



ANÁLISIS DEL MERCADO | EDICIÓN ESPECIAL | JUNIO DE 2026

Semiquincentángulos

El control de Estados Unidos sobre los mercados en el 250 aniversario de la Declaración de Independencia.

He aquí el Aquilaceph, mitad águila calva y mitad pulpo. En el 250 aniversario de la Declaración de Independencia de Estados Unidos, esta criatura imaginaria es una metáfora del continuo dominio estadounidense sobre los mercados financieros. En este número especial analizamos los detalles: el estatus de la moneda de reserva estadounidense, los flujos de capital, la tan esperada pero aún no rentable operación de «vender Estados Unidos», la rentabilidad y productividad de las empresas estadounidenses en la era de la IA, la inversión en seguridad y resiliencia, la concentración del mercado de valores, la independencia energética y el resurgimiento del mercado de OPI en Estados Unidos. Las mayores preocupaciones a medio plazo para los inversores en activos estadounidenses, además de la sostenibilidad de la deuda federal estadounidense y las presiones inflacionarias cíclicas, son la creciente imprevisibilidad del estado de derecho y la reducción de la financiación gubernamental de la ciencia y la marginación de la experiencia científica.

Por Michael Cembalest | Presidente de Estrategia de Mercado e Inversión de JP Morgan Asset & Wealth Management

Semiquincentantáculos: el control estadounidense sobre los mercados en el 250 aniversario de la Declaración de Independencia.

Introducción

Contemplan al Aquilaceph, mitad águila calva y mitad pulpo. En el 250 aniversario de la Declaración de Independencia de Estados Unidos, esta criatura imaginaria es una metáfora del continuo dominio estadounidense sobre los mercados globales.

En este número especial analizamos los detalles: el estatus de la moneda de reserva estadounidense, los flujos de capital, la tan esperada pero aún no rentable operación de "vender Estados Unidos", la rentabilidad y la productividad de las empresas estadounidenses en la era de la IA, la inversión en seguridad y resiliencia, la concentración del mercado de valores, la independencia energética y el resurgimiento del mercado de OPI estadounidenses. Las mayores preocupaciones a medio plazo para los inversores en activos estadounidenses, además de la sostenibilidad del gobierno federal de EE. UU., deuda y presiones inflacionarias cíclicas^{0F}¹son la creciente imprevisibilidad del estado de derecho y la gobernanza.

Recorte de fondos para la ciencia y marginación de la experiencia científica.



Michael Cembalest

Gestión de activos de JP Morgan

Contenido

[1] El dominio del dólar sobre el estatus de moneda de reserva desafía a los sospechosos habituales.....	2
[2] Estados Unidos sigue atrayendo mucho capital extranjero	6
[3] La campaña “Vender Estados Unidos” pierde fuerza	7
[4] Las empresas estadounidenses son más rentables que las del resto del mundo, pero hay indicios de euforia inversora en IA.....	9
[5] Poner todos los huevos de IA en una sola canasta: concentración de capitalización de mercado, ingresos de aceleradoras, laboratorios de vanguardia y creencias	11
[6] El crecimiento de la productividad de EE. UU. sigue liderando el G10.....	17
[7] El liderazgo de EE. UU. en IA y su talón de Aquiles taiwanés mientras China se pone al día	18
[8] Invertir en la seguridad y la resiliencia de EE. UU. a medida que se realizan los primeros análisis posteriores a la guerra de Irán.....	22
[9] La creciente imprevisibilidad en el estado de derecho.....	25
[10] El gobierno federal recorta la financiación de la ciencia y margina la experiencia científica	30
[11] Independencia energética y transición energética: Estados Unidos va por libre.....	35
Apéndice I: En el calendario de OPI, oferta, demanda, plazos de flotación libre y rendimiento	36
Apéndice II: La Administración Trump ha prevalecido mayoritariamente en el expediente de emergencia de la Corte Suprema	40

¹ Analizamos los desafíos inflacionarios que enfrenta el nuevo presidente de la Reserva Federal en nuestro artículo "Solo en casa" del 26 de mayo de 2026. Nuestro principal
Conclusión: las condiciones económicas actuales de Estados Unidos se asemejan más a períodos anteriores de endurecimiento monetario por parte de la Reserva Federal que a períodos de flexibilización.

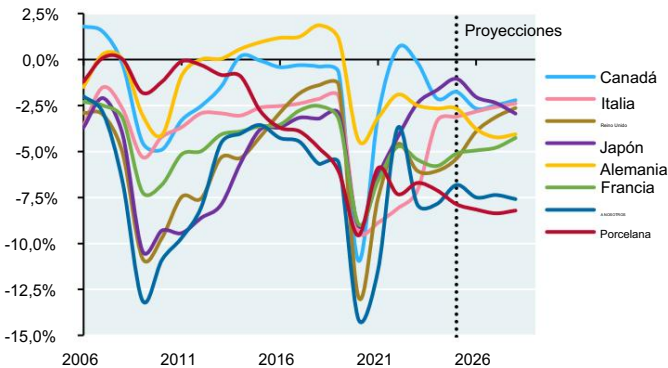


[1] El dominio del dólar sobre el estatus de moneda de reserva desafía a los sospechosos habituales.

Cuando los agoreros del dólar estadounidense exponen sus argumentos, los gráficos a continuación son los sospechosos habituales: alto presupuesto
déficits, una relación deuda/PIB de EE. UU. que ha aumentado del 60% al 125% en los últimos veinte años², estadounidense y creciente
Se han registrado casos de sanciones estadounidenses contra gobiernos, empresas e individuos extranjeros (lo que presumiblemente reduce la
disposición de entidades no estadounidenses a mantener activos en dólares). Cabe destacar que China, a menudo citada como la moneda de
reserva del futuro, no presenta mejores indicadores de deuda y déficit que Estados Unidos.

déficits presupuestarios del gobierno

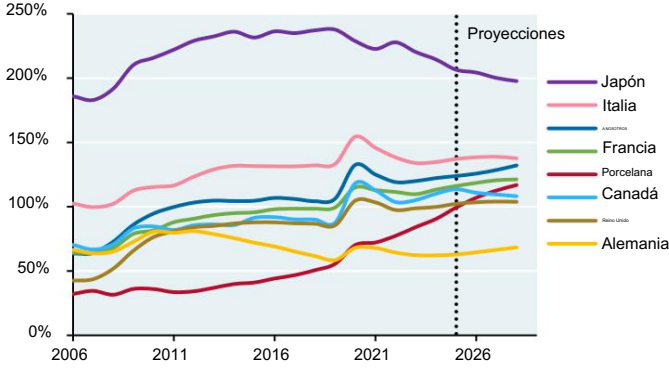
Participación del PIB



Fuente: FMI, JPMAM, 2025. Incluye gobiernos federales, estatales y locales.

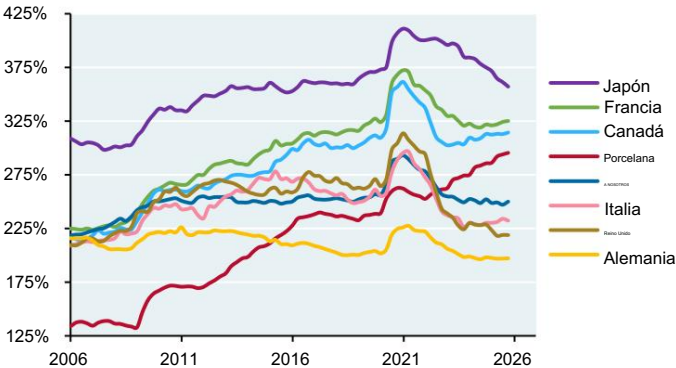
deuda bruta del gobierno general

Participación del PIB



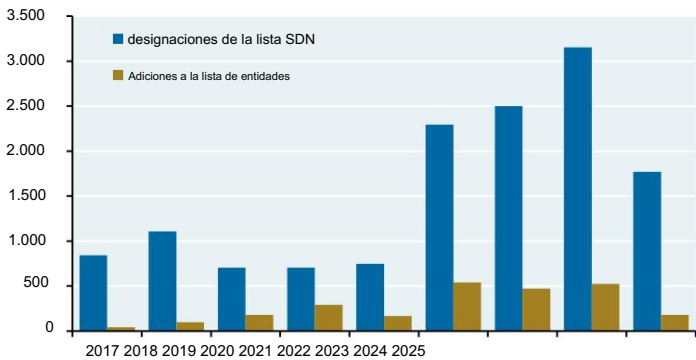
Fuente: FMI, JPMAM, 2025. Incluye gobiernos federales, estatales y locales.

Deuda total de los hogares, de las empresas no financieras y del gobierno
Porcentaje del PIB



Fuente: BIS, JPMAM, tercer trimestre de 2025

Nacionales especialmente designados y personas bloqueadas (SDN)
Designaciones de la lista y adiciones a la lista de entidades, número por año



Fuente: Centro para una Nueva Seguridad Estadounidense, 29 de enero de 2026

² Según datos del FMI, el déficit presupuestario que se muestra a la izquierda representa el saldo fiscal general del gobierno, definido como la diferencia entre los ingresos y el gasto total, excluyendo los préstamos para políticas públicas. La deuda bruta, a la derecha, incluye títulos de deuda, préstamos, seguros, pensiones, esquemas de garantía estandarizados, derechos especiales de giro, divisas, depósitos y otras cuentas por pagar. Ambas medidas incluyen a los gobiernos federal, estatal y local.



A pesar de estos factores negativos, el dólar estadounidense ha ignorado a los agoreros. Salvo una venta masiva inmediata de aproximadamente un 10 % cuando Trump asumió el cargo (desde un máximo histórico para el dólar tras la crisis financiera mundial), el dólar ponderado por el comercio se ha mantenido resistente. Este descenso del 10% parece más un modesto reajuste monetario que el inicio de una caída más pronunciada como la que tuvo lugar en la década de 1980 (tras el Acuerdo Plaza para debilitar deliberadamente el dólar), o la caída de principios de la década de 2000 tras el lanzamiento del euro.

Tipo de cambio ponderado por el comercio del dólar estadounidense, 1967-2026



Fuente: Bloomberg, JPMAM, mayo de 2026

Tipo de cambio ponderado por el comercio del dólar estadounidense, 2009-2026



Fuente: Bloomberg, JPMAM, mayo de 2026

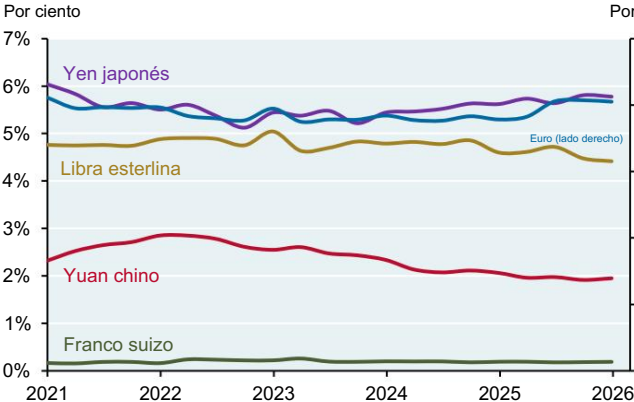
No me sorprende la resistencia del dólar: los seis indicadores que seguimos sobre su estatus como moneda de reserva se mantienen estables: su participación en los préstamos transfronterizos, los títulos de deuda internacional, los volúmenes de divisas, la asignación de activos de reserva de divisas, la facturación de exportaciones y los pagos SWIFT. La participación del dólar en las reservas de divisas ha disminuido un 3 % desde diciembre de 2020, pero el aumento compensatorio se ha producido íntegramente en la categoría de «otras monedas» del FMI, que incluye el dólar de Singapur, el won coreano, la corona sueca, la corona noruega y otras. Las participaciones en las reservas de divisas del euro, el yen, la libra esterlina y el yuan chino han disminuido desde entonces.

Rastreador de divisas de reserva: participación del dólar estadounidense en la deuda, divisas, reservas y comercio.

Participación en dólares de:	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Lo último como de fecha	Fuente	Próximo lanzamiento fecha
Préstamos transfronterizos	52%	54%	52%	53%	52%	51%		- Cuarto trimestre de 2025	BCE	junio de 2027
títulos de deuda internacionales	50%	52%	53%	51%	53%	51%		- Cuarto trimestre de 2025	BCE	junio de 2027
volumen de transacciones de divisas	-	-	-	88%	-	-	89%	- Abril de 2025	BIS	Abril de 2028
Reservas oficiales de divisas	60%	59%	59%	59%	59%	57%		- Cuarto trimestre de 2025	FMI	Tercer trimestre de 2026
Facturación de exportaciones	41%	42%	43%	42%			42%	- Junio de 2025	BCE	Desconocido
Pagos SWIFT	39%	41%	42%	48%	49%	49%	51%	Abril 2026	SWIFT	Junio 2026

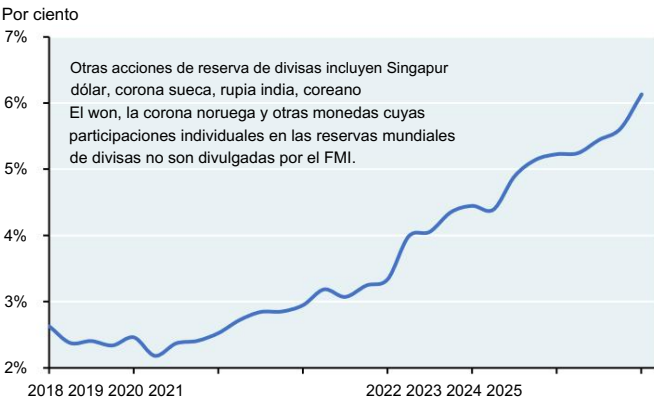
Fuente: BIS, BCE, FMI, SWIFT, JPMAM. 2026

Participación de determinadas divisas en las reservas mundiales de divisas desde 2020.



Fuente: FMI, Bloomberg, JPMAM, cuarto trimestre de 2025

Participación de "otras" divisas en las reservas mundiales de divisas



Fuente: FMI, Bloomberg, JPMAM, cuarto trimestre de 2025



Otro factor que respalda al dólar: las perturbaciones de la productividad relativa han sido la principal fuente de movimientos a largo plazo en los tipos de cambio reales bilaterales³.

En otras palabras, si Estados Unidos experimenta una mayor caída en la productividad derivada de la IA que sus socios comerciales, eso constituye otro argumento a favor del valor a largo plazo del dólar.

¿Qué hay del aumento de la proporción de oro en las reservas de los bancos centrales, del 11 % en 2009 al 29 % en marzo de 2026? Esto podría no significar lo que usted piensa. Casi todo el aumento en la proporción de oro en las reservas de los bancos centrales desde 2009 se debe al alza de los precios del oro, más que a mayores asignaciones de oro. Como escribí el otoño pasado, si mantenemos constantes las asignaciones de oro de los bancos centrales al nivel de marzo de 2009 (963 millones de onzas troy) y las valoramos al precio actual del oro, la proporción de oro en las reservas sería del 26 %, muy cerca del 29 % actual. Pero si mantenemos los precios del oro estables en los niveles de 2009 y utilizamos las tenencias reales de oro de los bancos centrales, la proporción de oro en las reservas en realidad cae al 8 %. Por lo tanto, lo que está viendo es un efecto del precio del oro, más que un efecto de la asignación física de oro.

Participación del oro en las reservas mundiales de divisas

Por ciento

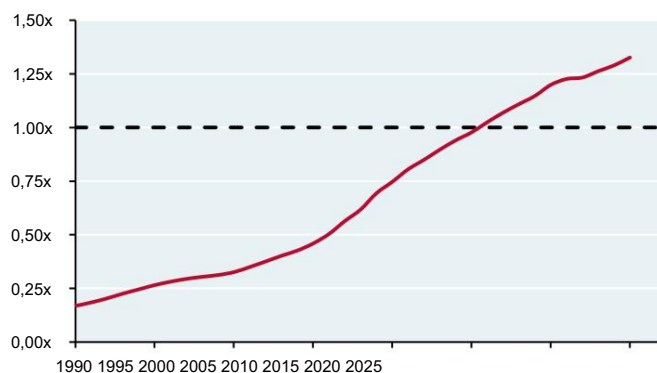


Fuente: FMI, Bloomberg, JPMAM, mayo de 2026

Es difícil desplazar a las monedas de reserva, sobre todo sin una alternativa clara. Si bien la economía china es ahora mayor que la estadounidense, el estatus de moneda de reserva va más allá del tamaño; la profundidad del mercado, la liquidez, la claridad en la resolución de impagos, la capacidad de perfeccionar los derechos sobre la propiedad, etc., son igualmente importantes. Si el tamaño fuera el único factor determinante, Estados Unidos habría superado al Reino Unido como moneda de reserva mundial mucho antes de lo que ocurrió. Como se muestra en el segundo gráfico, el PIB estadounidense era al menos 3,5 veces mayor que el del Reino Unido cuando el dólar sustituyó a la libra como moneda de reserva mundial, tanto si se utiliza la estimación inicial de 1929 como la estándar de 1945.

La economía de China es ahora más grande que la de Estados Unidos.

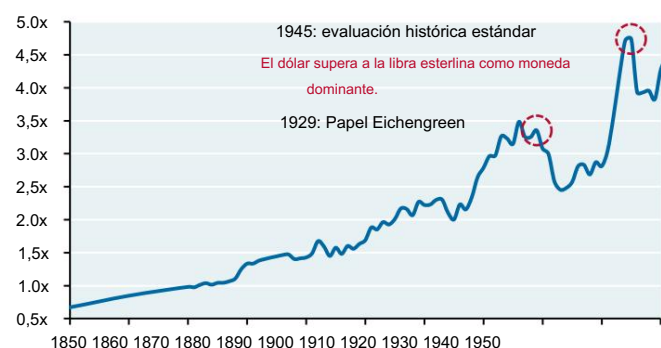
PIB real de China dividido por el PIB real de EE. UU.



Fuente: Conference Board, JPMAM, 2025

La economía estadounidense era entre 3,5 y 5 veces mayor que la británica cuando el dólar estadounidense sustituyó a la libra esterlina como moneda de reserva mundial.

PIB real de EE. UU. dividido por PIB real del Reino Unido



Fuente: Conference Board, Proyecto Angus Maddison, JPMAM, 2022

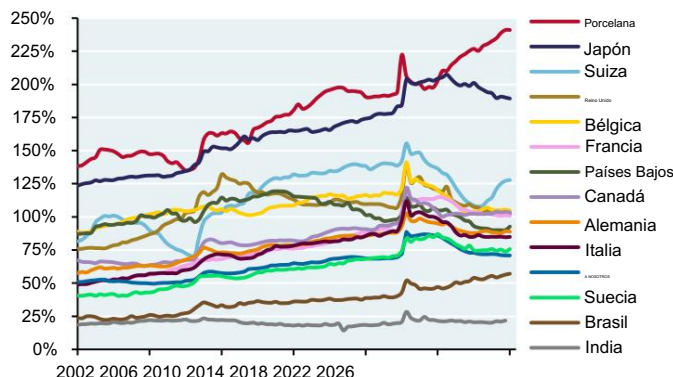
³ "Choques de productividad y tipos de cambio reales", Annika Alexius (Universidad de Uppsala), abril de 2005; "Cambio real" "Revisión de las tasas de interés y el efecto Balassa-Samuelson", Michael Devereux (Escuela de Economía de Vancouver), 2014



Considerar a China como moneda de reserva mundial es, francamente, una idea absurda en la actualidad. China ha alcanzado sus objetivos de crecimiento mediante una de las mayores expansiones monetarias jamás vistas: con 60 billones de dólares, los activos bancarios nacionales de China representan aproximadamente el 50 % del PIB mundial. Si China abriera completamente su cuenta de capitales, las posibles salidas de capital podrían devaluar el RMB y provocar un colapso en los mercados bursátiles e inmobiliarios chinos. Incluso con los controles que se muestran en el recuadro, China experimentó, según informes, una salida récord de capitales de entre 800.000 millones y 1 billón de dólares en 2025³.

¿Cuánta liquidez china se retiraría si pudiera?

Oferta monetaria M2 como porcentaje del PIB



Fuente: Haver Analytics, JPMAM. Primer trimestre de 2026.

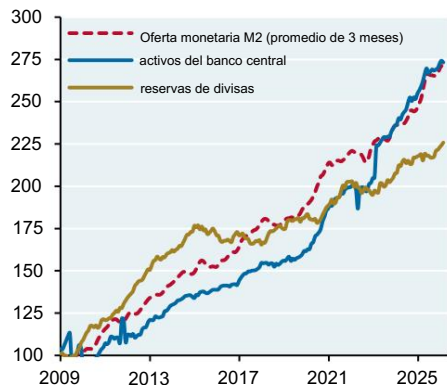
Controles de capital chinos

- Límite anual de 50.000 dólares para las remesas personales al exterior.
- China lanzó una campaña contra el comercio transfronterizo ilegal para frenar la fuga de capitales, amenazando con severas sanciones a los intermediarios y ordenando la liquidación de las cuentas que no cumplan con la normativa en un plazo de dos años.
- Las remesas corporativas están sujetas a una estricta aprobación regulatoria, monitoreo y cuotas de SAFE y la Banco Popular de China
- Existen normas estrictas que rigen las transacciones comerciales transfronterizas para prevenir la fuga de capitales oculta, disfrazada de comercio. Los pagos anticipados por importaciones que superen determinados umbrales requieren registro en SAFE, mientras que los pagos al extranjero con plazos superiores a 90 días son auditados.

Mi colega Alex Wolf ha realizado un análisis muy perspicaz sobre este tema. Como se muestra a continuación, las reservas de divisas, los activos del banco central y la oferta monetaria suelen moverse de forma sincronizada, tanto si consideramos tipos de cambio fijos como ⁵moneda flotante. Al igual que el peso mexicano, de lo contrario probablemente se produciría un ajuste mediante una depreciación del tipo de cambio o una crisis de balanza de pagos. China es diferente: existe una enorme discrepancia entre su creciente oferta monetaria y el crecimiento mucho más lento de las reservas de divisas y los activos del banco central. La razón: la creación de dinero está esencialmente fuera del control del banco central. Este sistema solo puede ser sostenible si va acompañado de una cuenta de capital cerrada y altamente regulada, lo cual es totalmente incompatible con el estatus de moneda de reserva.

Monedas vinculadas

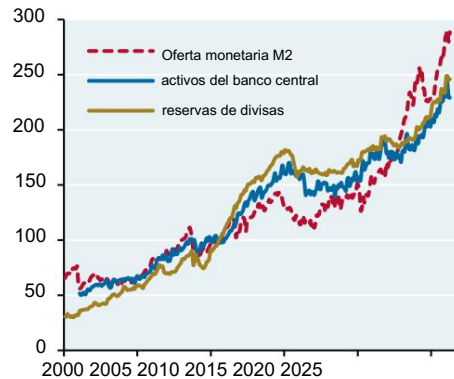
Índice (100 = septiembre de 2009), en dólares estadounidenses.



Fuente: Bloomberg, JPMAM, marzo de 2026

México (moneda flotante)

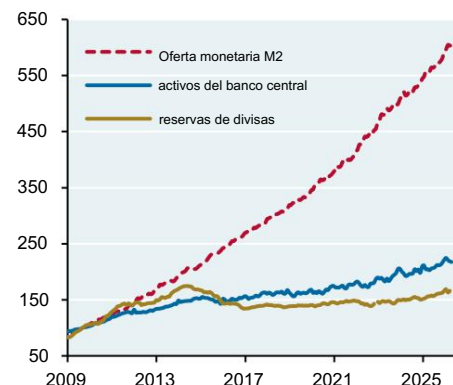
Índice (100 = julio de 2010), en dólares estadounidenses.



Fuente: Bloomberg, JPMAM, abril de 2026

China (controlada/restringida)

Índice (100 = septiembre de 2009), en dólares estadounidenses.



Fuente: Bloomberg, JPMAM, mayo de 2026

⁴ China no solo restringe el movimiento de capitales, sino también el de personas. Las nuevas regulaciones imponen restricciones de viaje a los ingenieros chinos de IA que trabajan en empresas privadas. Pekín ya impone restricciones de viaje a personal clave, como destacados investigadores universitarios, científicos nucleares y ejecutivos de empresas estatales.

⁵ Las paridades incluyen el dirham de los Emiratos Árabes Unidos, el dólar de Hong Kong, el dinar kuwaití, el rial qatari, el dólar de Singapur y el dólar de Taiwán; igual ponderado

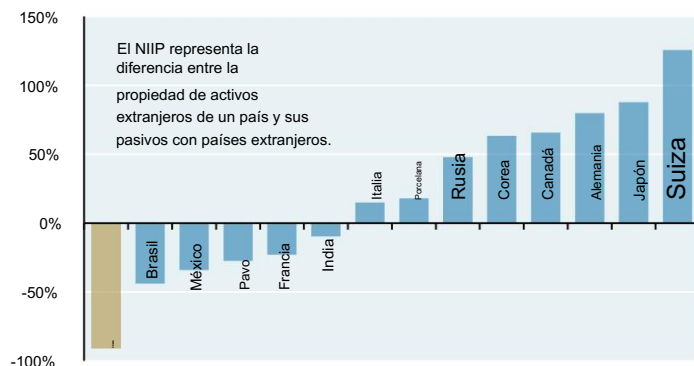


[2] Estados Unidos sigue atrayendo mucho capital extranjero.

Estados Unidos presenta la mayor posición neta de inversión internacional negativa entre los países que se muestran a continuación, lo que significa que, en la práctica, es el mayor deudor neto y absorbe gran cantidad de capital extranjero. Asimismo, Estados Unidos registra el tercer mayor déficit por cuenta corriente de la OCDE, solo por detrás de Nueva Zelanda y Eslovaquia. Si hubiera indicios de que los inversores no estadounidenses estuvieran perdiendo interés en mantener activos estadounidenses, esto podría ser preocupante.

Posición neta de inversión internacional por país, 2024

Porcentaje del PIB



Fuente: Brookings, FMI, JPMAM, 2026

Medidas de Estados Unidos como nación deudora neta

Porcentaje del PIB:



Fuente: Brookings, FMI, Bloomberg, JPMAM, cuarto trimestre de 2025

Según los datos más recientes, Estados Unidos sigue atrayendo importantes flujos de capital. El primer gráfico sobre la disminución de la participación extranjera en los bonos del Tesoro estadounidense en circulación recibe mucha atención, pero resulta incompleto si no se considera el segundo: las tenencias extranjeras de bonos del Tesoro siguen aumentando, aunque no al mismo ritmo que la deuda estadounidense. Se observa la misma tendencia alcista al analizar las tenencias extranjeras de bonos corporativos y acciones estadounidenses: existen pocas pruebas de que los inversores no estadounidenses estén evitando ninguna de estas categorías.

Participación de las tenencias extranjeras en los bonos del Tesoro estadounidense

Participación en el total de bonos del Tesoro estadounidense en circulación



Fuente: Tesoro de EE. UU., JPMAM, marzo de 2026.

Tenencias extranjeras de bonos no soberanos estadounidenses a largo plazo (USD, billones de USD): 5,5



Fuente: Departamento del Tesoro de EE. UU., JPMAM, marzo de 2026

Tenencias extranjeras de bonos del Tesoro estadounidense

dólares estadounidenses, billones



Fuente: Departamento del Tesoro de EE. UU., JPMAM, marzo de 2026

Participaciones extranjeras en acciones estadounidenses normalizadas por la rentabilidad del S&P 500, en dólares estadounidenses (billones de dólares) (normalizado a febrero de 2026)



Fuente: Departamento del Tesoro de EE. UU., Bloomberg, JPMAM, marzo de 2026

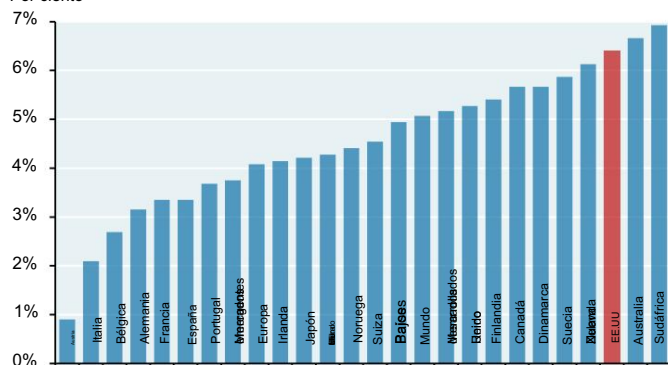


[3] La campaña “Vender Estados Unidos” pierde fuerza.

Estados Unidos es ampliamente reconocido como un destino principal para la inversión en acciones, ocupando el tercer lugar en la base de datos de rentabilidad real a largo plazo de Elroy Dimson, que comienza en el año 1900. Pero en marzo de 2025, una serie de órdenes ejecutivas de la administración Trump fueron catalizadoras del primer episodio de "Vender Estados Unidos" desde 1982: una caída absoluta y relativa simultánea del S&P 500, una caída del dólar y un aumento en los rendimientos de los bonos del Tesoro.

Rentabilidad anualizada real de las acciones, 1900-2022

Por ciento

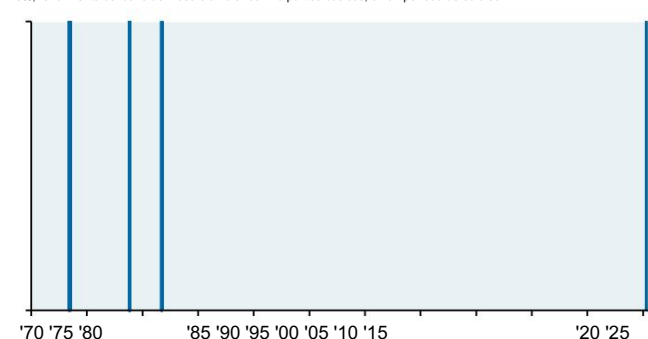


Fuente: Base de datos de Dimson, Marsh y Staunton, 2023

Casos de "Vender Estados Unidos" desde 1970

S&P -5%, dólar estadounidense ponderado por el comercio -5%, acciones estadounidenses frente al resto del mundo

-5%, rendimiento del bono del Tesoro a 10 años +10 puntos básicos, en un período de 30 días



Fuente: Bloomberg. JPMAM. 15 de junio de 2026

Después de que esto ocurriera, participé en un podcast de Scott Galloway sobre mercados. Scott insistió mucho en la tesis de "Vender Estados Unidos" (después de una extraña discusión previa a la entrevista sobre temas para mayores de 18 años).

se retroalimentaría a sí mismo. Desde entonces, el dólar ponderado por el comercio ha bajado solo un 1%; los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años o más son del 10%.

Tipo de cambio ponderado por el comercio del dólar estadounidense (DXY)

Indice



Fuente: Bloomberg, JPMAM, 15 de junio de 2026

Renta variable estadounidense frente a renta variable mundial (excluyendo EE. UU.), ponderada por capitalización bursátil.

Rentabilidad total acumulada (%) desde el 8 de mayo de 2025



Fuente: Bloomberg, JPMAM, 22 de junio de 2026

Variación en la rentabilidad de los bonos a más de 10 años desde el 8 de mayo de 2025.

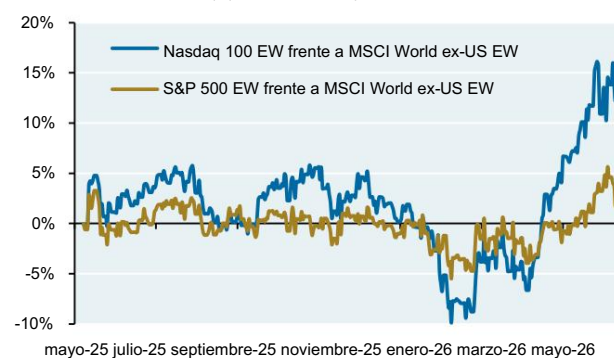
Cambio en el rendimiento



Fuente: Bloomberg, Índice de Bonos Gubernamentales de JP Morgan, 22 de junio de 2026

Renta variable estadounidense frente a renta variable mundial excluyendo EE. UU., con igual ponderación

Rentabilidad total acumulada (%) desde el 8 de mayo de 2025



Fuente: Bloomberg, JPMAM, 22 de junio de 2026

⁶ En las introducciones previas a las entrevistas de su podcast, Scott habla de temas más propios de una sesión de terapia para la crisis de la mediana edad que de debates sobre mercados. Imaginen a un Holden Caulfield adulto, todavía desesperado por llamar la atención pero sin la adolescencia como excusa.



A largo plazo, las acciones estadounidenses han superado con creces a las del resto del mundo, incluso teniendo en cuenta la recuperación de las acciones no estadounidenses en 2025. La tabla detalla esta información. A la izquierda, se muestran las rentabilidades anualizadas según el año de inicio de la inversión hasta diciembre de 2024. A la derecha, las rentabilidades anualizadas hasta la fecha. Por ejemplo, un inversor que comenzó a invertir en 2012 habría obtenido una rentabilidad anual del 12,5 % en EE. UU. frente a solo el 2,9 % en acciones del resto del mundo, lo que representa una rentabilidad adicional del 9,6 % hasta finales de 2024. Hasta la fecha, esta rentabilidad anual adicional ha disminuido, pero sigue siendo enorme, del 8 %. En resumen: sea cual sea su horizonte temporal como inversor a largo plazo, las acciones estadounidenses han ofrecido una rentabilidad adicional enorme desde principios de la década de 1980, incluso teniendo en cuenta la recuperación de las acciones no estadounidenses en 2025.

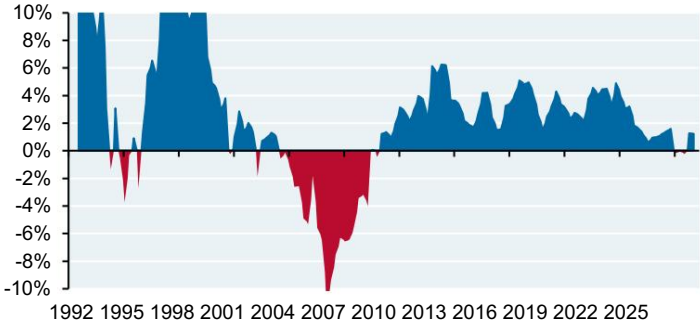
Año de inicio de la inversión	Rentabilidad anualizada hasta diciembre de 2024			Rentabilidad anualizada hasta junio de 2026			Disminución en EE. UU. retorno excedente Desde diciembre de 2024
	EE. UU.	Resto del mundo	Exceso de EE. UU.	EE. UU.	Resto del mundo	Exceso de EE. UU.	
1984	9,3%	5,7%	3,6%	9,6%	6,4%	3,2%	-0,3%
1986	8,8%	3,6%	5,1%	9,1%	4,4%	4,7%	-0,4%
1988	8,8%	2,6%	6,2%	9,2%	3,4%	5,8%	-0,4%
1990	8,8%	3,3%	5,5%	9,2%	4,2%	5,1%	-0,4%
1992	8,5%	3,7%	4,8%	8,9%	4,6%	4,3%	-0,4%
1994	8,9%	2,9%	6,0%	9,3%	3,8%	5,5%	-0,5%
1996	7,7%	2,5%	5,1%	8,2%	3,6%	4,6%	-0,5%
1998	6,2%	2,1%	4,1%	6,8%	3,2%	3,6%	-0,5%
2000	6,4%	1,9%	4,5%	7,1%	3,2%	3,9%	-0,6%
2002	9,0%	4,2%	4,8%	9,6%	5,4%	4,1%	-0,6%
2004	8,2%	2,2%	6,0%	8,9%	3,7%	5,2%	-0,8%
2006	8,2%	0,7%	7,6%	9,0%	2,4%	6,6%	-0,9%
2008	12,4%	4,0%	8,4%	12,9%	5,7%	7,3%	-1,2%
2010	11,6%	2,2%	9,4%	12,3%	4,2%	8,1%	-1,4%
2012	12,5%	2,9%	9,6%	13,2%	5,2%	8,0%	-1,6%
2014	11,1%	2,5%	8,5%	12,0%	5,2%	6,8%	-1,8%
2016	12,8%	3,9%	8,9%	13,7%	7,0%	6,7%	-2,2%
2018	15,3%	5,1%	10,2%	15,9%	8,8%	7,1%	-3,1%
2020	11,9%	1,8%	10,0%	13,7%	7,8%	5,9%	-4,1%
2022	23,7%	8,2%	15,5%	21,6%	15,3%	6,3%	-9,2%

Fuente: Bloomberg, JPMAM, 15 de junio de 2026

Aquí les presentamos otra estrategia de asignación de activos analizada en Eye on the Market: sobreponderar Estados Unidos y los mercados emergentes, y subponderar Europa y Japón. Los resultados hablan por sí solos; esta ha sido una de las rentabilidades superiores más consistentes en el mundo de las inversiones. Cabe aclarar que el reciente y sólido desempeño de las acciones de mercados emergentes se ha visto fuertemente influenciado por tan solo tres acciones relacionadas con la IA, como se muestra a la derecha.

Sobrepeso en EE. UU. y mercados emergentes, bajo peso en Europa y Japón.

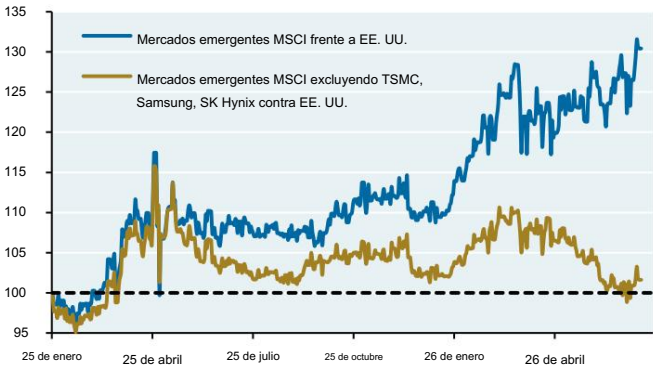
Rendimiento inferior al esperado en un período de 3 años en comparación con el índice MSCI All World.



Fuente: Bloomberg, JPMAM. Marzo de 2026. Renta variable, reequilibrada trimestralmente, sin cobertura cambiaria. JPN 50% de la ponderación original, EUR 50% de la ponderación original; EE. UU. y mercados emergentes sobreponderados proporcionalmente al saldo restante. El rendimiento pasado no es indicativo de resultados futuros.

Rentabilidad de las acciones de los mercados emergentes en relación con las de EE. UU.

En relación con el índice MSCI de EE. UU. (100 = enero de 2025)

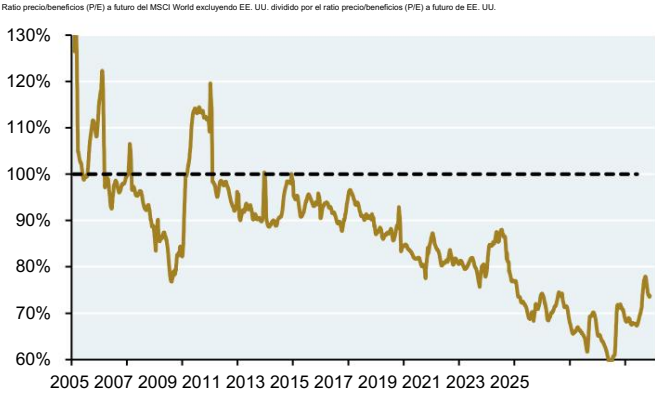


Fuente: Bloomberg, JPMAM, 21 de junio de 2026

[4] Las empresas estadounidenses son más rentables que las del resto del mundo, pero hay indicios de euforia inversora en IA.

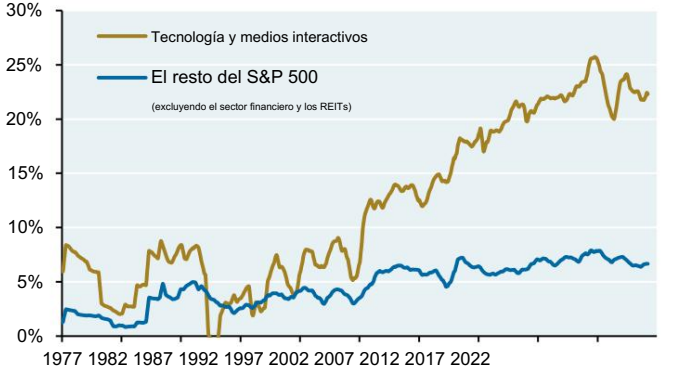
El descuento en la relación precio/beneficio (P/E) para las acciones no estadounidenses ha sido como un matamoscas eléctrico para muchos gestores de activos. Atraídos por el atractivo de un creciente descuento en las acciones no estadounidenses desde 2010, muchos estrategas e inversores se lanzaron de cabeza a invertir en acciones de otros países, solo para sufrir un rendimiento muy inferior al de las empresas estadounidenses, como se muestra en la página anterior. Como solemos señalar, las comparaciones de PER no reflejan el hecho de que, en prácticamente todos los sectores importantes, las empresas estadounidenses tienen una mayor rentabilidad sobre los activos y una mayor rentabilidad sobre el capital que las empresas europeas, japonesas o chinas. Si bien la tecnología es un factor determinante de esta brecha, no explica completamente el problema. Según las tablas, la rentabilidad de las empresas estadounidenses predomina en todos los sectores principales y también en muchos sectores menores.

El descuento para acciones no estadounidenses



Fuente: Bloomberg, JPMAM, 15 de junio de 2026

Márgenes de flujo de caja libre del S&P 500: tecnología y medios interactivos frente al resto, porcentaje



Fuente: Empirical Research Partners, mayo de 2026

Rentabilidad sobre activos de los principales sectores							
	Grapa	Con disco	Cuidado de la salud tecnológica	Comunicación servicio	Finanzas	Industriales	
A. NOBISOTROS	7.7	7.1	15.0	5.9	10.3	7.2	1.5
6,0 euros		1.7	8.5	7.1	2.1	5.1	0,8
Japón	3.2	2.1	8.1	5.3	5.7	4.6	0,6
China	4.2	1.2	8.5	3.2	2.0	1.7	0,8

Fuente: Bloomberg, JPMAM, 15 de junio de 2026

Rentabilidad sobre el capital de los principales sectores							
	Grapa	Con disco	Cuidado de la salud tecnológica	Comunicación servicio	Finanzas	Industriales	
A. NOBISOTROS	25,8	24,2	32,6	17,1	23,9	25,1	14,1
18,2 euros		5,0	16,5	16,9	7,8	16,7	13,4
Japón	8,3	5,6	12,7	9,3	20,2	10,6	10,5
China	14,1	10,2	8,9	8,8	15,9	9,7	10,8

Fuente: Bloomberg, JPMAM, 15 de junio de 2026

Rentabilidad sobre activos del sector menor				
	Materiales de servicios públicos		Real bienes	Energía
A. NOBISOTROS	2.8	4.8	4.0	5.3
Euro	2.7	4.9	3.7	3.5
Japón	4.0	2.7	3.2	3.5
Porcelana	2.6	5.2	0.0	3.7

Fuente: Bloomberg, JPMAM, 15 de junio de 2026

Rentabilidad sobre el capital del sector menor				
	Materiales de servicios públicos		Real bienes	Energía
A. NOBISOTROS	10.7	11.0	9.8	11.4
Euro	11.0	10.9	9.5	9.9
Japón	9.7	5.7	9.7	7.9
Porcelana	8.8	13.9	0.0	8.6

Fuente: Bloomberg, JPMAM, 15 de junio de 2026

Dicho esto, existen indicios de euforia inversora en el sector de la IA, que ha impulsado entre el 65 % y el 80 % de la rentabilidad, los beneficios y la inversión de capital del S&P 500 desde el lanzamiento de ChatGPT en 2022, según nuestra cartera de 42 empresas cotizadas relacionadas con la IA en el S&P 500. Algunos ejemplos aparecen en la página siguiente.



Ejemplos de euforia inversora:

- El repunte de las acciones de semiconductores ha generado indicadores técnicos que superan los niveles vistos durante el auge de las puntocom.

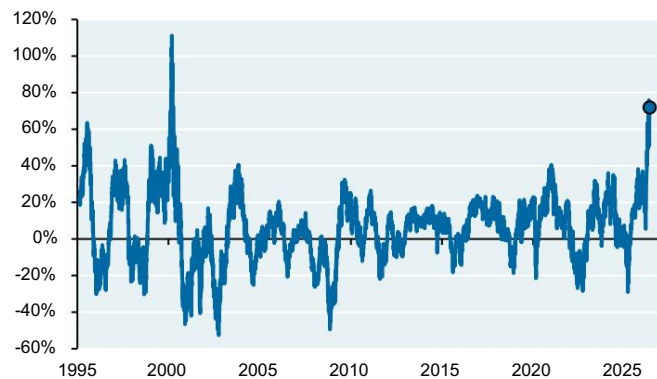
Medidas que también están aumentando considerablemente: exposición de los fondos de cobertura a acciones de semiconductores y hardware, margen. saldos de préstamos en el mercado de valores coreano y actividad minorista en opciones de semiconductores

- Un tema complejo pero que vale la pena comprender: el auge de los ETF apalancados y su impacto en los mercados de renta variable. Para generar rentabilidades apalancadas diariamente, los proveedores de estos productos compran en las subidas y venden en las bajadas, amplificando así el impulso de los precios. Como se muestra, el impacto del reequilibrio de los ETF de semiconductores apalancados en los mercados de renta variable globales se ha quintuplicado desde principios de 2024.

- Otros indicadores que también muestran señales de alerta: muy poca amplitud del mercado, acciones con ratios precio/ventas elevados como porcentaje de la capitalización bursátil total, desplome de las primas de opciones put/call y deuda con margen como porcentaje de la oferta monetaria M2.

Retrosceso de ácido: aspectos técnicos de los semiconductores

Índice de semiconductores de Filadelfia: distancia respecto a la media móvil de 200 días

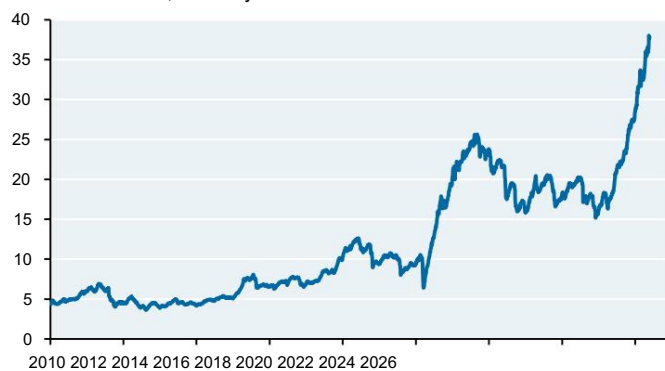


Fuente: Bloomberg, JPMAM, 15 de junio de 2026

Exposición neta de fondos de cobertura a la industria global de semiconductores y hardware. Exposición neta (% de la exposición neta global total)

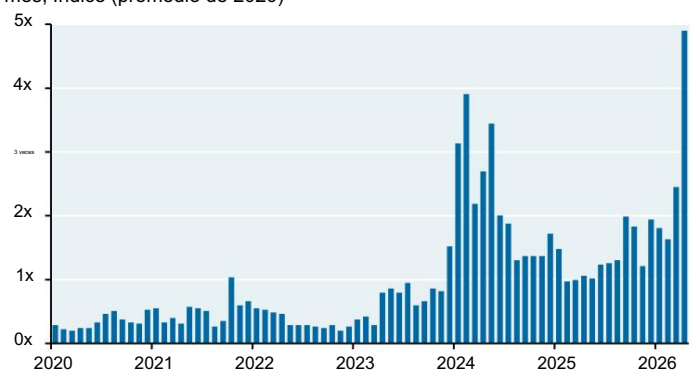


Fuente: Morgan Stanley, mayo de 2026

Préstamos con margen pendientes en Corea
Billones de wones, KOSPI y KOSDAQ

Fuente: Asociación Coreana de Inversiones Financieras, JPMAM, 5 de junio de 2026

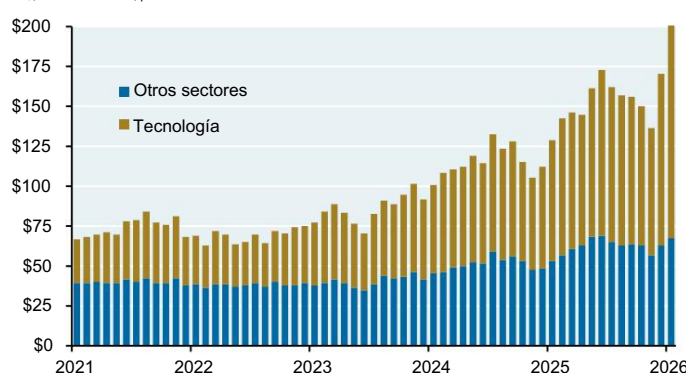
Prima diaria promedio de opciones sobre semiconductores negociadas por mes, Índice (promedio de 2020)



Fuente: Bloomberg, Citadel Securities, 28 de mayo de 2026

Activos gestionados mensuales de ETF apalancados

US\$, miles de millones, período de análisis de 5 años



Fuente: Bloomberg, Citadel Securities, 18 de mayo de 2026

Impacto del mercado de reequilibrio de semiconductores apalancados

Activo subyacente negociado por cada 1% de variación en el SPX, ajustado por beta, US\$ miles de millones



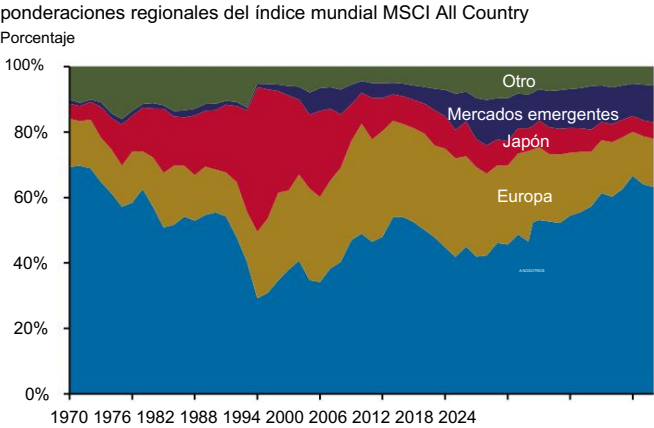
Fuente: Morgan Stanley, mayo de 2026



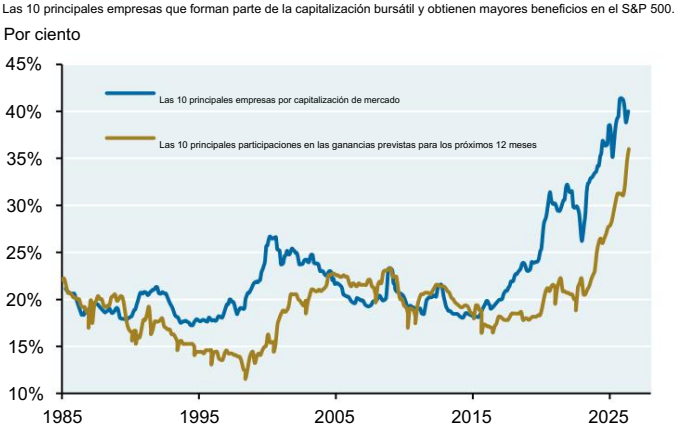
[5] Poner todos los huevos de IA en una sola canasta: concentración de capitalización de mercado, ingresos de aceleradoras, laboratorios fronterizos y creencias.

Para los inversores, el éxito de las acciones de megacapitalización ha tenido un precio: la creciente participación de Estados Unidos en las carteras de renta variable globales, y la creciente participación de la capitalización bursátil y los beneficios de las mayores empresas dentro del propio índice S&P 500.

En 2015, las 10 mayores acciones estadounidenses representaban apenas el 17% de la capitalización bursátil del S&P 500; este era el mismo nivel que prevalecía a mediados de la década de 1990. Ahora, esta cifra ha aumentado hasta cerca del 40% (gráfico de la derecha). Si bien esto puede sorprender, una concentración del 40% sigue estando entre las tres más bajas del mundo; solo Japón e India presentan niveles inferiores. El aumento de la concentración genera riesgos y desafíos para los gestores de activos, pero es importante contextualizar la concentración del mercado de renta variable estadounidense dentro del marco global.



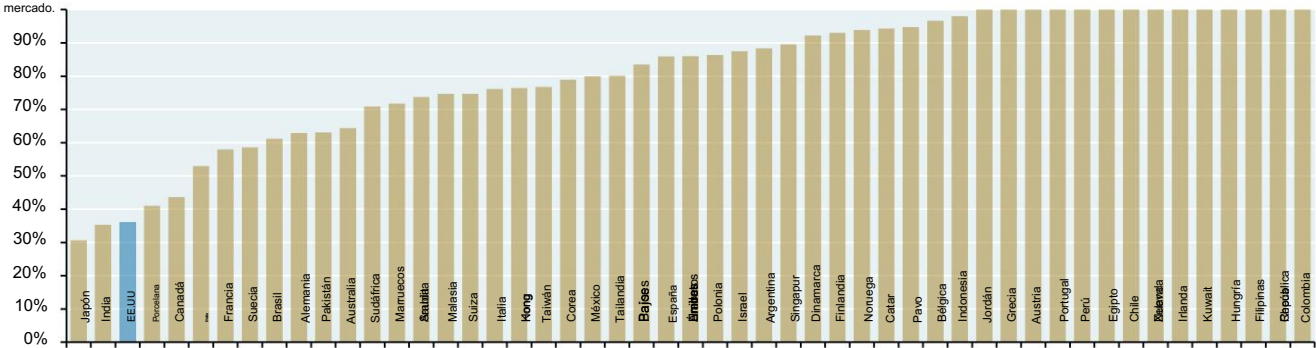
Fuente: Elroy Dimson (antes de 1988), MSCI, Bloomberg, JPMAM. Marzo de 2026.



Fuente: Goldman Sachs Global Investment Research, 5 de junio de 2026

Concentración del mercado de valores: Estados Unidos se encuentra en realidad en el extremo inferior.

Las diez principales empresas que componen el índice bursátil del país representan el 100% de la capitalización de



Fuente: Bloomberg, JPMAM, 15 de junio de 2026

Pero en el nuevo panorama de la IA, también hay otras concentraciones que considerar: la participación concentrada de NVIDIA en los ingresos por aceleradores, los ingresos concentrados de los laboratorios de vanguardia (especialmente en un momento de mejora de los modelos abiertos y la estandarización de los tokens empresariales), la apreciación de los laboratorios de vanguardia como una participación concentrada en las ganancias de los hiperescaladores, la concentración del hardware y software tecnológico en el PIB de EE. UU. y la concentración de los hiperescaladores en las proyecciones de gasto de capital. Analizamos estos riesgos de concentración en el resto de esta sección.

Advertencia. Esta sección incluye jerga técnica sobre IA, conjeturas sobre productos y servicios de IA que están en constante evolución, opiniones sobre empresas no cotizadas cuyas divulgaciones pueden ser opacas o incompletas, y reflexiones sobre el futuro que podrían estar muy equivocadas. Si tiene opiniones mesiánicas sobre estos temas y no soporta ver otros puntos de vista, o si le sorprende que no se haya mencionado el tema X o Y, o si encuentra que todo el tema es frustrantemente inaccesible para la mayoría de las personas no expertas, respire hondo y recuerde que estoy haciendo todo lo posible por cubrir lo que posiblemente sea el catalizador de mercado más complejo técnicamente de los últimos 40 años, particularmente en comparación con internet, la banda ancha, el B2B, el software de aplicaciones, la fibra óptica y la computación en la nube.



Concentración de los ingresos del acelerador

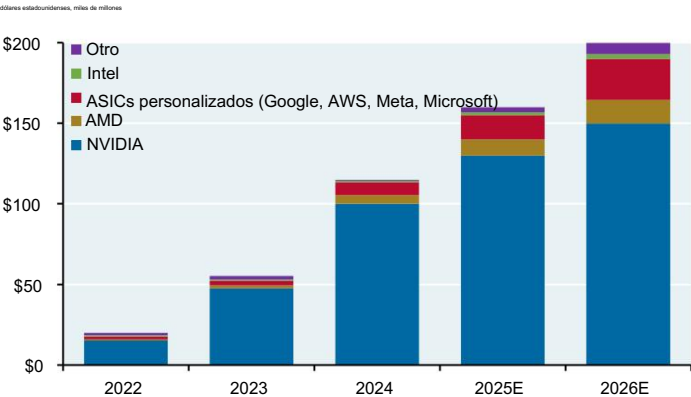
Aclaremos algunos términos técnicos. Un acelerador es un hardware diseñado para descargar cargas de trabajo especializadas que requieren mucha potencia de cálculo, liberándolas de la CPU. Existen dos tipos principales de aceleradores: las GPU y los ASIC. Las GPU son unidades de procesamiento gráfico de propósito general que pueden procesar grandes cantidades de datos simultáneamente, mientras que los circuitos integrados de aplicación específica (ASIC) son procesadores especializados diseñados para gestionar tareas más específicas.

Aquí está el punto importante: según JP Morgan Equity Research, la economía unitaria de los ASIC (Google TPUs, . Los hiperescaladores que AWS Trainium, Microsoft Maia, Meta MTIA) están mejorando frente a las GPU NVIDIA6F⁷ utilizan sus propios chips internos informan reducciones del costo total de propiedad del 30% - 40% en comparación con las flotas de GPU comerciales. De manera similar, Amazon afirma que sus AWS Trainium3 UltraServers ofrecen un costo total de propiedad un 30% menor (con precisión FP8) que los sistemas NVIDIA GB300 NVL72. El compromiso de Anthropic de ejecutar Claude en AWS Trainium durante la próxima década es el respaldo de terceros más fuerte de los ASIC hasta la fecha, y es consistente con la participación de NVIDIA en los ingresos de aceleradores que disminuye gradualmente, como se muestra en el primer gráfico (del 85% en 2023 al 75% estimado para 2026). Para ser claros, todavía hay una tremenda demanda de productos NVIDIA; en el evento GTC 2026, el CEO Jensen Huang citó al menos \$1 billón de demanda de infraestructura Blackwell y Rubin proyectada hasta finales de 2027.

Como se muestra a la derecha, la combinación de cargas de trabajo de IA está cambiando gradualmente a favor de la inferencia. La inferencia ahora representa la mayor parte del procesamiento de IA, crece con los modelos de razonamiento y las cargas de trabajo de agentes, y también es el tipo de carga de trabajo de alto volumen y bien caracterizada donde los chips ASIC de función fija pueden tener un buen rendimiento. La estrategia de Anthropic de usar Trainium, TPU y GPU de Nvidia podría ser un anticipo de la arquitectura de IA futura: GPU comerciales para flexibilidad e investigación de vanguardia, y ASIC para tareas de entrenamiento e inferencia a gran escala.

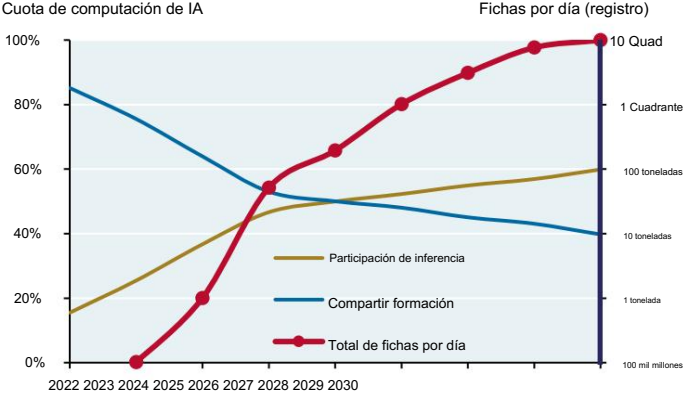
Si bien el debate entre GPU y ASIC sigue vigente, es probable que los futuros servidores de IA combinen ambos tipos, utilizando uno u otro según las características de la carga de trabajo de IA. El acuerdo de licencia de NVIDIA con Groq le permite ofrecer un SuperPod compuesto por racks Rubin para gestionar ciertas cargas de trabajo con alta exigencia computacional (procesamiento de entrada y multiplicación de matrices) y racks Groq 3 LPX para gestionar cargas de trabajo con alta exigencia de memoria (combinaciones de cálculos de redes neuronales con múltiples expertos). Aunque algunos de mis contactos creen que este SuperPod podría ser el mejor sistema de inferencia jamás visto, su adopción no es sencilla, ya que podría requerir un cambio de refrigeración por aire a refrigeración líquida y una densidad de potencia mucho mayor. En resumen: el panorama de los aceleradores está en constante evolución y esta es mi mejor interpretación de la situación actual.

Ingresos de aceleradores de IA por empresa



Fuente: Analistas de Silicon, primer trimestre de 2026

Reparto de la capacidad de cómputo de la IA entre entrenamiento e inferencia



Fuente: JP Morgan Equity Research, Paul Kedrosky, JPMAM. 2026

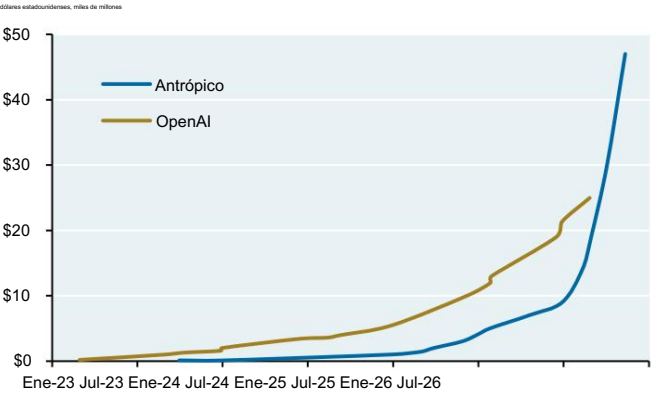
⁷ "Inversión en IA 2.0: Si la construyes, la financiarán ", Tarek Hamid, JP Morgan Equity Research, 16 de junio de 2026.



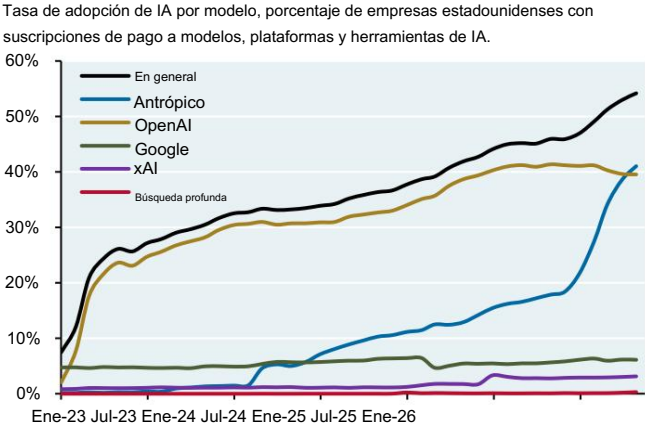
La concentración de los ingresos de los laboratorios de vanguardia

El primer gráfico muestra las crecientes tasas de ingresos anualizados de los laboratorios de vanguardia, mientras que el segundo muestra estimaciones de la adopción de suscripciones de pago por parte de las empresas. El concepto de “ingresos” es más complicado de lo que podrías pensar. Los ingresos de OpenAI son netos de la participación del 20% adeudada a Microsoft, mientras que Anthropic registra todas las ventas como ingresos y contabiliza los importes adeudados a revendedores como AWS, Microsoft y Google como gastos de ventas y marketing⁸. Cualquiera⁹. De esta manera, estas cifras de ingresos brutos están aumentando a un ritmo muy rápido.

Ingresos anualizados de Anthropic y OpenAI



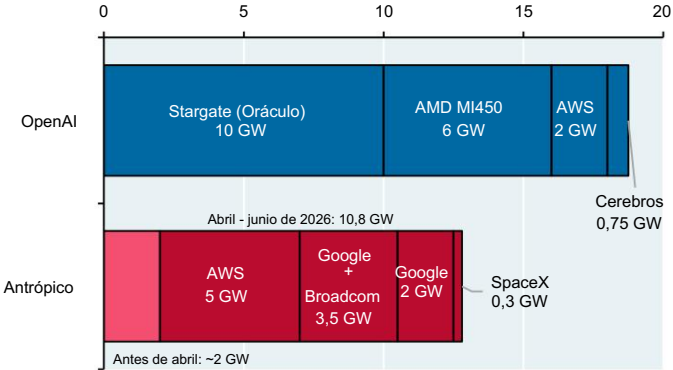
Fuente: EpochAI, 15 de mayo de 2026



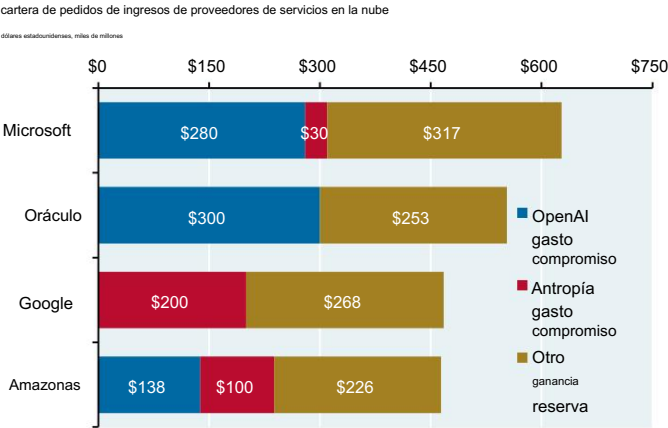
Fuente: Ramp, mayo de 2026

Pero si bien ambos laboratorios fronterizos son rentables en términos de margen bruto (Anthropic 44%⁹ 10, OpenAI 42%¹⁰ 11), las preguntas más importantes se refieren al gasto de capital y los márgenes operativos . En abril de 2026, Anthropic contrató 8,5 GW de capacidad de computación; en mayo contrató con SpaceX para su campus Colossus I de 300 MW en Tennessee; y en junio contrató con Google para lo que estimamos que serán otros 1-2 GW¹¹ 12. El panorama general: los compromisos de los laboratorios fronterizos representan alrededor de la mitad de los 2 billones de dólares en carteras de ingresos reveladas por los grandes proveedores de la nube hasta el primer trimestre, y estos compromisos han crecido desde entonces. Esa es parte de la razón de las múltiples rondas de financiación de capital de más de 95 mil millones de dólares anunciadas por Anthropic en lo que va del año. En este punto, considero que las proyecciones de los laboratorios de vanguardia sobre cuándo generarán flujo de caja positivo (OpenAI 2029-2030, Anthropic 2028) son especulativas, inciertas y sujetas a revisión.

Estimación de los compromisos de computación a junio de 2026. gigavatios



Fuente: The Product Compass, TheWhiteBox Consulting, JPMAM, junio de 2026



Fuente: The Information, 21 de mayo de 2026

⁸ Este gráfico puede subestimar el uso de DeepSeek, ya que algunas empresas también pueden acceder a él a través de OpenRouter.

⁹ “Lea el último memorando interno de OpenAI sobre cómo superar a la competencia”, The Verge, 13 de abril de 2026; “The Math

Detrás del increíble crecimiento de los ingresos de Anthropic”, The Information, 24 de marzo de 2026

¹⁰ “El margen bruto de Anthropic es la cifra más importante en el sector tecnológico”, Pitchbook, 10 de junio de 2026.

¹¹ «El gasto en OpenAI alcanzó los 34.000 millones de dólares el año pasado, antes de la salida a bolsa prevista», Financial Times, 15 de junio de 2026.

¹² 200 mil millones de dólares en 5 años para aproximadamente 200 unidades de procesamiento de tecnología de Ironwood; 22.100 dólares por hora por módulo de 10 MW. * 365 días * 24 horas al día



Los laboratorios de vanguardia están optando por un sistema de precios basado en tokens según el uso como una forma de financiar esas inversiones de capital. Se espera que se convierta en la norma, al menos para las empresas, sobre una base de costo más margen que incluya los costos totales de propiedad. Esto aumentará los precios de los tokens de los laboratorios de vanguardia, una tendencia que ya está en marcha: • OpenAI duplicó los precios de los tokens de GPT-5.4 a GPT-5.5.

- Microsoft aumentó los precios de Copilot a partir del 1 de junio y también redujo sus licencias internas de Claude Code. Algunos ejemplos de aumento de precio de tokens: de 3x a 9x para las variantes de Opus, hasta 9x para Sonnet, hasta 6x para Gemini y 6x para GPT. Algunos usuarios incluso reportaron aumentos de precio de 100 veces con estos cambios¹³
- El plan Team de Anthropic tiene un límite de 150 puestos. Los clientes más grandes se ven obligados a usar el plan Enterprise, donde el precio público de autoservicio es de \$20 por puesto más el uso medido a las tarifas estándar de tokens de API sin asignación de tokens incluida, lo que significa que la tarifa de \$20 por puesto solo compra el acceso y cada token utilizado se factura por separado. La razón por la que Anthropic se centra tanto en esto: SemiAnalysis estima la pérdida de oportunidad de ingresos asociada con las suscripciones en comparación con las llamadas a la API. Para el plan Claude Max 20x, un usuario de suscripción pagaría \$200 por mes, pero si estas mismas tareas se ejecutaran con precios de API, podrían gastar hasta \$8,000 en lugar de \$2000.

Como resultado, algunas empresas podrían intentar evitar el aumento de precio de los tokens de los laboratorios de vanguardia migrando a modelos abiertos más económicos. Los modelos abiertos se refieren a código abierto (con conjuntos de datos de entrenamiento publicados) y ponderación abierta (sin conjuntos de datos de entrenamiento publicados, solo ponderaciones de parámetros), y generalmente se pueden descargar gratuitamente. ¿Existe alguna evidencia de que estas migraciones ya se estén produciendo?

- El fundador de Lindy AI, una empresa de chatbots de asistencia a la productividad, anunció que trasladaron toda su empresa. El servicio de IA para aplicaciones de Claude a DeepSeek afirma que se han ahorrado millones de dólares y que el rendimiento ha mejorado.¹³
- Brian Armstrong de Coinbase tuiteó que "el 80% de las cargas de trabajo se ejecutarán en modelos un 99% más baratos". En el plazo de un año, mencionó que Coinbase estaba trasladando activamente los flujos de trabajo a modelos más económicos.
- Las tendencias de migración hacia mercados menos rentables parecen confirmarse con la disminución de los precios promedio de los tokens que se muestra a continuación a la izquierda. Sin embargo, existe cierta controversia sobre el significado exacto del gráfico, ya que también podría implicar un servicio de inferencia más eficiente por parte de Frontier Labs.
- OpenRouter muestra un aumento en las llamadas a la API de modelos chinos. Para abril de 2026, los mejores modelos chinos de peso abierto (Qwen, DeepSeek V4, Kimi) obtuvieron puntuaciones de apenas unas decenas de puntos Elo de los modelos de frontera cerrados y costaron entre 10 y 50 veces menos por token. Además, los arneses de agentes (sistemas externos como memoria, herramientas, límites de seguridad y capas de orquestación en Claude Code u OpenCode) que pueden ejecutar modelos abiertos a menudo mejoran la calidad de su salida y reducen la necesidad de depender de los modelos de frontera más costosos.

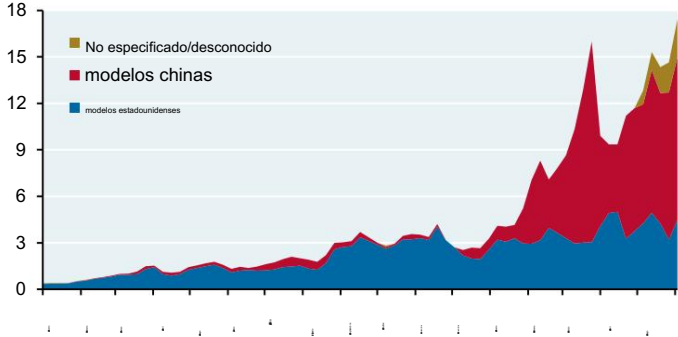
En resumen: es pronto en el ciclo de la IA para medir las tendencias de adopción de modelos abiertos, y la evidencia es contradictoria. Como veremos a continuación, la relación coste-rendimiento parece ofrecer un amplio incentivo para la adopción de modelos abiertos.

Índice de gasto de tokens LLM de Silicon Data
Precio (USD) por millón de tokens



Fuente: Bloomberg, JPMAM, 19 de junio de 2026

Consumo semanal de tokens de los 9 modelos principales a través de Llamadas a la API de OpenRouter, billones de tokens



Fuente: Clasificación OpenRouter LLM, JPMAM, 8 de junio de 2026

¹³ "Los clientes de Github Copilot denuncian aumentos de precio de hasta 100 veces", Tom's Hardware, 3 de junio de 2026.

¹⁴ "Los costes de la IA se disparan al alcanzar las suscripciones un precio prohibitivo; las empresas recurren a másteres en derecho chinos y modelos de código abierto para ampliar su presupuesto", Tom's Hardware, 13 de junio de 2026.



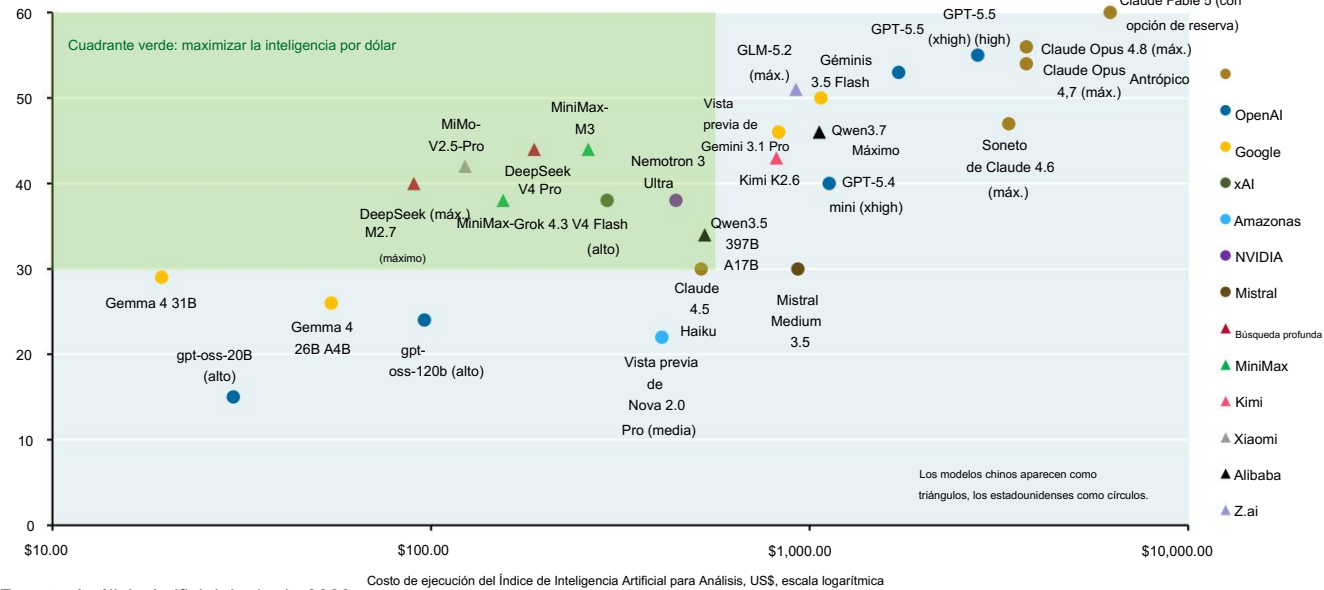
Mercantilización de los tokens empresariales

Los modelos de vanguardia llegaron para quedarse, ya que son esenciales para la ciberseguridad, el entrenamiento en destilación, los agentes y el descubrimiento científico, áreas que requieren el máximo rendimiento. Incluso hay empresas dispuestas a pagar más por tokens ultrarrápidos. Por ejemplo, Cursor y Anthropic cobran seis veces más por tokens que son 2,5 veces más rápidos.

Dicho esto, muchos tokens consumidos en el futuro podrían no provenir de modelos de frontera, sino de modelos abiertos más pequeños que estén a la altura de las tareas. Amazon ahora ofrece media docena de modelos abiertos a una fracción del precio de frontera, y NVIDIA se está asociando con Dell, Lenovo y HP para fabricar PC diseñadas con agentes de IA. Si bien OpenAI y Anthropic compiten con sus propios modelos más pequeños (por ejemplo, Claude Haiku y GPT-5.4-mini), estos modelos no son competitivos frente a la frontera eficiente en este momento. Esa frontera, mostrada como la zona verde a continuación, está dominada por China (DeepSeek, MiniMax, Xiaomi, Alibaba) y solo incluye una modesta presencia de modelos estadounidenses, incluyendo uno de xAI (Grok) y uno de NVIDIA (Nemotron). Considere lo siguiente: Claude Opus 4.8 cuesta \$3700 para ejecutar el conjunto de tareas del Índice de Inteligencia de Análisis Artificial para obtener una puntuación de 56, mientras que DeepSeek V4 Pro (Max) obtiene una puntuación de 44 por solo \$186, lo que es ~20 veces más barato. TLDR; No necesitas una inteligencia de vanguardia para todo, y si la necesitas, el GLM 5.2 de Z.ai parece competitivo con los modelos de primer nivel de Anthropic y OpenAI.

Puntuación del índice de inteligencia artificial frente al coste de ejecución por modelo.

Puntuación en un índice compuesto de diez evaluaciones que abarcan matemáticas, ciencias, programación y razonamiento.



Fuente: Análisis Artificial, junio de 2026

El aprendizaje por refuerzo como servicio y el ajuste fino, en los que las empresas entrenan modelos abiertos con sus propios datos, representan una amenaza potencial para laboratorios de vanguardia como OpenAI y Anthropic. Ramp demostró que un modelo abierto más pequeño, pero entrenado con los datos de una empresa, puede ser superior a un modelo de vanguardia, independientemente de la inteligencia de este último. El análisis de Ramp reveló que un pequeño modelo chino con tan solo 35 mil millones de parámetros superó a Anthropic Opus 4.6, alcanzando velocidades similares a las de Haiku en una GPU14F 15 de un centro de datos .

Otro ejemplo: la empresa emergente legal Harvey postentrenó el modelo Nemotron 3 Ultra de peso abierto de NVIDIA durante solo 24 horas y logró un rendimiento de nivel de laboratorio de vanguardia con un coste de token de entre 1/8 y 1/50 de Sonnet 4.6 y Opus 4.6.

Para que quede claro: los modelos abiertos no requieren un enfoque de bricolaje por parte de las empresas. Las empresas pueden trabajar con proveedores de servicios en la nube a gran escala para acceder a una "plataforma como servicio" (por ejemplo, Amazon Bedrock o Microsoft Foundry) para acceder a modelos como DeepSeek y OpenAI, y obtener soporte operativo 24/7, acuerdos de nivel de servicio de nivel empresarial y privacidad de datos. y garantías de seguridad, cumplimiento, etc., para todos los modelos abiertos/cerrados. Es poco probable que el enfoque de "infraestructura como servicio" de bricolaje se adopte ampliamente, ya que requiere un enfoque práctico más sofisticado, pero ese no es el paradigma al que me refiero aquí. Los modelos abiertos no implican necesariamente peores garantías de nivel empresarial de hiperescaladores ni una mayor complejidad de adopción si se opta por servicios de inferencia de hiperescaladores llave en mano.

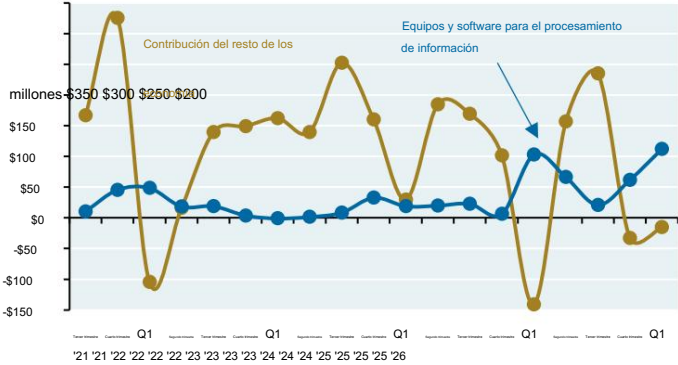
¹⁵ "Creación de agentes rápidos y precisos con Prime-RL Post Training", Ramp Labs, 7 de mayo de 2026



Concentración de hardware y software tecnológico en el PIB y el gasto de capital. La contribución de los equipos y el software tecnológicos al crecimiento del PIB ha ido en aumento en relación con todo lo demás. La Administración tiene la suerte de que la IA esté contrarrestando los efectos negativos de algunas de sus políticas en la contención del crecimiento.

Contribuciones trimestrales al crecimiento del PIB real

US\$, miles de



Fuente: Bloomberg, BEA, JPMAM, primer trimestre de 2026

Contribuciones trimestrales al crecimiento del PIB real

Por ciento

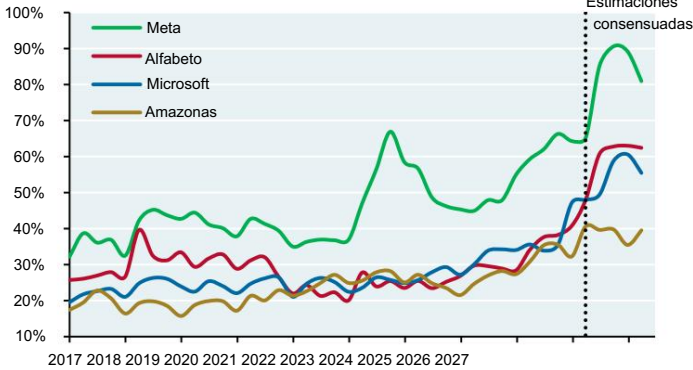


Fuente: Bloomberg, BEA, JPMAM, primer trimestre de 2026

Las estimaciones consensuadas apuntan a un aumento del gasto de capital de las grandes empresas tecnológicas y a una disminución de sus márgenes de flujo de caja libre. Estas compañías han comenzado a acceder a los mercados de deuda en mayor volumen que históricamente, cuando financiaban sus gastos de capital principalmente con su flujo de caja. Sin embargo, incluso con este mayor endeudamiento, los ratios de apalancamiento de las grandes empresas tecnológicas siguen siendo bajos en comparación con otras, salvo Oracle.

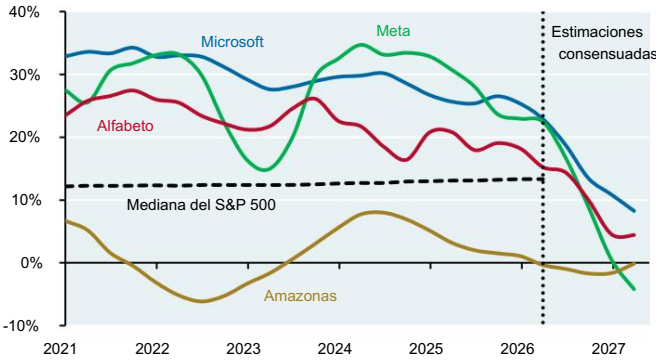
El último aspecto a tener en cuenta es la gran proporción de participaciones en laboratorios de vanguardia que se han revalorizado en los beneficios de las empresas de hiperescala en el primer trimestre de este año, incluidas en la categoría de "otros ingresos".

Gastos de capital e I+D de las empresas hiperescalables como porcentaje de los ingresos



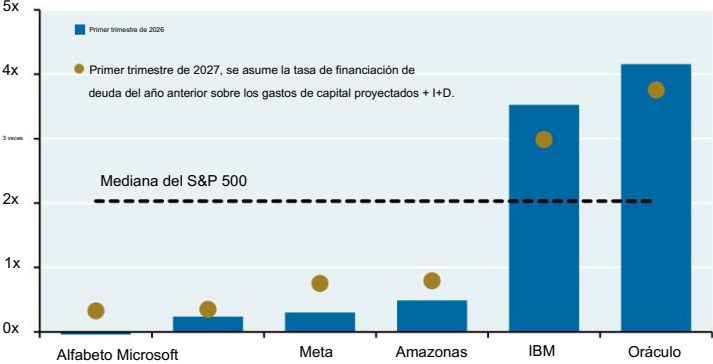
Fuente: Bloomberg, JPMAM, 15 de junio de 2026

Márgenes de flujo de caja libre de hiperescaladores (netos de gastos de capital) Porcentaje, últimos 12 meses



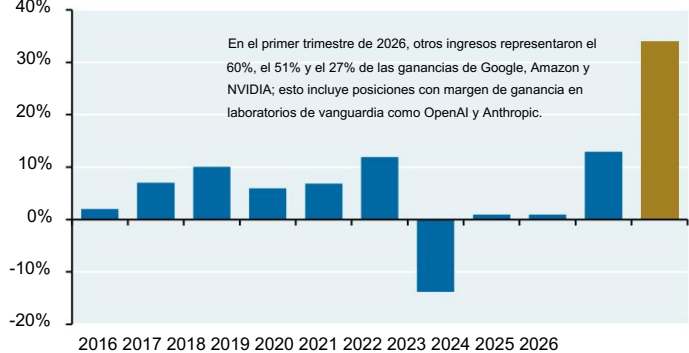
Fuente: Bloomberg, JPMAM, 15 de junio de 2026

Deuda neta de hiperescaladores respecto al EBITDA de los últimos 12 meses Múltiple, incluye bonos, préstamos y arrendamientos netos triples de SPV.



Fuente: Bloomberg, JPMAM, 15 de junio de 2026

Participación de los beneficios totales de los hiperescaladores de IA en "otros ingresos" Por ciento



Fuente: Goldman Sachs, mayo de 2026

(P1)

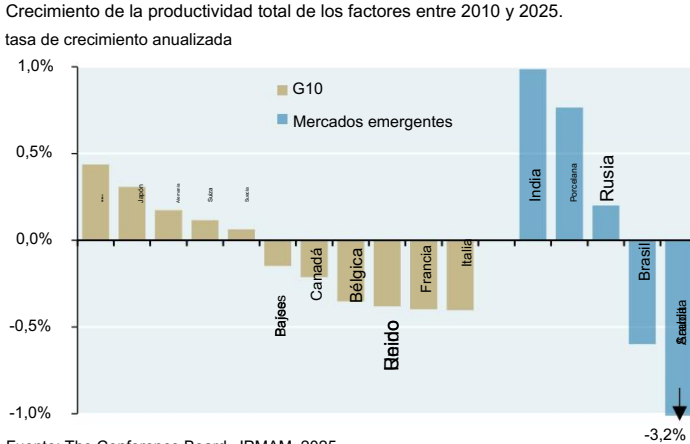


[6] El crecimiento de la productividad de EE. UU. sigue liderando el G10

Ya sea que se trate de productividad laboral o productividad total de los factores¹⁶ 16, Estados Unidos lidera el G10. Algunas economías emergentes están experimentando un crecimiento de la productividad más rápido, ya que parten de una base de desarrollo económico más baja. En Estados Unidos se produjeron auges de productividad similares: entre 1917 y 1927, la productividad laboral estadounidense aumentó un 3,8 % y la productividad total de los factores un 2,8 % tras la introducción del motor de combustión interna, los motores eléctricos y unos mercados de capitales más desarrollados¹⁶ 17.



Fuente: The Conference Board, JPMAM, 2025



Fuente: The Conference Board, JPMAM, 2025

Si bien es imposible conocer las razones precisas, la productividad en Estados Unidos ha aumentado desde el lanzamiento de GPT en otoño de 2022, con avances aún mayores en el sector de la información y en el subconjunto de procesamiento de datos de TI.

Aumento de la productividad, antes de la COVID-19 frente a después de la implementación del GPT.

PIB real		
Desde el primer trimestre de 2016 hasta el cuarto trimestre de 2022 y el tercer trimestre de 2023.		
Método (anualizado) Hasta el primer trimestre de 2020 Primer trimestre de 2026 Primer trimestre de 2026		
Empresas no financieras	2,6% 2,9%	1,1%
sector de la información	5,0% 10,5% 8,7%	
Proceso de datos	8,0% 15,8% 15,2%	

Fuente: BLS, Bloomberg, JPMAM, primer trimestre de 2026

Aumento de la productividad, antes de la COVID-19 frente a después de la implementación del GPT.

Producción bruta real		
Desde el primer trimestre de 2016 hasta el cuarto trimestre de 2022 y el tercer trimestre de 2023.		
Método (anualizado) Hasta el primer trimestre de 2020 Primer trimestre de 2026 Primer trimestre de 2026		
Empresas no financieras	1,1% 2,6% 2,9%	
sector de la información	3,7% 8,7% 7,7%	
Proceso de datos	7,8% 13,0% 14,1%	

Fuente: BLS, Bloomberg, JPMAM, primer trimestre de 2026

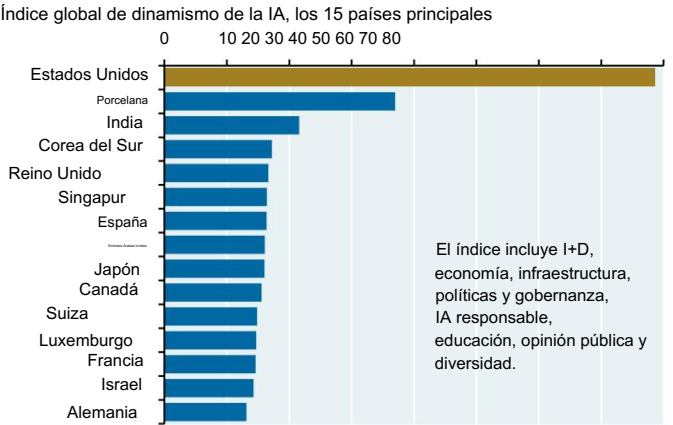
¹⁶ La productividad total de los factores es la porción de la producción económica que no se explica por la cantidad de insumos físicos como el trabajo y el capital. Mide eficazmente la eficiencia con la que una economía transforma los recursos en bienes y servicios, y es un indicador de la innovación tecnológica y operativa.

¹⁷ "Lecciones de los auges de productividad del pasado", Roger Ferguson, vicepresidente de la Reserva Federal, enero de 2004.



[7] El liderazgo de EE. UU. en IA y su talón de Aquiles taiwanés mientras China se pone al día

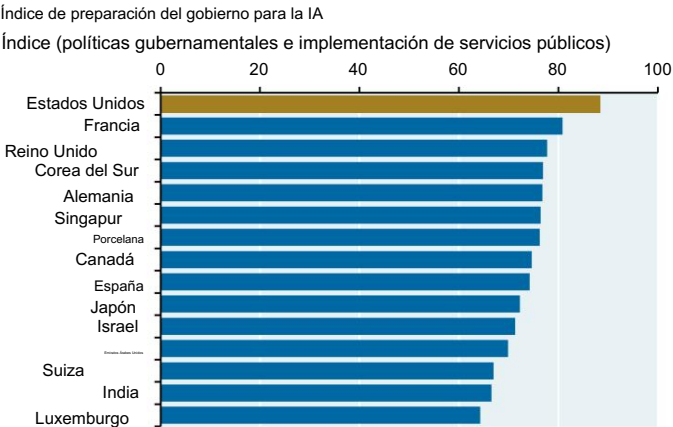
Si el crecimiento de la productividad en EE. UU. continúa liderando al resto del G10, su liderazgo en inteligencia artificial probablemente explique el porqué. Los gráficos a continuación muestran indicadores de preparación para la IA provenientes de cuatro fuentes diferentes. Todos apuntan a la misma conclusión: EE. UU. es el país más dinámico y mejor preparado para la IA, con China muy cerca en algunos indicadores. El liderazgo de EE. UU. es algo que debemos monitorear dados los riesgos de moratorias federales, estatales o locales sobre el desarrollo de centros de datos, nacionalizaciones parciales o políticas que retrasen o restrinjan el acceso a ciertos modelos de vanguardia.



Fuente: Universidad de Stanford, JPMAM, noviembre de 2024



Fuente: Tortoise Media, JPMAM, septiembre de 2024



Fuente: Oxford Insights, JPMAM, 2025



Fuente: Fondo Monetario Internacional, JPMAM, 2023

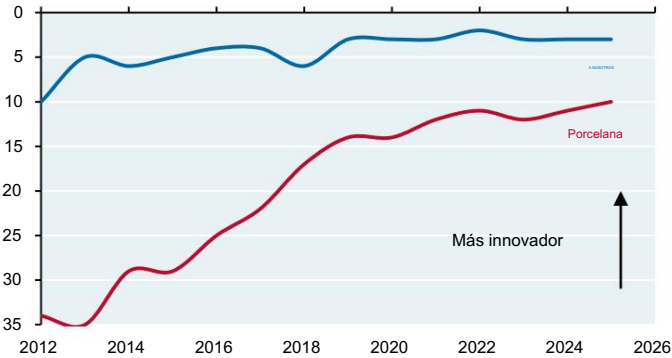


China ha ido escalando posiciones de forma constante en la cadena de innovación y complejidad en diversos sectores. El primer gráfico muestra a China entrando en el top ten en innovación. En IA, concretamente, los modelos de vanguardia chinos no se quedan atrás de los estadounidenses en cuanto a puntuación de inteligencia, y si se tiene en cuenta el coste total de propiedad, se dice que los chips de Huawei y Cambricon son comparables a las GPU de NVIDIA. Como señalamos en el informe de mayo de Eye on the Market, la autosuficiencia de China en GPU ha pasado del 10 % en 2021 al 40 % en la actualidad, con proyecciones de aproximadamente el 80 % para 2030.

Últimas noticias sobre este tema: Huawei podría haber encontrado una forma de seguir aumentando la escala de sus chips a pesar de la falta de acceso de China a las herramientas de litografía EUV de ASML 17F 18. En lugar de necesitar reducir los transistores por debajo de los 7 nanómetros, Huawei afirma que puede aumentar la densidad de cómputo mediante el diseño lógico vertical del chip, una hazaña que parece haber logrado gracias a una ingeniería impresionante. En resumen: China podría tener ahora una forma de escalar de manera competitiva el cómputo a nivel de chip en los teléfonos inteligentes y apunta a procesadores de IA para 2030-2031 con una densidad comparable a la de los futuros chips de clase 1.4A. De ser así, los chips chinos de 2030 podrían ser competitivos con los chips estadounidenses de 2028-2030 a nivel de chip (además de ser ya competitivos en términos de costo por MW).

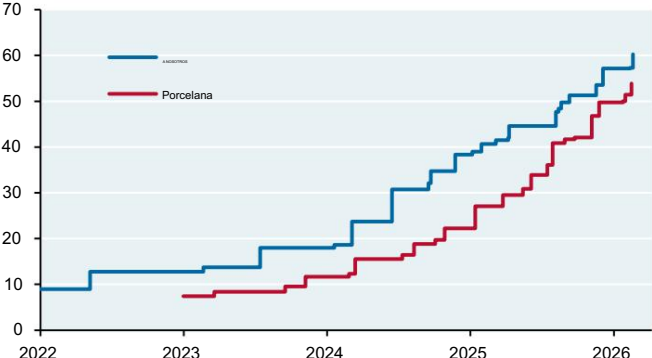
China también está en camino de producir más memoria de alto ancho de banda. CXMT, el principal productor de DRAM en China y el cuarto más grande del mundo, no puede acceder a equipos EUV debido a los controles de exportación, por lo que depende de herramientas DUV y multipatterning. Si bien su asignación de obleas para memoria de alto ancho de banda relacionada con IA es baja en este momento (solo 5000 obleas por mes de una capacidad de 265 000 wspm), el equipo de SemiAnalysis cree que CXMT alcanzará las 100 000 wspm para 2028 debido a la presión del gobierno chino. Si bien la calidad y el rendimiento de producción de HBM de CXMT probablemente estarán por debajo de sus contrapartes coreanas y estadounidenses, se espera que las empresas chinas de semiconductores comiencen a utilizar productos de CXMT como parte de los objetivos de autosuficiencia de IA de China.

China entra en el top 10 de las economías más innovadoras.
Índice Mundial de Innovación, clasificación por país (1 = mayor innovación)



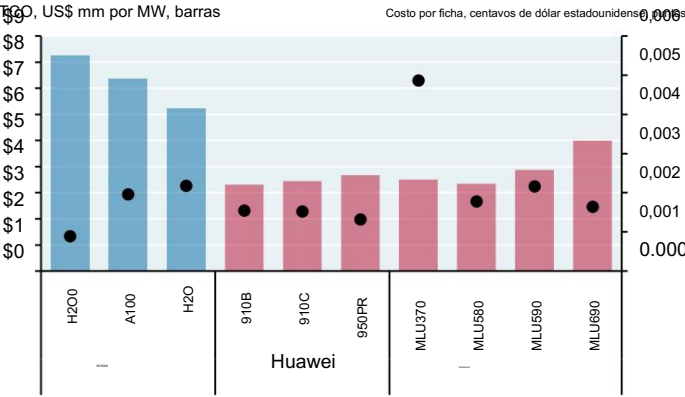
Fuente: Organización Mundial de la Propiedad Intelectual, 2025

Inteligencia de modelos de lenguaje de vanguardia
Puntaje

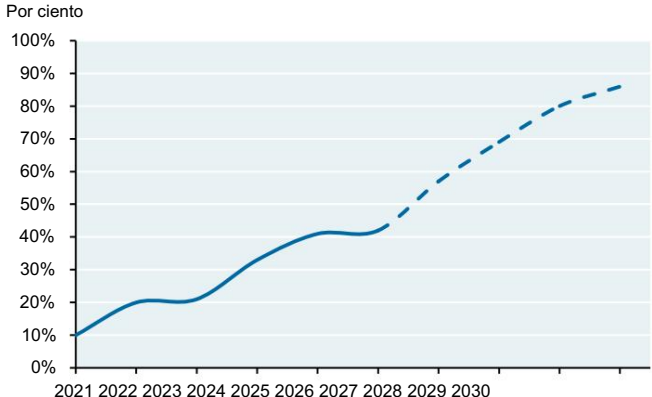


Fuente: Análisis Artificial, 18 de mayo de 2026

Costo total de propiedad (TCO) y por token



Autosuficiencia de China en GPU



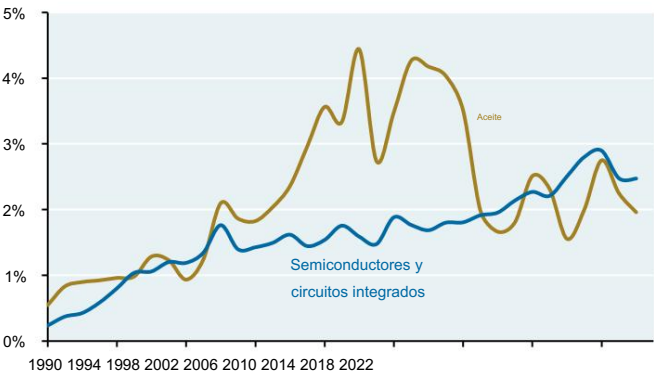
Fuente: Morgan Stanley Asia Technology, 10 de mayo de 2026

¹⁸ “Huawei afirma haber logrado un avance decisivo para eludir las sanciones con chips de 1,4 nm para 2031”, Tom's Hardware, 25 de mayo de 2026.



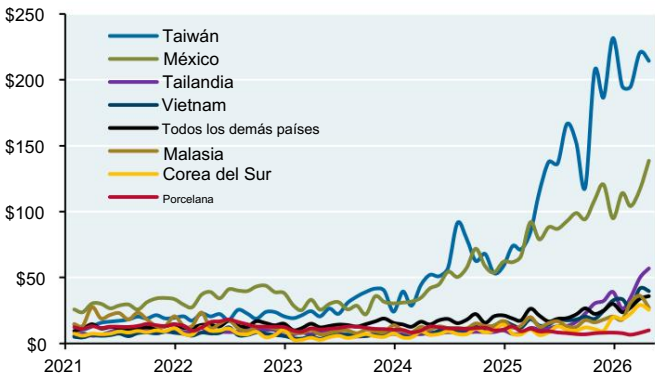
Esto nos lleva al tema de Taiwán. Si bien los inversores están justificadamente centrados en el Estrecho de Ormuz dado el impacto de la guerra en los mercados petroleros, el Estrecho de Taiwán es igualmente importante. Como se muestra a la izquierda, el comercio mundial de semiconductores y circuitos integrados ha crecido de forma constante y recientemente superó el comercio mundial de petróleo crudo. Como se muestra a la derecha, las importaciones estadounidenses relacionadas con la IA procedentes de Taiwán se han disparado. Ocho de las diez mayores empresas del mundo por capitalización bursátil dependen en gran medida del suministro de TSMC (las únicas excepciones son la propia TSMC y Saudi Aramco). Para estas empresas, más de un tercio de sus ingresos combinados de 2 billones de dólares provienen de hardware que utiliza productos de TSMC18F 19. La economía digital, la economía automotriz y la economía de producción industrial dependen de TSMC, y sin ella la economía mundial se tambalearía.

Participación del comercio de petróleo y semiconductores en el PIB mundial
Por ciento



Fuente: UN Comtrade, Banco Mundial, FMI, JPMAM, 2024

Importaciones estadounidenses de computadoras relacionadas con la IA
Miles de millones de dólares estadounidenses, anualizados mensualmente, incluye computadoras grandes, GPU y piezas.



Fuente: USITC, JPMAM, abril de 2026

Dados estos riesgos, el secretario de Comercio, Lutnick, estableció como objetivo que Estados Unidos repatriara el 40% de la demanda de semiconductores. para el final del mandato de Trump en 202819F 20. Para entonces, se espera que la demanda mundial de nodos avanzados crezca de 850k inicios de obleas por mes (wspm) en 2024 a 1,4 mm. Para la participación de EE. UU., estimamos que ~75% de los ingresos de obleas de vanguardia de TSMC provienen de clientes estadounidenses, lo que implica una demanda de nodos avanzados en EE. UU. de ~1 mm wspm en 2028. Si se alcanzan los niveles de producción estimados en el gráfico, EE. UU. podría ser autosuficiente en un 30%-35% en la producción de nodos avanzados para finales de la década, pero seguiría dependiendo en gran medida de Taiwán.

Estados Unidos podría alcanzar entre el 30% y el 35% de la producción de nodos avanzados (< 5 nm) para el período 2028-2030.



La oblea comienza por mes

Fuente: JPMAM, 2025

19 "Fábricas de TSMC en el extranjero", Semianalysis, 30 de noviembre de 2025

20 "Taiwán se ve presionado a trasladar el 50% de su producción de chips a EE. UU. o perderá la protección", ARS Technica, 29 de septiembre de 2025.



[8] Invertir en la seguridad y la resiliencia de EE. UU. mientras se realizan los primeros análisis posteriores a la guerra de Irán

Históricamente, Estados Unidos se ha quedado rezagado con respecto a otros países grandes en materia de política industrial; esto está cambiando. Se está llevando a cabo una reorganización estructural de la inversión pública y privada estadounidense, pasando de priorizar la eficiencia a fortalecer la seguridad, la resiliencia y la fiabilidad nacionales y económicas. Dado el nivel de recuperación necesario en sectores clave como la defensa, los minerales críticos, la ciberseguridad y la manufactura avanzada, es probable que el tema de la seguridad y la resiliencia se mantenga vigente. Entre los catalizadores se incluyen:

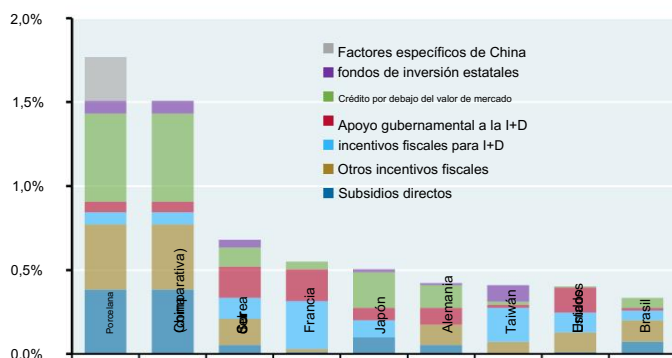
- La construcción de buques metaneros en Estados Unidos en virtud del Acuerdo Marítimo

entre Estados Unidos y Corea del Sur de agosto de 2025.

- Actualizaciones necesarias para proteger el software de información y los activos operativos de las amenazas cibernéticas.
- Proyecto Vault, una reserva estratégica estadounidense de minerales críticos. Esta asociación público-privada, respaldada por 10.000 millones de dólares de financiación del EXIM Bank, tiene como objetivo almacenar 60 minerales críticos para las industrias civiles con el fin de fortalecer la resiliencia industrial y la seguridad económica durante las interrupciones de la cadena de suministro.
- Inversiones federales estadounidenses e instrumentos de precios mínimos (como el acuerdo de MP Materials) • Estrategia de seguridad nacional de EE. UU. para reducir la dependencia latinoamericana de la deuda y la IED chinas, y en su lugar posicionar a Estados Unidos como la principal opción para financiar la energía y la infraestructura cibernética.

Nuestros colegas de JP Morgan Securities han estado siguiendo el tema de Seguridad y Resiliencia, centrándose en empresas selectas de los cinco sectores que se muestran a continuación²³. Desde enero de 2025, este tema de ISR ha superado al S&P 500 con fuertes rendimientos en cuatro de los cinco sectores (la resiliencia del sector sanitario es la que se queda atrás).

Gasto en política industrial en las principales economías, 2022
Porcentaje del PIB



Fuente: CSIS, 2022

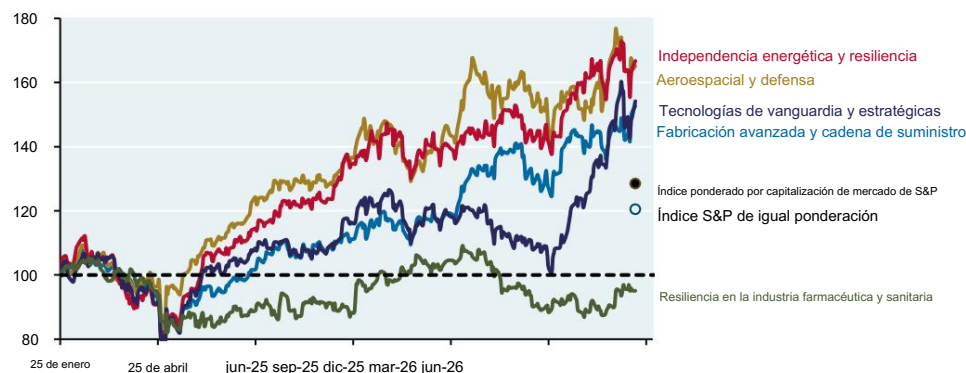
Acciones de seguridad y resiliencia frente al mercado



Fuente: Bloomberg, JPMAM, 15 de junio de 2026

Acciones de seguridad y resiliencia por sector

Índice (dic. 2024 = 100)



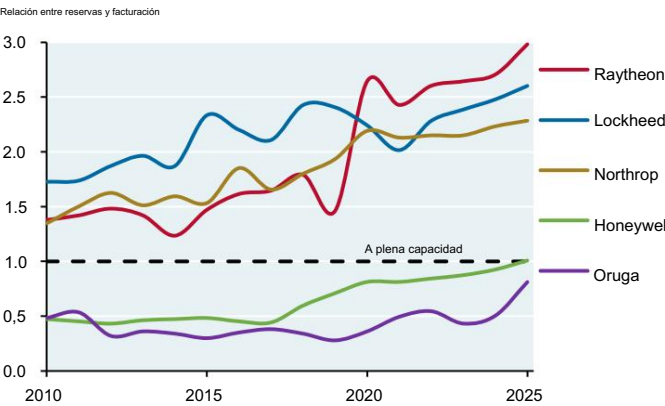
Fuente: Bloomberg, JPMAM, 15 de junio de 2026

²³ "Estrategia temática de renta variable: inversión en seguridad y resiliencia", JP Morgan Global Markets Strategy, Dubravko



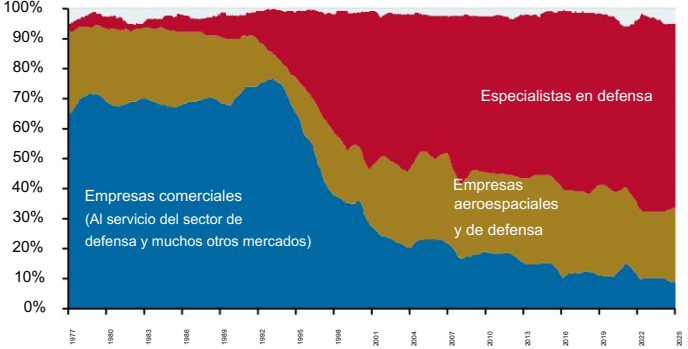
Uno de los sectores con mejor desempeño en inversión socialmente responsable (ISR) ha sido el de defensa. Las adquisiciones de defensa en EE. UU. suelen favorecer a los contratistas especializados en defensa ya establecidos frente a los nuevos participantes del sector comercial, pero el Congreso y el Departamento de Defensa están trabajando para lograr un mayor equilibrio, similar al que existía en la década de 1980. Los altos índices de pedidos frente a facturación de los contratistas principales evidencian mayores limitaciones en la cadena de suministro que los contratistas del sector comercial, como Honeywell/Caterpillar.

Limitaciones de capacidad de los principales contratistas de defensa de EE. UU.



Fuente: JP Morgan Industry & Policy Thematics, 8 de junio de 2026

Participación del presupuesto de adquisición de los principales sistemas de armas por base industrial, porcentaje



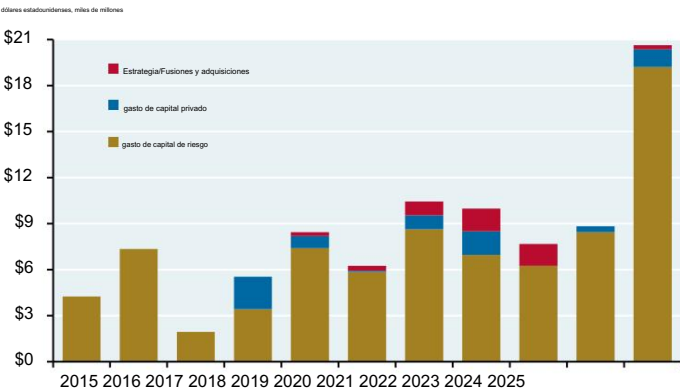
Fuente: CSIS, agosto de 2024

La Ley de Autorización de Defensa Nacional (NDAA) de 2026 busca un enfoque que priorice lo comercial, exigiendo investigación y documentación formal antes de optar por proveedores no comerciales, y reduce las cargas de cumplimiento al limitar las cláusulas exclusivas de defensa en los contratos. Otros esfuerzos a favor de lo comercial: • El Departamento de Defensa está utilizando cada vez más vías de adquisición no tradicionales, como las Ofertas de Soluciones Comerciales y los Acuerdos de Otras Transacciones, eludiendo el marco burocrático del Reglamento Federal de Adquisiciones.

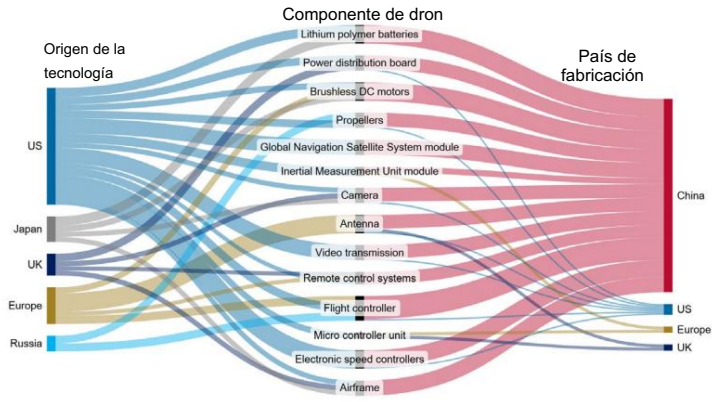
- Los criterios de adquisición de la Arquitectura de Sistemas Abiertos Modulares (MOSA) exigen que los nuevos programas maximicen el uso de componentes modulares que se producen más fácilmente mediante procesos de fabricación comerciales.
- En cuanto al software, la NDAA crea mayor flexibilidad para pagar a los contratistas con un modelo de suscripción de estilo comercial, lo que añade mayor flexibilidad para refinar los objetivos del producto a lo largo de la vigencia del contrato.
- La iniciativa de Comando y Control Conjunto en Todos los Dominios busca conectar sensores de los dominios terrestre, marítimo, aéreo, espacial y cibernético en una sola red que automáticamente relaciona las amenazas con la mejor respuesta disponible, abriendo la puerta a nuevas empresas de software, IA y hardware modular.

Sobre drones y robótica: para alcanzar el objetivo de la Iniciativa de Dominio de Drones 2025 del Departamento de Defensa (DDI) de contar con 200 000 drones militares para 2027 y reducir la dependencia de la cadena de suministro de China (gráfico de la derecha), será necesaria capacidad de fabricación fuera de la base industrial de defensa tradicional. Con la financiación y la priorización de la DDI y la Iniciativa Replicator 2023, y con un fuerte aumento de la inversión de capital privado, el sector comercial podría estar en condiciones de satisfacer parte de esta nueva demanda.

Capital privado invertido en robótica y drones en EE. UU.



Fuente: JP Morgan Industry & Policy Thematics, 8 de junio de 2026



Fuente: MIT Technology Review, JPMAM, julio de 2024



Repercusiones en la seguridad nacional de la guerra contra Irán.

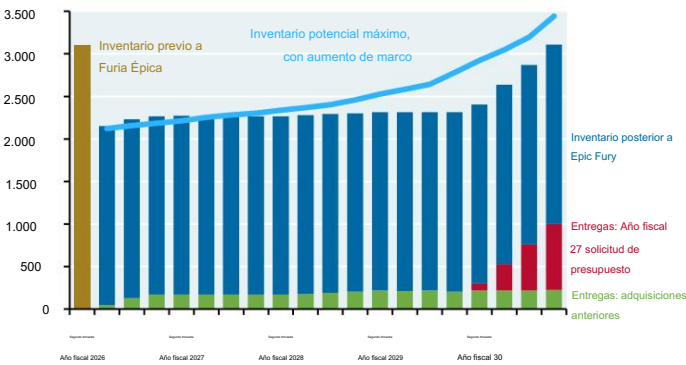
Durante los últimos años, hemos estado siguiendo las estimaciones de disponibilidad de municiones de Mark Cancian en el CSIS. Aquí presentamos la evaluación más reciente de Mark (mayo de 2026) sobre los plazos de reabastecimiento de municiones de EE. UU. debido a la guerra en Irán, con gráficos sobre dos sistemas de defensa críticos: los misiles Tomahawk y los sistemas antimisiles THAAD. Estos plazos llevaron a la Administración, en junio de 2026, a invocar la Ley de Producción de Defensa para obligar a las empresas de defensa a producir más armamento, reconociendo así que las condiciones actuales representan una amenaza directa para la preparación de la defensa nacional.

Principales reservas de municiones y plazos para su reconstrucción.

	Uso estimado en la guerra de Irán	Año fiscal 2027 pedido	Entregas en Año fiscal 2026	Capacidad de producción anual (máximo actual) tarifa / marco objetivo del acuerdo)	Retorno estimado al inventario de antes de la guerra
Tomahawk	Más de 1000	785	207	600 / 1000	Finales de 2030 - principios de 2031
Sistema de Defensa Terminal de Área de Gran Altitud (THAAD)	190-290	857	92	96 / 400	Mediados o finales de 2029
Patriota	1.060-1.430	3.203	172	2.000 / 2.000	Mediados de 2029
Misil estándar (SM) 3	130-250	214	52	156 / 250	Principios de 2029
Misil estándar (SM) 6	190-370	540	125	239 / 500	Finales de 2028 - principios de 2029
Misil aire-superficie de largo alcance conjunto (JASSM)	Más de 1100	821	484	860	Mediados de 2027
Misil de ataque de precisión (PrSM)	40-70	1.134	70	680 / 550	Finales de 2026

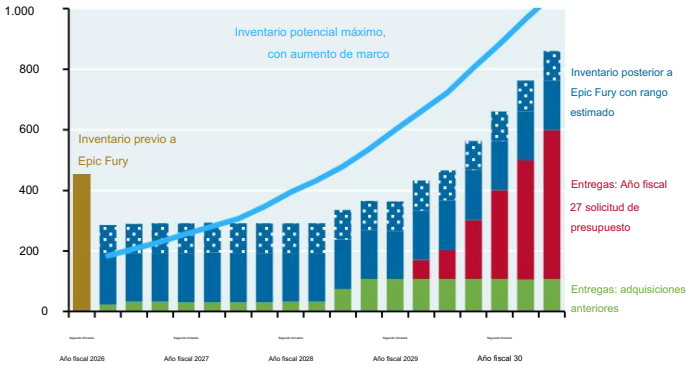
Fuente: CSIS, 27 de mayo de 2026

Inventario proyectado de misiles Tomahawk de EE. UU.
Número de misiles



Fuente: CSIS, 27 de mayo de 2026

Inventario proyectado de interceptores THAAD de EE. UU.
Número de interceptores



Fuente: CSIS, 27 de mayo de 2026

Ya empiezan a llegar los primeros análisis sobre la guerra de Irán. Quizás sea prematuro juzgar las consecuencias a corto y largo plazo de la guerra para Estados Unidos, pero el tono de los análisis que estoy viendo es bastante consistente: • [La derrota de Irán es una derrota mayor que la de Vietnam.](#) en política exterior

- [Por qué Trump perdió en Irán](#) En el Houston Chronicle
- [Trump en la derrota, Los halcones tristes Irán ha humillado a Trump](#) en el Atlántico
- [Trump pierde ante Irán](#) en Substack (Ron Dreher)

¿ Valió la pena? [El verdadero costo de la guerra de Trump contra Irán.](#) del Consejo de Relaciones Exteriores

- [La larga sombra de la guerra de Irán: el error de política exterior más trascendental de Trump](#) en Asuntos Exteriores



[9] La creciente imprevisibilidad del estado de derecho

Sobre el tema del estado de derecho durante el segundo mandato de Trump, quiero comenzar enumerando políticas que podrían considerarse

No se observan indicios de erosión de las normas y prácticas legales. Debido a las amplias delegaciones de poder al poder ejecutivo, el Presidente siempre ha contado con un amplio abanico de herramientas, algunas de las cuales han sido utilizadas por presidentes anteriores solo de forma limitada o con fines específicos. El uso de dichas herramientas por parte de la administración actual no constituye una crisis constitucional a menos que ignore sistemáticamente las sentencias judiciales en su contra.

Según mis contactos en derecho constitucional, algunos ejemplos de políticas "legales/muy probablemente legales" incluyen las siguientes:

Discreción general en la formulación de políticas

- Derogar las órdenes ejecutivas de Biden
- nombrar a un director de la Oficina del Censo que diseñe un formulario que cuente tanto a personas como a ciudadanos para los fines del Censo de 2030.
- Suspender la implementación de programas gubernamentales, como los subsidios a las energías renovables, para desarrollar nuevas prioridades, siempre y cuando los fondos se gasten dentro de los límites generales de la asignación presupuestaria del Congreso correspondiente.
- permitir que los estados utilicen subvenciones federales en bloque para la educación en programas de elección de escuela pública.

Gestionar el Poder Ejecutivo

- Reestructuración o eliminación de agencias no creadas por leyes federales y cuya existencia independiente no está exigida por ley.
- Retirar la mayor cantidad de autoridad y empleados posible, dentro del marco legal, a ciertas agencias establecidas por ley, como el Departamento de Educación.
- Abolir las oficinas, capacitaciones y programas de DEI en las agencias federales, y revocar las órdenes ejecutivas que exigen acciones afirmativas por parte de los contratistas federales.
- rescindir o trasladar a empleados federales que actualmente no están sujetos a las protecciones del servicio civil federal.

Asuntos Exteriores e Internacionales

- Retirarse de organizaciones como la OMS, especialmente en ausencia de una legislación del Congreso que exija la membresía de EE. UU.
- designar a los cárteles de la droga extranjeros como organizaciones terroristas extranjeras, dado que las relaciones exteriores son tradicionalmente un área de deferencia al Poder Ejecutivo.
- imponer aranceles más elevados a ciertas importaciones extranjeras, aunque el uso de las Leyes de Poderes Económicos de Emergencia Internacional para imponer aranceles se consideró inválido.

Políticas de inmigración y fronteras

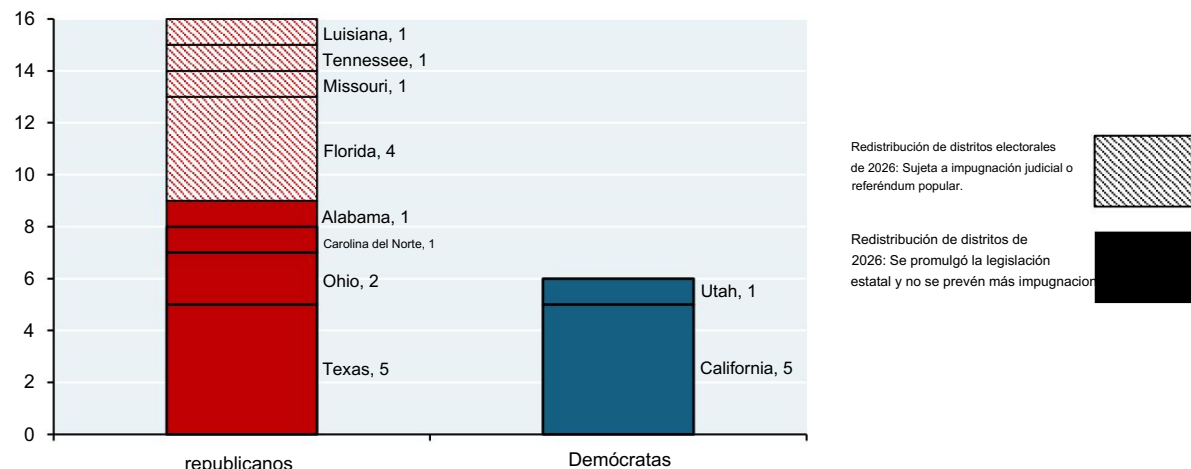
- Deportar agresivamente a extranjeros indocumentados de conformidad con los procedimientos legales estándar (aunque se cuestionaron tácticas y programas específicos y, dependiendo de su ejecución, algunos esfuerzos fueron anulados).
- Suspender temporalmente la admisión de refugiados y prohibir temporalmente la entrada a ciudadanos extranjeros procedentes de países cuyos procedimientos de control se consideren insuficientes desde una perspectiva de seguridad nacional.
- Poner fin al estatus de protección temporal para los refugiados de ciertos países, aunque muchos siguen en litigio.

En relación con esto, la Corte Suprema falló a favor de la administración Trump en 21 de 25 ocasiones en el calendario de casos de emergencia de 2025. Los cuatro fallos en contra de la administración se referían al despliegue de tropas de la Guardia Nacional para mantener el orden público, las deportaciones en virtud de la Ley de Extranjeros Enemigos de 1798, las facturas acumuladas pero impagas a contratistas gubernamentales por proyectos de ayuda exterior y cuestiones relativas a la libertad de expresión de los jueces de inmigración. Véase el Apéndice II para más detalles.



Además, si bien recibe mucha atención mediática y podría parecer antidemocrático en la práctica, no consideraría la manipulación de distritos electorales con fines partidistas como un ejemplo de erosión del estado de derecho. La Constitución de los Estados Unidos y la mayoría de las constituciones estatales no prohíben la manipulación de distritos electorales con fines políticos, mientras que la Corte Suprema ha declarado que la creación de distritos con mayoría de minorías por motivos raciales sí viola la Constitución. En consecuencia, se ha determinado que los estados republicanos actúan dentro del marco de la constitucionalidad en sus esfuerzos de redistribución de distritos, y lo mismo ocurre con la redistribución de distritos por parte de los estados demócratas. Suponiendo que las impugnaciones judiciales y los referendos electorales se desarrollen como se espera, el Partido Republicano podría obtener entre 12 y 16 escaños en las elecciones de mitad de mandato de 2026, en comparación con los 6 que obtendrían los demócratas. Algunos estados (Virginia, Colorado, Nueva Jersey, Wisconsin, Georgia y Misisipi) no pudieron elaborar una legislación de redistribución de distritos a tiempo para las elecciones de mitad de mandato de 2026 debido a cláusulas en sus constituciones estatales, pero sí pudieron hacerlo para las elecciones generales de 2028. En ese momento, la ventaja del Partido Republicano derivada de la redistribución de distritos podría reducirse drásticamente.

Nuevos escaños en la Cámara de Representantes para 2026 que podrían resultar de la redistribución de distritos estatales y la decisión sobre la Ley de Derechos Electorales.



Fuente: JPMAM, 2026

Decisiones pendientes que afectan al lado izquierdo del gráfico a fecha de 7 de junio de 2026:

Florida: un tribunal de primera instancia se negó a emitir una orden judicial preliminar para prohibir que el estado utilice el nuevo mapa en las elecciones de mitad de mandato de 2026. El Tribunal de Apelaciones del Distrito se negó a remitir el caso directamente a la Corte Suprema de Florida o a acelerar la apelación. Por consiguiente, es extremadamente improbable que algún tribunal prohíba el uso del nuevo mapa antes de las elecciones de 2026, a pesar de una disposición en la Constitución de Florida que prohíbe la manipulación partidista de los distritos electorales.

Missouri: El Tribunal Supremo del Estado ratificó el nuevo mapa electoral, mientras que los opositores han presentado firmas para incluir un referéndum en la boleta electoral de noviembre para anularlo. El Secretario de Estado de Missouri decidirá sobre la legitimidad del referéndum en agosto; el impacto en las elecciones de mitad de mandato de 2026, en caso de aprobarse, es incierto.

Tennessee: un juez federal se negó a prohibir el nuevo mapa; un tribunal federal de distrito compuesto por tres jueces tendrá la oportunidad de emitir una orden judicial preliminar; el litigio continúa, es probable que el nuevo mapa se mantenga en las elecciones de mitad de período de 2026.

Luisiana: Tras una decisión de la Corte Suprema de Estados Unidos que invalidó el mapa electoral de Luisiana para el Congreso, el cual incluía dos distritos con mayoría de minorías, el gobernador pospuso las primarias y la legislatura adoptó un nuevo mapa que contiene un solo distrito con mayoría de minorías. Los demandantes han impugnado la validez del nuevo mapa ante un tribunal federal de distrito compuesto por tres jueces. La audiencia está programada para el 17 de junio, pero Luisiana busca cancelarla argumentando que es demasiado tarde para que un tribunal federal ordene cambios adicionales en su mapa durante este ciclo electoral.

Alabama: Alabama pretendía utilizar un mapa electoral que adoptó en 2023 y que contenía un único distrito con mayoría minoritaria. Un tribunal federal de distrito compuesto por tres jueces emitió una orden judicial preliminar que prohibía al estado utilizar dicho mapa, pero la Corte Suprema de Estados Unidos suspendió recientemente esa decisión. Por lo tanto, Alabama podrá utilizar su mapa electoral preferido de 2023 para las elecciones de noviembre.



Dicho esto, algunos análisis del estado de derecho en Estados Unidos muestran importantes preocupaciones sobre las limitaciones al poder del Poder Ejecutivo, el cumplimiento de las órdenes judiciales, la politización de las fuerzas del orden y el temor a las represalias.

El proyecto UCLA/Bright Line Watch Democracy 2026 encuestó a expertos legales (21 jueces federales del Artículo III, 113 abogados y 193 profesores de derecho) para evaluar el sistema legal durante el segundo mandato de Trump. Aproximadamente la mitad de los jueces fueron nombrados por demócratas y la otra mitad por republicanos. Sin embargo, el 86% de todos los encuestados se identificaron como liberales desde una perspectiva constitucional (es decir, creen que la Corte Suprema debería basar sus fallos en lo que considera que significa la Constitución en la actualidad, en lugar de basarse en su significado original), lo que podría influir considerablemente en los resultados. UCLA concluyó que la mayoría de los encuestados percibieron una erosión significativa del estado de derecho durante el segundo mandato de Trump, cuyos ejemplos incluyen la politización de las fuerzas del orden, una separación de poderes disfuncional y el abuso de poder del poder ejecutivo. Ejemplos:

Represalias. Nueve de cada diez afirman que la Administración ha utilizado el Departamento de Justicia (DoJ) para perseguir a los enemigos y brindar beneficios a los aliados.

Presunción de buena fe. Solo uno de cada cinco está de acuerdo en que el gobierno federal aún merece la "presunción de regularidad" en los tribunales (la doctrina según la cual los tribunales deben presumir que los funcionarios gubernamentales actúan legalmente y de buena fe, a falta de pruebas claras de lo contrario).

Cumplimiento con el poder judicial. Ocho de cada diez informan que los funcionarios federales no cumplen con las órdenes judiciales en cierta medida. o muy a menudo, y casi nueve de cada diez dicen que los designados por Trump en el Departamento de Justicia engañan a los jueces federales de forma ocasional o muy frecuente.^{23F}²⁴

Represalias. Casi uno de cada cinco abogados informa que las decisiones de representación de sus firmas a menudo se han visto afectadas por el temor a acciones adversas por parte de funcionarios o agencias gubernamentales durante la administración Trump . Acoso.

Casi la mitad de los jueces federales están preocupados por el acoso si fallan en contra del gobierno federal. Minorías sustanciales de abogados están preocupadas por enfrentar sanciones legales o consecuencias profesionales por emprender acciones legales contra el gobierno . Principios legales fundamentales. Menos de una cuarta parte cree en los siguientes principios: que

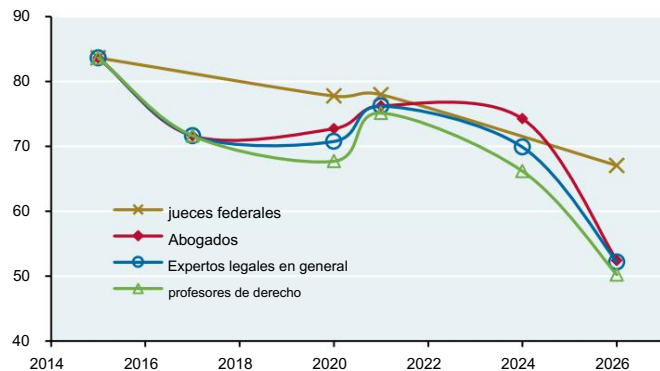
las agencias del gobierno de EE. UU. no castigan a los opositores políticos; que las fuerzas del orden no se explotan con fines políticos y permanecen neutrales; que las investigaciones de funcionarios públicos no se ven comprometidas; que los funcionarios gubernamentales enfrentan sanciones por mala conducta; y que los funcionarios gubernamentales no utilizan el cargo público para beneficio privado.^{24F}

25

La mayoría de los encuestados conservadores coincidieron en que la Administración persigue a sus enemigos políticos en gran medida, que el Presidente concede favores o beneficios a sus aliados y que los nombramientos de Trump en el Departamento de Justicia a menudo engañan a los jueces federales; sin embargo, no consideran que el estado de derecho en general sea muy diferente al de 2015.

Calificaciones de expertos legales sobre el estado de derecho en Estados Unidos

Calificación promedio del estado de derecho



Fuente: Proyecto de Democracia de la UCLA, 2026

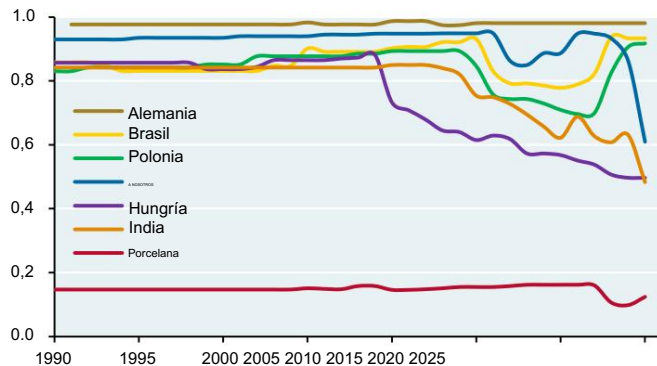
²⁴ El juez principal del distrito de EE. UU. de Minnesota, Patrick Schiltz, nombrado por un republicano, dijo que el Servicio de Inmigración y Aduanas Las fuerzas del orden habían violado casi 100 órdenes judiciales y "probablemente violaron más órdenes judiciales en enero de 2026 que algunas agencias federales en toda su existencia".

²⁵ Según Public Citizen: 14 de los 27 donantes identificados para el proyecto del salón de baile de la Casa Blanca obtuvieron contratos federales nuevos o ampliados por un valor superior a 50 mil millones de dólares durante los últimos seis meses. Además: 16 de los 27 donantes se enfrentan a acciones coercitivas federales (antimonopolio, laborales, violaciones de valores) o sus acciones fueron suspendidas por la Administración.



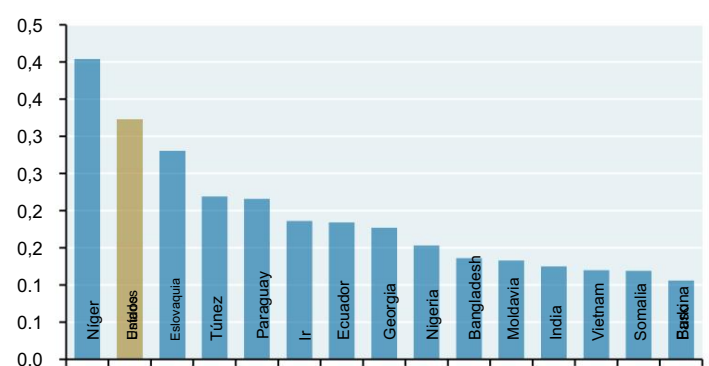
El proyecto Variedades de la Democracia, auspiciado por la Universidad de Gotemburgo (Suecia), evalúa los controles legislativos sobre el poder ejecutivo en más de 200 países. Alemania representa el límite superior de controles y equilibrios legislativos, mientras que China se sitúa en el extremo inferior, prácticamente sin supervisión legislativa²⁶. He trazado los países que han experimentado grandes cambios; la puntuación de EE. UU. disminuyó drásticamente en 2025 y ocupa el segundo lugar entre las mayores caídas desde 2023, solo por detrás del país africano de Níger. Mis contactos en derecho constitucional creen que el informe es algo parcial e inexacto en ciertos aspectos, como las secciones sobre la historia del derecho al voto en EE. UU. y la libertad de expresión, y que el informe confunde la capacidad del Congreso para ejercer controles legislativos sobre el poder ejecutivo con su voluntad de hacerlo en un entorno de gobierno unificado. Pero lo incluyo aquí como otro ejemplo de cómo se perciben los problemas del estado de derecho en EE. UU. en un contexto global.

Controles legislativos sobre el gobierno, Índice (capacidad del poder legislativo/organismo gubernamental para cuestionar, investigar y supervisar al poder ejecutivo)



Fuente: V-Dem, Nuestro mundo en datos, JPMAM, 2025

Las mayores disminuciones en los controles legislativos sobre el gobierno, 2023-2025, Caída del índice

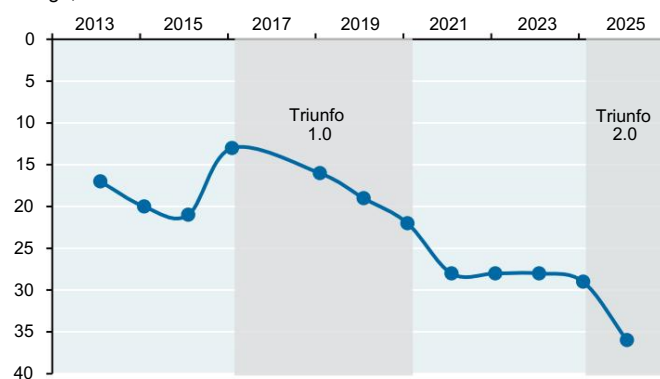


Fuente: V-Dem, Nuestro mundo en datos, JPMAM, 2025

El Proyecto Justicia Mundial, fundado en 2006 como una iniciativa presidencial de la Asociación de Abogados de Estados Unidos, realiza un seguimiento de diversos aspectos del estado de derecho en 143 países. Si bien la clasificación general de Estados Unidos entre 2023 y 2025 solo descendió un puesto, del 26 al 27, se observaron importantes descensos en ciertas categorías relevantes para esta sección. En cuanto a las "Limitaciones a los poderes del gobierno", la clasificación de Estados Unidos descendió del puesto 28 al 36. Este descenso se debió principalmente a la disminución de las puntuaciones de Estados Unidos en "Los poderes del gobierno están efectivamente limitados por el poder legislativo" (del puesto 32 al 52) y "Los poderes del gobierno están efectivamente limitados por el poder judicial" (del puesto 27 al 33). Estas clasificaciones también descendieron durante el primer mandato de Trump.

Restricción del WJP a los poderes gubernamentales: Clasificación de EE. UU.

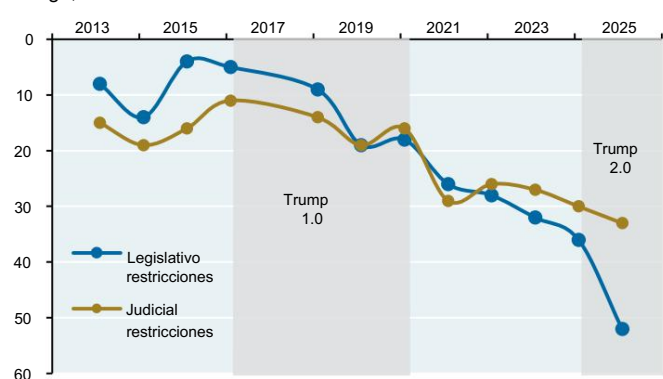
Rango, N = 140



Fuente: Proyecto Justicia Mundial, 2025

Limitaciones al poder gubernamental por rama: Clasificación de EE. UU.

Rango, N = 140



Fuente: Proyecto Justicia Mundial, 2025

²⁶ Según datos del World Justice Project, el Cato Institute, Freedom House y The Economist.

Unidad de Inteligencia, las puntuaciones de democracia de China se ubican en el 5% inferior junto con países como Rusia, Venezuela, Egipto e Irán

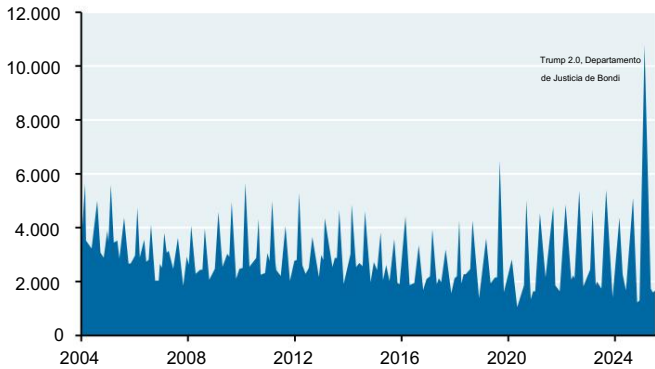
Otra señal de la creciente imprevisibilidad del estado de derecho: un colapso en los procesamiento del Departamento de Justicia.

El Departamento de Justicia de la era Trump 2.0 ha archivado casos penales potenciales remitidos por las fuerzas del orden y otras agencias federales a un ritmo récord. La tabla muestra los casos archivados por categoría (algunos casos estaban pendientes de investigaciones del FBI y la DEA que duraban varios años; en casos complejos, el Departamento de Justicia puede tardar años en decidir si presenta cargos).

Parte del aumento en los despidos en 2025 refleja un cambio normal en las prioridades del Departamento de Justicia que ocurre cuando cambian las administraciones presidenciales y se cierran los casos estancados. Pero la magnitud del cambio y su composición son inusuales, lo que llevó a unos 300 exfuncionarios del Departamento de Justicia a declarar públicamente que el Departamento de Justicia estaba usando un mazo para destruir el trabajo de larga data diseñado para proteger a las comunidades y el estado de derecho²⁶ 27.

Mientras que el Departamento de Justicia de Trump 2.0 aumentó el enjuiciamiento de casos de inmigración, también cerró investigaciones pendientes relacionadas con el crimen organizado, delitos de cuello blanco, corrupción, extorsión laboral, delitos violentos, fraude en el sector salud y seguridad nacional a un ritmo récord. Incluso cuando la administración Trump lanzó esfuerzos para erradicar el despilfarro y el abuso, el Departamento de Justicia cerró aproximadamente tres veces más casos de fraude grave en comparación con períodos de tiempo similares bajo administraciones anteriores²⁷ 28. Los cierres también incluyeron 300 casos relacionados con cargos de brindar apoyo material a organizaciones terroristas extranjeras; 60 casos de corrupción sindical y extorsión laboral; y 5000 casos de violaciones de la ley federal de drogas, incluido el tráfico y el lavado de dinero.

Casos archivados por el Departamento de Justicia
Número mensual de casos penales concluidos



Fuente: Ken Morales (ProPublica), 31 de marzo de 2026

Casos remitidos que el Departamento de Justicia se niega a procesar.
Los primeros seis meses de cada administración

Tipo de caso	Promedio de las 3 administraciones anteriores	Trump (2025)	Cambio en los casos rechazados
Mano de obra	28	64	129%
Seguridad nacional	720	1.391	93%
Delincuencia organizada	98	182	86%
Delitos de cuello blanco	3.787	6.009	59%
Drogas	3.447	4.999	45%
Corrupción	471	623	32%
Delitos violentos	4.858	6.108	26%
Derechos civiles	457	535	17%
Otro	2.786	2.950	6%
Inmigración	864	674	-22%

Fuente: Ken Morales (ProPublica), 31 de marzo de 2026

Otros asuntos legales varios

- En noviembre pasado, la “Coalición del Artículo III”, un grupo de 50 jueces federales jubilados designados por presidentes de ambos partidos, destacó un reciente aumento de las amenazas contra los jueces y afirmó que la retórica de la Administración por parte de altos funcionarios pone en peligro a los jueces y al personal judicial, además de socavar la confianza pública en el poder judicial.
- A noviembre de 2025, hubo 204 casos en los que los tribunales federales de distrito dictaminaron sobre solicitudes de medidas cautelares contra la administración²⁸ 29. En 154 casos, los jueces de distrito otorgaron una orden de restricción temporal, una orden judicial preliminar o ambas. Estos resultados fueron bipartidistas: 41 de los 154 casos con fallos adversos a la administración fueron presididos por 30 jueces designados por el Partido Republicano, la mitad de los cuales fueron designados por el propio Trump. Los 41 casos decididos por jueces republicanos constituirían un número sin precedentes de fallos adversos al gobierno durante los primeros 10 meses de cualquier presidencia, según Stephen Vladeck de Georgetown.
- Comentarios sobre el acuerdo entre Trump y el IRS: “Un abuso asombroso del sistema tributario y legal” (DeBot, NYU); “Los presidentes no tienen autoridad para eximirse de responsabilidad personal por no pagar impuestos”. (Wehle, Universidad de Baltimore); “No existe precedente histórico para este tipo de inmunidad presidencial frente al IRS” (Mehotra, Northwestern); “Un remedio sin precedentes” (Werfel, excomisionado del IRS)

²⁷ “Mensaje urgente de exfuncionarios recientes del Departamento de Justicia denunciando los ataques contra el Departamento de Justicia”, 6 de octubre de 2025

²⁸ “El Departamento de Justicia de Trump archivó 23.000 investigaciones criminales en un giro hacia la inmigración”, ProPublica, Ken Morales y David Armstrong, marzo de 2026

²⁹ “La peligrosa guerra de la administración Trump contra los jueces de distrito”, Stephen Vladeck (Georgetown), American Colegio de Abogados, marzo de 2026

[10] Recorte de fondos del gobierno federal a la ciencia y marginación de la experiencia científica.

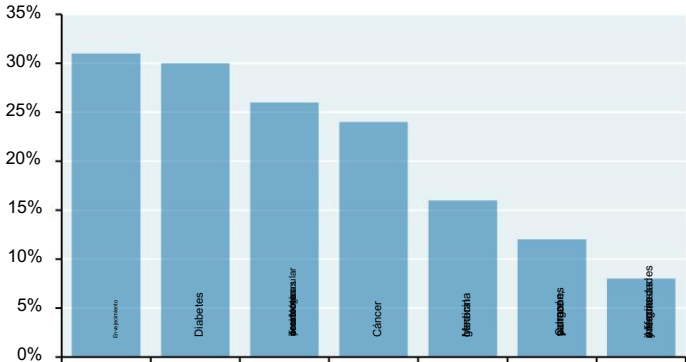
Este año también se conmemora otro hito: el 80.º aniversario de «La ciencia, la frontera sin fin», un documento preparado para el presidente Truman que abogaba por la financiación gubernamental sostenida de la investigación científica tras la Segunda Guerra Mundial para garantizar la seguridad nacional, la salud y la prosperidad. El informe destacaba el papel fundamental del gobierno en el apoyo a la ciencia que aprovechó la energía nuclear, implementó el radar y desarrolló métodos para la producción masiva de penicilina natural, elementos cruciales para el éxito de Estados Unidos en la Segunda Guerra Mundial. El informe también proponía la creación de una nueva agencia federal, que dio origen a la Fundación Nacional de Ciencias, y defendía el apoyo al talento científico y la investigación en las universidades, sentando así las bases de la política científica moderna de Estados Unidos.

En la década de 1950, Estados Unidos se había consolidado como el líder mundial indiscutible en ciencia.

Los Institutos Nacionales de la Salud (NIH) datan de 1948. Los NIH lideraron los esfuerzos para erradicar la viruela, desarrollar terapias antirretrovirales modernas y mapear el genoma humano. Los NIH también han desempeñado un papel fundamental en el avance de la ciencia estadounidense: su financiación apoyó la investigación básica o aplicada relacionada con el 99 % de los medicamentos recientemente aprobados y financió la investigación que respaldó los ensayos clínicos del 62 % de estos fármacos^{29F 30}. En cuanto a la Fundación Nacional de Ciencias (NSF), su historia incluye décadas de investigación que sentaron las bases para internet, el radar Doppler, la supercomputación, la impresión 3D y la inteligencia artificial.

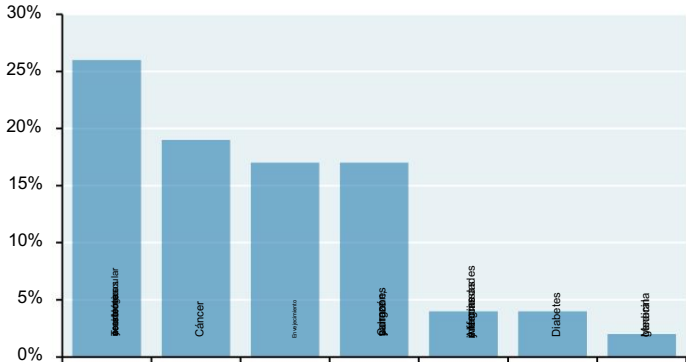
Las políticas de financiación gubernamental con respecto a la ciencia están cambiando. Los gráficos lo demuestran: se han producido descensos en las subvenciones competitivas de los NIH (envejecimiento, diabetes, cáncer, accidentes cerebrovasculares, enfermedades cardíacas, enfermedades infecciosas) y en Subvenciones de la NSF (tecnología, disciplinas STEM, ingeniería, biología). Según datos de la Unión de Científicos Preocupados y Nature, estimamos que aproximadamente la mitad de las 6000 subvenciones de los NIH canceladas infringieron la Orden Ejecutiva 14151 y otras directivas que buscan poner fin a las actividades gubernamentales relacionadas con la salud LGBTQ+, la reticencia a las vacunas, la justicia ambiental y la DEI; el resto se cancelaron por razones completamente distintas.

Disminución en el número de subvenciones competitivas otorgadas por los NIH
Disminución porcentual, 2025 frente al promedio de 2015-2024



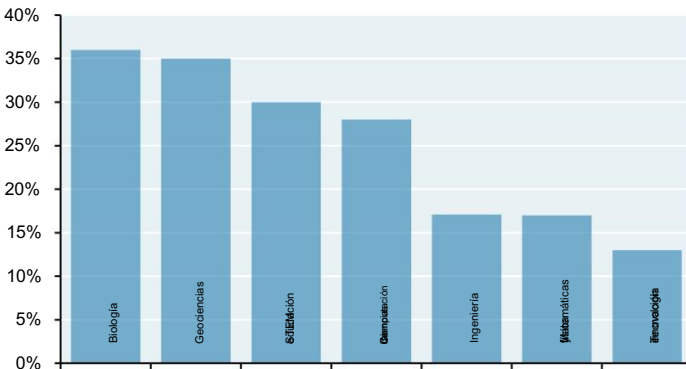
Fuente: NYT, JPMAM, 2 de diciembre de 2025

Disminución de la financiación mediante subvenciones competitivas otorgadas por los NIH.
Disminución porcentual, 2025 frente al promedio de 2015-2024



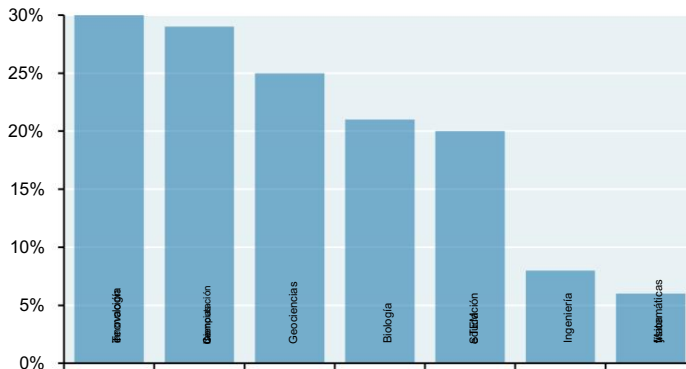
Fuente: NYT, JPMAM, 2 de diciembre de 2025

Disminución en el número de nuevas subvenciones otorgadas por la NSF.
Disminución porcentual, 2025 frente al promedio de 2015-2024



Fuente: NYT, JPMAM, 2 de diciembre de 2025

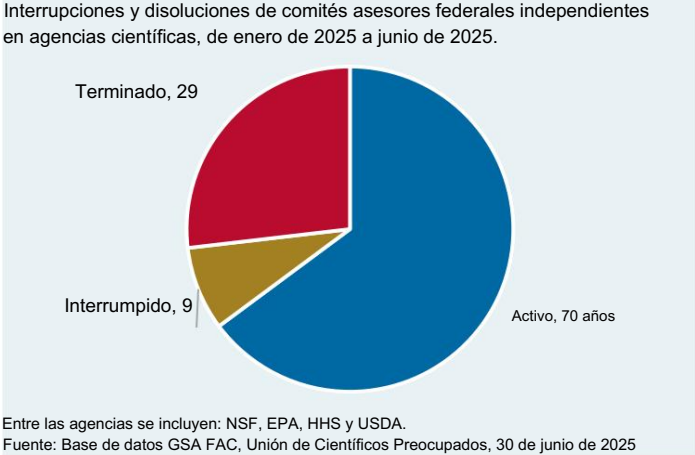
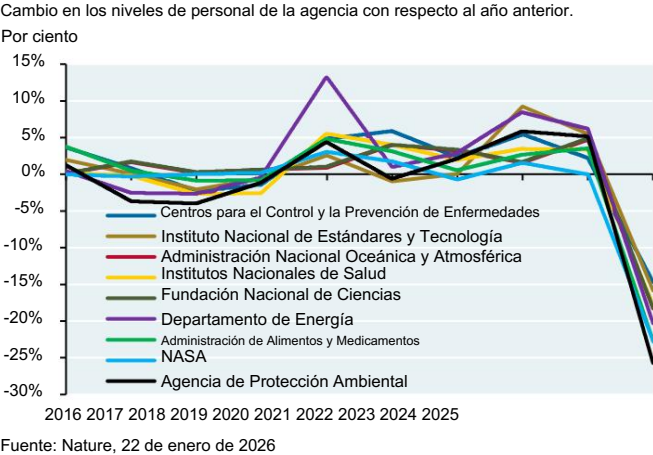
Disminución de los nuevos fondos de subvención otorgados por la NSF.
Disminución porcentual, 2025 frente al promedio de 2015-2024



Fuente: NYT, JPMAM, 2 de diciembre de 2025

³⁰ “Cómo los NIH se convirtieron en la columna vertebral de la investigación médica estadounidense y en un importante motor de innovación y crecimiento económico”, The Conversation, 15 de diciembre de 2025.

En abril de 2026, la Administración destituyó a toda la Junta Nacional de Ciencias (NSB), el órgano rector de la Fundación Nacional de Ciencias. Los despidos se produjeron pocos días antes de que la NSB publicara su informe "Indicadores de Ciencia e Ingeniería", que destacaba que China estaba reduciendo la brecha con Estados Unidos en indicadores científicos y tecnológicos clave (artículos de ciencia e ingeniería publicados en el 1% superior de los artículos de revistas más citados, gasto bruto total en I+D, número de patentes concedidas en IA, ciencia y tecnología de la información cuántica, biotecnología, semiconductores y tecnologías nucleares). También se han producido fuertes reducciones de personal en agencias relacionadas con la ciencia y la salud pública, y la disolución de agencias asesoras federales independientes^{30F 31}.



Las evaluaciones sobre el impacto de las políticas de los NIH de la administración Trump incluyen las siguientes. La segunda cita es la más preocupante para los inversores.

Observación	Fuente
Incluso cuando los legisladores o los tribunales ordenan la restauración de los fondos de los NIH, eso es solo una parte de la historia. Para entonces, los ensayos clínicos de varios años han visto invalidados años de recopilación de datos, y los pacientes que necesitan atención para salvar sus vidas han sido abandonados.	Arati Prabhakar, exjefa de White Oficina de Ciencia y Tecnología de la Cámara de Representantes Política y DARPA
Las repercusiones no se limitan al ámbito académico. Las empresas emergentes de biotecnología, la I+D del sector privado y los proyectos de innovación clínica dependen de la investigación básica financiada por el gobierno federal y de un flujo constante de científicos formados en los NIH. Sin este flujo de talento, todo el motor de la innovación estadounidense, desde el descubrimiento básico hasta el desarrollo de fármacos comerciales, corre el riesgo de ralentizarse y poner en peligro el progreso en la lucha contra enfermedades que afectan a millones de estadounidenses.	Sandra Barbosu de la Información Fundación de Tecnología e Innovación
El pacto social entre la investigación científica y el gobierno está siendo sistemáticamente socavado... La intención era castigar a las universidades de élite, no destruir la capacidad científica de los Estados Unidos, pero eso es lo que están haciendo. Una cosa es destruir algo. Otra muy distinta es destruirlo y no tener nada con qué reemplazarlo. Creo que ese es el momento en el que nos encontramos.	Shirley Tilghman, bióloga molecular y expresidenta de Princeton
Las cancelaciones de subvenciones durante 2025 detuvieron la financiación de 383 ensayos de medicamentos, exponiendo a 74.000 pacientes a la incertidumbre o a la pérdida de acceso a tratamientos debido a	Asociación Médica Estadounidense
interrupciones en la financiación. Si bien algunas cancelaciones de financiación surgieron de los ataques del presidente contra universidades como Columbia o Harvard, un análisis que utilizó datos gubernamentales sugirió que dos tercios de toda la financiación de investigación cancelada estaba destinada a universidades y colegios públicos.	El progreso estadounidense
Tras años de crecimiento, las inscripciones en programas de doctorado en ciencias biológicas y biomédicas se estancaron. National	Student Clearinghouse Research
Los funcionarios de la administración vinculan este caos total con la intención de fortalecerlo, sin darse cuenta de que al hacer lo que están haciendo, básicamente están atacando el sistema con un hacha. Lo están destruyendo y realmente no lo entienden cuando se lo dices.	Elias Zerhouni, director de los NIH bajo Presidente Bush de 2002 a 2008
Los científicos estadounidenses presentaron un 32 % más de solicitudes de empleo en el extranjero en 2025 que en 2024; 85 científicos estadounidenses, tanto emergentes como consagrados, entre ellos un neurobiólogo de los NIH y un físico nuclear de Princeton, se trasladaron a China; la UE lanzó un paquete de 500 millones de euros para atraer a científicos estadounidenses a Europa.	Naturaleza; CNN; Breugel.org

³¹ “La ciencia estadounidense después de un año de Trump”, Nature, Max Kozlov, Jeff Tollefson y Dan Garisto, 20 de enero de 2026



La propuesta de la OMB sobre las subvenciones de los NIH

En un artículo de Substack de mayo de 2026, la exfuncionaria de los NIH, Elizabeth Ginexi, expuso sus inquietudes sobre los cambios propuestos por la OMB con respecto a la participación federal en el proceso de subvenciones de los NIH31F 32. La conclusión de Ginexi es que la revisión por pares, la competencia abierta y la autonomía institucional son los pilares del sistema actual. La norma propuesta desmantela los tres simultáneamente de una manera que será vinculante para todas las agencias federales a partir del 1 de octubre de 2026.

Los funcionarios designados políticamente toman el control de las subvenciones (§200.205): Se exigirá a los funcionarios designados políticamente, en lugar de a los científicos de carrera o a los responsables de programas, que realicen una revisión previa a la concesión de cada subvención discrecional. Estos funcionarios tienen expresamente prohibido delegar en revisores externos o ratificar sistemáticamente sus recomendaciones. Entre los criterios que deben aplicar se incluye el bloqueo de subvenciones que promuevan valores antiamericanos.

La revisión por pares ya no es vinculante (§200.205(d)): La norma establece explícitamente que las recomendaciones de la revisión por pares “siguen siendo consultivas y no se ratifican ministerialmente, ni se acatan de forma rutinaria, ni se consideran vinculantes de facto”. Esto desmantela directamente el sistema posterior a la Segunda Guerra Mundial utilizado por los NIH, la NSF, el DOE, la NASA y prácticamente todas las agencias científicas, en el que la revisión independiente por pares era la principal medida del mérito científico. Según esta norma, un funcionario designado políticamente puede anular el criterio de la comunidad científica sin necesidad de justificación.

Las subvenciones activas pueden rescindirse en cualquier momento y por cualquier motivo (§200.340): la norma codifica y amplía la facultad de rescindir subvenciones activas a mitad de su vigencia simplemente porque son «incompatibles con los objetivos del programa o las prioridades de la agencia». Las agencias solo necesitan proporcionar una breve justificación por escrito; no se requiere constatar incumplimiento ni fraude. Esto amenaza retroactivamente la investigación plurianual en curso, sobre la cual investigadores e instituciones han desarrollado programas.

Se puede denegar la solicitud en función de las afiliaciones organizativas (§200.206): los factores de riesgo que las agencias pueden utilizar para denegar una solicitud de subvención se amplían para incluir la pertenencia o afiliación del solicitante a organizaciones que “abogan por el derrocamiento del Gobierno de los Estados Unidos” o “socavan la seguridad pública o la seguridad nacional”.

Dada la amplitud con la que el preámbulo define lo que constituye una actividad antiamericana, este lenguaje podría utilizarse para descalificar a investigadores afiliados a organizaciones de defensa de los derechos civiles, el medio ambiente o la salud pública.

Los objetivos del programa deben estar alineados con las políticas y prioridades de la administración (§200.202): todo nuevo programa federal de subvenciones, incluidos los programas científicos, debe diseñarse con objetivos que se alineen explícitamente con las políticas y prioridades de la administración. Este requisito está incorporado directamente en el texto reglamentario que rige el diseño de los programas, lo que significa que las agencias científicas deben estructurar sus convocatorias de subvenciones en torno a la agenda política de la administración actual, en lugar de basarse únicamente en la necesidad científica, el mandato legal o el asesoramiento de la comunidad científica.

La Oficina de Administración y Presupuesto (OMB) obtiene supervisión directa sobre las instituciones que reciben subvenciones: una nueva disposición permite a la OMB exigir a las agencias que presenten informes que identifiquen a los beneficiarios específicos de las subvenciones federales durante cualquier período. Junto con la nueva autoridad de la OMB para exigir alineación política en el diseño de los programas, esto otorga a la Casa Blanca supervisión directa e influencia sobre qué instituciones reciben financiación federal para la investigación. Históricamente, esta función ha estado exenta de interferencias políticas, y con razón.

³² “Resumen de los cambios clave en la propuesta de regla de asistencia financiera federal de la OMB”, Elizabeth Ginexi (ex NIH)

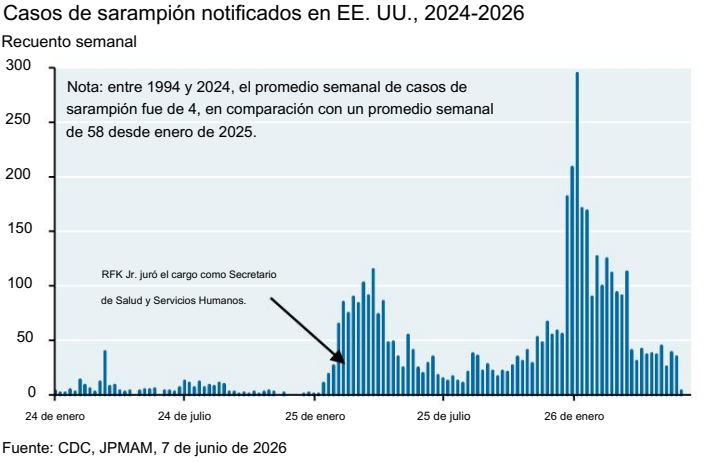
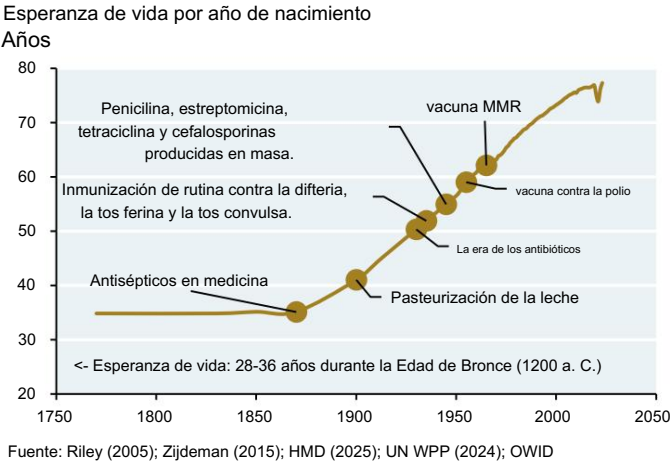
Oficial Superior de Programas), Registro Federal, 29 de mayo de 2026

Cualquier debate sobre el péndulo del progreso científico estadounidense y su retroceso debería incluir al Secretario de Salud y Servicios Humanos, RFK Jr., y su campaña para generar dudas sobre la seguridad de las vacunas. Un poco de contexto: las vacunas son, sin duda, uno de los mayores logros de la ciencia biomédica y la salud pública. Cuando no se controlan, las enfermedades prevenibles por vacunación (EPV) tienen enormes costos sociales y económicos. La tabla muestra la incidencia de EPV antes de la vacunación y cómo las vacunas llevaron a una disminución de casos del 90 % al 100 %^{32F 33}. En Estados Unidos, para una sola cohorte de nacimiento, se estima que las vacunas previenen 20 millones de casos de enfermedad y más de 40 000 muertes^{33F 34}. Las vacunas fueron parte de una revolución más amplia de la ciencia médica que comenzó en la década de 1870 con los antisépticos en la medicina, una revolución que duplicó la esperanza de vida que en ese momento se había mantenido prácticamente sin cambios desde la Edad de Bronce en el 1200 a. C.

Aunque RFK ha reconocido la eficacia de las vacunas MMR, FactCheck.org no pudo encontrar un solo caso en el que ofreciera un apoyo claro e incondicional a la vacuna sin incluir o añadir posteriormente información inexacta o engañosa que pudiera hacer que alguien reconsiderara la vacunación^{34F 35}.

Enfermedades prevenibles mediante vacunación en los Estados Unidos	PREVACUNACIÓN			POSTVACUNACIÓN		
	Anual	Anual	Vacuna	Casos	Fallecidos	Caso
VPD	casos	fallecidos	década	(2006)	(2004)	rechazar
Difteria	21.053	1.822 de la década de 1940	440	0	0	100%
Sarampión	530.217	de la década de 1960	39 de	55	0	100%
Paperas	162.344	la década de 1940		6.584	0	96%
tos ferina	200.752	4.034	década de 1940	15.632	década	27
Poliomielitis (aguda)	19.794	1.393	de 1950	0	década de 1960	11
Rubéola	47.745		década de 1790	0		100%
Viruela	29.005	17.337			0	100%
Hepatitis A	117.333	137	Década de 1990	15.298	18	87%
Tétanos	580	472 años	40	41	4	93%

Fuente: Roush y Murphy, JAMA, 2007



³³ "Comparaciones históricas de la morbilidad y la mortalidad por enfermedades prevenibles mediante vacunación en los Estados Unidos", JAMA (Asociación Médica Estadounidense), Roush y Murphy, 14 de noviembre de 2007

³⁴ En pocas palabras: la vacunación salva vidas. Actas de la Academia Nacional de Ciencias, Orenstein y Ahmed, 2017.

³⁵ "Cronología de los mensajes contradictorios de RFK Jr. sobre la vacuna contra el sarampión", FactCheck.org, 28 de mayo de 2026.



Pensaba que la eficacia de las vacunas era ciencia establecida desde hace décadas, pero RFK y su equipo tienen una nueva agenda³⁵ 36: • En junio de 2025, Kennedy destituyó a los 17 miembros del Comité Asesor sobre Prácticas de Inmunización y los reemplazó; según se informa, algunos de los nuevos miembros tienen antecedentes de posturas antivacunas. RFK citó conflictos de intereses como motivo de las destituciones del ACIP, aunque, como se muestra en los gráficos a continuación, dichos conflictos habían alcanzado mínimos históricos en el momento de la destitución de los miembros³⁶ F

37

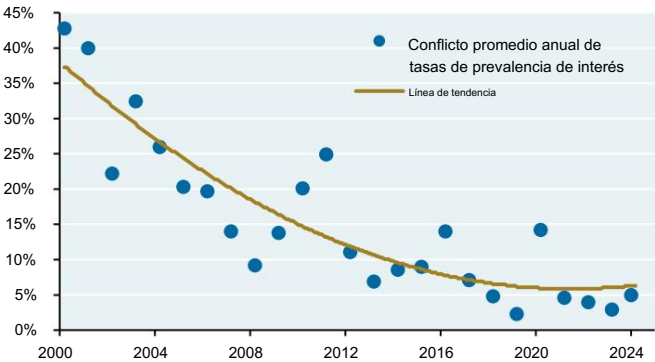
- En los últimos meses, funcionarios de la FDA han retrasado o bloqueado la publicación de estudios que respaldan la seguridad de vacunas ampliamente utilizadas contra la COVID-19 y el herpes zóster. Los estudios, realizados por científicos de la FDA que analizaron millones de historiales clínicos de pacientes, concluyeron que los efectos secundarios graves son muy poco frecuentes.
 - Se ordenó a los científicos que retiraran dos estudios sobre la vacuna contra la COVID-19 que habían sido aceptados por revistas médicas.
- Estas acciones se suman a las decisiones de recortar la financiación para la investigación del desarrollo de vacunas, de publicar información no verificada que genera dudas sobre las vacunas y de bloquear otra información que respalda su seguridad, incluyendo el bloqueo de un artículo de científicos de carrera de los CDC que indicaba que la vacuna contra la COVID-19 reducía drásticamente las probabilidades de hospitalizaciones y visitas a urgencias.

Aaron Kesselheim, profesor de la Facultad de Medicina de Harvard especializado en la regulación de la FDA, sugirió que la solicitud de retirar los artículos constituía un acto de censura, y añadió que «en cualquier otro momento histórico, esto sería un escándalo mayúsculo que daría lugar a audiencias en el Congreso y a la dimisión de los dirigentes». Jeanne Marrazzo, exfuncionaria de los NIH y directora ejecutiva de la Sociedad de Enfermedades Infecciosas de Estados Unidos, afirmó que la retirada de artículos de la publicación por parte de los líderes de la FDA es un acto de «sabotaje».

Un artículo de opinión publicado en octubre de 2025 en el Washington Post, titulado «Seis cirujanos generales: Es nuestro deber advertir a la nación sobre RFK Jr.», fue escrito por cirujanos generales que sirvieron bajo las administraciones de Bush padre, Clinton, Bush hijo, Obama, Trump y Biden. Su preocupación radicaba en la «profunda, inmediata e inédita amenaza para la salud pública» que representaba RFK. Describen el período actual como uno en el que la ciencia y la experiencia quedan relegadas a un segundo plano frente a la ideología y la desinformación.

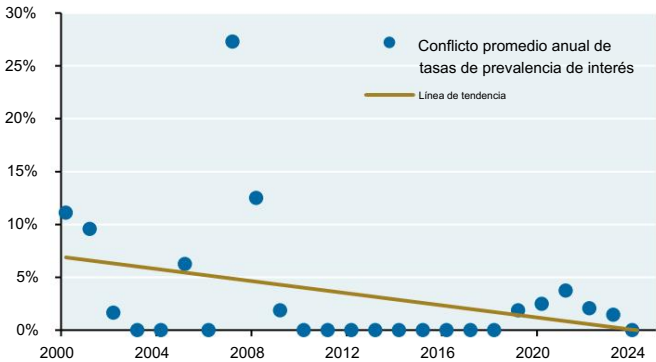
En un artículo anterior expliqué por qué considero al Secretario de Defensa Robert McNamara y al Fiscal General John Mitchell los dos miembros del gabinete más controvertidos de los últimos sesenta años. Concluí diciendo que ahora podían estar más tranquilos, ya que RFK estaba a punto de reemplazarlos. Poco ha cambiado desde entonces.

Tasas de prevalencia de conflicto de intereses (COI) en los CDC
Comité Asesor sobre Prácticas de Inmunización, Porcentaje



Fuente: CDC, VRBPAC, Centro Schaeffer de la USC, 18 de agosto de 2025

Tasas de prevalencia de COI en la base de datos de vacunas y enfermedades relacionadas de la FDA.
Comité Asesor de Productos Biológicos, Porcentaje



Fuente: CDC, VRBPAC, Centro Schaeffer de la USC, 18 de agosto de 2025

³⁶ “La FDA bloqueó la publicación de una investigación que concluía que las vacunas contra la COVID-19 y el herpes zóster eran seguras”, New York Times, mayo 5 de diciembre de 2026; The Conversation, 18 de diciembre de 2025

³⁷ “Conflictos de interés en los comités asesores federales sobre vacunas”, JAMA Research Letters, Genevieve Kanter et al., Centro Leonard Schaeffer de Política y Economía de la Salud, Universidad del Sur de California, 18 de agosto de 2025.

Los conflictos de interés financieros para cada reunión de votación del ACIP se obtuvieron de una base de datos de declaraciones de los CDC creada por el HHS, que incluye relaciones pasadas, presentes y pendientes. Se espera que los miembros del ACIP se abstengan de participar en deliberaciones y votaciones relacionadas con cualquier producto para el que tengan un conflicto actual.

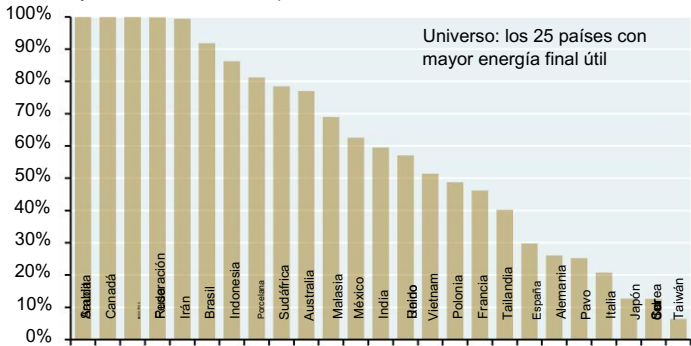


[11] Independencia energética y transición energética: Estados Unidos avanza solo

Como uno de los pocos grandes consumidores de energía que obtiene casi el 100% de sus necesidades energéticas a nivel nacional, Estados Unidos ha dado un giro de 180 grados, como se muestra en el tercer gráfico, al restar importancia a la inversión en la generación de energía con bajas emisiones. Esto contrasta con la mayoría de las demás regiones, excepto Oriente Medio. El resultado: como se muestra en el segundo gráfico, Estados Unidos también está experimentando un ritmo de descarbonización más lento que otras regiones. Esto podría parecer una política sensata para Estados Unidos, dado su estatus actual como exportador neto de combustibles fósiles. Pero como la mayoría de las materias primas se cotizan a nivel mundial, los precios de las materias primas en Estados Unidos se dispararon tras el inicio de la guerra con Irán. Si bien la energía renovable implica una exposición sustancial a las cadenas de suministro chinas, las consecuencias de una mayor exposición al aumento de los precios de los combustibles fósiles han empujado a muchos otros países en la dirección opuesta a la de Estados Unidos. El lado positivo: como se muestra en el último gráfico, la intensidad del petróleo en el crecimiento del PIB y las ganancias corporativas de Estados Unidos se ha desplomado desde 1990.

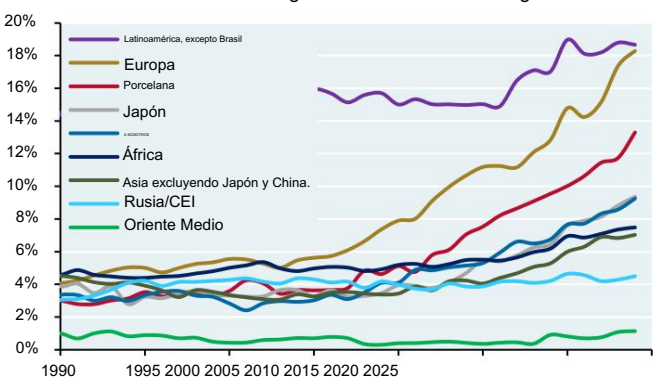
Autosuficiencia energética final útil

Porcentaje del consumo final de energía útil procedente de fuentes renovables, nucleares y combustibles fósiles de producción nacional.



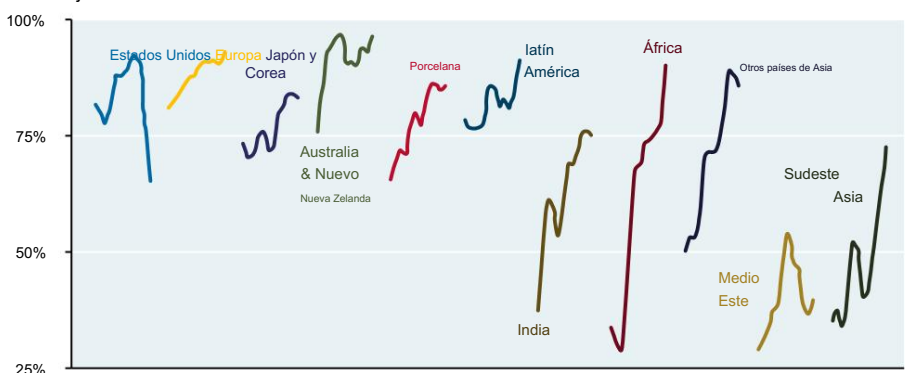
Fuente: Instituto de Energía, IEA, JPMAM, 2025

La descarbonización ha sido una transición industrial mayoritariamente lineal desde 2010. Cuota de energías renovables en la energía final útil.



Fuente: Instituto de Energía, IEA, JPMAM, 2025

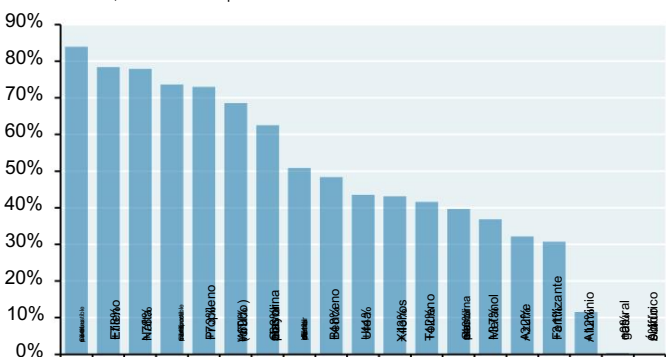
Porcentaje de la inversión total en generación de electricidad procedente de fuentes de bajas emisiones, Porcentaje 2015-2026



Fuente: IEA, JPMAM, 2026

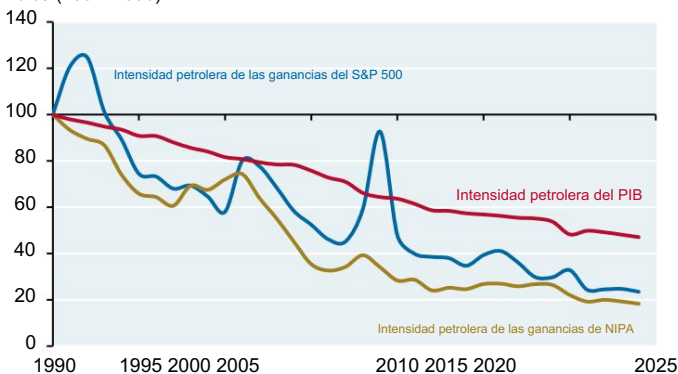
Para obtener mucha más información sobre el panorama energético de EE. UU. y del mundo, consulte nuestro 16.º informe anual Eye on the Market sobre energía [aquí](#).

Cambio en los precios de las materias primas estadounidenses desde el inicio de la guerra con Irán hasta 7 de abril de 2026, % de cambio de precio



Fuente: Bloomberg, JPMAM, 7 de abril de 2026. Variación del precio respecto al cierre del último día hábil antes de la guerra con Irán (27 de febrero de 2026).

Intensidad petrolera de la economía estadounidense Índice (100 = 1990)



Fuente: Energy Institute, S&P, BEA, JPMAM, 2025

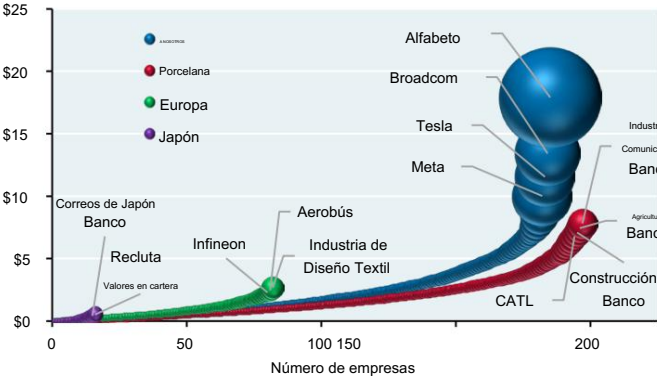


Apéndice I: En el calendario de OPI, oferta, demanda, plazos de flotación libre y rendimiento

Con tres grandes OPV previstas para este año, quería abordar algunos temas relacionados. El primero es un gráfico que muestra el dominio de las OPV estadounidenses en el siglo XXI . Este enfoque, que muestra el número de OPV y su capitalización bursátil acumulada actual, es una adaptación del informe Draghi de septiembre de 2024, cuyo objetivo era impulsar a Europa a un mayor nivel de emprendimiento, competitividad y formación de capital (no hay pruebas de que las reformas se hayan adoptado ni de que se hayan logrado los resultados deseados). El segundo gráfico muestra la capitalización bursátil total de las empresas estadounidenses que realizaron OPV como porcentaje de la capitalización bursátil total; no nos centramos únicamente en los ingresos de las OPV , ya que la mayor parte del resto de la empresa suele venderse a inversores en un plazo de 12 a 18 meses. Ha habido mucha preocupación por el declive de las OPV en comparación con la década de 1990, pero este año parece que se está produciendo un cambio muy significativo.

Creación de nuevas empresas públicas en el siglo XXI

Capitalización de mercado acumulada en billones de dólares estadounidenses.



Fuente: Bloomberg, JPMAM, 15 de junio de 2026

Capitalización bursátil de las empresas que salieron a bolsa como porcentaje de la capitalización bursátil total de EE. UU.

Capitalización bursátil de la OPV en el primer cierre / Capitalización bursátil total de EE. UU.

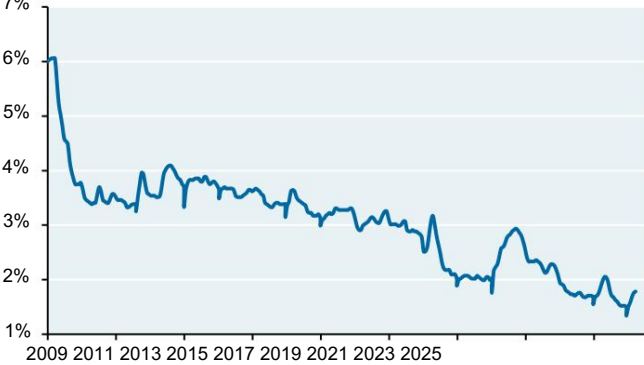


Fuente: Jay Ritter (Universidad de Florida), Banco Mundial, Bloomberg, JPMAM, 15 de junio de 2026

Existe cierta preocupación sobre la capacidad de los inversores del mercado de renta variable para absorber estas captaciones de capital, en parte debido al bajo nivel de los saldos de efectivo de los fondos mutuos. Sin embargo, al observar el ritmo de las recompras brutas en comparación con los ingresos de la emisión de OPI más el valor de las acciones de los períodos de bloqueo vencidos, el saldo neto sigue pareciendo positivo (es decir, en contraste con las condiciones netas negativas que prevalecieron a finales de la década de 1990). Las fusiones y adquisiciones pueden ser otra fuente de liquidez para las OPI: la actividad de fusiones y adquisiciones en EE. UU. ha sido resiliente con ~\$900 mil millones en transacciones anunciadas en lo que va del año (+48% en comparación con 2025), y el efectivo ha representado ~70% de la contraprestación para las fusiones y adquisiciones anunciadas este año37F 38.

Saldos en efectivo de fondos mutuos de renta variable estadounidenses, % del total de activos

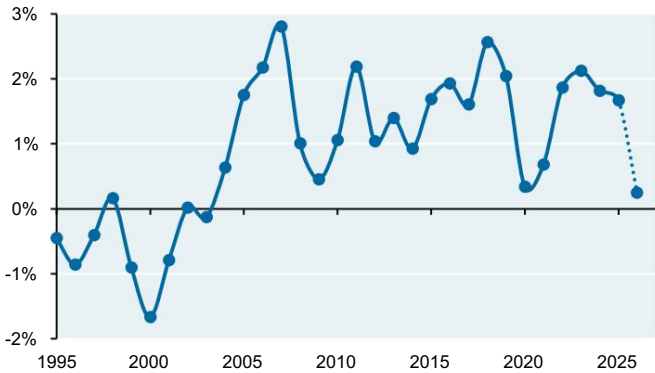
Por ciento



Fuente: ICI, JPMorgan Flows & Liquidity, marzo de 2026

Participación de la demanda neta de acciones estadounidenses en la capitalización de mercado del índice Russell 3000

Recompras brutas menos emisiones de acciones y acciones procedentes de períodos de restricción de venta vencidos



Fuente: Goldman Sachs Global Investment Research, 29 de mayo de 2026

38 “La demanda de acciones corporativas debería superar la oferta récord de OPV en 2026”, Goldman Sachs (Ben Snider), Portfolio



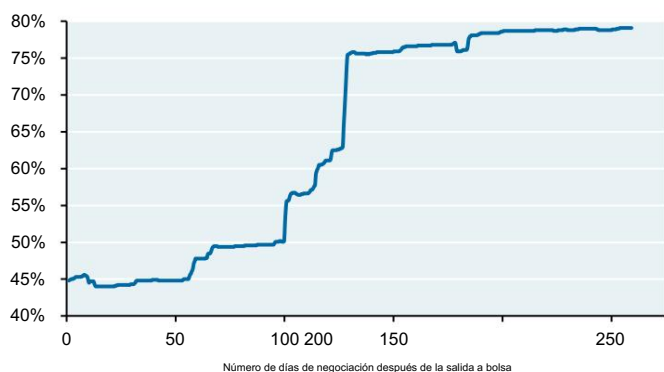
Cronogramas de flotación libre de la OPI

Los índices como el S&P 500 se ponderan por capitalización de mercado ajustada por flotación; es decir, acciones disponibles para la negociación pública en el mercado secundario, excluyendo las acciones restringidas y bloqueadas. JP Morgan Global Market Strategy analizó las 10 mayores OPI desde 2010³⁹. Como se muestra en los dos primeros gráficos, este grupo salió a bolsa con una participación flotante promedio del 45%, que aumentó al 75% al expirar los bloqueos de la OPI. La participación flotante generalmente aumenta en ese punto por dos razones: primero, los inversores internos y los inversores previos a la OPI venden acciones en el mercado secundario. Segundo, después de que expira el bloqueo, las acciones en poder de empleados no internos e inversores no estratégicos con participaciones inferiores al 10% se contabilizan para la flotación libre independientemente de si venden sus acciones.

Los plazos de flotación libre varían sustancialmente según el universo elegido. El tercer gráfico muestra el plazo de flotación libre para todas las OPI desde 2003 y las grandes OPI con baja flotación inicial en comparación con el grupo de JPM. El cuarto gráfico muestra estimaciones del plazo de flotación libre de SpaceX⁴⁰. La flotación de SpaceX comienza en ~5% de su propia capitalización de mercado y 0,1% de la capitalización total del mercado de valores; para julio de 2027, esta última cifra podría alcanzar el 2,9% del mercado de valores total.

Promedio de acciones en circulación de las 10 mayores OPV desde 2010

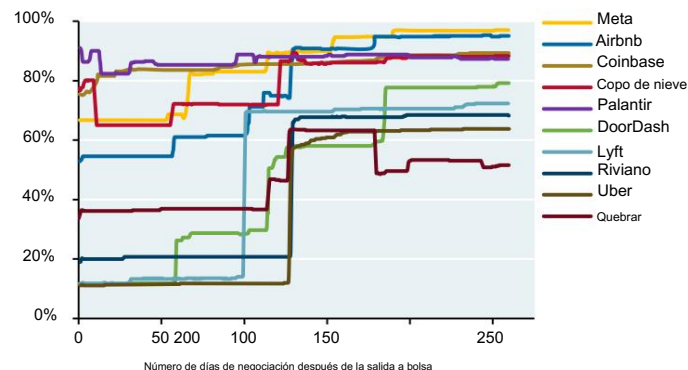
Participación flotante libre de la clase de acciones que cotizan en bolsa



Fuente: JP Morgan Flows & Liquidity, 13 de mayo de 2026

Acciones en circulación de las 10 mayores OPV desde 2010

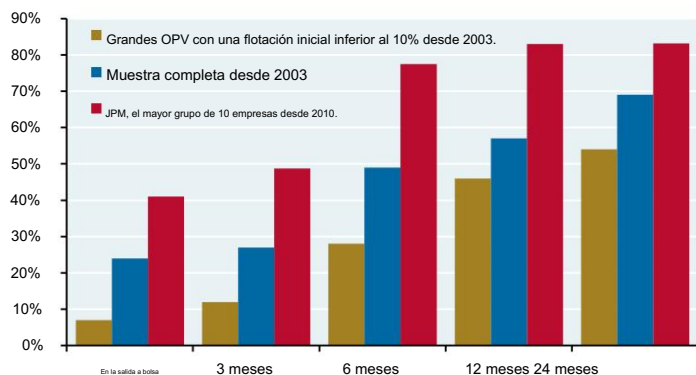
Participación flotante libre de la clase de acciones que cotizan en bolsa



Fuente: JP Morgan Flows & Liquidity, 13 de mayo de 2026

Mediana de acciones en circulación libre tras la salida a bolsa

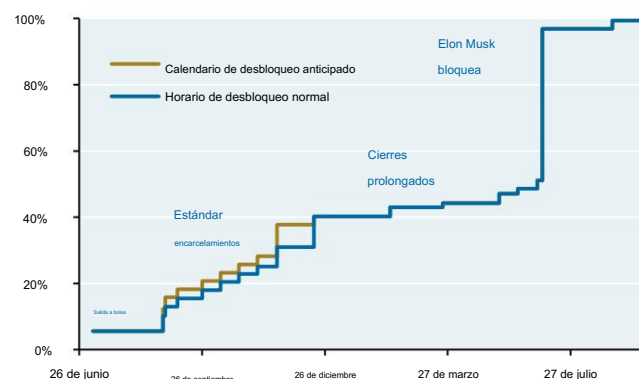
Mediana de acciones en circulación libre de la clase de acciones que cotizan en bolsa



Fuente: Goldman Sachs, JP Morgan, junio de 2026

Estimaciones del cronograma de flotación libre de SpaceX

% de la capitalización de mercado de SpaceX



Fuente: Rand Group Research, junio de 2026

³⁹ "Revisión de la oferta y la demanda de acciones de las próximas OPI", Informe de flujos y liquidez de la estrategia de mercados globales de JP Morgan, 13 de mayo de 2026. En el análisis, JPM incluyó a Palantir como una OPI, aunque en realidad se trataba de una cotización directa en la que las acciones existentes en poder de los directivos se cotizan directamente en una bolsa sin un suscriptor.

⁴⁰ El primer tramo de acciones de SpaceX se desbloqueará dos días después de que la compañía publique sus resultados del segundo trimestre de 2026, previstos para mediados de agosto. El tramo final se desbloqueará 180 días después de la salida a bolsa, a mediados de diciembre. La propia salida a bolsa liberará el 4,3% de la capitalización bursátil de la compañía, o el 4,9% si se ejerce la opción de sobreasignación. Musk posee otro 42% y está sujeto a un periodo de bloqueo de un año. Ciertos inversores importantes también han acordado un periodo de bloqueo de un año, pero no se han revelado ni su identidad ni sus participaciones. Entre el 40% y el 50% de las acciones de SpaceX podrían desbloquearse entre mediados de agosto y mediados de diciembre, lo que representa aproximadamente 900.000 millones de dólares estadounidenses. Si el precio de las acciones sube, la cifra podría superar el billón de dólares estadounidenses. Fuente: Gavekal Research, 12/06/2026

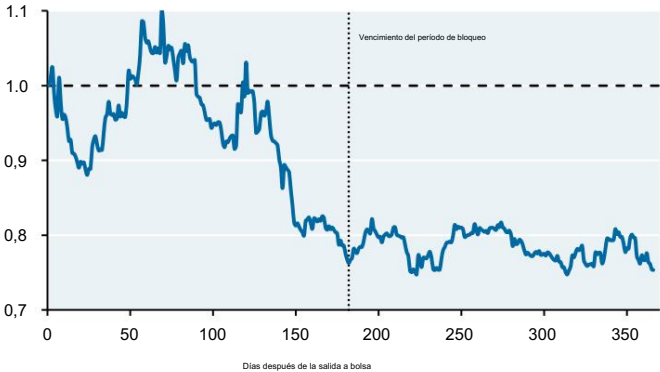


Rendimiento de la OPV desde el cierre del primer día hasta el final del período de bloqueo.

Utilizando la cohorte de JPM de las 10 mayores acciones desde 2010, quisimos ver si existían tendencias notables en el desempeño de las OPI al acercarse el final de los períodos de bloqueo. Como se muestra a continuación, hubo un patrón consistente de caída en los precios de las OPI para esta cohorte a medida que se acercaba el final del período de bloqueo. Cabe señalar que mostramos los rendimientos netos del NASDAQ para aislar los rendimientos excedentes en lugar de los rendimientos absolutos, y estamos considerando los rendimientos desde el cierre del primer día en lugar del precio de la OPI. Estos hallazgos son consistentes con la investigación académica y nuestra propia investigación que encuentra rendimientos negativos anómalos al acercarse el final de los períodos de bloqueo. Esto tiene implicaciones para los inversores que podrían considerar construir posiciones en empresas que realizan OPI en el mercado secundario si no pueden obtener una asignación de OPI.

Rendimiento relativo de las 10 mayores OPV desde 2010

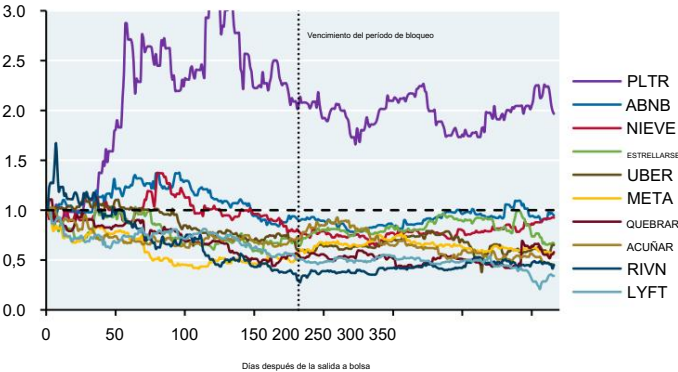
Rendimiento promedio del precio en relación con el índice Nasdaq 100 (1 = primer cierre)



Fuente: Bloomberg, JPMAM, 10 de junio de 2026

Rendimiento relativo de las 10 mayores OPV desde 2010

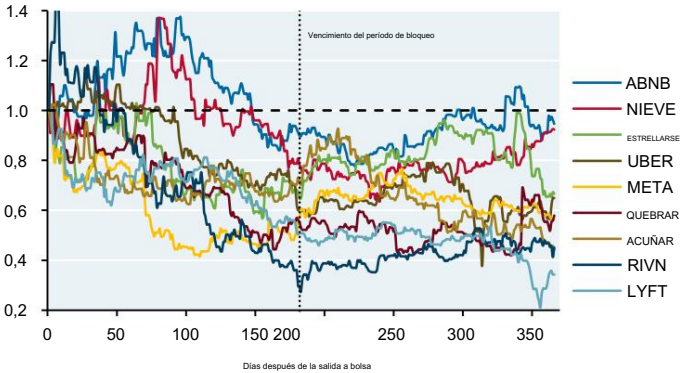
Rendimiento del precio en relación con el índice Nasdaq 100 (1 = primer cierre)



Fuente: Bloomberg, JPMAM, 10 de junio de 2026

Las 10 mayores OPV desde 2010: rendimiento relativo (excluyendo PLTR)

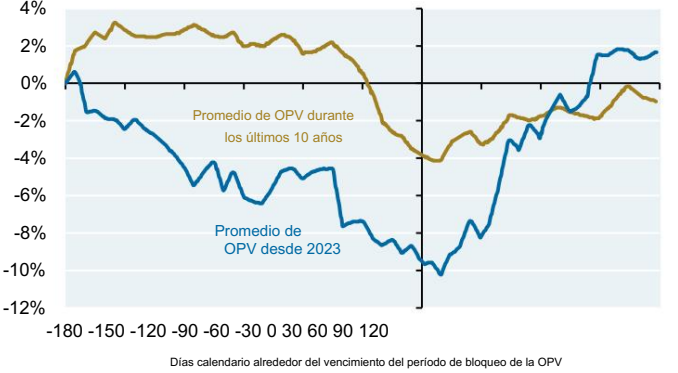
Rendimiento del precio en relación con el índice Nasdaq 100 (1 = primer cierre)



Fuente: Bloomberg, JPMAM, 10 de junio de 2026

Rentabilidad acumulada en torno al vencimiento del período de bloqueo de la OPV.

Porcentaje de OPV estadounidenses con un valor superior a 25 millones de dólares desde 2017.



Fuente: Goldman Sachs, abril de 2026

En 2026, las diez mayores OPV han tenido un buen desempeño desde su salida a bolsa, pero todas se encuentran aún dentro de sus períodos de restricción de venta. Nótese cómo la rentabilidad media y la mediana disminuyen si utilizamos los precios de cierre iniciales en lugar del precio de salida a bolsa.

Las diez mayores OPV estadounidenses en 2026 por fondos recaudados.

	Fondos recaudados	Días		Ganancia vs				Ganancia vs primer cierre
		Desde la salida a bolsa	Precio de la salida a bolsa	Primer cierre	Precio actual	Ganancia con respecto a la salida a bolsa		
1. Corporación de Tecnologías de Exploración Espacial.	\$75,000,006,000	11	\$135	\$161	\$155	15%	\$311	\$224 \$33 \$41
2 Cerebras Systems Inc.	\$5,550,000,000	40	\$185	\$32	\$39	\$37	\$36	\$20 21% -28%
3 Innio NV	\$2,430,000,000	19	\$27	\$22	\$60	\$68	\$29	52% 24%
4 Madison Air Solutions Corporation 5 Fervo	\$2,232,692,370	68	\$27	\$62	\$39	\$46	\$29	43% 21%
Energy Company 6 Blackstone	\$1,890,000,000	41	\$27	\$20				35% 0%
Digital Infrastructure Trust Inc.	\$1,750,000,000	40	\$20					8% 9%
7 Quantinuum Inc.	\$1,680,000,000	19	\$60					14% 13%
8 Forgent Power Solutions, Inc.	\$1,512,000,000	138	\$27					129% 113%
9 Arxis, Inc.	\$1,134,000,000	68	\$28					65% 19%
10 X-Energy, Inc.	\$1,017,857,180	60	\$23					-12% -31%
				Promedio:				37% 14%
				Mediana:				28% 11%

Fuente: Bloomberg, JPMAM, 22 de junio de 2026

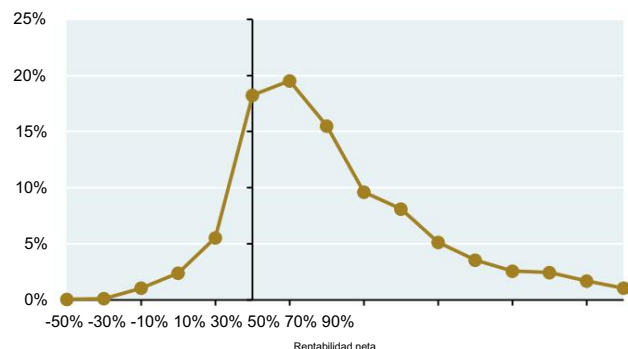


Algunas estadísticas adicionales de nuestro análisis de OPI de 202340F⁴¹

Desde el precio de salida a bolsa hasta 7 días después (operaciones a corto plazo). Para los inversores que compraron acciones de empresas que no son SPAC desde 2010, la rentabilidad neta media y mediana, basada en un período de tenencia de 7 días, fue sustancialmente positiva para todos los sectores y subsectores analizados. Al considerar el conjunto de todos los sectores, la rentabilidad neta media y mediana fue positiva cada año. En este análisis, la rentabilidad neta se calcula en comparación con el índice S&P Small Cap Growth.

Distribución de los rendimientos netos, todos los sectores, H=7 días

Excluyendo SPACs, N=1716, >\$50 millones, H=7 días, vs S&P Small Cap Growth

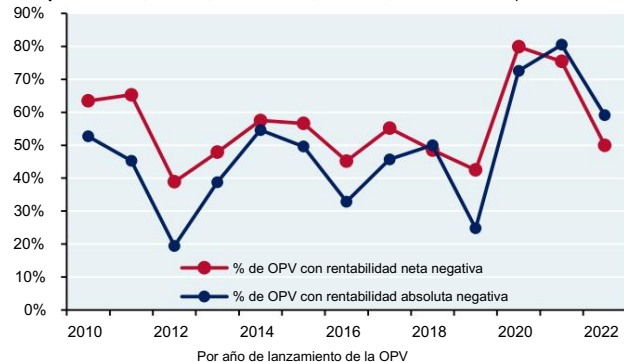


Bloomberg, JPMAM. 07/07/2023

Para los inversores en OPI con períodos de tenencia más largos, los resultados fueron bastante desalentadores entre 2010 y 2022. El primer gráfico muestra la alta proporción de OPI con rentabilidades negativas durante dos años, tanto en términos absolutos como en relación con un índice de referencia de renta variable. El segundo gráfico muestra ratios de precio/ventas de OPI en aumento y una proporción creciente de OPI con beneficios negativos cuando las empresas salieron a bolsa. Cabe aclarar que estas cifras excluyen las SPAC, que por regla general fueron mucho peores en todos los aspectos. El tercer gráfico muestra las rentabilidades medias y medianas. ¿A qué se debe esta diferencia? Las rentabilidades medias se vieron impulsadas por un número muy reducido de empresas con resultados excepcionales, como indica la distribución asimétrica de las rentabilidades a la derecha.

Porcentaje de OPV con rentabilidad negativa: Todos los sectores

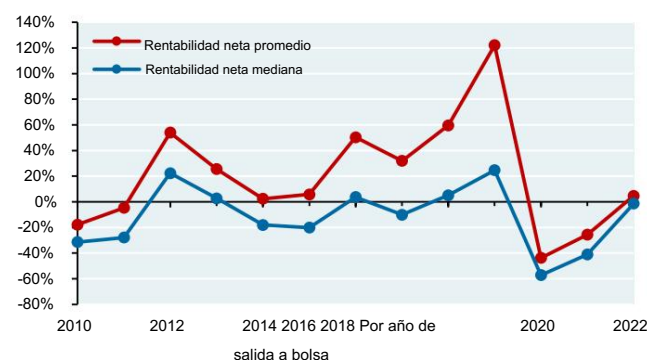
Excluyendo SPACs, N=1717, >\$50 millones, H=2 años, vs S&P Small Cap Growth



Bloomberg, JPMAM. 07/12/2023

Rentabilidad neta anual, todos los sectores

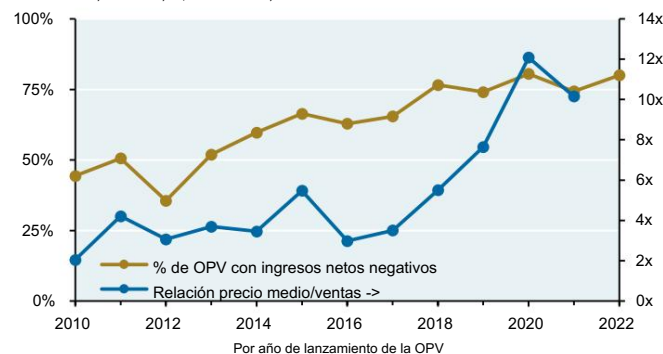
Excluyendo SPACs, N=1717, >\$50 millones, H=2 años, vs S&P Small Cap Growth



Bloomberg, JPMAM. 07/07/2023

Estadísticas financieras en el momento de la salida a bolsa, todos los sectores.

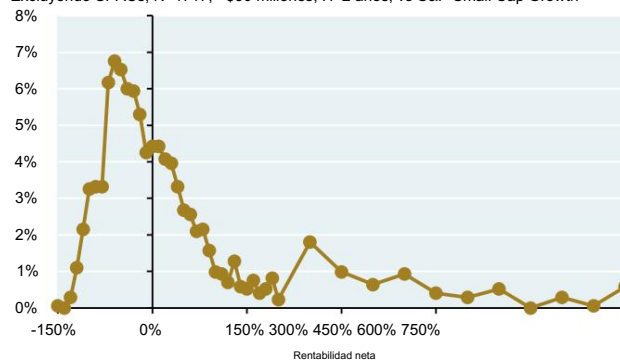
excl. SPACs, N=1717, >\$50 millones, H=2 años



Bloomberg, JPMAM. 16/07/2023

Distribución de los rendimientos netos, todos los sectores, H=2 años

Excluyendo SPACs, N=1717, >\$50 millones, H=2 años, vs S&P Small Cap Growth



Bloomberg, JPMAM. 07/11/2023

⁴¹ "El viaje salvaje del Sr. Sapo: el impacto de las OPV estadounidenses de bajo rendimiento en 2020 y 2021", Eye on the Market, julio de 2023.

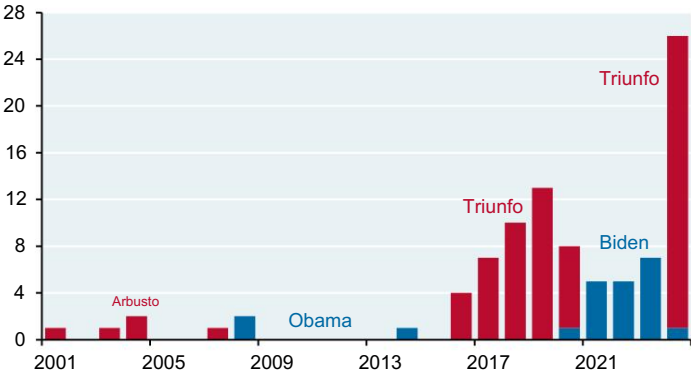


Apéndice II: La Administración Trump ha prevalecido en la mayoría de los casos en el expediente de emergencia de la Corte Suprema.

Si bien varios tribunales de distrito han fallado en contra de diversas órdenes, acciones y políticas de la Administración, a principios de este La Corte Suprema ha suspendido o revocado muchos de esos fallos. Según un recuento⁴² año, el Tribunal Supremo falló a favor de la Administración Trump en 21 de los 25 casos registrados en su lista de casos de emergencia, mediante la cual decide si suspender de inmediato la orden de un tribunal inferior mientras el caso sigue su curso en el sistema judicial. El primer gráfico muestra la mayor frecuencia con la que la Administración Trump utilizó la lista de casos de emergencia en comparación con administraciones anteriores del siglo XXI .

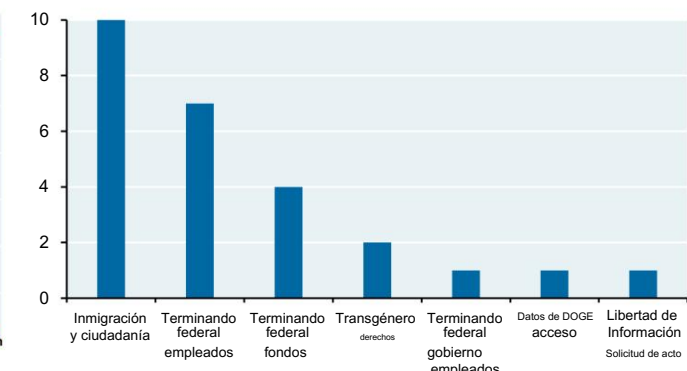
Apelaciones de urgencia ante la Corte Suprema

Periodos de sesiones de la Corte Suprema 2001-02 a 2024-25



Fuente: Steven Vladeck (Georgetown), Erwin Chemerinsky (UC Berkeley), 2026

Solicitudes de emergencia ante la Corte Suprema de la Administración Trump, Número de solicitudes



Fuente: Ballotpedia, 1 de octubre de 2025

Incluso en los pocos casos en que la Administración sufrió una derrota en el calendario de casos de emergencia, esta fue a menudo limitada y, en ocasiones, eclipsada por fallos posteriores. Entre las pocas derrotas de la Administración en el calendario de casos de emergencia:

- El Tribunal sostuvo que la ley federal limita las circunstancias bajo las cuales el Presidente puede federalizar y desplegar tropas de la Guardia Nacional para hacer cumplir la ley federal y mantener el orden en los estados, aunque este fallo no se aplica ni a la protección de la propiedad y el personal federales, ni a los despliegues dentro del Distrito de Columbia. Sostuvo que la Administración debe proporcionar mayor notificación y oportunidad de ser escuchados a los extranjeros que la Administración busca deportar bajo la Ley de Extranjeros Enemigos de 1798, aunque aún no ha resuelto la legalidad de los esfuerzos de la Administración para utilizar esta ley.
- El Tribunal rechazó suspender una orden de un tribunal de distrito que obligaba a la Administración a pagar hasta 2.000 millones de dólares a organizaciones sin fines de lucro y contratistas que ya habían realizado labores de ayuda exterior. Sin embargo, el Tribunal suspendió otra orden que habría obligado a la Administración a comprometer otros 4.000 millones de dólares de fondos asignados para ayuda exterior para trabajos adicionales antes de que expirara la asignación. Esta última decisión permitió, en la práctica, a la Administración realizar una controvertida rescisión parcial de los fondos asignados, aunque se basó principalmente en cuestiones de jurisdicción.
- En diciembre de 2025, la Corte Suprema se negó a suspender un caso presentado por jueces de inmigración que alegaban tener derecho, amparado por la Primera Enmienda, a pronunciar discursos públicos sobre la ley de inmigración. Sin embargo, meses después, la Corte sostuvo que el Cuarto Circuito había cometido un error al fallar a favor de los jueces basándose en un argumento que ellos mismos no habían planteado. Revocó el fallo del Cuarto Circuito a favor de los jueces y devolvió el caso para que dicho tribunal considerara otros aspectos del mismo.

⁴² “Una mirada retrospectiva a 2025: la Corte Suprema y la Administración Trump”, Erwin Chemerinsky (Decano de la UC)

Facultad de Derecho de Berkeley), 5 de enero de 2026

**INFORMACIÓN IMPORTANTE**

Este material se proporciona únicamente con fines informativos. Las opiniones, estimaciones y estrategias aquí expresadas constituyen el criterio de Michael Cembalest, basado en las condiciones actuales del mercado, y están sujetas a cambios sin previo aviso, pudiendo diferir de las expresadas por otras áreas de JPMorgan Chase & Co. («JPM»). Esta información no constituye en modo alguno un informe de JP Morgan Research y no debe considerarse como tal. Las empresas mencionadas se muestran únicamente con fines ilustrativos y no implican una recomendación ni un respaldo por parte de JP Morgan en este contexto.

RIESGOS Y CONSIDERACIONES GENERALES Cualquier opinión, estrategia o producto que se comente en este material puede no ser apropiado para todas las personas y está sujeto a riesgos.

Los inversores podrían recuperar menos de lo invertido, y el rendimiento pasado no es un indicador fiable de los resultados futuros. La asignación/diversificación de activos no garantiza ganancias ni protege contra pérdidas. No se debe confiar en ningún aspecto de este material de forma aislada para tomar decisiones de inversión.

EXENCIÓN DE RESPONSABILIDAD Se considera que cierta información contenida en este material es fiable; sin embargo, JPM no garantiza su exactitud, fiabilidad ni exhaustividad, ni acepta responsabilidad alguna por cualquier pérdida o daño (directo o indirecto) derivado del uso de la totalidad o parte de este material. No se ofrece ninguna garantía ni declaración con respecto a los cálculos, gráficos, tablas, diagramas o comentarios incluidos en este material, que se proporcionan únicamente con fines ilustrativos o de referencia. Los resultados y riesgos proyectados se basan exclusivamente en los ejemplos hipotéticos citados, y los resultados y riesgos reales variarán según las circunstancias específicas.

Las declaraciones prospectivas no deben considerarse garantías ni predicciones de eventos futuros. Nada de lo contenido en este documento se interpretará como la creación de un deber de diligencia o una relación de asesoramiento con usted o con terceros. Nada de lo contenido en este documento se considerará una oferta, solicitud, recomendación o asesoramiento (ya sea financiero, contable, legal, fiscal o de cualquier otra índole) por parte de JP Morgan y/o sus directivos o empleados. JP Morgan, sus filiales y empleados no brindan asesoramiento fiscal, legal ni contable. Debe consultar con sus propios asesores fiscales, legales y contables antes de realizar cualquier transacción financiera.

Para clientes de JP Morgan Asset Management:

JP Morgan Asset Management es la marca comercial del negocio de gestión de activos de JPMorgan Chase & Co. y sus filiales en todo el mundo.

En la medida en que lo permita la legislación aplicable, podemos grabar llamadas telefónicas y supervisar las comunicaciones electrónicas para cumplir con nuestras obligaciones legales y reglamentarias, así como con nuestras políticas internas. JP Morgan Asset Management recopilará, almacenará y procesará los datos personales de acuerdo con nuestras políticas de privacidad, disponibles en <https://am.jpmorgan.com/global/privacy>.

ACCESIBILIDAD

Solo para EE. UU.: Si usted es una persona con discapacidad y necesita ayuda adicional para ver el material, llámenos al 1-800-343-1113 para obtener asistencia.

Esta comunicación es emitida por las siguientes entidades: En los Estados Unidos, por JP Morgan Investment Management Inc. o JP Morgan Alternative Asset Management, Inc., ambas reguladas por la Comisión de Bolsa y Valores; en América Latina, para uso exclusivo de los destinatarios previstos, por entidades locales de JP Morgan, según corresponda; en Canadá, para uso exclusivo de clientes institucionales, por JPMorgan Asset Management (Canada) Inc., que es un administrador de cartera registrado y un agente de mercado exento en todas las provincias y territorios canadienses excepto el Yukón y también está registrado como administrador de fondos de inversión en Columbia Británica, Ontario, Quebec y Terranova y Labrador. En el Reino Unido, por JPMorgan Asset Management (UK) Limited, que está autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera; en otras jurisdicciones europeas, por JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l en Asia Pacífico ("APAC"), por las siguientes entidades emisoras y en las respectivas jurisdicciones en las que están reguladas principalmente: JPMorgan Asset Management (Asia Pacific) Limited, o JPMorgan Funds (Asia) Limited, o JPMorgan Asset Management Real Assets (Asia) Limited, cada una de las cuales está regulada por la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong; JPMorgan Asset Management (Singapore) Limited (Co. Reg. No. 197601586K), este anuncio o publicación no ha sido revisado por la Autoridad Monetaria de Singapur; JPMorgan Asset Management (Taiwan) Limited; JPMorgan Asset Management (Japan) Limited, que es miembro de la Investment Trusts Association, Japan, Japan Investment Advisers Association, Type II Financial Instruments Firms Association y Japan Securities Dealers Association y está regulada por la Financial Services Agency (número de registro "Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firm) No. 330"); en Australia, solo a clientes mayoristas según se define en las secciones 761A y 761G de la Ley de Sociedades de 2001 (Commonwealth), por JPMorgan Asset Management (Australia) Limited (ABN 55143832080) (AFSL 376919). Para todos los demás mercados en APAC, solo a los destinatarios previstos.

Para clientes de JP Morgan Private Bank:**ACCESIBILIDAD**

JP Morgan se compromete a que sus productos y servicios sean accesibles para satisfacer las necesidades financieras de todos sus clientes. Si tiene algún problema de accesibilidad, comuníquese con el Centro de Atención al Cliente de Banca Privada al 1-866-265-1727.

INFORMACIÓN SOBRE LA ENTIDAD JURÍDICA, LA MARCA Y LA NORMATIVA REGULATORIA

En Estados Unidos, JPMorgan Chase Bank, NA y sus filiales (en adelante, "JPMCB") ofrecen productos de inversión, que pueden incluir cuentas de inversión gestionadas por el banco y servicios de custodia, como parte de sus servicios fiduciarios y de administración de activos. Otros productos y servicios de inversión, como cuentas de corretaje y asesoramiento, se ofrecen a través de JP Morgan Securities LLC ("JPMS"), miembro de [FINRA](#) y [SIPC](#). JPMCB y JPMS son empresas afiliadas bajo el control común de JPM.

En Alemania, este material es emitido por JP Morgan SE, con domicilio social en Taunustor 1 (TaunusTurm), 60310 Frankfurt am Main, Alemania, autorizado por el Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) y supervisado conjuntamente por el BaFin, el Banco Central Alemán (Deutsche Bundesbank) y el Banco Central Europeo (BCE). En Luxemburgo, este material es emitido por JP Morgan SE – Sucursal de Luxemburgo, con domicilio social en European Bank and Business Centre, 6 route de Treves, L-2633, Senningerberg, Luxemburgo, autorizado por el Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) y supervisado conjuntamente por el BaFin, el Banco Central Alemán (Deutsche Bundesbank) y el Banco Central Europeo (BCE); JP Morgan SE – Sucursal de Luxemburgo también está supervisada por la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF); registrado en RCS Luxemburgo B255938. En el Reino Unido, este material es emitido por JP Morgan SE – Sucursal de Londres, con domicilio social en 25 Bank Street, Canary Wharf, Londres E14 5JP, autorizado por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) y supervisado conjuntamente por la BaFin, el Banco Central Alemán (Deutsche Bundesbank) y el Banco Central Europeo (BCE); JP Morgan SE – Sucursal de Londres también está supervisado por la Autoridad de Conducta Financiera y la Autoridad de Regulación Prudencial. En España, este material es distribuido por JP Morgan SE, Sucursal en España, con domicilio social en Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid, España, autorizado por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) y supervisado conjuntamente por la BaFin, el Banco Central Alemán (Deutsche Bundesbank) y el Banco Central Europeo (BCE); JP Morgan SE, Sucursal en España, también está supervisada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y registrada en el Banco de España como sucursal de JP Morgan SE con el código 1567. En Italia, este material es distribuido por JP Morgan SE – Sucursal de Milán, con domicilio social en Via Cordusio, n.º 3, Milán 20123, Italia, autorizada por la Autoridad Federal de Supervisión Financiera (BaFin) y supervisada conjuntamente por la BaFin, el Banco Central Alemán (Deutsche Bundesbank) y el Banco Central Europeo (BCE). JP Morgan SE – Sucursal de Milán también está supervisada por el Banco de Italia y la Comisión Nacional para las Sociedades y la Bolsa (CONSOB); registrada en el Banco de Italia como sucursal de JP Morgan SE con el código 8076; número de registro en la Cámara de Comercio de Milán: REA MI.



2536325. En los Países Bajos, este material es distribuido por JP Morgan SE – Amsterdam Branch, con domicilio social en World Trade Center, Tower B, Strawinskylaan 1135, 1077 XX, Amsterdam, Países Bajos, autorizado por el Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) y supervisado conjuntamente por el BaFin, el Banco Central Alemán (Deutsche Bundesbank) y el Banco Central Europeo (BCE); JP Morgan SE – Amsterdam Branch también está supervisada por De Nederlandsche Bank (DNB) y Autoriteit Financiële Markten (AFM) en los Países Bajos. Registrado en Kamer van Koophandel como sucursal de JP Morgan SE con el número de registro 72610220. En Dinamarca, este material lo distribuye JP Morgan SE – Copenhagen Branch, filial de JP Morgan SE, Tyskland, con domicilio social en Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V, Dinamarca, autorizado por Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) y supervisado conjuntamente por el BaFin, el Banco Central Alemán (Deutsche Bundesbank) y el Banco Central Europeo (BCE); JP Morgan SE – Copenhagen Branch, filial de JP Morgan SE, Tyskland también está supervisada por Finanstilsynet (FSA danesa) y está registrada en Finanstilsynet como sucursal de JP Morgan SE con el código 29010. En Suecia, este material es distribuido por JP Morgan SE – Stockholm Bankfilial, con domicilio social en Hamngatan 15, Estocolmo, 11147, Suecia, autorizado por el Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) y supervisado conjuntamente por el BaFin, el Banco Central Alemán (Deutsche Bundesbank) y el Banco Central Europeo (BCE); JP Morgan SE – Stockholm Bankfilial también está supervisado por Finansinspektionen (FSA sueca); registrada en Finansinspektionen como sucursal de JP Morgan SE. En Bélgica, este material es distribuido por JP Morgan SE – Sucursal de Bruselas, con domicilio social en 35 Boulevard du Régent, 1000, Bruselas, Bélgica, autorizada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) y supervisada conjuntamente por la BaFin, el Banco Central Alemán (Deutsche Bundesbank) y el Banco Central Europeo (BCE); JP Morgan SE Sucursal de Bruselas también está supervisada por el Banco Nacional de Bélgica (NBB) y la Autoridad de Servicios Financieros y Mercados (FSMA) en Bélgica; registrada en el NBB con el número de registro 0715.622.844. En Grecia, este material es distribuido por JP Morgan SE – Sucursal de Atenas, con domicilio social en la calle Haritos 3, Atenas, 10675, Grecia, autorizada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) y supervisada conjuntamente por la BaFin, el Banco Central Alemán (Deutsche Bundesbank) y el Banco Central Europeo (BCE); JP Morgan SE – Sucursal de Atenas también está supervisada por el Banco de Grecia; registrada en el Banco de Grecia como sucursal de JP Morgan SE con el código 124; número de registro de la Cámara de Comercio de Atenas 158683760001; Número de IVA 99676577. En Francia, este material es distribuido por JP Morgan SE – Sucursal de París, con domicilio social en 14, Place Vendôme 75001 París, Francia, autorizada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) y supervisada conjuntamente por la BaFin, el Banco Central Alemán (Deutsche Bundesbank) y el Banco Central Europeo (BCE) con el código 842 422 972; JP Morgan SE – Sucursal de París también está supervisada por las autoridades bancarias francesas, la Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) y la Autorité des Marchés Financiers (AMF). En Suiza, este material es distribuido por JP Morgan (Suisse) SA, con domicilio social en rue du Rhône, 35, 1204, Ginebra, Suiza, que está autorizada y supervisada por la Autoridad Suiza de Supervisión del Mercado Financiero (FINMA) como banco y agente de valores en Suiza.

En Hong Kong, este material es distribuido por JPMCB, sucursal de Hong Kong. JPMCB, sucursal de Hong Kong, está regulada por la Autoridad Monetaria de Hong Kong y la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong. En Hong Kong, dejaremos de utilizar sus datos personales para fines de marketing sin cargo alguno si así lo solicita. En Singapur, este material es distribuido por JPMCB, sucursal de Singapur. JPMCB, sucursal de Singapur, está regulada por la Autoridad Monetaria de Singapur. Los servicios de negociación, asesoramiento y gestión discrecional de inversiones le son proporcionados por JPMCB, sucursal de Hong Kong/ Singapur (según se le haya notificado). Los servicios bancarios y de custodia le son proporcionados por la sucursal de JPMCB en Singapur. El contenido de este documento no ha sido revisado por ninguna autoridad reguladora en Hong Kong, Singapur ni en ninguna otra jurisdicción. Se recomienda precaución al leer este documento. Si tiene alguna duda sobre su contenido, debe obtener asesoramiento profesional independiente. En lo que respecta a los materiales que constituyen publicidad de productos según la Ley de Valores y Futuros y la Ley de Asesores Financieros, este anuncio no ha sido revisado por la Autoridad Monetaria de Singapur. JPMorgan Chase Bank, NA, una entidad bancaria nacional constituida conforme a las leyes de los Estados Unidos, tiene una responsabilidad limitada como persona jurídica.

En lo que respecta a los países de América Latina, la distribución de este material puede estar restringida en ciertas jurisdicciones.
Emitido en Australia por JPMorgan Chase Bank, NA (ABN 43 074 112 011/Licencia AFS n.º 238367) y JP Morgan Securities LLC (ARBN 109293610).

Las referencias a «JP Morgan» incluyen a JPM, sus subsidiarias y filiales en todo el mundo. «JP Morgan Private Bank» es la marca comercial de la división de banca privada de JPM. Este material es para su uso personal y no debe ser distribuido ni utilizado por terceros, ni duplicado para uso no personal, sin nuestra autorización. Si tiene alguna pregunta o ya no desea recibir estas comunicaciones, póngase en contacto con su equipo de JP Morgan.

J.P.Morgan