

La puesta en marcha del programa de compra de bonos del BCE continúa reduciendo la rentabilidad de los bonos tanto soberanos como corporativos. La incertidumbre derivada de la difícil situación que atraviesa Grecia y el intenso calendario de vencimientos de deuda a los que debe hacer frente el estado heleno durante el mes de mayo ha provocado una ampliación de las primas de riesgo de España e Italia. En nuestra opinión, la deuda periférica continúa teniendo recorrido y los *spreads* deberían estrecharse en el medio plazo, debido al efecto favorable del programa de compra del BCE y el atractivo que continúan teniendo estos activos en un entorno de reducida inflación. No obstante, la mínima rentabilidad exigida (TIR) puede no estar reflejando el riesgo de interés, especialmente en los tramos largos de la curva. Por todo ello, puede ser un buen momento para inversores institucionales, pero el riesgo para los inversores particulares es elevado, haciendo necesario ser selectivos a la hora de escoger los activos.

En la selección correspondiente a abril, mantenemos las cinco emisiones escogidas anteriormente, que consideramos las más interesantes en términos de rentabilidad/riesgo.

En los plazos más largos contemplamos una emisión de **deuda pública española** y otra emitida por la **Comunidad de Madrid**. Entre las dos, favoreceríamos la emitida por la Comunidad de Madrid, puesto que el perfil de riesgo es similar, la TIR también y el plazo más reducido. En el plazo más corto, hemos seleccionado tres emisiones, dos corporativas, **Iberdrola** y **Bayer** y una del **ICO**.

Por último, recordamos que las emisiones de Bayer, Iberdrola y el ICO están denominadas en dólares, ya que estos bonos ofrecen rentabilidades sensiblemente superiores a las de emisiones equivalentes en calidad crediticia y plazo denominadas en euros. No obstante, aunque el euro podría depreciarse en el caso de que se produjera un hipotético evento de riesgo relacionado con Grecia, el potencial de apreciación del dólar desde los niveles actuales (1,07\$) es más limitado, por lo que hay que considerar que el **riesgo divisa** en este segundo caso es un factor que puede condicionar la decisión.

EMISOR	EMISIÓN / IMPORTE MÍNIMO	CUPÓN	VENCIMIENTO	PRECIO INDICATIVO	TIR INDICATIVA	RATING MOODY'S	GRADO INVERSIÓN
DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA	ES0000011868 (Deuda Senior) / 15.000EUR	6% (pago anual)	31/01/2029	150,76	1,72%	Baa2 (Emisión)	Sí
COM. MADRID	ES0000101263 (Deuda Senior) / 15.000EUR	4,30% (pago anual)	15/09/2026	124,90	1,77%	Baa2 (Emisor)	Sí
BAYER	USU07264AD38 (Deuda Senior) / 200.000USD	2,37% (pago semestral)	08/10/2019	102,70	1,79%	A3 (Emisión)	Sí
IBERDROLA	USG4721SAQ42 (Deuda Senior) / 75.000USD	5% (pago semestral)	11/09/2019	112,68	2,08%	Baa1 (Emisión)	Sí
BONO ICO	XS0294794705 (Deuda Senior) / 15.000USD	5% (pago anual)	10/04/2017	108,86	1,25%	Baa2 (Emisión)	Sí

## INFORMACIÓN DETALLADA Y OPINIÓN ACERCA DE LA EMISIÓN

EMISOR	EMISIÓN / IMPORTE MÍNIMO	CUPÓN	VENCIMIENTO	PRECIO INDICATIVO	TIR INDICATIVA	RATING MOODY'S	GRADO INVERSIÓN
DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA	ES0000011868 (Deuda Senior) / 15.000EUR	6% (pago anual)	31/01/2029	150,76	1,72%	Baa2 (Emisión)	Sí

La deuda pública española seguirá siendo atractiva para los inversores en un entorno de tipos de interés cercanos a cero. Asimismo, la recuperación económica, el proceso de consolidación fiscal y el probable plan de compra de bonos por parte del BCE continuarán presionando a la baja la prima de riesgo. Las emisiones del Tesoro siguen recogiendo una mejora gradual y paulatina de la economía con un progresivo estrechamiento de *spreads*. La percepción de nuestra economía en el exterior es cada vez mejor por lo que repercutirá en la confianza que el mercado tiene sobre el país.

EMISOR	EMISIÓN / IMPORTE MÍNIMO	CUPÓN	VENCIMIENTO	PRECIO INDICATIVO	TIR INDICATIVA	RATING MOODY'S	GRADO INVERSIÓN
COM. MADRID	ES0000101263 (Deuda Senior) / 15.000EUR	4,30% (pago anual)	15/09/2026	124,90	1,77%	Baa2 (Emisión)	Sí

La Comunidad de Madrid goza de unos niveles de solvencia muy superiores al promedio del resto de Comunidades Autónomas. Cerró el tercer trimestre de 2014 con una deuda del 13,3% del PIB, 8,7 puntos por debajo de la media (22%). Asimismo, Madrid registró un déficit de 1,25% a finales de noviembre, por encima del límite de 1% para Comunidades Autónomas, pero por debajo de 1,37% de la media de los demás.

EMISOR	EMISIÓN / IMPORTE MÍNIMO	CUPÓN	VENCIMIENTO	PRECIO INDICATIVO	TIR INDICATIVA	RATING MOODY'S	GRADO INVERSIÓN
BAYER	USU07264AD38 (Deuda Senior) / 200.000USD	2,37% (pago semestral)	08/10/2019	102,70	1,79%	A3 (Emisión)	Sí

Esta emisión está recomendada sólo para inversores con un perfil de inversión dinámico-agresivo ya que está denominada en dólares (USD) lo que implica asumir un riesgo de divisa además del riesgo de tipo de interés y de crédito.

La farmacéutica alemana ha mostrado trimestralmente solidez en sus cuentas durante 2014. Para el conjunto del año se estima un aumento de los ingresos +4% hasta 41.812M€ y del BNA de +56% hasta 4.989M€. La DFN, teniendo en cuenta las adquisiciones, podría situarse al cierre de 2014 (según previsiones de la compañía) por debajo de 9.000M€ (+690M€ desde dic. '13), lo que supondría un ratio DFN/Ebitda de 1x desde 0,9x en 2013. De cara a 2015, la trayectoria debería seguir siendo positiva gracias a su especialización en el negocio Healthcare y medicamentos que no necesitan receta ("*over-the-counter*"), que se ha visto potenciada por la adquisición de la división de consumo de Merck. Además, la debilidad del euro debería impulsar las ventas ya que aproximadamente el 25% de sus ingresos proceden de EE.UU., LatAm y Asia.

EMISOR	EMISIÓN / IMPORTE MÍNIMO	CUPÓN	VENCIMIENTO	PRECION INDICATIVO	TIR INDICATIVA	RATING MOODY'S	GRADO INVERSIÓN
IBERDROLA	USG4721SAQ42 (Deuda Senior) / 75.000USD	5% (pago semestral)	11/09/2019	112,68	2,08%	Baa1 (Emisión)	Sí

Esta emisión está recomendada sólo para inversores con un perfil de inversión dinámico-agresivo ya que está denominada en dólares (USD) lo que implica asumir un riesgo de divisa además del riesgo de tipo de interés y de crédito.

Iberdrola es el primer grupo energético de España y una de las mayores eléctricas del mundo con una presencia notable en el Reino Unido, EEUU, México y Brasil.

Sus cuentas 2014 estuvieron en línea con las expectativas del mercado. Las principales cifras son: Ingresos 30.032M€ (-3,4%); EBITDA 6.965M€ (+3,1%) vs 6.874M\$. BNA 2.327M€ (-9,5%) vs 2.354M€. En cuanto a la deuda, la compañía está en una fase de desapalancamiento vía desinversiones para reducir la deuda por debajo de los 25.000M€. Así, la deuda neta ha pasado de 26.836M€ en diciembre'13 a 25.619M€, cifra que supone 3,7x EBITDA, todavía por encima de la media del sector (2,6x). No obstante, la compañía no presenta vencimientos elevados en el corto plazo y está siendo capaz de refinanciarse en el mercado en condiciones muy ventajosas. De hecho, en enero colocó 600M€ a 7 años con una TIR de 1,21% para canjearlos por otros de vencimiento más próximo y mayor interés.

EMISOR	EMISIÓN / IMPORTE MÍNIMO	CUPÓN	VENCIMIENTO	PRECION INDICATIVO	TIR INDICATIVA	RATING MOODY'S	GRADO INVERSIÓN
BONO ICO	XS0294794705 (Deuda Senior) / 15.000USD	5% (pago anual)	10/04/2017	108,86	1,25%	Baa2 (Emisión)	Sí

El Instituto de Crédito Oficial es una entidad pública empresarial, adscrita al Ministerio de Economía y Competitividad a través de la Secretaría de Estado de Economía que tiene consideración de Agencia Financiera del Estado, con personalidad jurídica, patrimonio y tesorería propios. El ICO, como Entidad de Crédito Especializada, financia a medio y largo plazo las inversiones productivas de las empresas establecidas en España o de empresas españolas que se establezcan en el exterior. Como Agencia Financiera del Estado, el ICO financia, por indicación expresa del Gobierno, a los afectados por situaciones de graves crisis económicas, catástrofes naturales u otros supuestos semejantes. En estos casos, el ICO actúa previa dotación de fondos públicos y/o mediante compensación de diferenciales de tipos de interés. Asimismo, el ICO gestiona los instrumentos de financiación oficial a la exportación y al desarrollo.

Conforme a lo previsto en el punto 3.3 de la disposición adicional sexta del Real Decreto Ley 12/1995, de 28 de diciembre, las deudas que contraiga el ICO para la captación de fondos gozarán de la garantía del Estado, por lo tanto se trata de un activo de riesgo reducido. En definitiva, las emisiones del ICO son asimilables a una emisión de deuda pública en cuanto a su nivel de riesgo, pero ofrece una rentabilidad superior a las emisiones de bonos soberanos del Reino de España de plazos equivalentes. Finalmente, hay que recordar que esta emisión está en dólares, lo que implica asumir un riesgo de divisa además del riesgo de tipo de interés y crédito.