



CYC DOLARES RENTA FIJA

Panorama Global

En cuanto a la renta fija global, se viene recuperando paulatinamente desde el gran golpe que tuvo en 2022 con la fuerte suba de tasas. En el agregado, después de un aumento del 6% en lo que va del año, ahora está a solo un 3% de alcanzar un nuevo máximo histórico de 2019. En el último año, se destacan principalmente los bonos de los mercados emergentes y esto se relaciona directamente con la marcada debilidad del dólar que se contrajo 10% en igual comparación. En cuanto a expectativas, las bajas en las tasas de la Fed vienen impulsando la rentabilidad de los bonos y se espera mayor flexibilización monetaria de la Reserva Federal. Para la próxima reunión, el mercado espera (con una probabilidad superior al 99 %) que la Fed efectue otro recorte de 25 puntos básicos hasta el 3,75-4,00 %. En adelante, se descuentan cuatro recortes más, y se espera que el tipo de interés se sitúe por debajo del 3 % para finales de 2026.

En esta línea, los spreads de bonos grado de inversión y de los de alto rendimiento por encima de la tasa de referencia se encuentran en mínimos históricos lo que genera mayor expectativa de ampliación de estos spreads vía baja de tasas de referencia de la Fed.

¿Por qué las expectativas respecto de la tasa son bajistas? Si bien, se espera un aumento del PCE subyacente, la medida de inflación preferida por la Fed, que, con un 2,9 %, se mantiene muy por encima del objetivo del 2 % de la Fed, pero con tasas de interés en torno a 4% los rendimientos en términos reales se mantienen positivos desde mediados de 2023. Sumado a esto, el deterioro de las condiciones económicas, en particular la debilidad del mercado laboral. Si bien la tasa de desempleo se mantiene baja, en los últimos cuatro meses se crearon menos de 100.000 puestos de trabajo. Las nóminas privadas (ADP) también han disminuido durante dos meses consecutivos por primera vez desde la recesión de 2020.

En resumen, desde nuestro punto de vistas somos más optimistas en cuanto a la renta fija, en este segmento también sobre ponderamos la renta fija emergente.

Panorama Local

Durante 2024, el spread de crédito entre los bonos argentinos y el promedio regional se desplomó. Las paridades cercanas a mínimos históricos, sumado al renovado aire que implicó el rotundo cambio en la dirección de la política económica permitió una fuerte compresión del riesgo soberano. En enero de 2025, los bonos argentinos negociaban solo 150 puntos básicos (pb) por encima del promedio regional y 570pb por encima de la curva del Tesoro estadounidense. Desde junio de este año, ese spread se amplió rotundamente a casi 1.080pb en la actualidad haciendo que estemos nuevamente en niveles cercanos a los de mediados de 2024 y con un mercado de deuda completamente cerrado.

Hacia adelante, con pocas reservas y sin acceso a los mercados voluntarios, los desembolsos de corto plazo se vuelven absolutamente relevantes. Considerando los pagos de intereses al FMI (no incluimos al resto de los multilaterales dado que lo más probable es que se refinancien), los pagos de BOPREAL (excluyendo los strips que se utilizan para cancelar impuestos) y los pagos a tenedores de bonos privados, en 2026 las necesidades de dólares para el Tesoro rondan los USD 12.000 millones. Por otra parte, Argentina exhibió un déficit de cuenta corriente de casi 1,3% del producto en el primer semestre del año. Si bien está lejos de los déficits externos de 2017, 2018 o 2023, la dinámica no era nada alentadora, dado que todos los componentes apuntaban en la misma dirección: reducción del superávit de bienes, fuerte incremento del déficit de servicios (turismo) y el déficit estructural por pago de dividendos e intereses al exterior. El fuerte deterioro respecto del primer semestre de 2024 (nada menos que 2 puntos del PBI) se explica por tres motivos.

En primer lugar, el rebote en la actividad desde fines de 2024 a febrero 2025 provocó que las importaciones crecieran por encima del 30% anual. En segundo lugar, la normalización del comercio exterior (levantamiento de restricciones a las importaciones) también originó un incremento de las compras al exterior. Por último, la excesiva apreciación del tipo de cambio provocó no sólo un abaratamiento de las importaciones, sino un fuerte incremento del déficit del turismo. Dicho esto, el déficit de cuenta corriente debería comenzar a normalizarse en el segundo semestre de este año. La actividad económica se estancó desde febrero de este año y el tipo de cambio real se depreció cerca de un 25% desde abril hasta la fecha. Esto debería ayudar a corregir el desequilibrio.

Panorama Local

Como usted sabe, hace tiempo que venimos insistiendo en que el tipo de cambio real se encontraba excesivamente apreciado y que las bandas cambiarias estaban mal diseñadas. Esto dejaba a la economía muy expuesta frente a cualquier viento en contra, ya sea por una caída en los términos de intercambio, una eventual sequía o una mala cosecha. Luego de la corrección de los últimos meses (en parte también gracias a la apreciación del real en Brasil), el TCRM actual se acerca mucho más a niveles razonables.

Creemos que hay un miedo excesivo por parte del Gobierno a quitar (o subir) la banda superior, por varios motivos. Flotar en este entorno tiene sus riesgos ya conocidos, como la aceleración de la inflación, un peor resultado electoral, mayor incertidumbre sobre la gobernabilidad, etc. Sin embargo, los costos de no flotar son mucho mayores: básicamente, continuar en un círculo vicioso que se retroalimenta con la pérdida de reservas, el incremento del riesgo país y las expectativas de depreciación. Sacar la banda superior no implica que el tipo de cambio no pueda estabilizarse. Es imposible conocer ese nivel, pero sospechamos que podría ubicarse levemente por encima del contado con liquidación actual, por varios motivos.

En primer lugar, el superávit fiscal primario no está en duda y, al final del día, actúa como un ancla que ayuda. En segundo lugar, está el nivel del TCRM: niveles levemente superiores al contado con liquidación implican un TCRM atractivo para el sector transable y mucho más sano para el balance de pagos. En tercer lugar, y por lejos el punto más relevante: si el Banco Central muestra un compromiso en no vender las reservas actuales, da señales de que, a partir de abril, tiene intención de comprar reservas con la cosecha para fortalecer la posición externa, y con el apoyo del Tesoro de EE. UU., el riesgo país se desplomaría. La caída del riesgo país es la que podría estabilizar el dólar. Que el riesgo país esté muy alto y el TCRM en niveles más razonables hace muy posible que veamos una estabilización no muy por encima del contado con liquidación actual. Por supuesto, este nivel dependerá del resultado electoral de este fin de semana. Pero, al final del día, en cualquier escenario, vemos muy conveniente liberar la actual banda superior, sobre todo luego del gran apoyo del Tesoro de los Estados Unidos vía el swap por USD 20.000 millones (aunque aun no conocemos los detalles). Vea [aquí](#) nuestro último *Resumen Económico* completo sobre macroeconomía local.

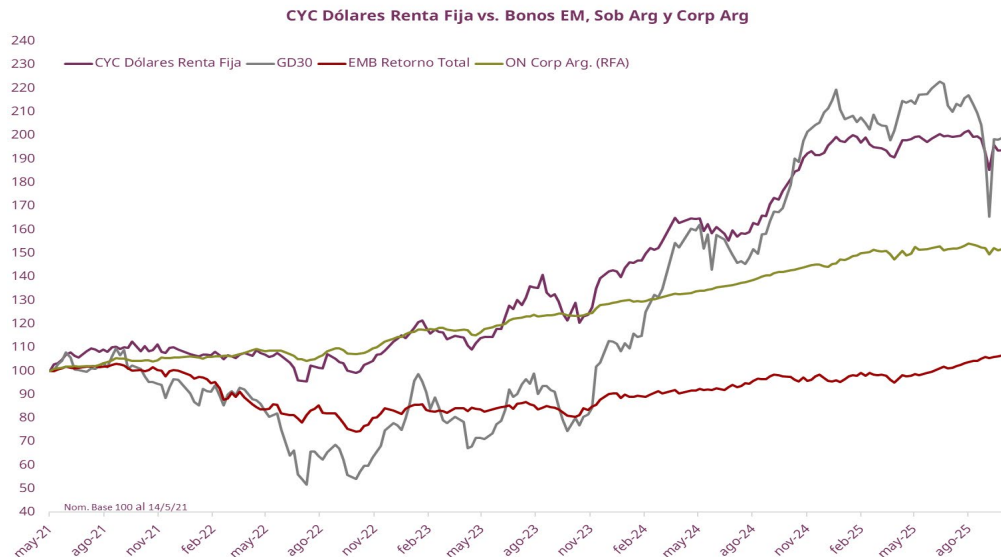
CYC Dólares Renta Fija

CYC Dólares Renta Fija alcanzó un patrimonio de USD 19,6 millones. La TIR de la cartera es de 9,7%, con una duration a vencimiento de 3,8 años y cupones promedio del 5,6%. La cartera se distribuye en cuatro segmentos, de los cuales un 52% son bonos corporativos, 30% bonos soberanos y cuenta con una liquidez de 17% (11,5% en bonos soberanos americanos y 5,3% en efectivo) como resguardo a fin de aprovechar futuras oportunidades de arbitraje.

Dicha diversificación de cartera se compone de 32 activos de los cuales el 77% son con legislación extranjera y solo el 22% con legislación local.

A su vez, tiene una paridad promedio a precios de la plaza local de 86% mostrando la gran resistencia de los activos seleccionados.

La mayor participación se encuentra en el segmento soberano con 31%, le siguen Oil & Gas 19%, Energía 14%, Transporte de energía 5%, Real Estate 4%, Serv. Públicos 3%, Financiero 2%, Consumo Masivo 2%, Telecomunicaciones 2% y Materiales 2%



Diversificación por tipo de emisor

Bonos Soberanos: luego de haber acumulado soberanos en paridades extremadamente bajas, desde finales de 2024 y comienzos de 2025 cuando el riesgo país alcanzó mínimos mencionados al inicio de este informe, el fondo descargó gran parte de la posición en estos instrumentos y, en los últimos meses, con la fuerte expansión del riesgo país, la administración fue recomprando la posición de soberanos manteniéndose siempre en torno al 30% del patrimonio. Las posiciones se concentran en un 78% bonos largos con legislación Nueva York (Globales GD35 – GD41) y el restante 27% en Bonares AE38 de legislación Argentina. Aun así, el fondo mantiene suficiente liquidez para seguir recomprando soberanos en caso de presentarse mejores oportunidades.

Los fundamentos de dichas elecciones son porque creemos que las probabilidades son asimétricas: hay más para ganar que para perder, especialmente en los bonos largos de menor paridad. Esta asimetría la vemos más clara luego del apoyo del Tesoro Norteamericano a la Argentina. Desde el lado técnico de los instrumentos, para lograr mayor cobertura, nos gusta el Global 2041 (GD41), dado que, cuanto más baja es la paridad que se paga, mayor es la protección ante una eventual reestructuración. En el mismo sentido, el Global 2041 cuenta con indenture 2005 (al igual que el GD38), que es el marco legal que rige los bonos emitidos durante el canje de deuda de 2005 (los viejos Discount y Par). Estos contratos son más defensivos para el tenedor que los indenture 2016 (GD30/GD35/GD46).

Pero también buscamos una posición más agresiva eligiendo el AE38 ya que el spread contra el GD38 es altísimo; sospechamos que esto se debe a que muchas empresas energéticas locales cobraron deudas de CAMMESA contra el Estado mediante estos bonos. Dada su baja paridad y alto cupón, la renta corriente es muy atractiva. Su upside en el escenario de normalización es enorme.

Ver [aquí](#) nuestro informe completo sobre bonos soberanos

Diversificación por tipo de emisor

US Treasury Bills: los Bonos del Tesoro Americano a descuento son los instrumentos en dólares más cortos dentro de los activos emitidos y con cotización en los mercados secundarios. Son instrumentos de alta liquidez y mayormente utilizados como resguardo de valor debido a su nulo riesgo en moneda dura.

Desde nuestro último reporte en 2024, con el mercado de deuda argentino en máximos el fondo utilizó los flujos de pagos de rentas, amortizaciones y suscripciones para recomponer la posición de liquidez vía estos instrumentos. En la actualidad, el fondo tiene un 11% de su patrimonio alocado en treasuries, con vencimiento promedio de seis meses a un año y un rendimiento promedio de compra del 4%. De esta manera, la administración activamente reduce la volatilidad de la cuotaparte y acumuló liquidez con un interesante rendimiento con el objetivo de tener efectivo disponible con el cual poder aprovechar las oportunidades que se puedan presentar en el mercado de renta fija local.

Obligaciones Negociables: Desde el lanzamiento del fondo hasta la fecha, el segmento de bonos corporativos argentinos que componen el fondo tuvieron un incremento de 52% comparado con activos de igual categoría que compiten con el fondo, los cuales se encuentran recuperando terreno desde los mínimos históricos registrados en octubre 2022.

Diversificación por tipo de emisor

El spread de rendimiento que otorgan los corporativos de empresa argentina se genera principalmente por la prima de riesgo argentina que pagan los bonos que, a su vez, como consecuencia del riesgo adicional que implica invertir en argentina, las empresas deben tener buenos fundamentos para hacer frente a las dificultades de la coyuntura. En este sentido, los nombres que tenemos en el fondo son los de aquellas compañías que exportan o tienen sus ingresos ajustados por tipo de cambio y poseen ratios de apalancamiento extremadamente conservadores. Estos nombres mayormente poseen un muy bajo nivel de deuda y tan abultada caja en moneda dura que son ratios difíciles de encontrar entre sus pares a nivel global.

En este sentido, como consecuencia de la búsqueda de cobertura y buen rendimiento gran número de corporativos acudieron al mercado para colocar nueva deuda a mayor plazo, para luego rescatar sus antiguos bonos con vencimiento en los próximos años mejorando así notablemente su perfil de endeudamiento. Luego de las elecciones de PBA, estos bonos corporativos aguantaron bien la baja generalizada del mercado expandiendo sus rendimientos tan solo 100 puntos básicos. Aun así, si la comparación la hacemos contra los corporativos de similar calidad, pero de países emergentes, la diferencia es mayor ya que estos últimos fueron comprimiendo junto a la baja generalizada de tasas a nivel global liderada por la baja en la tasa norteamericana mencionado al comienzo de este informe.

Desde nuestra última presentación a la fecha ([ver](#)), el fondo vendió algunas posiciones que se encontraban muy por encima de la par e incorporó nuevas emisiones como las de Vista Oil 2035, Tecpetrol 2033 y Edenor 2030. A su vez, simplificó la posición de YPF en el único bono de la empresa que está garantizado con cobros en el extranjero y con vencimiento en 2031. A su vez, se incorporaron emisiones con vencimiento cortos y alto rendimiento como son los casos de Loma Negra 2027, Irsa 2028 y Banco Macro 2029.

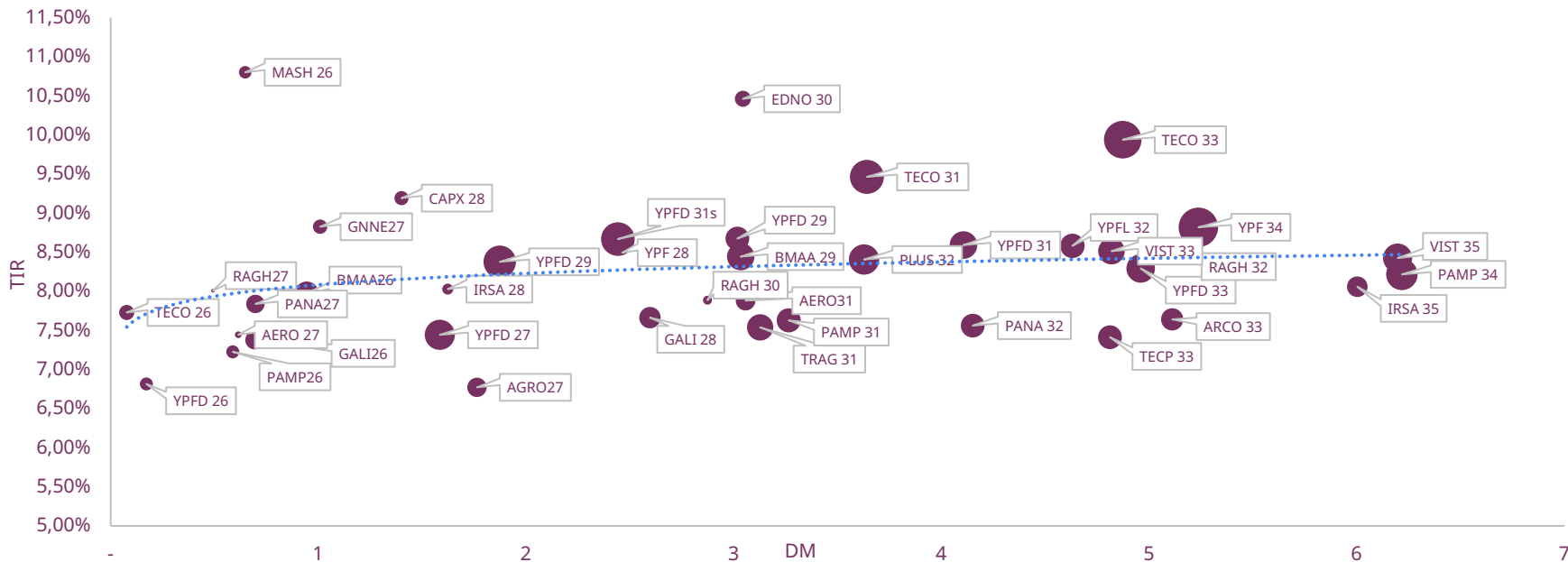
Diversificación por tipo de emisor

A continuación se resumen los principales ratios de los emisores en cartera en base a los últimos estados contables presentados. Para acceder a nuestros informes completos sobre éstas y otras compañías ingrese a nuestro sitio [web](http://www.cycfondos.com.ar)

2Q25														
USD MM	YPF	PAE	VIST	CGC	CAPEX	PAMPA	GENNEIA	YPF LUZ	TGS	EDN	TECO	RAGHSA	ARCOR	AA2000
EBITDA (LTM)	4.574	1.446	1.381	278	157	920	256	403	708	359	1.447	43	344	395
Deuda Total	9.896	3.551	2.599	1.236	425	1.591	871	1.007	486	457	3.699	118	648	580
Cash & Eq.	1.016	503	154	115	18	871	147	218	566	338	307	87	154	198
Deuda Neta	8.880	3.049	2.445	1.121	407	720	724	788	-80	119	3.391	31	494	382
Interest (LTM)	586	345	129	50	23	95	50	55	43	26	281	11	77	44
Mg EBITDA	23%	28%	70%	24%	45%	49%	73%	68%	53%	16%	28%	85%	9%	37%
Apalancamiento Neto	1,9	2,1	1,8	4,0	2,6	0,8	2,8	2,0	-0,1	0,3	2,3	0,7	1,4	1,0
Cobertura de Intereses	7,8	4,2	10,7	5,5	6,7	9,7	5,2	7,4	16,6	14,0	5,2	3,8	4,5	8,9
DFN/Activo	0,7	0,4	1,2	2,3	0,9	0,2	1,5	0,6	-	0,1	0,6	0,1	0,4	0,3
Liquidez Corriente	0,7	0,9	0,4	0,5	0,4	2,7	0,3	1,1	3,2	1,0	0,4	4,8	1,3	1,5
Deudas Financieras														
Total USD MM	9.498	3.551	2.599	1.235	425	1.594	871	1.007	559	457	3.699	118	648	580
2025	793	586	698	126	47	123	67	178	62	-	639	-	74	69
2026	2.266	489	309	623	148	144	256	122	7	191	525	-	156	93
2027	1.601	589	105	173	157	110	161	108	-	-	270	9	68	79
Otros	4.838	1.887	1.486	313	73	1.217	387	599	490	266	2.265	109	350	339

Diversificación por tipo de emisor

El fondo mantiene un posicionamiento defensivo por medio de títulos en su mayoría de corta duración, rendimiento sobre la curva y sólidos fundamentos.



Evolución de la cuota parte en Dólares

CYC Dólares Renta Fija tuvo un rendimiento de 92%, lo que anualizado implica un 16% desde su lanzamiento en mayo de 2021. Con una volatilidad del 16%. Hacia adelante la cartera posee una TIR esperada del 9,7%, con una paridad promedio de 86%; cupón promedio de 5,6%, cupón corriente promedio de 6,4% y una duración promedio de 3,8 años.



Diversificación de la cartera

Composición de la cartera

Bono Rep. Arg USD Step Up 2041 L.NY	11,6%
Bono Rep. Arg USD Step Up 2035 L.NY.	10,7%
Bono Argentina USD Step Up 2038 L.A.	7,8%
Dólares	5,3%
Vista Oil 2035	4,8%
YPF 2031	4,7%
Transportadora de Gas del Sur 2031	4,6%
US Treasury Bill 04/09/2026	4,5%
Pampa 2034	4,0%
Capex 2028 7,75%	3,3%
Vista Oil 2029 - Cable	3,2%
Capex 2028 9,25%	2,9%
Tecpetrol 2033	2,7%
Banco Macro 2029	2,6%
US Treasury Bill 19/03/26	2,5%
US Treasury Bill 22/01/26	2,3%
Arcor 2033	2,1%
Telecom 2033	2,0%
Edenor 2026	2,0%
Raghsa 2032	2,0%

YPF 2028	1,9%
Pampa 2031	1,8%
YPF LUZ 2032	1,8%
YPF 2030 - Cable	1,6%
Loma Negra 2027	1,6%
US Treasury Note 15/02/26	1,4%
Edenor 2030	1,0%
IRSA 2028	0,9%
US Treasury Bill 19/02/26	0,8%
Bono Argentina USD Step Up 2035 L.A.	0,8%

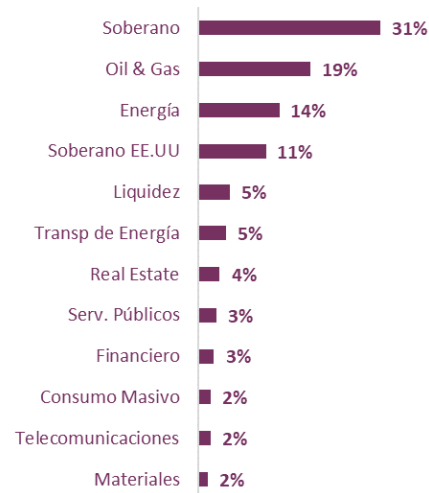
Tipo de Emisor

Corporativo	52,3%
Soberano	30,9%
Soberano EE.UU	11,5%
Liquidez	5,3%

Legislación

NY	71,7%
Liquidez	5,3%
ARG	22,9%

Sector Económico



Datos técnicos y rendimientos

Rendimientos Directos

	enero	febrero	marzo	abril	mayo	junio	julio	agosto	septiembre	octubre	noviembre	diciembre	anual
2021	-	-	-	-	3,6%	0,1%	3,7%	-0,3%	2,9%	-3,1%	-0,7%	0,9%	7,1%
2022	-1,2%	-0,6%	-0,2%	2,1%	-1,6%	-4,6%	0,3%	2,1%	-4,1%	2,0%	5,9%	6,6%	6,0%
2023	4,5%	-2,3%	-2,3%	-4,9%	3,9%	12,6%	2,9%	5,6%	-10,2%	-2,9%	13,2%	3,8%	23,5%
2024	1,4%	5,3%	7,5%	1,5%	-2,0%	-2,5%	0,6%	4,3%	4,7%	6,1%	3,9%	3,3%	39,1%
2025	1,1%	-1,9%	-1,7%	2,8%	0,2%	1,6%	-1,0%	-0,1%	-3,8%	-	-	-	-1,2%

Rendimientos

Desde inicio (desde 12/05/21)	92,8%
Anualizado d/inicio (TEA) (desde 12/05/21)	15,9%
Ultimos 30 días (desde 21/09/2025)	0,4%

Volatilidad

Desvío anualiz. d/inicio (desde 12/05/21)	16,40%
Desvío anualiz. últ. 30 días (desde 21/09/2025)	17,76%

TIR

TIR	9,7%
Cupón Promedio	5,6%
Cupón Cte. Prom.	6,4%
Paridad prom.	86%
Duration Mod. (años)	3,8
Fecha Vto. prom.	24/5/2025
Cantidad de activos	32

Información general y operativa

- ✓ Se suscribe y rescata en dólares.
- ✓ No existen mínimos de inversión.
- ✓ No existen comisiones de entrada ni de salida para los cuotapartistas.
- ✓ El valor de la cuotaparte se ajusta diariamente.
- ✓ Los honorarios anuales de gestión son del 1% y los mismos se devengan diariamente en el valor de la cuotaparte.
- ✓ Puede hacer seguimiento de la evolución del fondo desde nuestra web CYCFondos.com.ar

Perfil de Inversión	Moderado
Horizonte	Mediano plazo
Custodio	Banco de Valores S.A.
Fecha de lanzamiento:	12/5/2021
Moneda	Dólares
Plazo de pago	24hs
Honorarios admin.	1% anual
Honorarios custodio	0,15% anual + IVA
Patrimonio Neto	USD 19.632.000
Valor de Cuotaparte c/1000	USD 1.928
Valor de Cuotaparte CERA c/1000	USD 1.061

¡Muchas Gracias!

