

México anuncia un tímido primer recorte de tasas

Invirtiendo en México

Authors: Gabriela Soni, Head of Investment Strategy, CIO Mexico, UBS Asesores Mexico, S.A. de C.V.; Laura Assis Iragorri, UBS Financial Services Inc. (UBS FS); Alejo Czerwonko, Chief Investment Officer Emerging Markets Americas, UBS Financial Services Inc. (UBS FS)

- Una serie de factores han dificultado la gestión eficaz de la inflación por parte del banco central mexicano con las herramientas que tiene a su disposición.
- Ello ha llevado a Banxico a mantener las tasas de interés más altas durante más tiempo en comparación con otros bancos centrales de la región. El 21 de marzo, Banxico inició un ciclo de relajación con un modesto recorte de tasas de 25 puntos básicos. En nuestra opinión, Banxico seguirá relajando gradualmente su política hasta estar más convencido de que todas las medidas de inflación tienden al objetivo.
- Mantenemos una opinión positiva sobre los bonos nominales en divisa local, que deberían beneficiarse de las tasas de referencia más bajas de EE.UU. este año y cuando Banxico comience a aplicar gradualmente una política monetaria menos restrictiva. Mantenemos también una opinión positiva sobre la deuda corporativa mexicana denominada en USD. Esperamos que el peso mexicano se mantenga bien respaldado.



Fuente: Getty Images

El reto de la eficacia de la política monetaria en México

Para que un banco central pueda gestionar la inflación de manera eficaz, sus medidas deben tener unos claros canales de impacto sobre la economía real. En el caso de México, estos canales no siempre están claros. A diferencia de otros muchos países, México lidia con unos bajos niveles de inclusión financiera, una limitada profundidad financiera, una escasa penetración del crédito y una elevada informalidad laboral. En conjunto, estos factores afectan a la capacidad de la política monetaria de influir sobre la economía de la forma deseada. Como consecuencia, en lugar de actuar a través del canal de crédito, la política monetaria mexicana actúa principalmente a través de las expectativas de inflación.

Inclusión y profundidad financieras

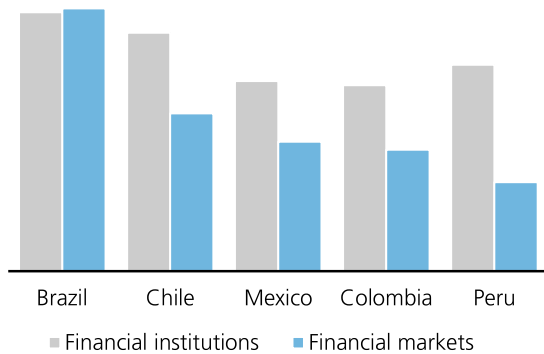
La inclusión financiera en México es especialmente baja. Una parte considerable de la población carece de acceso a los servicios bancarios básicos, lo que significa que los cambios en las tasas de interés llegan a un segmento más pequeño de la economía. Por tanto, el impacto de la política monetaria se ve atenuado debido a que una importante fracción de la actividad económica tiene lugar fuera del sistema bancario formal.

La profundidad financiera (es decir, una mayor disponibilidad de servicios financieros con más variedad de productos financieros) también es limitada en México (Fig. 1). Esta limitación implica que el sector financiero goza de

menos relevancia para la economía y que las herramientas del banco central tienen un alcance menor.

Fig. 1: El desarrollo financiero de México es limitado

Índices de desarrollo financiero, más alto significa profundidad financiera



Fuente: FMI, UBS, diciembre de 2021

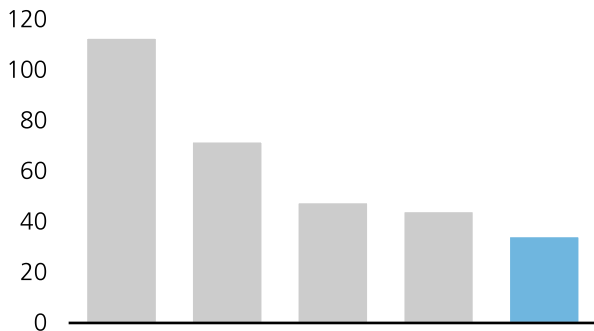
Nota: Los índices combinan profundidad, acceso y eficiencia.

Penetración del crédito e informalidad económica

La baja penetración del crédito agrava el problema, ya que un gran número de empresas y particulares no tienen acceso a préstamos (Fig. 2).

Fig. 2: El número de créditos que se conceden en México al sector privado es el menor de la región

Créditos nacionales para el sector privado, en % del PIB



Fuente: Banco Mundial, UBS, diciembre de 2022), Perú, datos de 2021

La situación se debe en parte a los elevados niveles de informalidad de la economía mexicana (Fig. 3). Los negocios y trabajadores informales no suelen participar en el sistema financiero, lo que dificulta que los cambios en la política monetaria afecten a sus decisiones de gasto e inversión.

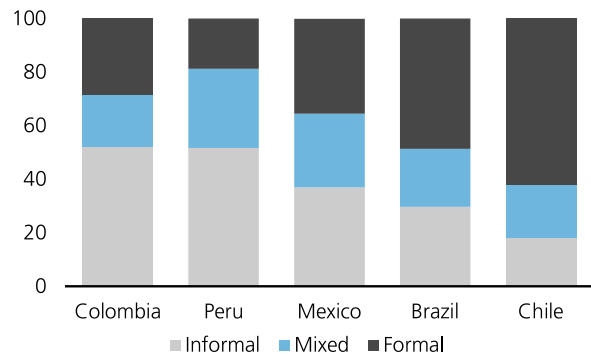
Concentración bancaria

La concentración del sector bancario en México es otro obstáculo significativo. Con siete bancos controlando casi el

80% del mercado, existe poca competencia, lo cual puede traducirse en unos costos más elevados de los préstamos y en tasas de ahorro más bajas en el caso de los consumidores y las empresas. El resultado es una transmisión más lenta y menos eficiente de los ajustes de las tasas a los prestatarios.

Fig. 3: Solo el 35% de la economía mexicana es formal

Informalidad laboral, en %



Fuente: OCDE, UBS, diciembre de 2021

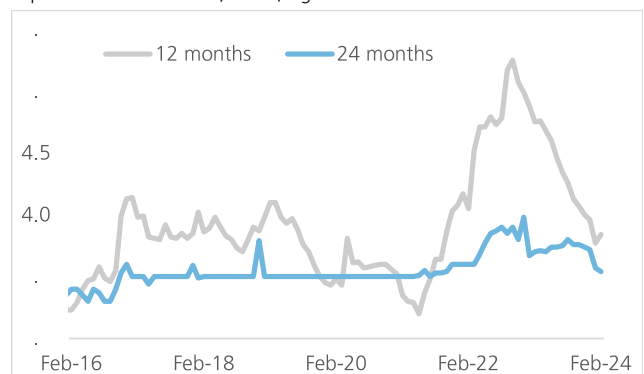
Expectativas de inflación

Dadas las limitaciones del canal del crédito en México, las expectativas de inflación son un canal de transmisión más eficiente de la política monetaria.

Con la inflación por encima del objetivo del banco central, la institución se centra en las expectativas de inflación y en si siguen ancladas. Para ello, Banxico aspira a comunicar de forma clara para aumentar la credibilidad. Las expectativas actúan como un indicador de la inflación. En México, las expectativas de inflación a largo plazo se han situado históricamente en torno al 3,5% cuando han estado ancladas y ahora las expectativas se mueven hacia esa cifra (Fig. 4).

Fig. 4: Las expectativas de inflación a largo plazo están convergiendo hacia el 3,5%

Expectativas de inflación, en %, siguientes meses

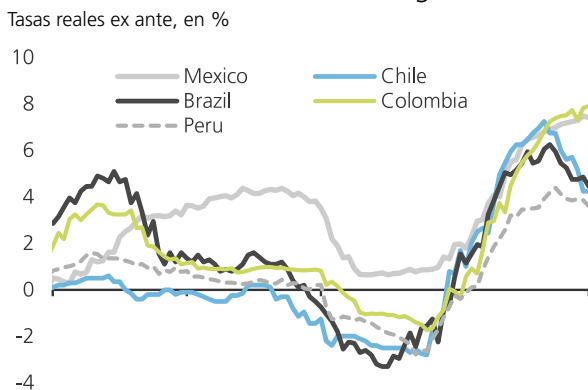


Fuente: Banco central, UBS, a 28 febrero de 2024

A la zaga del ciclo de relajación de Latinoamérica

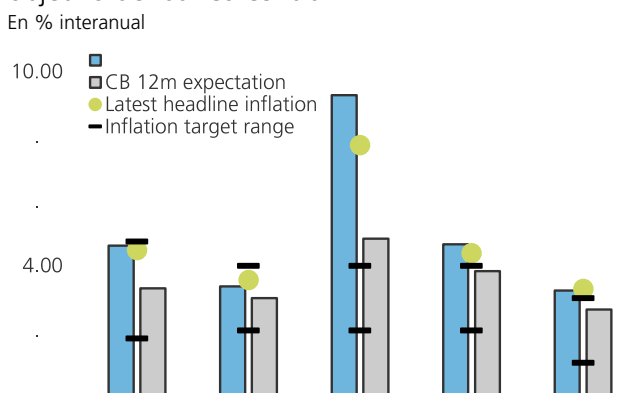
México fue el último país de la región en iniciar medidas de relajación. Actualmente, tiene la segunda tasa real ex ante más alta, solo por detrás de Colombia (Fig. 5). Las tasas reales ex ante son la diferencia entre la tasa oficial y las expectativas de inflación y, por tanto, actúan como un indicador de la política monetaria de un país. Contrario a Chile y Brasil, que ya han alcanzado el rango objetivo, la inflación en México sigue por encima del objetivo (Fig. 6). Es notable que las restricciones en México fueron más prolongadas, lo cual puede deberse a la menor eficacia de la transmisión de la política monetaria.

Fig. 5: Las tasas reales ex ante en Colombia y México son las más altas de la región



Fuente: Bancos centrales, UBS, a 28 febrero de 2024

Fig. 6: La inflación en México está convergiendo al objetivo del banco central



Fuente: Bancos centrales, autoridades estadísticas, UBS, a 28 febrero de 2024

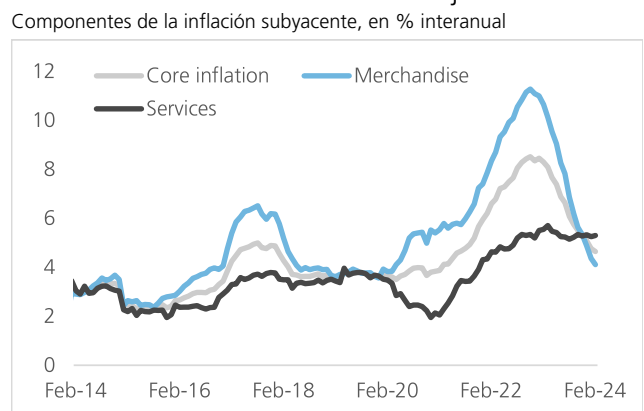
Política monetaria aplicada: un moderado recorte de 25 p. b.

El 21 de marzo, Banxico marcó el inicio del ciclo de relajación con un modesto recorte de las tasas de interés de 25 puntos básicos.

En el anuncio de la política monetaria, se llamó a la cautela y la junta siguió sin comprometerse con nuevas medidas de relajación. La junta señaló que la inflación general y subyacente han seguido bajando, aunque siguen por encima del objetivo. No obstante, cabe destacar que la disminución de la inflación de los servicios ha sido más prolongada (Fig. 7). La inflación de los servicios persiste, situándose por encima del 5% durante 19 meses y por encima de la media anterior a la pandemia (3,0%) aproximadamente 33 meses. La junta resaltó, además, que esperaba que la inflación alcanzará el objetivo para el 2T2025.

En nuestra opinión, la decisión del banco central también se debió a la tasa real ex ante excesivamente restrictiva, que alcanzó el 7,4% en febrero. En concreto, se ha ajustado unos 100 p. b. desde que Banxico cesara las subidas, sobre todo por las expectativas de inflación más bajas. Asimismo, la inflación anual está convergiendo a la media anterior a la pandemia del país del 4,0% (Fig. 8), el peso mexicano se ha mantenido resiliente y los índices de difusión han mejorado (estos indican si la mayoría de los componentes de la inflación cambian a un ritmo superior o inferior al objetivo).

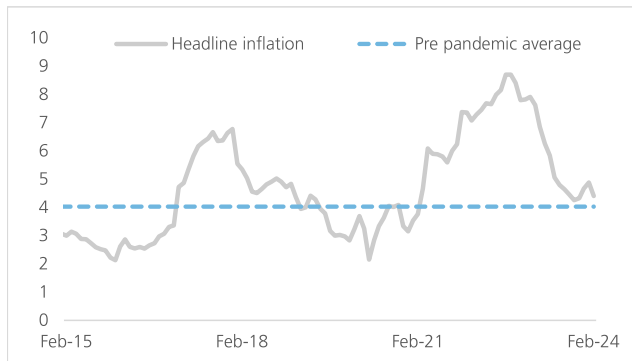
Fig. 7: La inflación de los servicios sigue sin mostrar una clara tendencia a la baja



Fuente: INEGI, UBS, a 28 de febrero de 2024

Fig. 8: La inflación general está convergiendo a su media anterior a la pandemia

Inflación general, en % interanual



Fuente: INEGI, UBS, a 28 de febrero de 2024

Próximos pasos

Esperamos que el banco central siga relajando su política gradualmente, con moderados recortes de tasas de 25 p. b. hasta estar más convencido de que todas las medidas de inflación tienden al objetivo.

Otro factor a tener en cuenta es la necesidad de una mayor claridad en lo que respecta a cómo gestionará la Reserva Federal estadounidense su propio ciclo. La Fed sigue esperando un aumento de la confianza en que la inflación baje de forma sostenible hacia el 2%. Durante la última rueda de prensa, Jerome Powell, el Presidente de la Fed, comentó que, a pesar del «considerable progreso» hacia la moderación de la inflación, sigue demasiado alta y «el camino por recorrer es incierto». Esperamos que la Fed aplique recortes en junio, lo cual se traducirá en una mayor probabilidad de que Banxico siga bajando las tasas.

Conclusión

La eficacia de la política monetaria de México se ve obstaculizada por cuestiones estructurales de la economía, entre las que se encuentran unos bajos niveles de inclusión financiera, una limitada profundidad financiera, una escasa penetración del crédito, una elevada informalidad y la concentración del sector bancario. Hasta que no se resuelvan estos problemas subyacentes, es posible que la capacidad del banco central de influir en la economía a través del canal del crédito siga siendo limitada. Creemos que esta puede ser una de las razones que se esconden detrás de la prolongada postura restrictiva de México en comparación con otros mercados emergentes, por ejemplo. Así, el canal de las expectativas de inflación propició la decisión de Banxico de iniciar el ciclo de relajación.

Perspectivas de inversión

Bonos en moneda local

Mantenemos una opinión positiva sobre los bonos nominales en divisa local, que deberían beneficiarse de las

tasas de referencia más bajas de EE.UU. este año y cuando Banxico comience a aplicar gradualmente una política monetaria menos restrictiva. Las tasas mexicanas siguen elevadas y ofrecen un decente diferencial en comparación con las tasas estadounidenses. Teniendo en cuenta nuestro escenario base, vemos margen de reducción en la tasa terminal implícita cuando la Fed comience a recortar las tasas en junio.

USD/MXN

Creemos que el hecho de que Banxico relaje su política antes que la Fed no supondrá un riesgo significativo para el peso mexicano. Es probable que el diferencial de las tasas oficiales entre México y EE.UU. siga siendo favorable para el MXN, a pesar de contraerse moderadamente a medida que avance el año. Los precios del mercado implican un diferencial de tasas de 525 p. b. a finales de 2024 en comparación con su media a largo plazo del 4,7%. En este contexto, es probable que el peso mexicano resista, en nuestra opinión.

Bonos corporativos denominados en USD

También tenemos una opinión positiva sobre la deuda corporativa mexicana. Entre los emisores de deuda corporativa mexicana que contempla la CIO, se encuentran grandes empresas con una importante actividad en el extranjero, lo que, a nuestro juicio, mitiga en parte el riesgo soberano subyacente. Además, muchas cuentan con equipos directivos de primer nivel con un historial contrastado de manejo de distintas fases del ciclo económico, balances líquidos y razones de apalancamiento saneadas.

Anexo

Inversiones en mercados emergentes

Los inversores deben ser conscientes de que los activos de los mercados emergentes están sujetos, entre otros, a posibles riesgos derivados de la volatilidad de las divisas y a cambios bruscos en el coste del capital y en las perspectivas de crecimiento económico, así como a riesgos normativos y sociopolíticos, al riesgo derivado de los tipos de interés y a un mayor riesgo crediticio. A veces, los activos pueden ser muy poco líquidos y las condiciones de liquidez pueden empeorar bruscamente. En líneas generales, CIO GWM recomienda únicamente títulos que considera que cumplen las normas de inscripción federales de Estados Unidos (art. 12 de la Ley del Mercado de Valores estadounidense de 1934) y las normas de inscripción propias de cada estado (conocidas como «leyes de cielo azul»). Los posibles inversores deben tener en cuenta que, en la medida permitida por la legislación estadounidense, CIO GWM podría recomendar ocasionalmente algunos bonos no inscritos conforme a las leyes federales o estatales sobre valores. Estos bonos pueden emitirse en jurisdicciones donde el nivel requerido de información por parte de los emisores no sea tan frecuente o exhaustivo como el exigido por el ordenamiento jurídico estadounidense. Se aconseja a los inversores interesados en mantener bonos a largo plazo que seleccionen los valores de los estados soberanos con las calificaciones más altas (en la franja del grado de inversión). Así se reduce el riesgo de que un inversor pueda acabar en posesión de bonos cuyo emisor soberano incurra en impago. Los bonos con una calificación inferior al grado de inversión solamente son recomendables para clientes con una tolerancia al riesgo más alta que deseen adquirir bonos de mayor rentabilidad durante plazos más cortos.

Información distribuida por UBS Asesores México, S.A. de C.V. («UBS Asesores»), una filial de UBS Switzerland AG, constituida como un asesor de inversión no independiente según la legislación mexicana debido a la relación con un banco extranjero. UBS Asesores está registrada con el número 30060-001-(14115)-21/06/2016 y está sujeta a la supervisión de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) exclusivamente en lo relativo a la prestación de i) servicios de gestión de carteras, ii) servicios de asesoramiento de inversión en valores, análisis y emisión de recomendaciones individuales de inversión y iii) cuestiones relacionadas con la lucha contra el blanqueo de capitales. Esta publicación de UBS o cualquier otro material relacionado con ella va dirigida únicamente a inversores avanzados o institucionales establecidos en México. Los informes de investigación reflejan exclusivamente las opiniones de los analistas encargados de cada informe. La compensación del analista o analistas que prepararon el presente informe la determina exclusivamente la dirección de Research y la alta dirección de cualquier entidad del Grupo UBS para la que esos analistas presten servicios.

Appendix

Las opiniones sobre inversiones de UBS Chief Investment Office ("CIO") son elaboradas y publicadas por el negocio Global Wealth Management de UBS Switzerland AG (regulada por FINMA en Suiza) o sus filiales ("UBS"), que forman parte de UBS Group AG (el «Grupo UBS»). El Grupo UBS incluye a Credit Suisse AG, sus subsidiarias, sucursales y filiales. Al final de este apartado figura una cláusula de exención de responsabilidad adicional relativa a la División de Gestión Patrimonial de Credit Suisse.

Las opiniones de inversión se han preparado de conformidad con requisitos legales diseñados para promover **la independencia del análisis de inversión**.

Análisis de inversión genérico – Información sobre riesgos:

Esta publicación tiene un fin exclusivamente informativo y no tiene por finalidad constituir una oferta o promocionar ofertas para comprar o vender ningún producto de inversión o cualquier otro producto específico. El análisis que este documento contiene no constituye una recomendación personal ni tiene en cuenta los objetivos de inversión, las estrategias de inversión, la situación financiera y las necesidades particulares de ningún destinatario específico. Se basa en numerosos supuestos. Los distintos supuestos pueden derivar en resultados sustancialmente diferentes. Algunos servicios y productos están sujetos a restricciones legales y no pueden ofrecerse en todo el mundo de manera irrestricta, y/o pueden no ser elegibles para venderse a todos los inversores. Toda la información y las opiniones expresadas en este documento se obtuvieron de fuentes consideradas confiables y de buena fe, pero no se formula ninguna manifestación o garantía, sea expresa o implícita, respecto de su exactitud o integridad (con excepción de la información importante relativa a UBS). Toda la información y las opiniones, así como los pronósticos, estimaciones y precios de mercado indicados están vigentes a la fecha de este informe, y están sujetos a modificaciones sin previo aviso. Las opiniones aquí expresadas pueden diferir o contradecir aquellas expresadas por otras divisiones o áreas de negocio de UBS, como resultado del uso de supuestos y/o criterios diferentes. En ninguna circunstancia se podrá utilizar el presente documento ni ninguna información (incluyendo previsiones, valores, índices u otro importe calculado («Valores»)) con ninguno de los siguientes fines: (i) valoración o contabilidad; (ii) para determinar los importes vencidos o pagaderos, el precio o valor de un instrumento o contrato financiero; o (iii) para medir el rendimiento de un instrumento financiero, lo que incluye, entre otras cosas, el seguimiento de la rentabilidad o el rendimiento de un Valor, la definición de la asignación de activos de la cartera o el cómputo de las comisiones de rentabilidad. Al recibir este documento y la información, se considerará que usted manifiesta y garantiza a UBS que no utilizará este documento ni ninguna otra parte de la Información para ninguno de los propósitos mencionados más arriba. UBS y sus consejeros o empleados pueden tener derecho en cualquier momento a tomar posiciones largas o cortas en los instrumentos de inversión a los que aquí se hace referencia, a realizar operaciones con los instrumentos de inversión pertinentes en calidad de principal o agente, o a prestar cualquier otro servicio o tener contratados a directivos que actúen en calidad de consejeros del emisor o por cuenta de este, del propio instrumento de inversión o de cualquier empresa que mantenga vínculos comerciales o financieros con dichos emisores o por cuenta de esta. En cualquier momento, las decisiones de inversión (incluidas las relativas a la compra, venta o tenencia de títulos) adoptadas por UBS y sus empleados pueden diferir o ser contrarias a las opiniones expresadas en las publicaciones de análisis de UBS. Algunas inversiones pueden no ser realizables de forma inmediata, dado que el mercado de dichos valores puede carecer de liquidez y, por tanto, la valoración de la inversión y la identificación del riesgo al que usted está expuesto pueden ser difíciles de cuantificar. UBS utiliza barreras a la información para controlar el flujo de información en una o más áreas dentro de UBS, en otras áreas, unidades, divisiones o filiales de UBS. La negociación con futuros y opciones no es adecuada para todos los inversores y existe un riesgo sustancial de pérdida, y algunas pérdidas pueden superar la inversión inicial. Las rentabilidades pasadas de una inversión no suponen una referencia de rentabilidades futuras. Se facilitará información adicional previa solicitud. Algunas inversiones pueden estar sujetas a caídas importantes y repentinas en su valor y, al hacer efectivas dichas inversiones, es posible que reciba menos de lo que invirtió o que tenga que pagar más. Las variaciones en los tipos de cambio pueden tener un efecto negativo en el precio, el valor o el rendimiento de una inversión. El(los) analista(s) responsable(s) de la elaboración de este informe puede(n) interactuar con el personal de la mesa de operaciones, de ventas y de otros servicios a fin de recopilar, sintetizar e interpretar la información de mercado.

Diferentes áreas, grupos y personal dentro del Grupo UBS pueden elaborar y distribuir productos de análisis **independientes entre sí**. Por ejemplo, las publicaciones de análisis de **CIO** las elabora UBS Global Wealth Management. **UBS Global Research** lo elabora UBS Investment Bank. **Las metodologías de análisis y los sistemas de calificación de cada organización de análisis pueden diferir**, por ejemplo, en términos de recomendaciones de inversión, horizonte de inversión, hipótesis de modelos y métodos de valoración. En consecuencia, a excepción de ciertas previsiones económicas (en cuya elaboración UBS CIO y UBS Global Research podrían colaborar), las recomendaciones de inversión, las calificaciones, los objetivos de precios y las valoraciones facilitadas por cada una de las organizaciones de análisis pueden ser diferentes o desiguales. Usted deberá consultar cada producto de análisis correspondiente para informarse de su metodología y sistema de calificaciones. No todos los clientes podrían tener acceso a todos los productos de cada organización. Cada producto de análisis se rige por las políticas y procedimientos de la organización que lo elabora.

La compensación del/de los analista(s) que elaboró/elaboraron este informe viene determinada en exclusiva por la gestión de análisis y por la alta dirección (que no incluye a la banca de inversión). La compensación de los analistas no se basa en los ingresos por banca de inversión, ventas y negociación o negociación principal; sin embargo, la compensación podría estar relacionada con los ingresos del Grupo UBS en su conjunto, del cual forman parte las áreas de banca de inversión, ventas y negociación y negociación principal.

El tratamiento fiscal depende de las circunstancias personales y puede cambiar en el futuro. UBS no ofrece asesoramiento jurídico o fiscal y no realiza declaraciones en relación con el tratamiento fiscal de los activos o la rentabilidad de la inversión, ya sea con carácter general o en relación con las circunstancias y necesidades específicas del cliente. Por razones de necesidad, no podemos tener en cuenta los objetivos de inversión, la situación financiera y las necesidades específicas de nuestros clientes particulares, y le recomendamos que busque asesoramiento financiero y/o tributario con respecto a las consecuencias (incluidas las tributarias) de invertir en cualquiera de los productos mencionados en el presente.

Este material no puede reproducirse, ni pueden distribuirse copias sin la autorización previa de UBS. A menos que se acuerde por escrito, UBS prohíbe expresamente la distribución y transferencia de este material a terceros por cualquier motivo. El presente informe solo puede ser distribuido en las circunstancias permitidas por la ley aplicable. Si desea obtener información sobre cómo CIO gestiona los conflictos y mantiene la independencia de sus opiniones de inversión y ofertas de publicación, así como de sus metodologías de análisis y calificaciones, visite www.ubs.com/research-methodology. Usted puede solicitarle a su asesor de clientes cualquier información adicional sobre los autores de esta publicación y de otra(s) publicación(es) de CIO a la(s) cual(es) este informe hace referencia, así como copias de cualquier informe anterior sobre este tema.

Información importante sobre Estrategias de Inversión Sostenible: Las estrategias de inversión sostenible tienen como objetivo considerar e integrar el análisis de los factores medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG) en el proceso de inversión y la construcción de las carteras. Las estrategias en los diferentes mercados geográficos ejecutan el análisis ESG e incorporan los hallazgos de diferentes maneras. La

incorporación de factores ESG a las consideraciones de Inversión sostenible puede inhibir la capacidad de UBS de participar en o asesorar sobre ciertas oportunidades de inversión que de otro modo serían congruentes con los objetivos de inversión del Cliente. Las rentabilidades de una cartera que incorpora factores ESG o consideraciones de Inversión sostenible pueden ser más altas o más bajas que las de carteras respecto a las que UBS no tiene en cuenta los factores ESG, las exclusiones u otros problemas de sostenibilidad, y las oportunidades de inversión disponibles para tales carteras pueden ser diferentes.

Gestores de activos externos y consultores financieros externos: en caso de que esta investigación o publicación se haga llegar a gestores externos de activos o a consultores financieros externos, UBS prohíbe expresamente que cualquiera de ellos distribuya este material a sus clientes o a terceros.

EE.UU.: Distribuido a personas estadounidenses solamente por UBS Financial Services Inc. o UBS Securities LLC, subsidiarias de UBS AG. UBS Switzerland AG, UBS Europe SE, UBS Bank, S.A., UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliarios Ltda, UBS Asesores Mexico, S.A. de C.V., UBS SuMi TRUST Wealth Management Co., Ltd., UBS Wealth Management Israel Ltd y UBS Menkul Degerler AS son filiales de UBS AG. **UBS Financial Services Inc. admite la responsabilidad por el contenido de todo informe confeccionado por una filial no estadounidense cuando distribuye informes a personas estadounidenses. Todas las operaciones realizadas por una persona estadounidense con los títulos-valores mencionados en el presente informe deben ser realizadas a través de un corredor-agente registrado en los EE.UU. y filial de UBS, y no a través de una filial no estadounidense. El contenido de este informe no ha sido ni será aprobado por ninguna autoridad de títulos-valores o inversiones en los Estados Unidos o en otro lugar. UBS Financial Services Inc. no actúa en carácter de asesor municipal de ninguna entidad municipal o persona obligada según la definición del Artículo 15B de la Ley de Títulos-valores (la "Norma de Asesores Municipales"), y las opiniones o visiones vertidas en el presente no tienen por fin, ni constituyen, un asesoramiento según la definición de la citada norma.**

Para obtener información sobre el país, visite ubs.com/cio-country-disclaimer-gr o pida a su asesor financiero completa información sobre el riesgo.

Cláusula de exención de responsabilidad adicional relativa a la División de Gestión Patrimonial de Credit Suisse

Recibe este documento en calidad de cliente de la División de Gestión Patrimonial de Credit Suisse. Sus datos personales se tratarán de conformidad con lo dispuesto en la declaración de privacidad de Credit Suisse, a la que puede acceder desde su domicilio a través del sitio web oficial de Credit Suisse: <https://www.credit-suisse.com>. Para ofrecerle los materiales comerciales relacionados con sus productos y servicios, UBS Group AG y sus subsidiarias pueden tratar sus datos personales básicos (p.ej., datos de contacto como el nombre o la dirección de correo electrónico) hasta que nos informe de que ya no desea recibirlos. Puede optar por no recibir estos materiales en cualquier momento informando a su director de relaciones. Excepto como se especifique de otro modo en el presente y/o dependiendo de la entidad local de Credit Suisse de la que usted esté recibiendo este informe, este informe lo distribuye Credit Suisse AG, autorizada y regulada por la Autoridad Suiza de Supervisión de los Mercados Financieros (FINMA). Credit Suisse AG es una empresa del Grupo UBS.

Versión A/2024. CIO82652744

© UBS 2024. El símbolo de la llave y UBS pertenecen a las marcas registradas y no registradas de UBS. Todos los derechos reservados.