dello spettro politico

Il punteggio di ciascuna amministrazione è basato sui politici che abbiamo selezionato (cfr. elenco in basso), che comprendono membri del ramo esecutivo con storie di voto al Congresso ed esponenti di spicco del Congresso che hanno sostenuto importanti iniziative legislative di quella amministrazione e/o difeso i suoi principi politici e di governo. Il grado di liberalismo/conservatorismo per ogni politico si basa sui dati di Voteview, che riflettono essenzialmente la frequenza con cui ciascun politico ha votato in linea con il rispettivo schieramento. I dati di Voteview sono utilizzati dagli anni '80 in studi sulla polarizzazione e la storia del Congresso soggetti a peer review, e comprendono punteggi ideologici per tutti i politici del Congresso dalla prima assemblea del 1789. Il progetto è iniziato con l'opera pionieristica di Keith Poole della University of Georgia e di Howard Rosenthal della NYU/Carnegie Mellon ("*The Polarization of American Politics*", 1984) ed è ora gestito dal Dipartimento di Scienze politiche della UCLA. Abbiamo discusso per la prima volta questo grafico nel nostro *Eye on the Market* del 10 dicembre 2018 (consultabile [qui](#)), dove abbiamo mostrato anche come il declino del moderatismo politico abbia coinciso con un rallentamento della crescita a lungo termine degli Stati Uniti.

**Politici inclusi nel punteggio di ciascuna amministrazione:**

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

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

Amministrazione G.W. Bush: Ashcroft, Blunt, Cheney, DeLay, Kyl, McConnell, Santorum

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

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

Amministrazione Carter: Bayh, Byrd, Hawkins, Mondale, O'Neill, Wright

Amministrazione Nixon/Ford: Ford, Lott, Percy, Rhodes, Sandman, Scott, Wiggins

Amministrazione JFK/LBJ: Bolling, Humphrey, JFK, Johnson, Mansfield, McCarthy, McCormack

Amministrazione Eisenhower: Dirksen, Dulles, Flanders, Nixon, Saltonsall, Smith, Taft

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

Amministrazione Coolidge/Hoover: Curtis, Hawley, Longworth, Moses, Tilson, Watson

Acronimi della settimana

B2B Business to Business; **DoJ** Department of Justice (Dipartimento della Giustizia); **E&P** Esplorazione e Produzione; **UE** Unione Europea; **FAANG** Facebook, Amazon, Apple, Netflix, Google; **FTC** Federal Trade Commission; **FTT** Financial Transactions Tax (imposta sulle transazioni finanziarie); **FX** Foreign Exchange (valuta estera); **IP** Intellectual Property (proprietà intellettuale); **IPO** Initial Public Offering (offerta pubblica di vendita); **IRA** Individual Retirement Account (conto pensionistico individuale); **NLRB** National Labor Relations Board; **OCSE** Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico; **IVA** Imposta sul Valore Aggiunto; **WTO** World Trade Organization

NOTA INFORMATIVA

Il presente materiale è esclusivamente a scopo informativo e può illustrare alcuni prodotti e servizi offerti dalle divisioni di gestione patrimoniale di J.P. Morgan, che fanno parte di JPMorgan Chase & Co. ("JPM"). **Si prega di leggere integralmente la Nota informativa.**

RISCHI E CONSIDERAZIONI GENERALI

Qualsiasi opinione, strategia o prodotto citato nel presente materiale potrebbe non essere adatto a tutti i soggetti ed è soggetto a rischi. **Il capitale restituito può essere inferiore a quello inizialmente investito e i rendimenti passati non sono indicatori attendibili dei risultati futuri.** Le scelte di allocazione di portafoglio non garantiscono un rendimento positivo e non eliminano il rischio di perdite. Nulla nel presente materiale deve essere utilizzato fuori contesto per prendere decisioni di investimento. Si raccomanda di valutare attentamente se i servizi, i prodotti, le classi di attivo (ad es. azioni, obbligazioni, investimenti alternativi, materie prime ecc.) o le strategie discusse sono idonei alle proprie esigenze. Prima di prendere qualsiasi decisione d'investimento è necessario altresì considerare gli obiettivi, i rischi, gli oneri e le spese associati a un servizio, un prodotto o una strategia. A tal proposito e per informazioni più dettagliate, nonché discutere dei Suoi obiettivi e della Sua situazione, si rivolga al Suo referente J.P. Morgan.

LIBERATORIA

Si ritiene che certe informazioni contenute nel presente materiale siano affidabili; tuttavia, JPM non ne attesta né garantisce l'accuratezza, l'affidabilità o la completezza e declina qualsiasi responsabilità per eventuali perdite o danni (diretti o indiretti) derivanti dall'uso totale o parziale del presente materiale. Non si rilascia alcuna dichiarazione o garanzia riguardo ai calcoli, grafici, tabelle, diagrammi o commenti contenuti nel presente materiale, che vengono forniti esclusivamente a scopo illustrativo/di riferimento. I pareri, le opinioni, le stime e le strategie descritti nel presente materiale si basano sul nostro giudizio delle condizioni di mercato attuali e possono variare senza preavviso. JPM non si assume alcun obbligo di aggiornamento delle informazioni contenute nel presente materiale in caso di eventuale variazione delle stesse. I pareri, le opinioni, le stime e le strategie descritti in questa sede possono essere diversi da quelli espressi da altre divisioni di JPM o da pareri espressi per altri fini o in altri contesti e **questo materiale non deve essere considerato un rapporto di ricerca.** I rischi e i risultati indicati si riferiscono unicamente agli esempi ipotetici citati; i rischi e i risultati effettivi variano in base alle circostanze specifiche. Le affermazioni prospettive non dovrebbero essere considerate come garanzie o previsioni di eventi futuri.

Nessun contenuto del presente documento è da interpretarsi quale fonte di obbligo di diligenza da osservarsi nei confronti del cliente o di terzi o quale rapporto di consulenza con il cliente o con terzi. Nessun contenuto del presente documento è da considerarsi come offerta, sollecitazione, raccomandazione o consiglio (di carattere finanziario, contabile, legale, fiscale o di altro genere) fornito da J.P. Morgan e/o dai suoi funzionari o agenti, indipendentemente dal fatto che tali comunicazioni siano avvenute a fronte di una richiesta del cliente o meno. J.P. Morgan e le sue consociate e i suoi dipendenti non forniscono consulenza fiscale, legale o contabile. Prima di effettuare una transazione finanziaria si raccomanda di consultare il proprio consulente fiscale, legale e contabile.

INFORMAZIONI IMPORTANTI SUGLI INVESTIMENTI E SU POTENZIALI CONFLITTI D'INTERESSE

Potranno sorgere dei conflitti d'interesse laddove JPMorgan Chase Bank, N.A. o una delle sue consociate (collettivamente "J.P. Morgan") abbiano un incentivo effettivo o apparente, economico o di altro tipo, ad adottare nella gestione dei portafogli dei clienti comportamenti che potrebbero avvantaggiare J.P. Morgan. Potrebbero ad esempio insorgere conflitti d'interesse (ammesso che le seguenti attività siano abilitate nel conto): (1) quando J.P. Morgan investe in un prodotto d'investimento, come un fondo comune, un prodotto strutturato, un conto a gestione separata o un hedge fund emesso o gestito da JPMorgan Chase Bank, N.A. o da una consociata come J.P. Morgan Investment Management Inc.; (2) quando un'entità di J.P. Morgan riceve servizi, ad esempio di esecuzione e compensazione delle transazioni, da una sua consociata; (3) quando J.P. Morgan riceve un pagamento a fronte dell'acquisto di un prodotto d'investimento per conto di un cliente; o (4) quando J.P. Morgan riceve pagamenti per la prestazione di servizi (tra cui servizi agli azionisti, di tenuta dei registri o deposito) in relazione a prodotti d'investimento acquistati per il portafoglio di un cliente. Altri conflitti potrebbero scaturire dai rapporti che J.P. Morgan intrattiene con altri clienti o quando agisce per proprio conto.

Le strategie d'investimento, accuratamente selezionate tra quelle offerte dai gestori patrimoniali di J.P. Morgan ed esterni, sono sottoposte al vaglio dei nostri team di ricerca sui gestori. Partendo da questa rosa di strategie, i team di costruzione del portafoglio scelgono quelle che a nostro avviso meglio rispondono agli obiettivi di allocazione di portafoglio e ai giudizi prospettici al fine di soddisfare l'obiettivo d'investimento del portafoglio.

In linea di massima, viene data preferenza alle strategie gestite da J.P. Morgan. Prevediamo che, subordinatamente alle leggi applicabili e ai requisiti specifici del conto, la percentuale di strategie del Gruppo sarà elevata (in effetti, fino al 100 per cento) per i portafogli incentrati, ad esempio, sugli strumenti di liquidità e sulle obbligazioni di qualità elevata.

Anche se le strategie gestite internamente si allineano bene ai nostri giudizi prospettici e sebbene conosciamo i processi d'investimento e la filosofia di rischio e di compliance della società, è importante osservare che l'inclusione di strategie gestite internamente genera un maggior livello di commissioni complessive a favore di J.P. Morgan. In alcuni portafogli diamo la possibilità di optare per l'esclusione delle strategie gestite da J.P. Morgan (al di fuori dei fondi cash e di liquidità).

INFORMAZIONI SU ENTITÀ GIURIDICHE, NORMATIVE E MARCHI

Negli **Stati Uniti**, i conti bancari di deposito e i servizi affini, come i conti correnti, conti risparmio e prestiti bancari, sono offerti da **JPMorgan Chase Bank, N.A.** membro della FDIC.

JPMorgan Chase Bank, N.A. e le sue consociate (collettivamente "**JPMCB**") offrono prodotti d'investimento che possono includere conti d'investimento gestiti dalla banca e servizi di custodia, nell'ambito dei propri servizi fiduciari e di amministrazione. Altri prodotti e servizi d'investimento, come brokeraggio e consulenza, sono offerti tramite **J.P. Morgan Securities LLC** ("**JPMS**"), membro di **FINRA** e **SIPC**. **JPMCB** e **JPMS** sono società affiliate sotto il controllo comune di JPM. Prodotti non disponibili in tutti gli Stati.

Nel **Lussemburgo** il presente materiale è pubblicato da J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. (JPMBL), sede legale European Bank and Business Centre, 6 route de Treves, L-2633, Senningerberg, Lussemburgo. R.C.S. Lussemburgo B10.958. Autorizzata e regolamentata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) e soggetta alla supervisione congiunta della Banca Centrale Europea (BCE) e della CSSF. J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. è autorizzata in veste di istituto di credito in conformità alla Legge del 5 aprile 1993. Nel **Regno Unito** il presente materiale è pubblicato da J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. – filiale di Londra. Prima della Brexit (per Brexit si intende l'abbandono dell'Unione europea da parte del Regno Unito in conformità all'articolo 50 del Trattato dell'Unione europea, oppure, se successivamente, la perdita di capacità da parte del Regno Unito di fornire servizi finanziari "passaporto" tra il Regno Unito e il resto del SEE), J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. – filiale di Londra è soggetta alla regolamentazione limitata della Financial Conduct Authority e della Prudential Regulatory Authority. Le informazioni dettagliate circa l'entità della regolamentazione della Financial Conduct Authority e della Prudential Regulation Authority sono disponibili su richiesta. Qualora dovesse verificarsi la Brexit, nel Regno Unito J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. – filiale di Londra è autorizzata dalla Prudential



Regulation Authority, soggetta alla regolamentazione da parte della Financial Conduct Authority e alla regolamentazione limitata della Prudential Regulation Authority. Le informazioni dettagliate circa l'entità della regolamentazione della Prudential Regulation Authority sono disponibili su richiesta. In **Spagna** il presente materiale è distribuito da J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., Sucursal en España, con sede legale in Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid, Spagna. J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., Sucursal en España è iscritta nel registro amministrativo della Banca di Spagna al numero 1516 e supervisionata dalla Commissione del Mercato dei Valori Mobiliari (CNMV). In **Germania** il presente materiale è distribuito da J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., filiale di Francoforte, sede legale Taunustor 1 (TaunusTurm), 60310 Francoforte, Germania, soggetta alla supervisione congiunta della Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) e della Banca Centrale Europea (BCE), e in alcune aree supervisionata anche dal Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). In **Italia** il presente materiale è distribuito da J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. – Succursale di Milano, sede legale in Via Cantena Adalberto 4, Milano 20121, Italia, autorizzata e regolamentata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) e supervisionata congiuntamente da Banca Centrale Europea (BCE) e CSSF. E' un istituto di credito autorizzato secondo la legge del 5 Aprile 1993. Quando presta servizi attraverso la Succursale di Milano, J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. è altresì sottoposta alla vigilanza di Banca d'Italia e CONSOB, secondo le rispettive competenze. Inoltre, il presente materiale è distribuito da **JPMorgan Chase Bank, N.A. ("JPMCB")**, filiale di Parigi, regolamentata dalle autorità francesi per le banche e il mercato – "Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution" e "Autorité des Marchés Financiers" – o da **J.P. Morgan (Suisse) SA**, regolamentata dalla Swiss Financial Market Supervisory Authority (FINMA).

A **Hong Kong** il presente materiale è distribuito da **JPMCB, filiale di Hong Kong**, soggetta alla regolamentazione della Hong Kong Monetary Authority e della Securities and Futures Commission di Hong Kong. A Hong Kong cesseremo su vostra richiesta di usare gratuitamente i vostri dati personali per i nostri fini di marketing. A **Singapore** il presente materiale è distribuito da **JPMCB, filiale di Singapore**, soggetta alla regolamentazione della Monetary Authority of Singapore. I servizi di negoziazione e consulenza e i servizi di gestione discrezionale degli investimenti sono erogati da JPMCB, Filiale di Hong Kong/Singapore (come notificato). I servizi bancari e di deposito sono erogati da JPMCB Singapore Branch. Il contenuto del presente documento non è stato esaminato da alcuna autorità di vigilanza di Hong Kong, Singapore o altre giurisdizioni. Per quanto riguarda i materiali che costituiscono pubblicità di prodotti ai sensi del Securities and Futures Act e del Financial Adviser Act, il presente materiale pubblicitario non è stato esaminato dalla Monetary Authority of Singapore. Si raccomanda ai clienti di utilizzare con cautela il presente materiale. In caso di dubbi circa qualsiasi contenuto di questo documento, i clienti devono affidarsi alla consulenza di professionisti indipendenti.

Con riferimento ai paesi dell'**America Latina**, la distribuzione del presente materiale potrebbe essere soggetta a restrizioni in alcune giurisdizioni. Il ricevimento di questo documento non costituisce un'offerta o una sollecitazione a favore di alcun soggetto nelle giurisdizioni in cui tale offerta o sollecitazione non sia autorizzata, ovvero a favore di alcun soggetto a cui la legge vieta di fare una tale offerta o sollecitazione. L'offerta al pubblico di qualsiasi fondo eventualmente citato nella presente pubblicazione non è consentita in alcun Paese dell'America Latina senza la previa registrazione dei suoi titoli in conformità alle leggi vigenti nella relativa giurisdizione. L'offerta pubblica di qualsiasi titolo, incluse le azioni del Fondo, senza previa registrazione presso la Comissão de Valores Mobiliários brasiliana (CVM) è del tutto vietata. Alcuni prodotti o servizi contenuti nei materiali potrebbero non essere al momento disponibili sulle piattaforme brasiliana e messicana.

I riferimenti a "J.P. Morgan" riguardano JPM, le sue controllate e consociate in tutto il mondo. "J.P. Morgan Private Bank" è la denominazione commerciale dell'attività di private banking svolta da JPM.

Il presente materiale è inteso per uso personale e non può essere distribuito a o usato da terzi, né essere duplicato per uso non personale, senza la nostra autorizzazione. In caso di domande o se non desidera ricevere ulteriori comunicazioni, La preghiamo di rivolgersi al Suo referente J.P. Morgan.

© 2019 JPMorgan Chase & Co. Tutti i diritti riservati.