

Riesgos políticos y geopolíticos – Principal desafío para la consolidación del crecimiento en Europa

27 de marzo 2015

www.banorte.com
www.ixe.com.mx
@analisis_fundam

Livia Honsel
Economista, Europa
livia.honsel@banorte.com

- **El crecimiento está cobrando fuerza en Europa, aunque el factor geopolítico sigue siendo una amenaza**
- **La salida de Grecia de la Eurozona continúa siendo el escenario menos probable aunque el riesgo es elevado**
- **Consideramos que el deterioro de la situación en Grecia desde la elección de Syriza podría reducir el apoyo a los partidos populistas en España y Francia Nacional**
- **Ucrania-Rusia: El acuerdo de cese al fuego atenuó la preocupación de los inversionistas pero la situación podría volver a empeorar**
- **Las elecciones generales en el Reino Unido se celebrarán el 7 de mayo**
- **Elecciones en España**
- **El riesgo de una salida del Reino Unido de la Unión Europea sería más alto en caso de victoria del Partido Conservador**

El crecimiento está cobrando ímpetu en la región pero el factor político y geopolítico sigue siendo una amenaza. Por primera vez en mucho tiempo, la economía de la Eurozona está sorprendiendo positivamente como resultado de la combinación de factores internos y externos favorables. En lo que va del año, los indicadores de confianza apuntan a un fortalecimiento del crecimiento en el bloque monetario. Los índices de actividad PMI y de sentimiento económico experimentan avances constantes, lo que refleja el mayor optimismo del sector privado. Asimismo, el consumo privado está ganando dinamismo tal y como lo muestra la aceleración de las ventas minoristas en los últimos meses. En contraste, la producción industrial avanza más lentamente, lo que sugiere que la depreciación del tipo de cambio todavía no ha tenido un impacto positivo visible. En nuestra opinión, el crecimiento del bloque monetario seguirá cobrando ímpetu en los próximos meses, apoyado por el programa de expansión cuantitativa del ECB, la reactivación del crédito al sector privado, la depreciación del euro y la baja inflación. Esperamos un crecimiento del PIB de 1.3% este año y de 1.6% en 2016 y consideramos que los riesgos están orientados al alza. Sin embargo, la crisis todavía no está superada y los riesgos políticos y geopolíticos seguirán siendo una amenaza para la aceleración del crecimiento. En el caso del Reino Unido, los datos publicados en 1T15 siguen en coherencia con la fortaleza de la economía impulsada por el buen desempeño de la demanda interna al mismo tiempo que la apreciación de la libra está pesando sobre la demanda interna. Anticipamos un crecimiento del PIB de 2.6% este año y de 2.5% en 2015. No obstante, la incertidumbre sobre el resultado de las elecciones generales del 7 de mayo y sobre un posible voto sobre la salida de la Unión Europea está generando nerviosismo.

Grecia: La salida de la Eurozona continúa siendo el escenario menos probable aunque el riesgo es elevado. Grecia volvió a ser el foco de atención de los mercados desde la victoria de Syriza en las elecciones del pasado 25 de enero. El programa de asistencia financiera fue extendido por cuatro meses hasta finales de junio pero las negociaciones avanzan muy lentamente. Al gobierno griego encabezado por Alexis Tsipras le queda poco tiempo para convencer a sus acreedores de que aprueben el paquete de reformas y liberen la ayuda financiera que le permitiría al país evitar un cese de pagos. El gobierno tiene varios pagos que cubrir en los próximos meses (ver la agenda abajo) y sus finanzas se encuentran en un estado crítico debido a la caída de los ingresos tributarios desde las elecciones. El próximo lunes a más tardar, Atenas deberá presentar la lista final de reformas a sus socios de la Eurozona. En nuestra opinión, el gobierno de Alexis Tsipras y las instituciones llegarán a un consenso que permitirá ganar un poco más de tiempo. Sin embargo, pensamos que Grecia tendrá que aceptar la negociación de un nuevo programa de rescate – lo que el gobierno ha rechazado hasta ahora. Un escenario de fracaso de las negociaciones podría tener dos consecuencias inmediatas: (1) La implementación de medidas de control de capital para evitar una mayor salida de depósitos que hundiría el sistema financiero griego (ver gráfica abajo); y (2) la organización de un voto sobre las reformas exigidas por los acreedores que sería un voto *de facto* sobre la permanencia en la Eurozona. Cabe recordar que 71% de los griegos quiere permanecer en el euro mientras que 62% afirma que quiere seguir en el bloque monetario a pesar de las condiciones requeridas por los acreedores, según encuestas recientes.

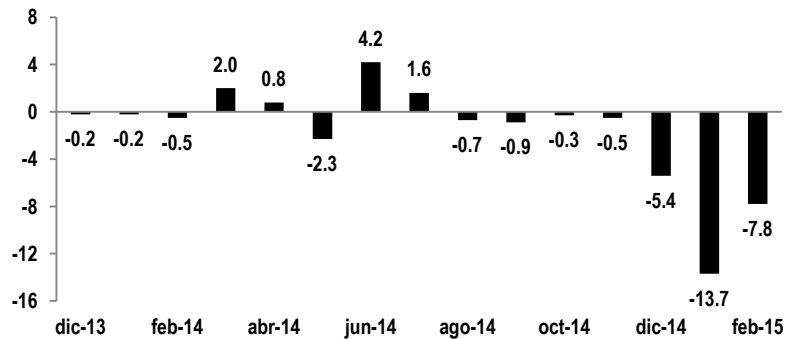
Calendario de los vencimientos de deuda de Grecia

30-mar	Fecha límite para que el gobierno presente una lista de reformas. A cambio espera conseguir el desembolso adelantado del último tramo de rescate.
09-abr	Vencimiento de deuda de 0.5mme con el FMI
14-abr	Vencimiento de 1.4mme de Letras del Tesoro
17-abr	Vencimiento de 1.7mme de Letras del Tesoro
Finales de abril	El plan de reformas debe ser aprobado por el ECB, FMI y Comisión Europea
08-may	Vencimiento de 1.4mme de Letras del Tesoro
05-jun	Vencimiento de deuda de 0.3mme con el FMI
12-jun	Vencimiento de deuda de 0.3mme con el FMI Vencimiento de 3.6mme de Letras del Tesoro
16-jun	Vencimiento de deuda de 0.5mme con el FMI
19-jun	Vencimiento de deuda de 0.3mme con el FMI
30-jun	Concluye la prórroga del programa de asistencia financiera
10-jul	Vencimiento de 2mme de Letras del Tesoro
13-jul	Vencimiento de deuda de 0.5mme con el FMI
20-jul	Vencimiento de deuda de 3.5mme con el ECB
08-ago	Vencimiento de 1mme de Letras del Tesoro
20-ago	Vencimiento de deuda de 3.2mme con el ECB

Fuente: Banorte-Ixe con información de Bloomberg

Grecia: Las salidas de depósitos se aceleraron desde las elecciones

mme



Fuente: ECB

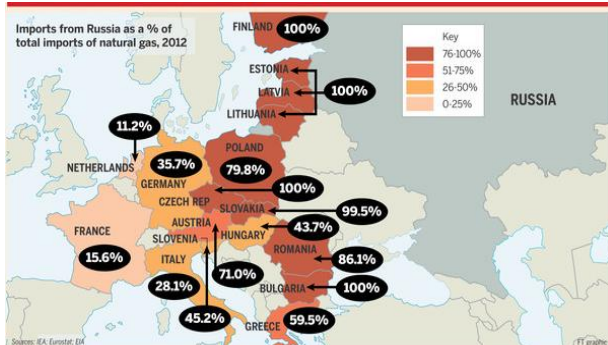
El deterioro de la situación en Grecia desde la elección de Syriza podría reducir el apoyo a los partidos populistas en España y Francia. El pasado domingo, se llevaron a cabo las elecciones regionales en Andalucía y locales en Francia. En ambos casos, los partidos “anti-sistema” obtuvieron buenos resultados pero estuvieron lejos de vencer frente a los partidos tradicionales. Si bien, cada país tiene sus especificidades que impiden hacer generalizaciones, pensamos que el deterioro de la situación en Grecia desde la elección de Syriza podría reducir el apoyo a los partidos populistas en la región.

(1) Elecciones en Andalucía probablemente no sean muestra de lo que pudiera pasar en las elecciones regionales y general. El domingo pasado, las elecciones en Andalucía – la región más poblada y una de las más pobres de España-, no dieron lugar a una victoria del movimiento *Podemos*, equivalente español de Syriza. El partido socialista (PSOE) llegó en primer lugar con 36% de los votos, mientras que el conservador Partido Popular (PP) obtuvo 27% de apoyo. *Podemos* logró apenas 15% de votos y el nuevo partido liberal *Ciudadanos* 9%. Esta elección no es un buen indicador para la serie de comicios que se realizarán este año: (1) Elecciones regionales –la mayor parte en mayo-; (2) elecciones en Cataluña el 27 de septiembre, y (3) elecciones generales el 20 de noviembre. No obstante, pensamos que el resultado mostró que la victoria de *Podemos* en las elecciones generales parece poco probable. El partido perdió popularidad en los últimos meses debido a revelaciones sobre sus vínculos con Venezuela y posiblemente a la complicada situación de Grecia después de la victoria de Syriza. Consideramos que un escenario “a la griega” en España es poco probable. La economía española se está recuperando rápidamente y crecerá este año a un mayor ritmo que la mayoría de sus socios de la Eurozona, lo que reduce el alcance del discurso anti-sistema.

(2) **Sólido apoyo del partido liderado por Nicolás Sarkozy en Francia.** El partido conservador (UMP) venció en la primera ronda con 29% de los votos frente al partido de ultra derecha Frente Nacional (FN) con 25%. El partido liderado por Nicolas Sarkozy parece contar con un sólido apoyo en vistas a las elecciones legislativas y presidenciales en 2017. El partido socialista del presidente François Hollande llegó en tercer lugar con 21% de los votos. Pensamos que el FN obtendrá un buen resultado en la segunda ronda el 29 de marzo pero que no tiene el apoyo suficiente para vencer en 2017. La aprobación de reformas estructurales es clave para que la segunda economía de la Eurozona mejore su competitividad y tenga un crecimiento más dinámico. La recién aprobada “ley Macron” fue un paso pequeño pero positivo para liberalizar la economía al mismo tiempo que los recortes al gasto público y a los impuestos que frenan la creación de empleos y la inversión. Sin embargo, será difícil profundizar el proceso teniendo en cuenta la escasa mayoría del gobierno.

El acuerdo de cese al fuego atenuó la preocupación por el conflicto en Ucrania pero la situación podría volver a empeorar. El año pasado, el conflicto en el Este de Ucrania entre el ejército y los separatistas apoyados por Rusia –así como las sanciones en contra del gobierno por parte de los países occidentales-, ocasionó un deterioro de la confianza empresarial en varios países, principalmente en Alemania. En los últimos meses, el conflicto perdió importancia con respecto a otros temas y el temor se atenuó aún más después de la firma del *Acuerdo de Minsk* el mes pasado, entre Rusia y Ucrania. Sin embargo, persiste la preocupación de que el gobierno ruso siga su estrategia de expansión en Ucrania y eventualmente a los países vecinos de Europa del Este. El apoyo de los congresistas estadounidenses al envío de armamento pesado a Ucrania es importante a pesar de la oposición del Presidente Obama y de la opinión pública. El lunes pasado, la Cámara de Representantes adoptó una resolución para exigir el envío de armas, lo que elevó la presión sobre el gobierno norteamericano para adoptar una postura más agresiva. Un nuevo escalamiento en el conflicto tendría sin duda consecuencias negativas directas en los países que tienen fuertes vínculos comerciales con Rusia e indirectas en la confianza en toda la región. En el mapa abajo podemos ver la dependencia de los países de la UE hacia las importaciones de gas provenientes de Rusia.

Importaciones de Rusia en % de las importaciones totales de gas



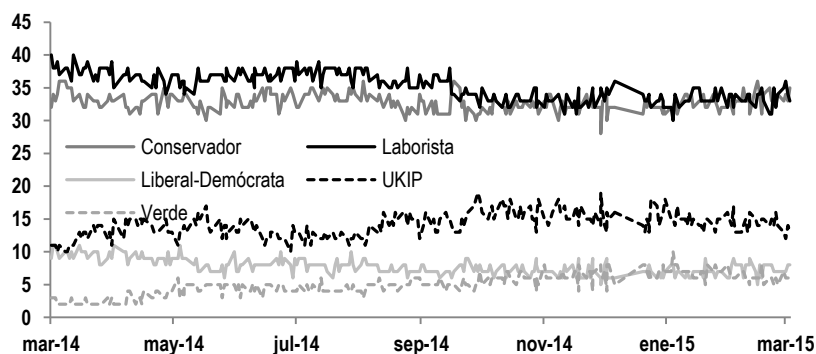
Fuente: FT

Las elecciones generales en el Reino Unido se celebrarán el 7 de mayo. Las encuestas recientes sugieren que resultarán nuevamente en un parlamento sin mayoría absoluta. Ninguno de los dos principales partidos –el Partido Conservador y el Partido Laborista–, parecen tener el apoyo suficiente para obtener la mayoría absoluta. Al mismo tiempo, el auge del partido populista *UKIP* (Partido por la Independencia del Reino Unido) –que defiende la salida del Reino Unido de la Unión Europea–, complica el panorama. El apoyo a *UKIP* oscila alrededor de 15%. El Partido Conservador se comprometió a no formar ninguna alianza con *UKIP* pero su postura podría cambiar después de las elecciones. Por lo tanto, los dos escenarios posibles son un gobierno de coalición de varios partidos o un gobierno minoritario. El segundo escenario implica un mayor riesgo de parálisis política.

El riesgo de una salida del Reino Unido de la Unión Europea sería más alto en caso de victoria del Partido Conservador. El actual primer ministro conservador David Cameron prometió la organización de un referéndum sobre la pertenencia a la UE en 2017 en caso de vencer las elecciones, y después de intentar renegociar las condiciones de la adhesión del Reino Unido. Las encuestas señalan que los británicos siguen muy indecisos con respecto a este tema. En caso de que *UKIP* forme parte del gobierno, pensamos que el referéndum podría ser adelantado. Pensamos que la incertidumbre sobre (1) el resultado de las elecciones generales; (2) un mayor riesgo de salida de la UE en caso de victoria del Partido Conservador generará nerviosismo en Europa en el corto plazo. Una salida del Reino Unido tendría un impacto económico muy negativo para el país teniendo en cuenta sus fuertes lazos comerciales con la UE. Adicionalmente, el resultado de las elecciones también podría tener una influencia en la decisión del Banco de Inglaterra sobre el alza de la tasa de referencia vía el efecto que tendría en los mercados y el tipo de cambio.

Encuestas elecciones generales mayo 2015

% intenciones de voto



Fuente: YouGov/Sun

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Katia Celina Goya Ostos, Livia Honsel, Alejandro Padilla Santana, Alejandro Cervantes Llamas, Juan Carlos Alderete Macal, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Santiago Leal Singer, Rey Saúl Torres Olivares; Manuel Jiménez Zaldívar, Víctor Hugo Cortes Castro, Marisol Huerta Mondragón, Marissa Garza Ostos, Idalia Yanira Céspedes Jaén, José Itzamna Espitia Hernández, María de la Paz Orozco, Tania Abdul Massih Jacobo, Hugo Armando Gómez Solís, Valentín III Mendoza Balderas, certificamos que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de nuestra opinión personal sobre la(s) compañía(s) o empresa(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y/o de los valores que ha emitido. Asimismo declaramos que no hemos recibido, no recibimos, ni recibiremos compensación distinta a la de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V por la prestación de nuestros servicios.

Declaraciones relevantes.

Conforme a las leyes vigentes y los manuales internos de procedimientos, los Analistas tienen permitido mantener posiciones largas o cortas en acciones o valores emitidos por empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y que pueden ser el objeto del presente reporte, sin embargo, los Analistas Bursátiles tienen que observar ciertas reglas que regulan su participación en el mercado con el fin de prevenir, entre otras cosas, la utilización de información privada en su beneficio y evitar conflictos de interés. Los Analistas se abstendrán de invertir y de celebrar operaciones con valores o instrumentos derivados directa o a través de interpósita persona, con Valores objeto del Reporte de análisis, desde 30 días naturales anteriores a la fecha de emisión del Reporte de que se trate, y hasta 10 días naturales posteriores a su fecha de distribución.

Remuneración de los Analistas.

La remuneración de los Analistas se basa en actividades y servicios que van dirigidos a beneficiar a los clientes inversionistas de Casa de Bolsa Banorte Ixe y de sus filiales. Dicha remuneración se determina con base en la rentabilidad general de la Casa de Bolsa y del Grupo Financiero y en el desempeño individual de los Analistas. Sin embargo, los inversionistas deberán advertir que los Analistas no reciben pago directo o compensación por transacción específica alguna en banca de inversión o en las demás áreas de negocio. Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., a través de sus áreas de negocio, brindan servicios que incluyen, entre otros, los correspondientes a banca de inversión y banca corporativa, a un gran número de empresas en México y en el extranjero. Es posible que hayan prestado, estén prestando o en el futuro brinden algún servicio como los mencionados a las compañías o empresas objeto de este reporte. Casa de Bolsa Banorte o sus filiales reciben una remuneración por parte de dichas corporaciones en contraprestación de los servicios antes mencionados.

En el transcurso de los últimos doce meses, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., no ha obtenido compensaciones por los servicios prestados por parte de la banca de inversión o por alguna de sus otras áreas de negocio de las siguientes empresas o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

Actividades de las áreas de negocio durante los próximos tres meses.

Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte o sus filiales esperan recibir o pretenden obtener ingresos por los servicios que presta banca de inversión o de cualquier otra de sus áreas de negocio, por parte de compañías emisoras o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

Tenencia de valores y otras revelaciones.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantiene inversiones, al cierre del último trimestre, directa o indirectamente, en valores o instrumentos financieros derivados, cuyo subyacente sean valores, objeto de recomendaciones, que representen el 1% o más de su cartera de inversión de los valores en circulación o el 1% de la emisión o subyacente de los valores emitidos.

Ninguno de los miembros del Consejo, directores generales y directivos del nivel inmediato inferior a éste de Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte, funge con algún cargo en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

Los Analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantienen inversiones directas o a través de interpósita persona, en los valores o instrumentos derivados objeto del reporte de análisis.

Guía para las recomendaciones de inversión.

	Referencia
COMPRA MANTENER VENTA	Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
	Quando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
	Quando el rendimiento esperado de la acción sea menor al rendimiento estimado del IPC.

Aunque este documento ofrece un criterio general de inversión, exhortamos al lector a que busque asesorarse con sus propios Consultores o Asesores Financieros, con el fin de considerar si algún valor de los mencionados en el presente reporte se ajusta a sus metas de inversión, perfil de riesgo y posición financiera.

Determinación de precios objetivo

Para el cálculo de los precios objetivo estimado para los valores, los analistas utilizan una combinación de metodologías generalmente aceptadas entre los analistas financieros, incluyendo de manera enunciativa, más no limitativa, el análisis de múltiplos, flujos descontados, suma de las partes o cualquier otro método que pudiese ser aplicable en cada caso específico conforme a la regulación vigente. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo calculados para los valores por los analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., ya que esto depende de una gran cantidad de diversos factores endógenos y exógenos que afectan el desempeño de la empresa emisora, el entorno en el que se desempeña e influyen en las tendencias del mercado de valores en el que cotiza. Es más, el inversionista debe considerar que el precio de los valores o instrumentos puede fluctuar en contra de su interés y ocasionarle la pérdida parcial y hasta total del capital invertido.

La información contenida en el presente reporte ha sido obtenida de fuentes que consideramos como fidedignas, pero no hacemos declaración alguna respecto de su precisión o integridad. La información, estimaciones y recomendaciones que se incluyen en este documento son vigentes a la fecha de su emisión, pero están sujetas a modificaciones y cambios sin previo aviso; Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no se compromete a comunicar los cambios y tampoco a mantener actualizado el contenido de este documento. Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no acepta responsabilidad alguna por cualquier pérdida que se derive del uso de este reporte o de su contenido. Este documento no podrá ser fotocopiado, citado, divulgado, utilizado, ni reproducido total o parcialmente sin previa autorización escrita por parte de, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V.

GRUPO FINANCIERO BANORTE S.A.B. de C.V.
Directorio de Análisis

Gabriel Casillas Olvera	Director General Análisis Económico	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Análisis Económico	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967

Análisis Económico

Delia María Paredes Mier	Directora Ejecutiva Análisis y Estrategia	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Alejandro Cervantes Llamas	Subdirector Economía Nacional	alejandros.cervantes@banorte.com	(55) 1670 - 2972
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Livia Honsel	Gerente Economía Internacional	livia.honsel@banorte.com	(55) 1670 - 1883
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Gerente Economía Regional y Sectorial	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Rey Saúl Torres Olivares	Analista Economía Nacional	saul.torres@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611

Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio

Alejandro Padilla Santana	Director Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	alejandros.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Subdirector de Estrategia de Tipo de Cambio	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Santiago Leal Singer	Analista Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144

Análisis Bursátil

Manuel Jiménez Zaldivar	Director de Análisis Bursátil	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5004 - 1275
Victor Hugo Cortes Castro	Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 5004 - 1231
Marissa Garza Ostos	Conglomerados / Financiero / Minería / Químico	marissa.garza@banorte.com	(55) 5004 - 1179
Marisol Huerta Mondragón	Alimentos / Bebidas/Comerciales	marisol.huerta.mondragon@banorte.com	(55) 5004 - 1227
José Itzamna Espitia Hernández	Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 5004 - 1266
Valentín III Mendoza Balderas	Gerente de Análisis	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 5268 - 9000 x 1267
María de la Paz Orozco García	Analista	maripaz.rozco@banorte.com	(55) 5004 - 5262

Análisis Deuda Corporativa

Tania Abdul Massih Jacobo	Directora Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5004 - 1405
Hugo Armando Gómez Solís	Gerente Deuda Corporativa	hugo.gomez@banorte.com	(55) 5004 - 1340
Idalia Yanira Céspedes Jaén	Gerente Deuda Corporativa	idalia.cespedes@banorte.com	(55) 5004 - 1437

Banca Mayorista

Armando Rodal Espinosa	Director General Banca Mayorista	armando.rodal@banorte.com	(55) 1670 - 1889
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General de Mercados y Ventas Institucionales	alejandros.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Jorge de la Vega Grajales	Director General Gobierno Federal	jorge.delavega@banorte.com	(55) 5004 - 5121
Luis Pietrini Sheridan	Director General Banca Patrimonial y Privada	lpietrini@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1453
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General de Administración de Activos y Desarrollo de Negocios	pimentelr@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9004
Ricardo Velázquez Rodríguez	Director General Banca Internacional	rvelazquez@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9879
Victor Antonio Roldan Ferrer	Director General Banca Corporativa Transaccional	vrolan@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1454