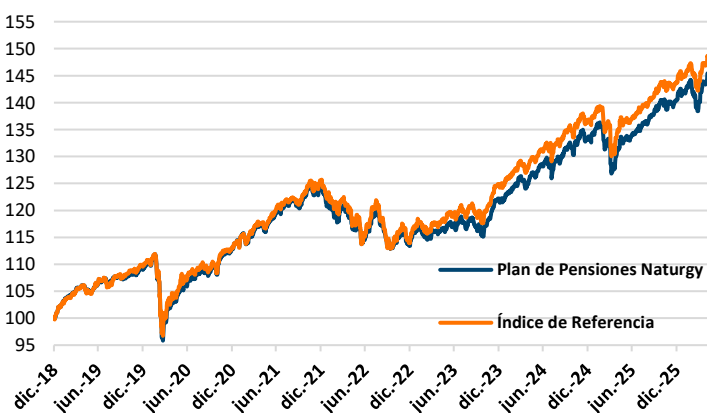


Evolución del Plan de Pensiones

El Plan de Pensiones de Naturgy registra una evolución del 2,52% en mayo, mientras que el índice de referencia avanza un 2,15%. En el acumulado del año (YTD), el Plan registra una rentabilidad del 5,03%, frente al 4,75% del índice de referencia.

	may-26	YTD
Plan de Pensiones Naturgy	2,52%	5,03%
Índice de Referencia	2,15%	4,75%

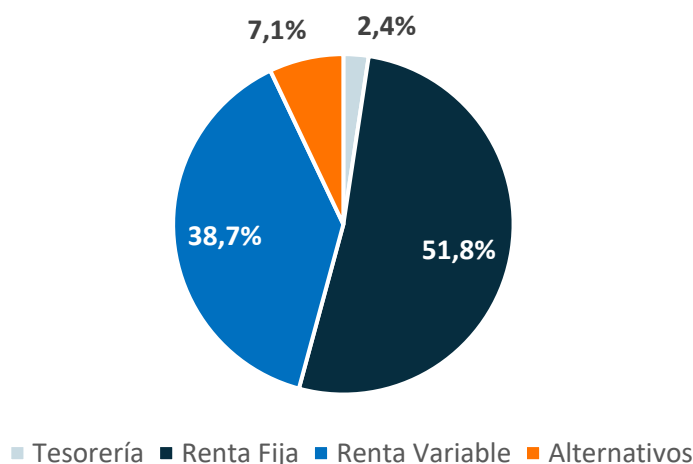


Posicionamiento

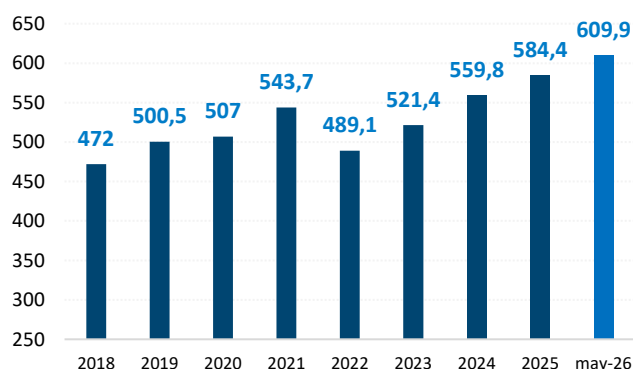
El Fondo de Pensiones presenta una distribución de activos en los que la Renta Fija representa la mayoría de la cartera, con un 51,8%, suponiendo una infraponderación respecto al 57% del índice de referencia. Esta asignación se divide en diferentes clases de activos, principalmente deuda pública y emisiones corporativas de buena calidad crediticia.

La Renta Variable supone un 38,7%, por encima del 32% que representa en el índice de referencia. La cartera de Renta Variable se distribuye geográficamente en un 11,1% en EE. UU., un 8,8% en Europa, un 6,7% en Países Emergentes, un 2,3% en la región de Asia Pacífico, y el 9,8% restante pertenece a Renta Variable Temática.

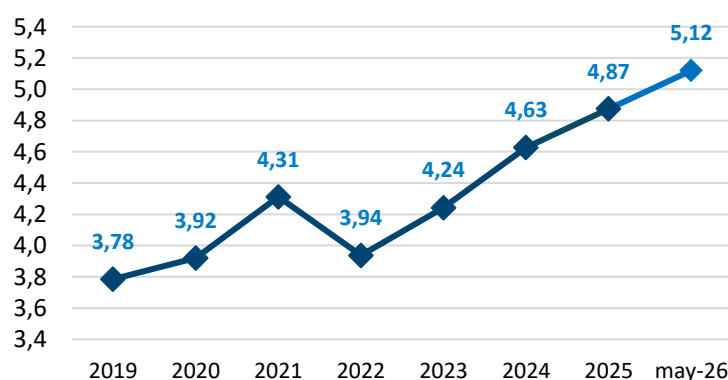
La inversión en activos alternativos tales como inmobiliario, *private equity* y activos reales representan un 7,1%, moderadamente por encima del 7% del índice de referencia, manteniendo una posición neutral.



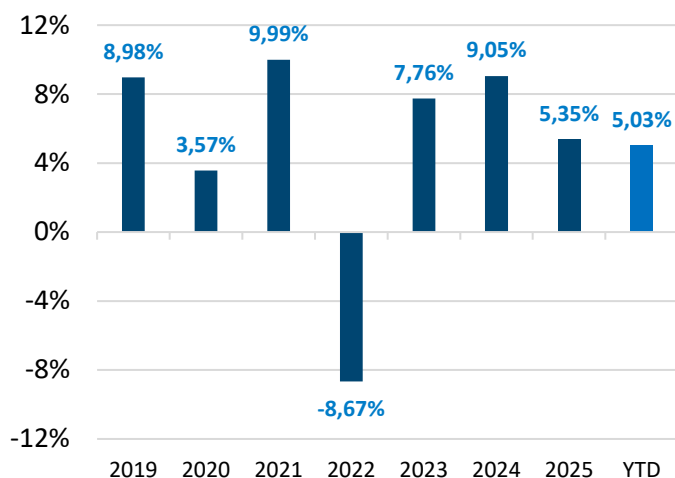
Evolución del Patrimonio (M€)



Evolución del Valor Liquidativo

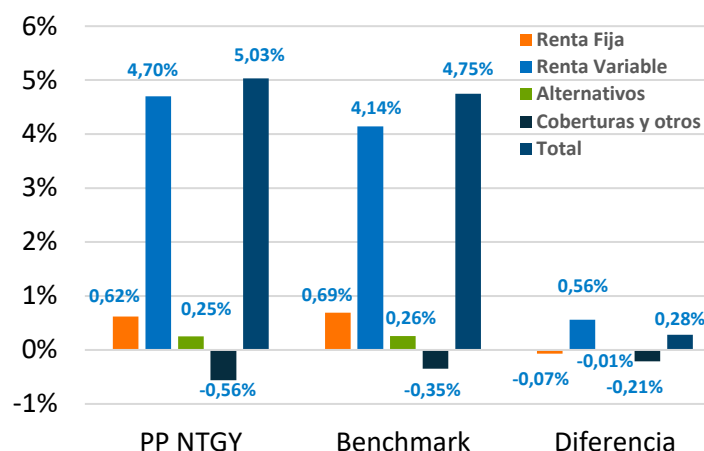


Rentabilidad (%)



YTD: Rentabilidad acumulada desde el 01/01/2026

Contribución a la rentabilidad por activo (%)



Economía mundial

El principal factor director de las previsiones económicas y de los mercados financieros sigue siendo, con permiso de la inteligencia artificial (IA), el cierre del estrecho de Ormuz y su principal consecuencia: el encarecimiento del barril de petróleo. Si bien a mitad de mayo la cotización volvía a elevarse hasta los máximos de marzo (Brent en 120 USD), las perspectivas de alcanzar un acuerdo entre EE. UU. e Irán permitieron un abaratamiento desde el día 19. De esta forma, mayo cierra con una caída del 19,3% (hasta 92,1 USD), que ha servido para que la curva de tipos de interés se haya relajado (en especial en la zona euro y en el tramo corto), permitiendo a la renta variable capitalizar las noticias positivas que proceden de los beneficios empresariales. El alivio que sobre la inflación puede tener la moderación del petróleo será solo parcial (conviene recordar que todavía se sitúa un 43% por encima de la cota de hace un año) y, desde luego, insuficiente para evitar que, como algún miembro del Banco Central Europeo (BCE) se ha encargado de apuntar en los últimos días, la autoridad monetaria opte por elevar sus tipos de interés de referencia en 25 pb el próximo 11 de junio. Será la primera vez que tensione las condiciones monetarias desde septiembre de 2023, cuando elevó el tipo de intervención desde el 3,75% hasta el 4,0%. Por otro lado, acabará así con un período de un año sin movimientos de tipos de interés. Pero lo relevante no será esta subida, sino la adicional (o incluso dos más) que vendrá después del verano. El mercado ya lo tiene descontado, como se puede interpretar a partir de un Euribor a 12 meses que cotiza en el 2,75%. Esta subida de tipos del BCE se produce por el repunte de la inflación. Como muestra, la actualización de las previsiones de la Comisión Europea (CE) en mayo contiene un mensaje claro: el impacto sobre la inflación es bastante mayor que sobre el crecimiento. La CE insiste en que, a diferencia del *shock* de 2022, la economía europea llega ahora con menor intensidad energética y mayor peso de renovables, lo que limita el daño sobre la actividad. En este contexto, recorta la previsión de crecimiento de la zona euro en 2026 hasta el 0,9% (-0,3%), mientras que la inflación se revisa con fuerza hasta el 3% (+1,1%). Alemania e Italia siguen siendo las economías más débiles, con crecimientos del 0,6% y 0,5% (ambas revisadas 3 décimas a la baja), mientras que España continúa destacando en términos relativos (2,4%), aunque también con una revisión al alza importante de la inflación (3%). Frente a Europa, EE. UU. sale relativamente mejor parado, con una revisión al alza del crecimiento hasta el 2,2% en 2026 (+0,3%), apoyado en una mayor resiliencia interna y en el soporte de sectores vinculados a energía y tecnología. Más allá de las cifras, el informe enfatiza el deterioro estructural de la competitividad de Europa, la persistencia de la inflación de servicios y el riesgo de que un *shock* energético más duradero obligue a mantener unas condiciones monetarias más restrictivas durante más tiempo, especialmente en el caso del BCE.

Mercados

Renta variable

La revalorización de la bolsa en abril (10,0% del MSCI ACWI) ha tenido continuidad en mayo (+5,0%), de tal forma que se han renovado nuevos máximos históricos y se vuelve a registrar un balance anual muy favorable: +11,4%. El mejor comportamiento relativo de EE. UU. frente a Europa se sigue debiendo a la tecnología. Como muestra, la revalorización del 100% en el año del Kospi coreano, sin duda el índice con más sesgo hacia semiconductores (Samsung y SK Hynix ponderan un 50%).

Renta fija

A mitad de mes, las curvas de tipos marcaron nuevos máximos anuales (la referencia a 10 años de Alemania llegó a cotizar en el 3,15%), pero la cesión de la cotización del petróleo permite una caída generalizada, con la excepción de la curva de EE. UU. Nueva cesión de los diferenciales en deuda pública de la periferia UME, que regresan a los niveles previos al ataque de EE. UU. a Irán (28 de febrero).

Divisas

Persisten los escasos movimientos netos en el tipo de cambio del EUR contra el USD. El balance anual es prácticamente nulo.

Materias primas

Movimiento de "ida y vuelta" en el mes en el precio del petróleo. La cesión en la segunda mitad de mayo ante las expectativas de una reapertura de Ormuz permite un abaratamiento mensual.

Perspectivas de mercado

Si el mercado de renta fija está dirigido por el encarecimiento del petróleo, el de renta variable está impulsado por la inteligencia artificial. Y el saldo en las cotizaciones en sendos casos es diferencial. En el primero, el consecuente aumento de la tasa de inflación y las expectativas de que los bancos centrales reaccionen elevando los tipos de interés provoca un incremento de los niveles de rentabilidad de toda la curva de tipos. Con ello, la revalorización nula en lo que llevamos de año de los activos de renta fija resulta decepcionante. Y, al menos, en mayo hemos asistido a una cierta cesión de los tipos de interés (alzas en los precios de los bonos) que permite abandonar el saldo negativo que presentaba a finales de abril. La noticia buena de esta evolución es que, con tipos de interés en la zona del 3% en la deuda pública en euros (del 4% si se eleva la duración), se pueden esperar ganancias de este activo por encima de la inflación en los próximos 12 meses. Y algo mayores si se asume riesgo de crédito invirtiendo en compañías con una calidad crediticia "grado de inversión". Estas han moderado su diferencial hasta la zona de los 50 pb (llegó a tocar 75 pb en los peores momentos de abril), con una reapertura del mercado privado que evidencia el apetito inversor en esta tipología de bonos. En la renta variable, la revalorización desde los mínimos del 8 de abril (momento en el que se anunció el alto el fuego entre EE. UU. e Irán) está siendo más intensa que la cesión desde finales de febrero. De ahí que estemos asistiendo a nuevos máximos históricos que no responden tanto a la caída del precio del petróleo sino a las expectativas de fuerte aumento de los beneficios empresariales, en especial, de las compañías tecnológicas. Semana tras semana se elevan las previsiones, de tal forma que el consenso anticipa ahora que los beneficios de las empresas que engloban el Nasdaq (que representan del orden del 35% de la bolsa mundial) aumentarán un 35,8% este 2026. Pero, y he aquí lo más relevante, podrían avanzar un 23,4% adicional en 2027 y otro 14,3% en 2028. Más beneficio empresarial implica mayor precio de las acciones. Podemos debatir si con cotizaciones como las actuales los inversores ya han descontado un escenario positivo (más favorable incluso que el que parece que se va a producir), pero parece claro que es difícil justificar tener posición infraponderada en renta variable. Atención al estreno en bolsa de SpaceX el próximo 12 de junio y su aceptación por parte de los inversores.

En bolsa...			
	Nivel	Var. Mes (%)	Var. año (%)
Ibex 35	18.363	3,3%	6,1%
Eurostoxx 50	6.051	2,9%	4,5%
S&P 500	7.580	5,1%	10,7%
Nikkei	66.330	11,9%	31,8%
En deuda...			
	Nivel (%)	Var. Mes (pb)	Var. año (pb)
10 años España	3,37	-13	8
10 años Alemania	2,96	-8	10
10 años EEUU	4,50	6	32
En divisas...			
	Nivel	Var. Mes (%)	Var. Año (%)
USD/EUR	1,164	-0,7%	-0,9%
En materias primas...			
	Nivel	Var. Mes (%)	Var. Año (%)
Brent (petróleo)	92,1	-19,3%	51,3%