

BESFAMILLE S.A

SOCIEDAD DE BOLSA

25 de mayo 277 piso 6 oficina B

Tel-fax:+54-11-5032-7128

info@besfamille.com

Martín Orta (m.orta@besfamille.com)

07/04/2013

Cupones ligados al PBI

En esta oportunidad queríamos comentar algunas cuestiones vinculadas a los cupones ligados al PBI que fueron el tema de conversación a lo largo de las últimas dos semanas desde la conferencia de prensa donde el Ministro de economía, Axel Kicilof, que informó que el crecimiento de la economía para el 2013 había sido del 3% y en teoría no gatillaría el pago de los cupones para Diciembre del 2014 por ser inferior al 3,22% que se tenía que superar.

En primer lugar comenzaremos por comentar cuales son los tres requisitos que se deben cumplir para que se gatille el pago de los cupones.

1. El PBI real del año de referencia debe ser superior al del caso base.
2. La tasa de crecimiento del PBI real del año de referencia debe ser superior a la del caso base.
3. El importe acumulado de pagos no supere el límite máximo de pago que es de 48 pesos, dólares o euros según sea la moneda de emisión de cada bono.

Por lo tanto para este año lo que no se estaría cumpliendo es el punto 2 y por ende no se tendría que pagar el cupón.

Pero un aspecto importante a tener en cuenta y que resulta fundamental, es que el crecimiento de este año surge de una nueva serie de medición del PBI real a precios de 2004. Hasta el año 2012 y tercer trimestre del 2013 el PBI real se medía con precios de 1993. Por lo tanto el gobierno al modificar la medición del PBI a precios del año 1993, a calcularlo a precios del 2004, también debe recalcularse los PBI del caso base, estipulados en el [Anexo V del prospecto de emisión](#). A continuación se copia el texto donde se indica como recalcularse los PBI del caso base:

El INDEC calcula actualmente el PBI Real Efectivo utilizando 1993 como el año base de precios. Si en cualquier año, el INDEC cambiara el año base para calcular el PBI Real Efectivo, el Caso Base del PBI será ajustado del mismo modo. Por ejemplo, si el PBI Real Efectivo para 2006 usando precios de 1993 es X, y usando precios de 2004 es Y, en ese caso el Caso Base del PBI = (Caso Base del PBI según el cuadro anterior multiplicado por una fracción, cuyo numerador es Y y cuyo denominador es X).

PBI Nominal Efectivo: el producto bruto interno nominal efectivo ("PBI Nominal Efectivo") es el producto bruto interno de la República Argentina en Pesos constantes para cada año calendario conforme lo publica el INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA Y CENSOS (INDEC).

De esta manera al recalcularse los nuevos PBI del caso base, el crecimiento a superar ya no sería del 3,22% sino un porcentaje menor.

Entonces, para realizar el ajuste se necesita la serie del PBI a precios de 1993 del año 2013.

BESFAMILLE S.A

SOCIEDAD DE BOLSA

25 de mayo 277 piso 6 oficina B

Tel-fax:+54-11-5032-7128

info@besfamille.com

Como todavía no está disponible, en su lugar utilizamos el dato de crecimiento del 2013 publicado por el INDEC a través del EMAE.

PBI 2013 base 2004	869.739,47
PBI 2012 base 2004	844.807,46
Crecimiento	2,95%

	Cifras del PBI a precios de 1993 s/ EMAE	PBI a precios de 1993 con el crecimiento s/EMAЕ	Alternativas	Crecimiento en IV trimestre para que no pague -0,0395
		4,91%	3,00%	3,19%
PBI 2013 base 1993	2.700,61	491.313,69	482.350,03	483.262,88
PBI 2012 base 1993	2.574,12	468.301,00	468.301,00	468.301,00
Crecimiento	4,91%			

	Caso base con precios de 1993	Caso base nuevo	Caso base con crecimiento de 0,03	Nvo. Caso base para que no pague
PBI 2013 caso base	372.753,73	659.860,78	672.123,17	670.853,58
PBI 2012 caso Base	361.124,97	651.463,63	651.463,63	651.463,63
Crecimiento a superar	3,22%	1,29%	3,17%	2,98%

La nueva tasa de crecimiento resultante para que se gatille el pago teniendo en cuenta los datos del EMAE, que reflejaron un crecimiento del 4,91% para el 2013, sería del 1,29%, por lo que con el dato suministrado del 3% (2,95% sin el redondeo) se tendría que pagar el cupón este año. A modo de ejemplo pusimos una estimación de cuanto sería el nuevo umbral si el crecimiento del 2013 a precios de 1993 fuese del 3% y cuanto debería ser el mismo para que no se produzca el pago.

La alternativa por lo tanto que le estaría quedando al estado para no tener que pagar a fin de año sería publicar una caída de la economía de más del 4% en el último trimestre del 2013.

También existe quienes interpretan que el ajuste del PBI del caso base se realizaría en forma proporcional, es decir que todos los PBI proyectados en el prospecto de emisión se ajustarían en la misma proporción y no se

modificarían las tasas de crecimiento año a año, por lo que el umbral a superar este año para el pago se mantendría en 3,22% y por lo tanto no habría pago en consecuencia, además se mantendrían los mismo umbrales a superar para los años siguientes que son del 3% hasta el 2035.

Aún con estos datos la tasa de rendimiento a mediano plazo de estos activos sigue siendo elevada y por ende recomendamos destinar una parte de la cartera en estos activos aprovechando la caída en los precios.