



Sorpresa electoral y compresión de riesgo: “El mercado habló”

El triunfo en las elecciones legislativas nacionales generó una reacción muy positiva en los mercados, sorprendiendo y realineando las valuaciones. El riesgo país se desplomó casi 450 puntos básicos en pocos días, mientras que los bonos soberanos registraron subas históricas: entre 15% y 18% en la parte corta y entre 25% y 35% en la parte larga, con un rally especialmente pronunciado en la legislación local. El Merval anotó su mayor suba diaria en dólares de la historia, con un incremento de 31% en la primera rueda posterior a las elecciones, y ya opera nuevamente en torno a los 2.000 USD, recuperando gran parte del terreno perdido y quedando a menos del 20% de sus máximos históricos.

Estos resultados reflejan la clara preferencia del electorado y del mercado por evitar un regreso al populismo, asociado a déficits persistentes, monetización y alta inflación, un riesgo que los inversores habían comenzado a descontar tras el sorprendente resultado del peronismo en la Provincia de Buenos Aires apenas siete semanas antes. El sentimiento positivo también se trasladó al crédito externo: el spread de riesgo de la deuda soberana frente a la región cayó de 8% a aproximadamente 3,5%, acercando a Argentina a niveles de riesgo comparables con otros países de Latinoamérica y facilitando la normalización del acceso a financiamiento internacional en moneda dura.

El discurso presidencial post triunfo y la apertura al diálogo con los gobernadores reforzaron la confianza en que se podrán avanzar reformas clave, como la laboral y la tributaria, necesarias para impulsar la actividad económica, afectada hasta ahora por una política monetaria muy contractiva y tasas de interés elevadas. En síntesis, los mercados retomaron niveles similares a los de comienzos de año, cuando la combinación de baja inflación y recuperación de la actividad ofrecía un contexto favorable para el gobierno. Se alinearon así tres variables difíciles de conseguir al mismo tiempo: apoyo social, validación de los mercados y un contexto político propicio para negociar. La Argentina tiene una ventana que no se abre con frecuencia, y el desafío ahora es convertir esta sorpresa positiva en un proceso sostenido, evitando repetir la historia de oportunidades desaprovechadas.

Ajustes pendientes para volver a lo mercados

Con este salto positivo, Argentina quedó a poca distancia de niveles de tasas que permitirían volver a emitir deuda en los mercados internacionales. Una nueva compresión de alrededor de 150 puntos básicos, con fondeo en torno al 8,5%-9%, podría viabilizar una primera operación, ya sea una colocación nueva o un canje voluntario de vencimientos de corto plazo. Esto resulta clave, ya que el país no necesita emitir para financiar gasto corriente, sino para refinanciar sus propios vencimientos: el problema es de liquidez. Para capitalizar esta ventana, sin embargo, quedan frentes domésticos abiertos.

En lo cambiario, el esquema actual de bandas es muy limitado: la banda superior quedó muy cerca de un nivel razonable del tipo de cambio real y el stress previo a las elecciones expuso al BCRA. Con reservas tan bajas, es necesaria mayor flexibilidad. Además, si el BCRA avanza con un programa de inyección de pesos y compras de reservas, como comunicaron en sus presentaciones, un sistema de bandas más flexible permitiría intervenir sin fijar un punto exacto y sin exponerse a ataques especulativos.

En lo monetario, la situación fue de lo más agravada. Las tasas reales del último trimestre fueron insostenibles y limitaron la expansión del crédito, destruyendo actividad y las curvas de bonos en pesos. Tras el buen resultado de la elección y el relajamiento monetario, se observó una compresión muy significativa. Ahora comienza un proceso de normalización, pero para consolidarlo será necesario mayor claridad sobre las tasas de referencia y una reducción más profunda de encajes, de modo que el sistema financiero pueda administrar la liquidez sin sobresaltos.

En lo fiscal, la situación sigue siendo el punto más sólido. Los funcionarios destacan que gran parte del ajuste ya se realizó. El gasto ha ido manteniendo estable en los últimos meses, y considerando la negociación que será necesaria con los gobernadores, probablemente no haya espacio para recortes adicionales. Por ello, sostener el equilibrio fiscal dependerá sobre todo, del crecimiento y la recaudación.

Introducción CYC Renta Mixta

Tipo de fondo	Renta Mixta
Moneda	Pesos
Plazo de rescate	24hs.
Horizonte	Largo Plazo
Perfil	Agresivo
Benchmark	S&P Merval
Fecha de lanzamiento	11/06/2018
Patrimonio Neto	\$ 20.275.474.000.-
Valor de Cuotaparte c/1000	\$ 125.145,15.-

Estrategia y posicionamiento

De cara a las elecciones legislativas nacionales de octubre, identificamos una marcada asimetría de riesgo: tras el resultado adverso en PBA, el mercado sobrerreaccionó con ventas aceleradas de bonos y acciones, llevando a compañías con fundamentos sólidos y en crecimiento a valuaciones extremadamente deprimidas. Nuestro escenario base era que el mercado estaba descontando un resultado ligeramente negativo para el oficialismo, con un Congreso que apenas pudiera sostener vetos y con una gobernabilidad golpeada de cara al 2027. Bajo ese contexto, cualquier sorpresa positiva tenía potencial. En línea con ese análisis, elevamos la ponderación de equity argentino hasta ~93% de cartera (entre acciones locales y CEDEARs de MELI y VIST), buscando capturar la reversión del sell-off post elecciones provinciales de PBA de septiembre.

El resultado electoral finalmente fue muy favorable para el oficialismo, y produjo una recuperación histórica en los activos argentinos. A partir de allí, y para mantener un sesgo prudente en los días posteriores, reducimos exposición local y mantuvimos una ponderación en CEDEARs en el rango 10-12%, para sostener cobertura ante eventuales correcciones y aprovechar la cautela del mercado cambiario. Nos mantenemos ligeramente optimistas. Hoy el mercado comienza a pricear un Congreso fortalecido para el oficialismo, y por lo tanto una mayor capacidad política para avanzar con las reformas pendientes. Además, si la dinámica de baja del riesgo país se mantiene y el gobierno logra volver al mercado internacional de crédito, el valor presente de los flujos futuros de nuestras compañías debería repricear al alza.

En cuanto a posicionamiento sectorial, nuestras acciones favoritas siguen siendo las vinculadas a energía y, particularmente, a los desarrollos en Vaca Muerta (PAMP, YPFD, VIST, TGSU2). Además, nos gustan las utilities (CEPU, ECOG, TGNO4, TRAN): con un mercado energético más desregulado, una política tarifaria estable y corrección de precios relativos, los segmentos de generación y transporte se tornan defensivos e interesantes, operando en torno a comparables regionales y con dividendos a pagar atractivos.

Composición de cartera

Tenencias

Acciones Argentinas

PAMP	11.6%
YPFD	11.2%
BYMA	10.3%
TGSU2	10.3%
CEPU	8.7%
ECOG	7.6%
GGAL	6.8%
TGNO4	6.2%
TRAN	5.6%
IRSA	3.3%
CAPX	2.7%
RAGH	2.3%
METR	1.4%
LEDE	0.3%
Total	88.4%

CEDEARs

BRKB	2.7%
VIST	2.5%
AMZN	2.2%
MSFT	1.8%
NU	0.8%
MELI	0.7%
Total	10.7%

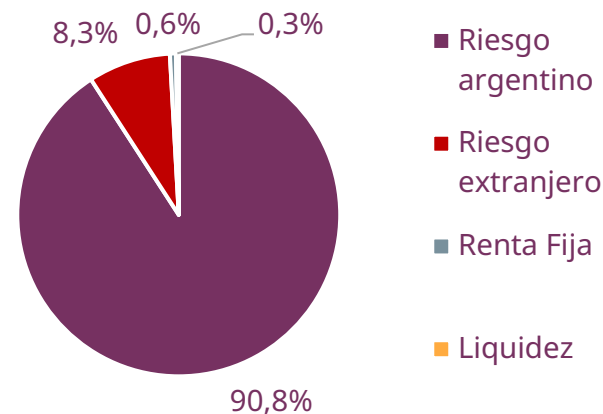
Renta Fija y Liq.

S14J4	0.6%
CAUCION	0.3%
Total	0.9%

Sectores

Energía	38.2%
Utilities	29.6%
Financiero	19.9%
Real Estate	5.6%
Tecnología	5.5%
Soberano	0.6%
Consumo	0.3%
Liquidez	0.3%
Total	100%

Exposición al riesgo



Algunos recientes cierres del 3T

Pampa Energía (PAMP)

En el 3T las ventas alcanzaron los USD 591 MM, un aumento del 9% i. a. gracias a Rincón de Aranda y mayores exportaciones a Chile a pesar de la caída del precio del crudo (-15%) y menores ventas de petroquímicos. En el 3T, las ventas alcanzaron USD 591 MM, un aumento del 9% i.a., impulsado principalmente por Rincón de Aranda y mayores exportaciones a Chile, a pesar de la caída del precio del crudo (-15% i.a.) y menores ventas en petroquímicos.

En O&G, el desarrollo de Rincón de Aranda continúa a toda marcha y fue el principal driver de crecimiento. La producción total de petróleo en Pampa se triplicó (+220%), pasando de 5,4 kbpd en 3T24 a 17,3 kbpd en 3T25, de los cuales Rincón de Aranda aportó en promedio 14,4 kbpd (vs. 1,2 kbpd en 3T24). Pampa estima terminar el año produciendo 20 kbpd. En octubre, la compañía terminó de vender sus activos del Golfo San Jorge por USD 2 MM. En generación, la producción medida en GWh cayó 9% i.a., pero los márgenes se expandieron 17% i.a. Con el aporte del nuevo parque eólico PEPE6, las ventas del segmento subieron 12% i.a. y el EBITDA avanzó 8% i.a. El nuevo régimen desregulatorio de la Res 400/25 comenzará a impactar paulatinamente desde el mes actual. En petroquímicos, la caída combinada de 14% en precios y 4% en volúmenes provocó una baja de 18% en ventas y un EBITDA negativo de USD 5 MM.

El EBITDA total del 3T fue de USD 322 MM (+16% i.a.). En los 9M, sumó USD 779 MM. La deuda neta cerró en USD 874 MM (1,3x deuda neta/EBITDA) afectada por las inversiones en Rincón de Aranda y recompras de acciones tras la baja desde enero a antes del 26 de octubre. Luego del cierre, la deuda neta ya descendió a USD 790 MM (1,1x). El target de la compañía es sostener un ratio cercano a 1,2x en el mediano plazo, por lo que se espera que salga al mercado de deuda en los próximos días para financiar el crecimiento.

Tras la revalorización posterior a las elecciones nacionales, el EV/EBITDA se ubicó cerca de 5x, un nivel más en línea con comparables regionales, pero con la compañía atravesando un período de fuerte expansión y un año con bajos precios del crudo.

Algunos recientes cierres del 3T

Transportadora de Gas del Sur (TGSU2)

En el 3T25, TGS reportó ventas por USD 314 MM, un aumento de 20% t/t gracias a la recuperación de líquidos tras la inundación de Bahía Blanca, y un incremento de 5% i.a. El EBITDA del trimestre fue de USD 162 MM (+17% t/t y +7% i.a.), impulsado por el crecimiento del midstream en Vaca Muerta y la recuperación total en producción y comercialización de líquidos (volúmenes +52% t/t). Por otro lado, la devaluación impactó negativamente al segmento regulado de transporte de gas, que cayó 8% i.a. Nuevamente, la diversificación del negocio permitió compensar segmentos afectados por la coyuntura con otros de contexto más favorable. El margen EBITDA se mantuvo estable por encima del 50%, en 51,6%.

La compañía mantiene deuda neta negativa, con USD 65 MM de caja neta, incluso tras el pago reciente de dividendos. El 17 de octubre, TGS recibió la adjudicación para ampliar el Gasoducto Perito Moreno, proyecto que implica un CAPEX de USD 560 MM. Además, planea invertir otros USD 220 MM para expandir su red propia de transporte de gas natural. Para financiar estas inversiones, la empresa indicó que en las próximas semanas volverá al mercado internacional de deuda con un nuevo bono. La compañía también tiene proyectos más ambiciosos en evaluación, como la instalación de una planta de producción de líquidos en Vaca Muerta y la construcción de un gasoducto para abastecer la planta del Proyecto LGN Argentina de Southern Energy.

La acción cotiza cerca de 7x EV/EBITDA, pero con perspectivas de crecimiento dada la mayor actividad en midstream y los proyectos de expansión ya aprobados. Su carácter defensivo derivado del segmento regulado con política tarifaria indexada a inflación la vuelve muy atractiva, y contribuye a sostener financieramente su plan de expansión.

Algunos recientes cierres del 3T

Transener (TRAN)

En el 3T25, Transener continuó ampliando sus márgenes, registrando un desempeño trimestral superior al acumulado del año. El EBITDA alcanzó USD 62,7 MM, el nivel más alto en casi 8 años, lo que representó un incremento de 57,8% vs 3T24. El margen EBITDA llegó a 62,7%, mejorando 13,9 pp interanual y 3,0 pp trimestral. Los ingresos ascendieron a USD100 MM (+3,2% t/t), superando por primera vez desde 2017 la barrera de los tres dígitos. El resultado bruto creció 25,1% t/t y 66,1% a/a, hasta USD59 MM (máximo desde el 1T18). La utilidad neta alcanzó USD36 MM, reflejando un aumento de 97,7% vs 3T24 y 6,1% vs 2T25.

TRAN tiene una remuneración indexada a la inflación y un retorno regulatorio sobre la base de activos. En línea con la Revisión Quinquenal Tarifaria (RQT), la empresa recibió aumentos mensuales de 4,64% en julio, 6,02% en agosto y 6,95% en septiembre. De cara al 4T25, el ENRE estableció incrementos tarifarios de 7,12% en octubre y 7,61% en noviembre para TRAN, y de 3,94% y 4,41% para Transba, respectivamente.

La generación de caja fue muy positiva. La mejora en la utilidad neta impulsó el flujo de fondos operativos. El cash flow operativo alcanzó los USD 62 MM, +59,4% a/a y más de 3x vs 2T25. El flujo destinado a CAPEX se duplicó interanual y la compañía pagó dividendos por USD 97 MM por primera vez en seis años, cerrando el trimestre con USD 64 MM de caja (-49,8% vs 2T25). Considerando su pequeño pasivo financiero, el net leverage esta en torno a los -0,3x. La acción mostró una fuerte recuperación pero sigue cotizando con múltiplos atractivos: 3,6x EV/EBITDA y menos de 8x DE P/E, ambos significativamente inferiores a sus comparables regionales.

CYC RM vs Merval: Menor volatilidad y mayor rendimiento de largo plazo

RETORNOS EN PESOS

Desde inicio (desde 11/06/18)	CYC RM S&P Merval	12378% 9515%
----------------------------------	-----------------------------	------------------------

Últimos 30 días (desde 06/10/2025)	CYC RM S&P Merval	55,8% 69,1%
---------------------------------------	--	------------------------------

Últimos 60 días (desde 06/09/2025)	CYC RM S&P Merval	62,5% 67,0%
---------------------------------------	-----------------------------	-----------------------

Últimos 90 días (desde 07/08/2025)	CYC RM S&P Merval	26,0% 29,8%
---------------------------------------	--	------------------------------

Últimos 365 días (desde 05/11/2024)	CYC RM S&P Merval	54,5% 58,0%
--	--	------------------------------

VOLATILIDAD

Desvío anualiz. d/inicio (desde 11/06/18)	CYC RM S&P Merval	39,1% 48,3%
--	-----------------------------	-----------------------

Desvío anualiz. últ. 30 d. (desde 07/05/2024)	CYC RM S&P Merval	79,2% 87,5%
--	-----------------------------	-----------------------

- ✓ La gestión activa del fondo en los distintos ciclos del mercado es clave para generar rendimiento y cobertura. En fases bajistas, se prioriza la preservación de capital mediante ponderación de acciones defensivas, CEDEARs y renta fija. En contextos de lateralización, la estrategia permite tomar ganancias y recomprar sistemáticamente. Naturalmente, en ruedas de fuerte suba, el índice Merval, al estar completamente expuesto al riesgo accionario local, captura los mayores retornos.
- ✓ La volatilidad de la cuotaparte del fondo se mantiene de forma consistente por debajo de la del índice. Esta menor volatilidad favorece la concreción de ganancias por parte del inversor en el momento del rescate.

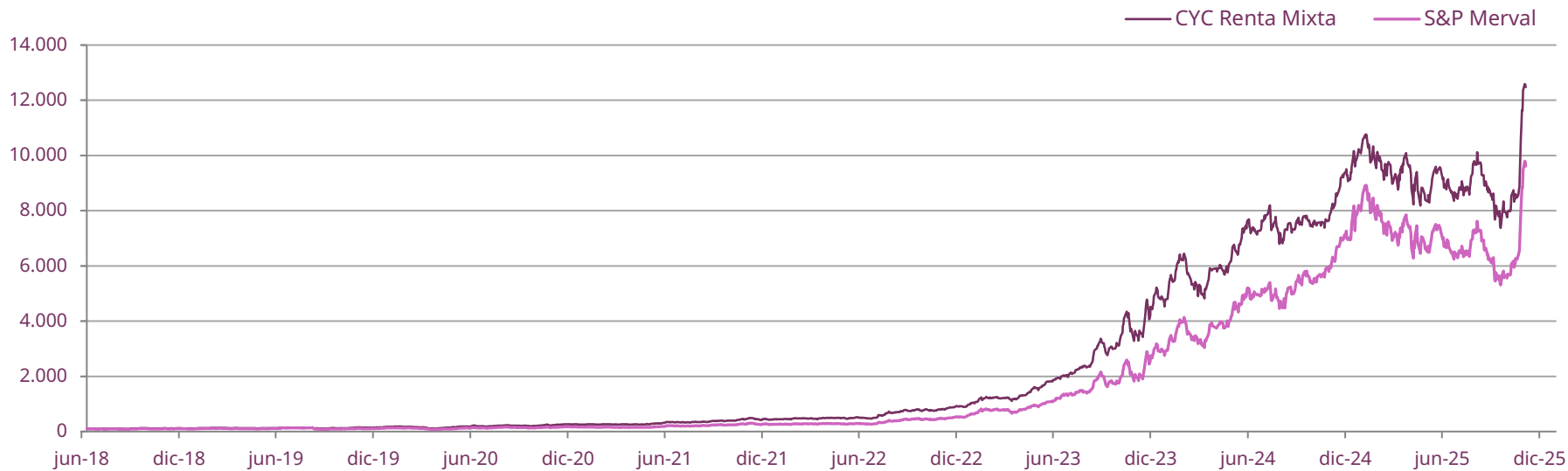
DATOS TÉCNICOS

Beta Índice Merval	0,93
Cantidad de Activos	23

- ✓ El Beta frente al Merval se sostiene por debajo de 1, reflejando un nivel de volatilidad menor que el promedio del mercado.
- ✓ Entre los activos con menor Beta se destacan las acciones locales del sector Real Estate (RAGH, IRSA), los CEDEARs de compañías extranjeras y los títulos de renta fija en pesos de corto plazo.

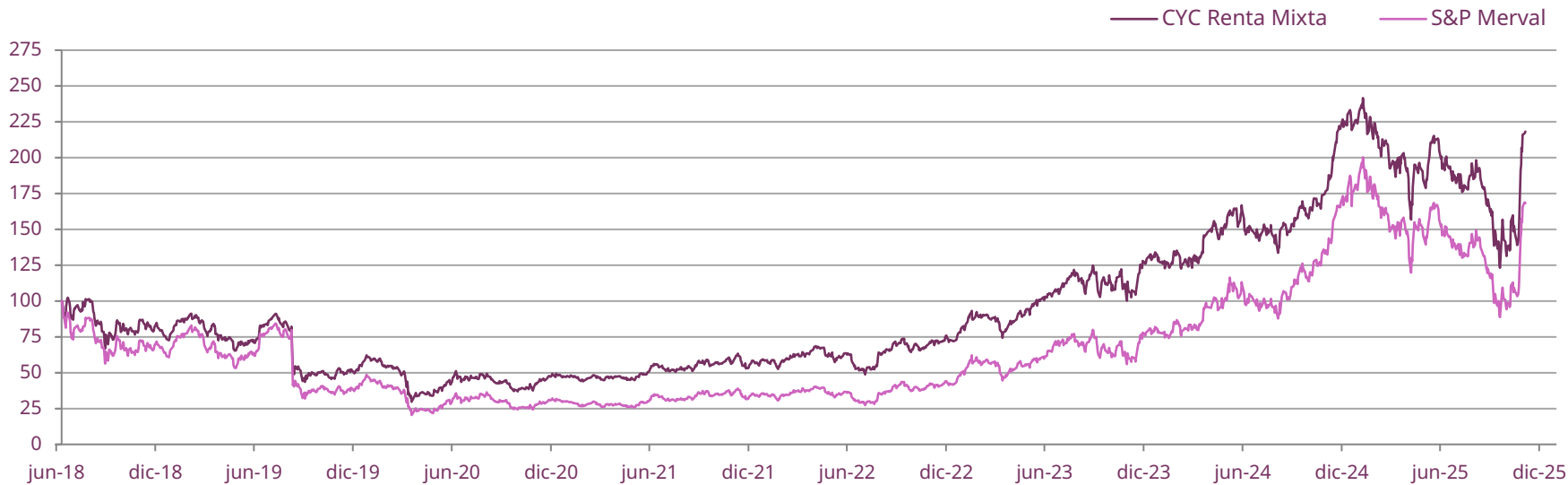
Evolución histórica de CYC Renta Mixta en pesos

Desde su lanzamiento a mediados de 2018, el fondo acumula 125 veces su valor inicial en pesos. En ese mismo período, el Merval subió 96 veces y la inflación acumulada medida por CER fue de 68 veces. En términos de tasas equivalentes anuales, el fondo presenta una TEA aproximada de +91,9% anual, frente a una TEA de +85,3% anual del Merval (un diferencial de ~660 bps). En términos reales, esto se traduce en un rendimiento real acumulado de +82,5% desde el lanzamiento, equivalente a una CAGR real anualizada de +8,5%, mientras que la CAGR real anualizada del Merval fue del +4,7%.



Evolución histórica de CYC Renta Mixta en dólares

Si dolarizamos la evolución del fondo (CCL), CYC RM muestra ganancias en dólares del +118% desde su lanzamiento, vs +68% del Merval en igual período. Eso implica una TEA equivalente del +11,1% anual vs +7,3% anual, una diferencia de ~380 pb por año a favor del fondo. La gestión activa y la postura defensiva en shocks (crisis cambiaria 2018, PASO 2019, pandemia 2020, crisis política 2022) explican la mayor resiliencia. El fondo recuperó terreno positivo en USD a mediados de 2023, tocó máximos a inicios de 2025 y, tras el shock electoral de 2025, volvió a acercarse a esos máximos: hoy está a solo +11%.



Información general CYC Renta Mixta

Inversión mínima	\$ 1.000.-
Custodio	Banco de Valores S.A.
Honorario de gestión	Clase A - 2% anual Clase B - 2% anual
Honorario de custodia	0,15% anual + IVA
Nro. Inscripción CNV	1.007
ISIN	ARBVAL621EF2
Código Caja de Valores	15.070
Ticker Bloomberg	CYCRMXB AR
FIGI Bloomberg	BBG00L9H70C5
Calificación de Riesgo	A(rm)

Preguntas frecuentes

- El fondo no paga dividendos ni rentas en forma directa a los cuotapartistas, todos los dividendos y rentas cobradas se reinvierten en el mismo patrimonio.
- Los honorarios anuales de gestión son del 2%. Los mismos se devengan diariamente y se descuentan del valor de la cuotaparte.
- No existen comisiones de entrada ni de salida para los inversores.
- Los rescates se liquidan en 24hs hábiles y quedan disponibles en la cuenta comitente del inversor.
- La suscripción y el rescate del fondo por medio de ACDI esta exceptuado del pago del impuesto a los débitos y créditos.
- El fondo puede ser suscrito a través de cuentas comitentes CERA en su cuotaparte especial CERA.

¡Muchas Gracias!

