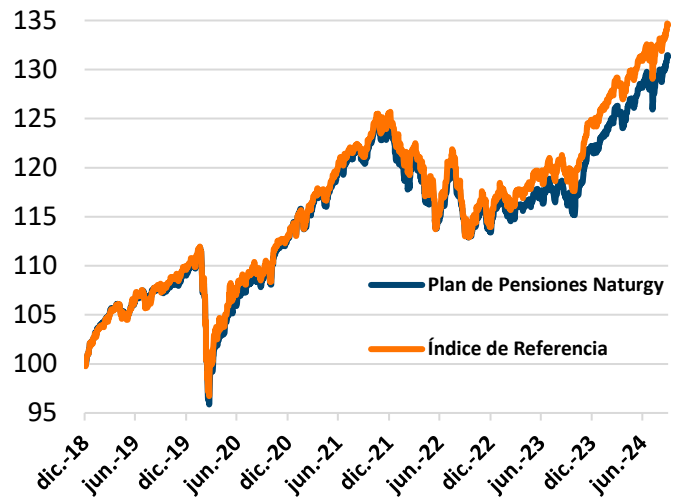


## Evolución del Plan de Pensiones

El Fondo de Pensiones crece un 1,01 % en septiembre y el índice de referencia un 0,99%. En el año, el fondo repunta un 7,48%, el índice de referencia un 7,78%.

	sep-24	YTD
Plan de Pensiones Naturgy	1,01%	7,48%
Índice de Referencia	0,99%	7,78%

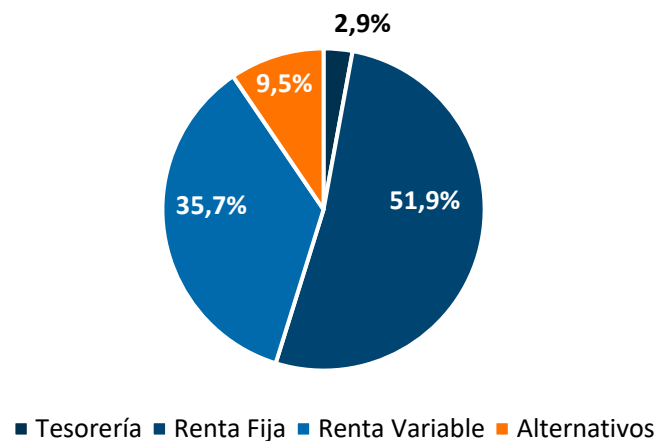


## Posicionamiento

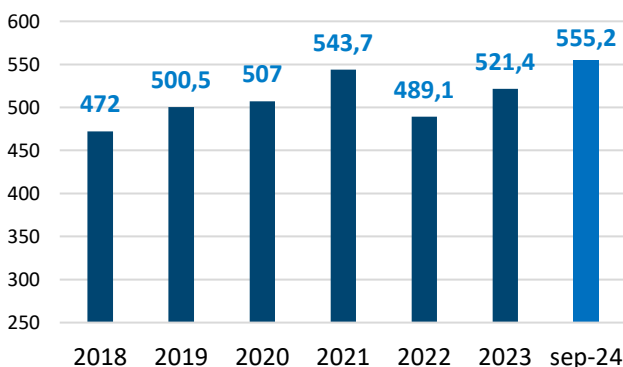
El Fondo de Pensiones presenta una distribución de activos en los que la Renta Fija representa la mayoría de la cartera con un 51,9%, suponiendo una infraponderación de 1,1 p.b. respecto al índice de referencia. Esta asignación se divide en diferentes clases de activos, principalmente deuda pública y emisiones corporativas de buena calidad crediticia.

La Renta Variable supone un 35,7%, por encima del 32% que representa en el índice de referencia. La cartera de Renta Variable se distribuye geográficamente en un 11,6% en EE. UU. un 7,9% en Europa, un 5,7% en Países Emergentes, un 2,1% en la región de Asia Pacífico, y el 8,4% restante pertenece a Renta Variable Temática.

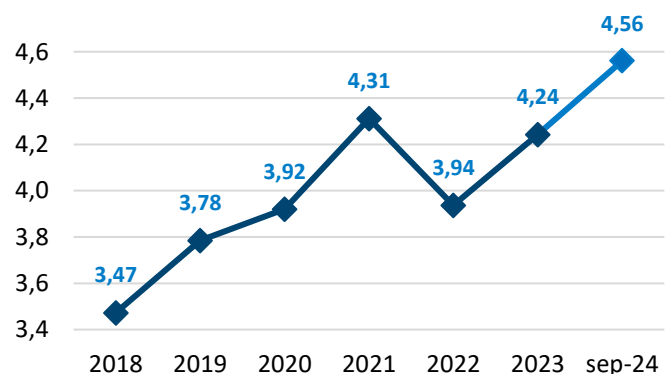
La inversión en activos alternativos tales como gestión alternativa UCITS, inmobiliario, *private equity*, activos reales y mercados privados representan un 9,5%, por debajo del 11% de la posición neutral respecto al índice de referencia.



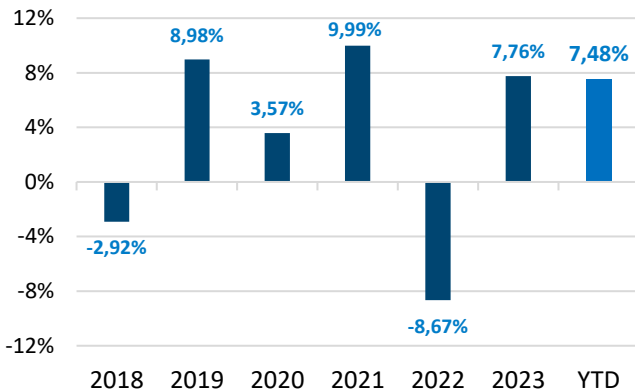
## Evolución del Patrimonio (M€)



## Evolución del Valor Liquidativo

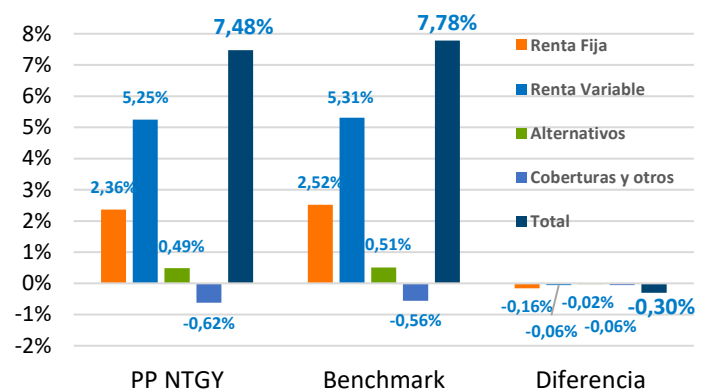


## Rentabilidad (%)



YTD: Rentabilidad acumulada desde el 01/01/2024

## Contribución a la rentabilidad por activo (%)



## Economía mundial

La economía de EE. UU. está mostrando señales de ralentización en su mercado laboral. Así lo evidencian los datos conocidos en los últimos meses y así lo ha reconocido la Reserva Federal en su comunicado posterior al recorte de los tipos de interés. La rebaja, la primera del actual ciclo, ha sido de 50 pb, es decir, más de lo esperado (25 pb). Y tal vez para justificar esta mayor agresividad es por la que la autoridad monetaria ha introducido ese reconocimiento sobre el deterioro del empleo. Pero, y he aquí lo más relevante de lo acontecido en septiembre en política monetaria, la Fed apunta a que no hay que preocuparse sobre el ciclo económico, en cierto modo porque en próximos meses va a recortar de forma intensa los tipos de interés (hasta la zona del 3,0% desde el 5,0%) lo que permite pensar que en los tres próximos años el PIB avanzará al 2,0% (así lo recoge en sus proyecciones). Es verdad que es un crecimiento solo en línea con el potencial, pero si tenemos en cuenta la duración de la actual expansión, así como la capacidad de haber evitado la recesión a pesar de las fuertes subidas de tipos de 2022 – 2023, el entorno económico sigue siendo favorable. Es cierto que no tan favorable como lo era en trimestres anteriores cuando, ahora lo comprobamos, la anticipación de una recesión fue incorrecta. En la nueva fase de política monetaria (caracterizada por los recortes de tipos de interés) de la que la única excepción dentro de las economías desarrolladas es Japón, podemos decir que es la inflación la que marca el rumbo. Es decir, que igual que los dos últimos años fue el “estallido de la inflación” la que dirigió el endurecimiento monetario (costase lo que costase en términos de crecimiento económico) que la inflación esté ahora a punto de alcanzar la meta del 2,0% permite a los bancos centrales recortar los tipos de interés. Y, si se cumple el escenario de rebajarlos hasta la zona del 2,0% (zona euro) – 3% (EE. UU.), supondrá un estímulo para el crecimiento económico. Pero el estímulo también procede desde China, país cuyas autoridades han anunciado nuevas medidas tendentes a tratar de reactivar el consumo de las familias, el mercado bursátil y el mercado inmobiliario. Como es sabido, el objetivo de China es un crecimiento del PIB del 5,0%, cota que, a tenor de los últimos datos, puede ser difícil de conseguir. En conclusión, parece que se ha producido un claro cambio en el foco de atención de las autoridades monetarias, que ha pivotado desde la inflación al crecimiento. Y lo ha hecho no tanto porque preocupe en exceso el PIB (con la excepción de Alemania y Francia) sino porque la reconducción de la inflación hacia la meta del 2% permite deshacer gran parte de las subidas de tipos de 2022 – 2023. Si se cumple este estímulo monetario (y se considera que ya se ha experimentado la totalidad del efecto negativo de las subidas anteriores), se puede pensar que el ciclo de crecimiento del PIB en la zona del 2,0% se va a prolongar en 2025. Más dudas se puede tener en la capacidad de anclaje de la inflación en el 2,0% si se acumula un año más de expansión y, ahora, de condiciones monetarias expansivas. Las advertencias que acertadamente se expresaban hace unos meses sobre el riesgo al alza de la inflación por factores estructurales se intensifican ahora por el cambio de sesgo de la política monetaria.

## Mercados

### Renta variable

Nuevo mes de revalorización en las bolsas, en especial, el mercado chino, con un +21%, que permite al MSCI AWCI regresar a máximos históricos y experimentar un +16%.

### Renta fija

Como ya se observó en agosto, en septiembre ha continuado la cesión de toda la curva de los tipos de interés, que se aleja de los máximos de finales de abril. A diferencia de Italia y España, septiembre se salda con un aumento de la prima por riesgo de Francia. En concreto, de 8 pb, hasta 80 pb, por lo que se iguala a la de España.

### Divisas

Ligera depreciación del USD ante el recorte de 50 pb de la Reserva Federal. El movimiento en el año es una ligera depreciación.

### Materias primas

Nuevo encarecimiento, pero con diferencias entre ellas. El petróleo se encuentra, de nuevo, entre las pocas que corrigen: del orden del 8% en septiembre. Con la cotización del barril en la zona de los 70 USD, presenta una caída del 7% en el año y del -16% interanual. El mayor encarecimiento se observa, como ya pasó en agosto, en los metales (tras varios meses de correcciones) por lo que vuelve el saldo positivo tanto en el año (7,0%) como en interanual (15%). Los alimentos se encarecen, con la única excepción del cacao (-18,8% mensual, pero sube un 87% en 2024).

## Perspectivas de mercado

Atrás queda ya el proceso de corrección de las bolsas en los primeros días de agosto. La ronda de recortes de tipos de interés, el “anuncio” de que habrá más rebajas, los datos económicos moderadamente positivos y la publicación de resultados por parte de alguna empresa tecnológica han permitido a las bolsas una importante revalorización, hasta situarse en zona de máximos anuales (la excepción es el Nasdaq y el Nikkei japonés). El debate en torno a la renta variable sigue siendo el mismo: ¿cuál es el margen de subidas adicional si tenemos en cuenta los actuales niveles de valoración? Estas dudas, razonables, se responden cuando se observa el *momentum* del mercado y, ahora, el cambio de sesgo de los bancos centrales. El apoyo de los beneficios empresariales (se espera un avance del 12% en 2025) es también claro. Las novedades proceden desde el mercado de renta fija en el que, por fin, estamos asistiendo a un importante movimiento de revalorización ante la cesión de los tipos de interés. Éstos caen como reacción a las rebajas de tipos de los bancos centrales y, sobre todo, a la expectativa de futuros recortes. Y el movimiento se produce con mayor cuantía en el tramo corto que en el tramo largo, de tal forma que la curva vuelve a dibujar pendiente positiva. De esta forma, el mercado de bonos habría vuelto a acertar a la hora de anticipar recortes de tipos de interés. Lo que parece que esta vez será diferente es que esa rebaja se produzca no tanto por una recesión como por una moderación de la inflación. Si bien es cierto que en los últimos 5 meses hemos asistido a importantes revalorizaciones en el mercado de renta fija, no lo es menos que el rendimiento meses atrás había sido muy decepcionante, por lo que parece que queda margen de ganancias adicionales. Pero tiene sentido reducir duración ante lo mucho que han cedido los tramos largos de las curvas y el riesgo de que el mercado empiece a anticipar alza de la inflación.

En bolsa...			
	Nivel	Var. Mes	Var. Año
Ibex 35	11.968	5,0%	18,5%
Eurostoxx 50	5.067	2,2%	12,1%
S&P 500	5.738	1,6%	20,3%
Nikkei	39.830	3,1%	19,0%
En deuda...			
	Nivel (%)	Var. Mes (pb)	Var. Año (pb)
10 años España	2,94	-15	-4
10 años Alemania	2,16	-11	13
10 años EE. UU.	3,83	-6	-8
En divisas...			
	Nivel	Var. Mes	Var. Año
USD/EUR	1,115	0,9%	0,8%
En materias primas...			
	Nivel	Var. Mes	Var. Año
Brent (petróleo)	72,0	-8,7%	-6,6%