

Informe sobre bonos municipales

Actualización sobre el mercado de crédito y calidad crediticia de Puerto Rico

Thomas McLoughlin, analyst
thomas.mcloughlin@ubs.com

Kristin Stephens, analyst
kristin.stephens@ubs.com

- El 30 de septiembre, S&P rebajó a negativa la calificación de los bonos preferentes y los bonos subordinados por niveles de la Corporación del Fondo de Interés Apremiante (COFINA) de Puerto Rico.
- La revisión de las perspectivas no guardó relación alguna con la propuesta realizada apenas una semana antes por el Gobierno de García Padilla para desviar ingresos tributarios procedentes del impuesto sobre las ventas hacia la COFINA y aumentar así su capacidad de endeudamiento.
- S&P ha señalado que, en estos momentos, no cree que un grado de apalancamiento mayor baste para cambiar la calificación de la deuda de primer y segundo nivel.
- El mercado de los bonos municipales estadounidenses se recuperó en septiembre, pero los valores de Puerto Rico no lograron seguir ese ritmo. Recomendamos a los inversores que consideren la posibilidad de que el rendimiento no mejore considerablemente a corto plazo, por lo que deberían gestionar consecuentemente su exposición a Puerto Rico.

Este informe fue originalmente publicado el 1 de octubre del 2013.

Gráfico 1: Calificaciones crediticias de la COFINA
A 1 de octubre de 2013

	Senior	Subordinate
Moody's	Aa3	A3
S&P	AA- (neg)	A+ (neg)
Fitch	AA-	A+

Fuente: Moody's, S&P, Fitch, UBS CIO WMR

Acciones de la agencia de calificación

El 30 de septiembre, Standard & Poor's Rating Services (S&P) anunció su decisión de modificar las perspectivas para los bonos preferentes y subordinados por niveles de la Corporación del Fondo de Interés Apremiante (COFINA) de Puerto Rico rebajándolas de *estables* a negativas. S&P justificó los cambios haciendo mención a las tendencias económicas y demográficas adversas. La calificación actual de estos bonos preferentes y secundarios es AA- y A+, respectivamente. La revisión de las perspectivas entraña una probabilidad de un 33% de que S&P vuelva a rebajar un escalón esas calificaciones (AA- / A+) en algún momento de los próximos 24 meses. (Véase el gráfico 1).

Actualización sobre el mercado de crédito

Tras un comienzo dubitativo, el mercado de bonos municipales estadounidense repuntó en septiembre. La solidez del rendimiento se vio impulsada por el escaso volumen de nuevas emisiones (caída interanual del 26% este mes) y el reconocimiento por parte de los inversores de que el mercado de bonos municipales estaba sobre vendido. La decisión de la Reserva Federal de posponer cualquier reducción de las adquisiciones de activos también reforzó la confianza inversora y podría haber convencido a los inversores en bonos municipales de que volvía a ser seguro lanzarse a la piscina. Según *The Bond Buyer*, los Gobiernos locales y estatales apenas sacaron al mercado 647 emisiones nuevas en septiembre. Este volumen, equivalente a un valor nominal de 19.400 millones de USD, ha sido el más bajo desde enero de 2012. De entre los problemas principales para los mercados municipales y, por supuesto, para la mayoría de los mercados de renta fija, cabe destacar la salida de capital de los fondos de inversión. Desde finales de mayo, se han retirado 27.600 millones de USD de los fondos de bonos municipales.¹ En estos momentos, la salida de fondos parece estar remitiendo.

Los bonos del Estado Libre Asociado (ELA) de Puerto Rico no han participado en la recuperación del mercado municipal que sí se ha observado en otros lugares. En septiembre, Puerto Rico ofreció un rendimiento inferior al del mercado general de bonos municipales desde el punto de vista de la rentabilidad total. Según Barclays, la rentabilidad total de un índice de deuda privada de Puerto Rico es negativa (-1.45%). En comparación, el mercado general ha ofrecido un rendimiento positivo de +2.15% en el mismo periodo. En lo que va de año, las emisiones de Puerto Rico (-15.60%) están más de un 12% por debajo del mercado general de bonos municipales (-2.87%).

Desde que publicamos la última actualización el 25 de septiembre, los diferenciales crediticios de la deuda de obligación general (OG) del ELA se han mantenido altos. Los diferenciales de los bonos OG se encuentran en +515 p.b. y +395 p.b. sobre la curva AAA MMD para los vencimientos a 10 y 30 años respectivamente (véase el gráfico 2). Mientras, los diferenciales crediticios de la deuda de la COFINA se ampliaron ligeramente la semana pasada (véase la barra lateral).

El 13 de septiembre aconsejamos a los lectores que se abstuviesen de vender en respuesta a la debilidad del mercado. El mercado municipal mostraba ciertos signos de fortaleza un día antes y manteníamos la esperanza de que se consolidara y mejorara su rendimiento en las siguientes semanas. Al final, los bonos municipales sí se recuperaron durante lo que quedaba de mes, pero los valores de Puerto Rico no lograron mantener el ritmo. Aunque

Gráfico 2: Diferenciales crediticios de los bonos OG de Puerto Rico en lo que va de año

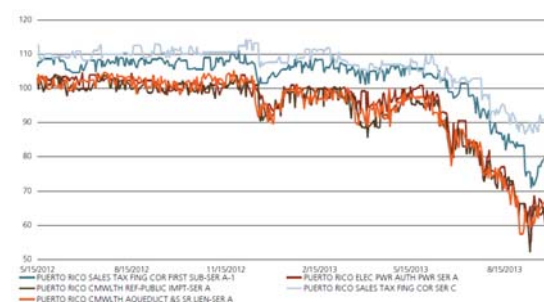
En puntos base (p.b.)



Note: Fuente: MMD, UBS CIO WMR, a 30 de septiembre de 2013

Gráfico 3: Tendencias de precios, selección de emisores de Puerto Rico

Precio de cierre



Nota: Los datos corresponden a los siguientes códigos CUSIP: 74529JLY9, 74526QA28, 74514LB89, 74529JNX9, 745160RC7. Fuente: Datos de negociación de MSRB, Bloomberg, UBS CIO WMR, a 1 de octubre de 2013

los nuevos compradores han manifestado su interés por la deuda, muchos son inversores de paso que buscan únicamente una ventaja táctica temporal, por lo que parece menos probable que mantuviesen su compromiso con la isla en caso de que los diferenciales se estrecharan considerablemente. Teniendo en cuenta esta evolución, recomendamos a los inversores que consideren la posibilidad de que el rendimiento no mejore considerablemente a corto plazo y que ajusten consecuentemente su exposición a Puerto Rico.

Apalancamiento de la COFINA

S&P revisó las perspectivas para la deuda de la COFINA apenas una semana después de que el Gobierno de García Padilla anunciara un plan para desviar a la COFINA la recaudación adicional del impuesto sobre las ventas. El 25 de septiembre, la secretaria de Hacienda, Melba Acosta, y el presidente interino del Banco Gubernamental de Fomento (BGF), José Pagán, dieron a conocer sus intenciones de modificar la Ley 91-2006. Esta iniciativa aumentaría la cantidad generada por el impuesto sobre las ventas y el uso, que se destinaría a la COFINA subiendo el porcentaje del impuesto asignable al organismo (y por extensión, a los titulares de los bonos) del 2.75% al 3.50%. Estos ingresos adicionales permitirían que la COFINA emitiera hasta 2.000 millones de USD en obligaciones. Estos bonos nuevos se estructurarían como obligaciones de tercer nivel por detrás de los dos tramos ya pendientes. Las previsiones apuntan a que la normativa se aprobaría esta semana, de acuerdo con un comunicado de prensa de Hacienda publicado ayer. En un informe publicado hoy mismo, S&P ha señalado que, en estos momentos, no cree que la emisión de deuda de tercer nivel vaya a afectar a la calificación de la deuda de primer y segundo nivel. En opinión de la agencia de calificación, el primer nivel se ha cerrado de forma efectiva, y los titulares de los bonos de segundo nivel están protegidos por una doble prueba adicional.

A nivel superficial, las modificaciones normativas propuestas mejorarían la posición relativa de los titulares actuales de los bonos de la COFINA, pero sospechamos que también podrían acarrear el efecto no deseado de dar nueva vida al debate sobre el grado de protección de los bonos de la COFINA frente a una posible recuperación de la prima para pagar los bonos OG. Se podría argumentar que el redistribución de los ingresos procedentes del impuesto sobre las ventas debilita al Fondo General del ELA, puesto que le quita ingresos a los que cabe esperar que se hubiese acostumbrado. El secretario de Justicia ha manifestado que los impuestos sobre las ventas están protegidos frente a cualquier recuperación y las agencias de calificación se han basado en esta opinión para otorgar una calificación superior a los bonos respaldados por la recaudación del impuesto sobre las ventas. Sin

Una mirada a los diferenciales crediticios

Los diferenciales crediticios sobre los bonos preferentes de cupón cero a largo plazo que vencen en 2054 crecieron apenas 4 p.b., de +258 p.b. a +262 p.b. Por su parte, en la emisión de bonos de la COFINA al 5.25% (también preferentes) con vencimiento en 2014 se observó una ampliación similar de los diferenciales (+5 p.b.), ya que se pasó de +206 p.b. a +211 p.b. el 25 de septiembre. Los bonos subordinados con un cupón de 5,378% que vencen en 2039 mostraron un diferencial de +316 p.b. el 30 de septiembre frente a +311 p.b. de la semana pasada. Se apreciaron indicios de una mayor ampliación de los diferenciales para los bonos subordinados en el extremo final de la curva, pero esta circunstancia podría haberse debido a los esfuerzos de los inversores para gestionar la duración. Los bonos al 6% con vencimiento en 2042, que se negocian con mucha frecuencia, pasaron de +316 p.b. a +346 p.b. en el mismo periodo.

Índice de actividad económica

El índice de actividad económica del BGF para el mes de agosto de 2013 bajó un 5.4% respecto a agosto de 2012. (Véase el gráfico 4). El descensomedio acumulado de los dos primeros meses del ejercicio fue de 5.2% frente al periodo anterior. El índice bajó en términos interanuales en tres de las cuatro categorías consideradas, tanto en agosto como en el total de los dos primeros meses del ejercicio de 2014.

embargo, no ha habido sentencia en esta materia por parte del Tribunal Supremo de Puerto Rico.

Por otra parte, está previsto que la reciente ampliación de la base imponible para abarcar los servicios empresariales aumente en un 28,7% la recaudación tributaria por ventas, tal y como se ha presupuestado para el ejercicio fiscal de 2014. Aunque se espera que esta circunstancia mejore a corto plazo la cobertura anual del servicio de la deuda de los bonos COFINA pendientes de pago, S&P señala que hace falta un crecimiento modesto y continuo de la recaudación del impuesto sobre las ventas para cubrir el servicio máximo anual de la deuda (SMAD) previsto para 2041 debido a la concentración del servicio de la deuda al final de este periodo. Asimismo, se hace necesario un mayor crecimiento de los ingresos para aumentar la cobertura histórica del SMAD de primer nivel (que ocurrirá en 2057) hasta los sólidos niveles anuales que se registran en la actualidad.

Según la agencia de calificación, los ingresos del impuesto sobre las ventas procedentes del 2.75% destinado a la COFINA ofrecieron en el ejercicio fiscal de 2013 una cobertura de 3.32x para los bonos preferentes y de 1.94x en el caso del primer y el segundo nivel juntos. S&P calcula que una tasa conservadora de crecimiento anual del impuesto sobre las ventas de apenas un 0.8% de lo presupuestado para el ejercicio de 2014 bastaría para cubrir de forma adecuada el SMAD de segundo nivel en 2041. La recaudación del impuesto sobre las ventas ha ido subiendo todos los años, a excepción de uno, desde la implantación de este tributo en el ejercicio de 2007, pero el limitado historial de recaudación tras la ampliación de la base imponible suele considerarse un riesgo crediticio.

Publicación de los estados financieros

El informe financiero anual de Puerto Rico (CAFR) para el ejercicio que finalizó el 30 de junio de 2012 se publicó el 16 de septiembre de 2013, cuatro meses después de la fecha prevista. La secretaria de Hacienda, Melba Acosta Febo, achacó la demora al retraso acumulado por los organismos gubernamentales y las empresas públicas para ultimar sus estados financieros individuales. La secretaria Acosta corroboró el compromiso del Gobierno de García Padilla de presentar los estados financieros auditados del ejercicio de 2013 el 1 de mayo de 2014.

Los estados financieros, que abarcan por completo el último ejercicio del Gobierno de Fortuño, ponen de manifiesto los considerables problemas fiscales y económicos a los que debe hacer frente el ELA. El gasto anual de Puerto Rico ha sobrepasado sus ingresos recurrentes desde el año 2000. Por regla general, este déficit se ha suplido a través de préstamos del BGF y otros ingresos

Gráfico 4: Índice de actividad económica del BGF

Variación interanual en %



Fuente: BGF, UBS CIO WMR, a 4 de septiembre de 2013

En concreto, el empleo agrario bajó durante los dos primeros meses del ejercicio fiscal en comparación con el año anterior (-4.4% interanual y -4.2% en julio y agosto, respectivamente). Los resultados fueron similares para la generación de energía eléctrica (-2.2% y -3.2%) y las ventas de cemento (-15.5% y -14.9%). El punto destacado fue el consumo de gasolina, que aumentó un 5.4% en agosto frente al mismo mes de 2012, y subió un 1.9% durante los dos primeros meses del ejercicio en comparación con el periodo anterior. La mayor parte de los economistas de Puerto Rico prevén que la contracción económica se prolongará durante el ejercicio de 2014 y se moverá en la franja del 1%-2%. Por su parte, el cálculo de los ingresos incorporado al presupuesto para el ejercicio de 2014 se realizó tomando como base un crecimiento del 0.2%.

no recurrentes. El ELA registró un déficit neto acumulado de aproximadamente 39.000 millones de USD entre fondos gubernamentales y fondos de empresas a 30 de junio de 2012, lo que supone un aumento del 16% respecto al año anterior.²

El ELA atribuye el aumento de su déficit neto a los elevados gastos operativos del Gobierno, que incluyen el pago de las pensiones, y al descenso de los ingresos previstos. En la cuenta de resultados, el ELA registró unos ingresos totales aproximados de 17.000 millones de USD frente a un gasto total de 22.400 millones de USD en actividades gubernamentales y empresariales. Cerca del 47% de los ingresos totales del Gobierno se generaron a través de impuestos, mientras que el 41,5% provino de subvenciones y aportaciones (sobre todo ayuda financiera federal) y, por último, el 10,5% a través de contribuciones financieras por servicios.

A nivel presupuestario, los 9.900 millones de USD de gastos del Fondo General (subida interanual del 9%) sobrepasaron los 8.600 millones de USD de ingresos (subida interanual del 7%). Aunque los ingresos siguieron en gran medida el rumbo marcado por los presupuestos anuales, los gastos reales superaron en un 9,1% los cálculos presupuestarios iniciales, impulsados por la subida del gasto en administraciones públicas (+25%) y sanidad pública (+31%). El déficit operativo quedó cubierto principalmente por los ingresos procedentes de la emisión de bonos de la COFINA y la refinanciación de la deuda existente.

Ahora bien, la auditoría incluye una lista amplia de acontecimientos que ocurrieron entre el 1 de julio de 2012 y el 16 de septiembre de 2013. Entre ellos cabe destacar numerosas colocaciones privadas y financiaciones a corto plazo con el BGF, amén de las entidades externas a las que recurrió el ELA para las tareas de gestión de la liquidez, tal y como muestra el gráfico 5. Aparte de estas financiaciones, el ELA hizo público ayer el acuerdo alcanzado con Bank of America el 27 de septiembre para recibir 125 millones de USD de anticipo sobre la tributación y los ingresos.

Riesgo de refinanciación

En un informe sobre el ELA de Puerto Rico (11 de enero de 2012), ya calificamos de riesgo crediticio notable para los inversores la dependencia de Puerto Rico de su acceso frecuente a los mercados de capital. Creemos que este riesgo se ha agudizado. El 25 de septiembre, Moody's publicó un informe titulado *Widening Spreads Increase Puerto Rico's Refinancing Risks*. La agencia de calificación mostró su preocupación por la «reducida flexibilidad financiera» y por «el aumento de los riesgos derivados del acceso a los mercados», refiriéndose al reciente programa de préstamos a corto plazo. Si las condiciones del mercado siguieran siendo desfavorables, o bien si el ELA se viera incapaz de encadenar

Organismos del ELA

Muchos organismos del ELA están íntimamente relacionados, bien a través de préstamos, bien a través de la prestación de servicios. Por lo tanto, se van a exponer brevemente los resultados financieros de cinco entidades operativas. Estos cinco organismos son el BGF, la Autoridad de Carreteras y Transportación (ACT), la Autoridad de Energía Eléctrica (AEE), la Autoridad de Acueductos y Alcantarillados (AAA) y la Universidad de Puerto Rico (UPR). Los cinco han emitido deuda en el mercado municipal estadounidense. Ninguno fue verdaderamente autónomo en el ejercicio de 2012, aunque la AAA y la UPR tuvieron un saldo neto positivo de activos teniendo en cuenta la ayuda gubernamental recibida tradicionalmente por estas dos instituciones.

Es cierto que el BGF y la AEE registraron déficits netos de escasa entidad equivalentes a cerca de un -6% del gasto (incluidos los intereses y los beneficios de las inversiones), pero el rendimiento de la ACT fue mucho más flojo. En concreto, el déficit de la ACT equivalió a un -58% del gasto teniendo en cuenta los ingresos netos de los programas, o bien un -29% del gasto al incluir los ingresos adicionales procedentes de impuestos especiales y otras fuentes. Los inversores recordarán que el Gobierno promulgó las leyes 30 y 31 el 25 de junio. En total, se calcula que estas normas generan aproximadamente 270 millones de USD de nuevos ingresos para la ACT, los cuales se podrían utilizar para el reembolso de las líneas de crédito pendientes con el BGF por un valor cercano a 2.200 millones de USD (aproximadamente, un 25% de los préstamos del banco). La ACT saldó 400 millones de USD en concepto de financiación anticipada a finales de agosto, gracias a ingresos nuevos que le permitieron reembolsar deuda anterior.

Informe sobre bonos municipales

financiaciones a corto plazo, las expectativas de Moody's son que el BGF respaldaría el reembolso de los títulos. Sin embargo, la posición de liquidez del BGF se ha visto muy recortada por el número de préstamos ya concedidos al ELA y sus organismos operativos. Para disipar estos temores, el BGF ha puesto en conocimiento de la agencia de calificación que tiene acceso a cerca de 2.800 millones de USD en depósitos públicos de los organismos, las empresas públicas y las corporaciones locales del ELA en instituciones bancarias privadas, depósitos que en estos momentos se están transfiriendo al BGF.

Gráfico 5: Información sobre hechos posteriores

Del 30 de junio de 2012 al 16 de septiembre de 2013

Amount (USD mns)	Description	Closing date	Due	Counterparty
385	Public Improvement Refinancing Notes Series 2012 B1	7/2/2012	6/30/2042 (begins to amortize 6/30/14)	GDB
215.9	Public Improvement Refinancing Notes Series 2012 C1	7/19/2012	6/30/2042 (begins to amortize 6/30/14)	GDB
175	Loan to the Puerto Rico Public Building Authority	7/20/2012	12/31/2013	GDB
333.3mn	COFINA BANs, Series 2013A	4/30/2013	9/30/2014	Barclays
576	Line of credit for Commonwealth's debt service payments for FY14	May 2013	6/30/2043	GDB
98	Line of credit for working capital	6/21/2013	11/1/2013	GDB
300	Tax and Revenue Anticipation Notes (TRANS) Series A (2014)	7/1/2013	7/30/2014	GDB
319.65	Public Improvement Refinancing Notes Series 2013 B	7/2/2013	6/30/2043	GDB
100	TRANS Series B (2014)	7/16/2013	6/30/2014	Oriental Bank
255.76	Public Improvement Refinancing Note Series 2013A	7/16/2013	6/30/2043	GDB
104.7	Public Improvement Refinancing Notes Series 2013 A	7/23/2013	12/1/2013	Barclays
100	TRANS Series C (2014)	7/23/2013	6/30/2014	Banco Popular de Puerto Rico
85	PR Series 2013A BANs	8/12/2013	12/1/2013	Barclays
210.3	PR Series 2013B BANs	8/12/2013	12/1/2013	Barclays
200	TRANS Series D (2014)	8/13/2013	6/30/2014	Banco Santander Puerto Rico
200	TRANS Series E (2014)	8/22/2013	6/30/2014	JP Morgan Chase Bank, NA
400	PR HTA 2013A BANs	8/29/2013	9/1/2015	RBC
100	TRANS Series F (2014)	9/12/2013	6/30/2014	Scotiabank of Puerto Rico

Fuente: Informe financiero anual del Estado Libre Asociado de Puerto Rico, 30 de junio de 2012, UBS CIO WMR

Notas

¹ James Ramage, «September Issuance Down 26%», The Bond Buyer, 30 de septiembre de 2013

² Los derechos de crédito incluyeron aproximadamente 1.300 millones de USD en ingresos acumulados, impuestos especiales y ventas, así como unos 312 millones de USD de pagos intergubernamentales pendientes de las administraciones públicas. Por su parte, entre las cuentas a pagar hubo unos 835 millones de USD en concepto de pagos mercantiles pendientes a proveedores por mercancías adquiridas y servicios recibidos, así como 852 millones de USD en concepto de devoluciones tributarias.

Declaración de riesgo

Aunque las tasas históricas de incumplimiento son muy bajas, todos los bonos municipales conllevan un riesgo de crédito, con un grado de riesgo en gran medida que sigue el sector del bono en particular. Además, todos los bonos municipales cuentan con riesgo de valuación, rendimiento y liquidez. La valuación tiende a seguir los factores internos y externos, incluyendo el nivel de las tasas de interés, las calificaciones de los bonos, los factores de oferta y la presentación de informaciones proporcionadas por los medios de comunicación. Estos pueden ser difíciles o imposibles de proyectar con precisión. Además, los bonos municipales son más accesibles y/o sujetos a redención antes de lo esperado, lo cual puede reducir el rendimiento total de un inversionista. Debido al gran número de emisores municipales y estructuras de crédito, no todos los bonos pueden ser fácil o rápidamente vendidos en el mercado abierto.

Appendix

Términos y Abreviaturas

Término/Abreviatura	Descripción/Definición
---------------------	------------------------

GO	Bono de Obligación General
----	----------------------------

TEY	Base Equivalente Gravable (tax free yield divided by 100 minus the marginal tax rate)
-----	---

MMD	Datos del Mercado de Bonos Municipales
-----	--

Appendix

		Organismos de Calificación Crediticia			Calificaciones Crediticias
		S&P	Moody's	Fitch / IBCA	Definición
GRADO DE INVERSIÓN	AAA	Aaa	AAA	Los emisores tienen una calidad crediticia excepcionalmente fuerte. AAA es la mejor calidad crediticia.	
	AA+	Aa1	AA+		
	AA	Aa2	AA		
	AA-	Aa3	AA-	Los emisores tienen una calidad crediticia muy fuerte.	
	A+	A1	A+		
	A	A2	A		
	A-	A3	A-	Los emisores tienen una calidad crediticia alta.	
	BBB+	Baa1	BBB+		
	BBB	Baa2	BBB		
BBB-	Baa3	BBB-	Los emisores tienen una calidad crediticia adecuada. Esta es la categoría más baja de Grado de Inversión.		
BB+	Ba1	BB+			
BB	Ba2	BB			
GRADO ESPECULATIVO	BB-	Ba3	BB-	Los emisores tienen una calidad crediticia pobre. Esta es la categoría más alta de Grado Especulativo.	
	B+	B1	B+		
	B	B2	B		
	B-	B3	B-	Los emisores tienen una calidad crediticia muy pobre.	
	CCC+	Caa1	CCC+		
	CCC	Caa2	CCC		
	CCC-	Caa3	CCC-	Los emisores tienen una calidad crediticia extremadamente pobre.	
	CC		CC+		
	C	Ca	CC CC-		
	D	C	DDD	El deudor no hizo el pago de uno o más de sus compromisos financieros. Esta es la calidad más baja de la categoría del Grado Especulativo.	

Avisos Legales

En ciertos países UBS AG se conoce como UBS SA. Esta publicación es para información de nuestros clientes únicamente y no pretende ser una oferta o una solicitud de una oferta, para comprar o vender alguna inversión u otro producto en específico. No constituye una recomendación personal ni toma en cuenta los objetivos particulares de inversión, la situación financiera y las necesidades de algún destinatario en particular. Se recomienda que los destinatarios busquen asesoramiento financiero y/o fiscal con relación a las implicaciones de invertir en algunos de los productos mencionados en este documento. Nosotros no ofrecemos asesoramiento fiscal. El análisis contenido en este documento está basado en numerosas suposiciones. Diferentes suposiciones podrían dar lugar a resultados sustancialmente diferentes. Aparte de las divulgaciones relacionadas a UBS AG, sus subsidiarias y afiliadas, toda la información expresada en este documento se obtuvo de fuentes consideradas como confiables y de buena fe, pero no hacemos ninguna representación ni garantía expresa o implícita en cuanto a su precisión o integridad. Toda la información y las opiniones son actuales sólo a la fecha de este informe, y están sujetas a cambios sin previo aviso. Esta publicación no pretende ser una declaración completa o un resumen de los valores, mercados o desarrollos mencionados en el informe. Las opiniones pueden diferir o ser contrarias a las expresadas por otras áreas de negocio o grupos de UBS AG, sus subsidiarias y afiliadas. **Chief Investment Office Wealth Management Research Americas (CIO WMRA)** está escrito por Wealth Management & Swiss Bank and Wealth Management Americas. **UBS Investment Research** está escrito por UBS Investment Bank. El proceso de investigación de la Excepción de las previsiones económicas, **CIO WMRA es independiente de UBS Investment Research**. Como consecuencia, las metodologías de investigación aplicadas y las suposiciones hechas por **CIO WMRA y UBS Investment Research** pueden diferir, por ejemplo, en términos del horizonte de inversión, las suposiciones del modelo y los métodos de valuación. Por lo tanto, las recomendaciones de inversión proporcionadas independientemente por las dos organizaciones de investigación de UBS pueden ser diferentes. El o los analistas responsables por la preparación de este informe podrán interactuar con el personal de mesa de negociaciones, el personal de ventas y otros grupos con el fin de reunir, sintetizar e interpretar la información del mercado. La remuneración de el o los analistas que prepararon este informe lo determina exclusivamente la gerencia de investigación y la gerencia mayor (sin incluir la banca de inversión). La compensación de el o los analistas no está basada en los ingresos de banca de inversión, sin embargo, la remuneración puede estar relacionada a los ingresos globales de UBS, de los cuales la banca de inversión, las ventas y las negociaciones son una parte.

En cualquier momento, las decisiones sobre inversiones (incluyendo la posibilidad de comprar o mantener valores) tomadas por UBS AG, sus subsidiarias y los empleados de los mismos, puede diferir de, o ser contrario a, las opiniones expresadas en las publicaciones de investigación UBS. Algunas inversiones pueden no ser fácilmente realizables ya que el mercado de los valores no es líquido, y, por lo tanto, puede ser difícil cuantificar la valuación de la inversión y la identificación de los riesgos a los que está expuesto. UBS cuenta con barreras de información para controlar el flujo de la información contenida en una o más áreas dentro de UBS, en otras áreas, unidades, grupos o afiliadas de UBS. Algunas inversiones pueden estar sujetas a repentinas y significativas caídas en el valor y en la realización de usted puede recibir de vuelta menos de lo que invirtió o que tenga que pagar más. Los cambios en tasa de cambio en moneda extranjera pueden tener un efecto adverso en el precio, valor o ingresos de una inversión. El rendimiento pasado de una inversión no es una guía para su desempeño futuro. Se pondrá a su disposición información adicional de usted solicitarla. Este informe es para ser distribuido únicamente en las circunstancias que así lo permitan las leyes aplicables. Los valores descritos en este documento pueden no ser elegibles a la venta en todas las jurisdicciones o para todas las categorías de inversionistas. Distribuido a personas de los EE.UU. por UBS Financial Services Inc., una subsidiaria de UBS AG. UBS Securities LLC es una subsidiaria de UBS AG y una afiliada de UBS Financial Services Inc. UBS Financial Services Inc. acepta la responsabilidad por el contenido de un informe elaborado por una subsidiaria no estadounidense cuando éste distribuye informes a personas de los EE.UU. Todas las transacciones por una persona de los EE.UU. en los valores mencionados en el presente informe deben efectuarse a través de una firma de corretaje registrada en los EE.UU. y afiliada a UBS, y no a través de una afiliada no estadounidense. El contenido de este informe no ha sido y no será aprobado por ninguna autoridad en valores o inversiones en los Estados Unidos u otro lugar.

Versión a septiembre de 2013.

UBS prohíbe expresamente la reproducción o redistribución, total o parcial, de este material sin el permiso previo por escrito de UBS, y UBS no asume responsabilidad alguna por los actos de terceros al respecto. © 2013. El símbolo de la llave y UBS están entre las marcas registradas y no registradas de UBS. Todos los derechos reservados.