

Briozzo, Anahí

FINANCIAMIENTO PYME EN EL MERCADO DE CAPITALES ARGENTINO; ANTES, DURANTE Y DESPUÉS DEL CORONAVIRUS

Contaduría y Administración

2025, Vol. 70, n° 2, pp. 1-29

Briozzo, A. (2025). Financiamiento pyme en el mercado de capitales argentino; antes, durante y después del coronavirus. *Contaduría y Administración*, 70(2), 1-29.

<https://repositoriodigital.uns.edu.ar/handle/123456789/7314>



Esta obra está bajo una Licencia Creative Commons
Reconocimiento-NoComercial-CompartirIgual 4.0 Internacional (CC BY-NC-SA 4.0)
<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/>





Financiamiento PYME en el mercado de capitales argentino; antes, durante y después del coronavirus

SME financing in Argentina; Before, during and after the coronavirus

Anahi Briozzo^{*}

Departamento de Ciencias de la Administración, Universidad Nacional del Sur; IIESS (UNS-CONICET), Argentina

Recibido el 29 de mayo de 2023; aceptado el 31 de mayo de 2024
Disponible en Internet el: 2 de agosto de 2024

Resumen

El objetivo es caracterizar el financiamiento a pymes argentinas vía el mercado de capitales durante el segundo a cuarto trimestre de 2020 (pandemia por COVID-19) en relación al periodo anterior 2017-2019, y posterior (2021 y primer semestre 2022). Se analizan instrumentos de deuda a corto y largo plazo mediante un estudio cuantitativo de alcance correlacional. Se observa que durante el periodo de pandemia caen los volúmenes de emisión de todos los instrumentos excepto los fideicomisos financieros y cheques de pago diferido avalados. Los plazos de emisión muestran un comportamiento disímil. Existe un desarrollo cambiante del diferencial del costo de los instrumentos financieros respecto al adelanto en cuenta corriente. En cambio, si se considera el costo del financiamiento en términos reales en el mercado de capitales, no hay diferencias significativas entre el periodo de pandemia y el previo y posterior.

Código JEL: G14, G18, G19

Palabras clave: COVID19; pandemia; financiamiento; emisiones; tasas; plazos

^{*} Autor para correspondencia

Correo electrónico: abriozzo@uns.edu.ar (A. Briozzo).

La revisión por pares es responsabilidad de la Universidad Nacional Autónoma de México.

<http://dx.doi.org/10.22201/fca.24488410e.2025.5080>

0186- 1042/© 2019 Universidad Nacional Autónoma de México, Facultad de Contaduría y Administración. Este es un artículo Open Access bajo la licencia CC BY-NC-SA (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/>)

Abstract

The aim of this paper is to characterize the financing of Argentine SMEs through the capital market during the second to fourth quarters of 2020 (COVID-19 pandemic) in relation to the previous period 2017-2019, and the subsequent period (2021 and first half of 2022). Short and long-term debt instruments are studied through a quantitative study of correlational scope. We observe that during the pandemic period, the issuance volumes of all instruments except for financial trusts and endorsed post-dated checks decrease. The issuance periods show dissimilar behavior. A changing behavior of the cost differential of financial instruments compared to the advance in the current account is observed. However, when considering the cost of financing in real terms in the capital markets, there are no significant differences between the pandemic period and the previous and subsequent periods.

JEL Code: G14, G18, G19

Keywords: COVID19; pandemic; financing; issuances; rates; periods

Introducción

Si bien la pandemia por COVID-19 ha afectado a todas las empresas, el efecto sobre las pequeñas y medianas empresas (pyme) ha sido más fuerte, debido a los niveles más altos de vulnerabilidad y menor resiliencia (Song, Yang y Tao, 2020; Corredera-Catalán, Filippo di Pietro y Trujillo-Ponce, 2021, Zutshi y otros, 2021; Yao y Liu, 2023). En las pymes europeas, la insolvencia se incrementó debido a la caída de la demanda y las dificultades para cubrir los costos de producción (Kaya, 2022). En la Argentina el impacto de la pandemia se sumó a la recesión iniciada en 2018-2019. El estimador mensual de actividad económica (EMAE) empezó a mostrar caídas interanuales desde abril de 2018. Durante ese año la máxima caída del estimador mensual de actividad económica fue de 7.5% (noviembre 2018 respecto a noviembre 2017), mientras que en el 2019 fue de 7% (marzo 2019 respecto a marzo 2018) (INDEC, 2022).

Con respecto a las dificultades que enfrentan las pymes, el acceso al financiamiento tradicionalmente ha sido un punto crítico para estas organizaciones. Las restricciones financieras que enfrentan las pymes se relacionan tanto con montos, plazos, costos y garantías (Ayyagari, Demirguc-Kunt y Maksimovic, 2013). Estos problemas se agravan en épocas de crisis (Eggers, 2020). En particular a mediados del 2021, el 40% de las empresas argentinas identificaba a las altas tasas de interés nominales como la principal dificultad para acceder al crédito (Bargados y otros, 2021).

Estas restricciones, junto con la relevancia de las pymes en el crecimiento económico¹, han llevado al diseño de políticas de apoyo financiero para este sector. El mercado de capitales argentino cuenta con dos sectores donde las empresas pueden ofrecer sus títulos: el panel general y el panel pyme.

¹ En la Argentina las pymes representan el 99,4% del total de empresas del país y emplean al 64% de los asalariados registrados (Ministerio de Economía, 2023).

Este último establece una menor cantidad de requisitos informativos que el régimen para las grandes empresas, y su marco regulatorio es diferenciado para considerar las particularidades del sector pyme. La participación del financiamiento a pymes en relación al total financiado por el mercado de capitales argentino ha evolucionado de un 10-11% (2014-2016), a un 28% en el 2020 (Comisión Nacional de Valores- CNV, 2020), aunque predomina fuertemente el financiamiento a corto plazo. Un mayor acceso al mercado de capitales resulta crucial para aumentar la diversificación de las fuentes de financiamiento, y evitar la dependencia excesiva de los préstamos bancarios, especialmente durante un período de retracción de la oferta crediticia (Bongini y otros, 2021). Sin embargo, el financiamiento a pymes vía el mercado de capitales durante la época de pandemia ha sido poco estudiado.

En función de lo anterior, el objetivo de este trabajo es caracterizar el financiamiento a pymes argentinas vía el mercado de capitales durante el segundo a cuarto trimestre de 2020 (pandemia por COVID-19) en relación al periodo anterior 2017-2019, y posterior (2021 y primer semestre 2022). Se consideran instrumentos de deuda a corto y largo plazo. Se realiza un estudio cuantitativo de alcance correlacional, donde los montos emitidos y tasas de interés son analizados gráfica y estadísticamente. A fines de testear la existencia de diferencias significativas entre la serie de datos de la pandemia y el periodo anterior-posterior, se emplean el test de Mann-Whitney (o Wilcoxon rank-sum test), el test no paramétrico de igualdad de medianas, y el test de Levene de igualdad de varianzas. Dada la elevada dependencia de las pymes del sistema bancario (Ferrando y Rariga, 2024), en épocas de crisis resulta fundamental la diversificación de las fuentes de financiamiento. Este trabajo contribuye a comprender la dinámica de una fuente de fondos poco estudiada previamente en el caso pyme: el acceso a fondos vía el mercado de capitales durante la pandemia.

La estructura inicia con el marco de antecedentes, posteriormente se detalla la metodología, y a continuación se presentan los resultados. La última sección desarrolla las conclusiones.

Marco de antecedentes

Financiamiento a pymes durante la pandemia

Zutshi y otros (2021) realizan una revisión de la literatura sobre la crisis por COVID19 en pymes, identificando tres desafíos generales: costos y financiamiento, interrupción de actividades y oportunidades de desarrollo. Específicamente, el financiamiento a pymes durante la pandemia ha sido estudiado mayormente en el marco del sistema bancario como canal de los programas estatales de apoyo financiero, junto con los esquemas de garantía.

Song y otros (2020) buscan estudiar el comportamiento de los proveedores de servicios financieros durante la pandemia en China, a través de la teoría de la expectativa. Bajo esta teoría las acciones de los agentes son impulsadas por dos factores: la expectativa (la probabilidad de que el esfuerzo contribuya a lograr los objetivos esperados), y el valor percibido de los resultados de las acciones realizadas (Vroom, 1964). Clasifican estas organizaciones en tres tipos: bancos comerciales, instituciones financieras no bancarias y proveedores de servicios financieros mejorados. Encuentran que diferentes factores han reducido la expectativa de estos proveedores de financiar a las pymes: recursos financieros insuficientes, problemas en las capacidades de informatización, y falta de coordinación con las empresas del sector. Los proveedores requieren una mayor colaboración con los participantes institucionales para promover el intercambio de información (como datos públicos), y para una toma de decisiones flexible (mayor liquidez y tolerancia al riesgo).

Kraemer-Eis y otros (2020) detallan un aumento de la tasa de concesión de préstamos a pymes en la zona del euro con la pandemia, de la mano de un mayor uso de esquemas de garantía. A su vez, los costos de endeudamiento disminuyeron, alcanzando un mínimo histórico en junio de 2020. Corredera-Catalán y otros (2021) parten del caso español y muestran que durante la pandemia, los gobiernos pueden utilizar los sistemas de garantía como instrumentos para mejorar el acceso de las pymes al financiamiento, limitando de esta forma la sobrecarga del presupuesto público.

Calabrese y otros (2022) estudian dos programas estatales británicos de apoyo financiero a pymes durante los dos primeros cuatrimestres de COVID19. Encuentran que 92.1 % de todo el financiamiento provisto en este período fue respaldado por el gobierno del Reino Unido, en contraste con menos del 5 % en épocas normales. Por su lado, Heredia-Zurita y Dini (2021) relevan las medidas estatales de apoyo a pymes durante la pandemia en nueve países latinoamericanos (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, México, Panamá, Uruguay) y encuentran que casi un tercio de las políticas adoptadas son de financiamiento, vía líneas especiales de crédito y cobertura de garantía públicas². Argentina se encuentra segundo en número de medidas de apoyo financiero, después de Colombia, con diez políticas en este sentido, de un total de 24 relacionadas con el COVID19.

Yao y Liu (2023) encuentran que durante la pandemia para las pymes de EEUU se incrementaron las restricciones de financiamiento, con un efecto más fuerte en las empresas más pequeñas. Recalcan la importancia de recurrir a nuevas fuentes de fondos y fortalecer los lazos con los acreedores actuales. Gur y otros (2023) realizan un hallazgo similar para las pymes de Estambul, encontrando que las empresas más pequeñas enfrentaron mayores problemas de financiamiento y recurrieron en mayor

²En la Argentina el sistema de garantías está compuesto por las Sociedades de Garantía Recíproca, los fondos provinciales y el Fondo de Garantías Argentino (FOGAR). Estas entidades operan con el sistema bancario y con el mercado de capitales.

proporción a fuentes informales (conocidos, familiares, amigos). Para las empresas medianas es más probable que pudieran solicitar un crédito bancario. Por su lado, Tavares y otros (2023) estudian las pymes de Portugal en este periodo y observan que continúa el uso de productos del sistema bancario, junto con los programas públicos de ayuda.

Liu y otros (2022) reportan que en la recuperación post-COVID19 de las pymes chinas, el entorno macro actúa atenuando las asimetrías de información, observándose que la demanda de financiamiento informal decrece si están disponibles fuentes formales. Khan (2022) parte de una muestra de 19 países (con datos del Banco Mundial) y también encuentra que las restricciones al financiamiento se profundizaron durante la pandemia, en especial para las pymes con mayores problemas de acceso a fondos externos. Para estas empresas fue menos probable acceder a créditos bancarios, y debieron recurrir al crédito comercial, postergamiento de pasivos operativos y programas públicos de ayuda. Utilizando la misma base de datos, Zhang y Sogn-Grundvåg (2022) observan que la pandemia tuvo para las pymes un mayor efecto negativo que la crisis financiera del 2008.

Ferrando y Rariga (2024) estudian el comportamiento de las pymes de la zona euro frente a diferentes crisis, y reportan que durante el Covid-19 cayeron drásticamente las ventas y ganancias de las empresas, incrementándose la vulnerabilidad financiera. A partir de 2022, se observa un aumento significativo en los costos relacionados con materias primas y energía, y también en los gastos por intereses, debido a la suba de las tasas de interés. Durante la pandemia se incrementó fuertemente el uso créditos bancarios y líneas subsidiadas, siendo la principal fuente de financiamiento de las pymes.

La revisión de antecedentes evidencia la concentración del financiamiento externo pyme en el sistema bancario, y la dependencia de los programas públicos de ayuda en el contexto de crisis por COVID19. Sin embargo, una vía de canalización de fondos para la cual no se han identificado estudios previos es el mercado de capitales, que abre las posibilidades para las empresas de recurrir a distintos instrumentos de deuda de corto y mediano plazo, y para los hacedores de políticas, permite plantear diseños específicos para pymes.

Instrumentos de financiamiento pyme en el mercado de capitales argentino

El mercado de capitales argentino cuenta con dos sectores donde las empresas pueden ofrecer sus títulos: el panel general y el panel pyme. Los instrumentos financieros de deuda disponibles para pymes son:

1) Obligaciones negociables (ON): son instrumentos de deuda emitidos por empresas privadas, su emisión requiere autorización de la CNV. Existen diferentes regímenes especiales (pyme, pyme

garantizada, ON simple³), donde los costos de publicación están bonificados (suplemento, aviso de colocación, aviso de resultado de licitación, avisos de pago, ente otros). Implica la presentación periódica de información contable bajo un régimen simplificado y los títulos solo pueden ser adquiridos por inversores calificados (Ministerio de Economía, 2022b).

2) Fideicomisos financieros (FF): consisten en la constitución de un patrimonio fideicomitivo, que es un patrimonio de afectación distinto del patrimonio del fiduciante y del fiduciario (administrador), y por lo tanto es independiente de los acreedores de ambos. El capital se divide en valores representativos de deuda y certificados de participación. Se requiere que el fiduciante cumpla con la condición de pyme. El administrador debe ser un fiduciario financiero inscripto como tal ante la CNV (Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 2022).

3) Cheques de pago diferidos (CPD): dentro de estos instrumentos se encuentran tres modalidades (Mercado Argentino de Valores, 2022a)

- CPD Avalados: Se realiza el descuento de cheques diferidos (plazo máximo 360 días) en el mercado de capitales. Las pymes pueden negociar cheques propios o de terceros, con el aval de una sociedad de garantía recíproca (SGR).

- CPD Directos: La negociación directa de cheques se realiza en el Mercado Argentino de Valores, bajo cuatro diferentes modalidades designadas como segmentos “Garantizado”, “No Garantizado”, “Garantía Warrants” y “Garantía de Contrato granos en modalidad Precios a fijar”. Se operan desde octubre 2019.

- E-cheqs: El cheque electrónico es una innovación promovida por el Banco Central de la República Argentina (BCRA) para simplificar las operaciones y reducir los costos (Comunicación A6578 del BCRA de julio 2019), que inicia su funcionamiento en marzo del 2020. Existen dos modalidades de negociación, directa y avalada (Mercado Argentino de Valores, 2022b).

4) Pagaré bursátil: son valores de deuda que pueden ser negociados en los mercados autorizados, en dos modalidades, avalado (por una SGR o un Fondo de Garantía) o directo (sin garantía). El plazo mínimo es de 15 días y el máximo hasta tres años (Mercado Argentino de Valores, 2022c) .

5) Factura de crédito electrónica (FCE): una pyme, proveedora de una empresa grande, mediante la conformación de la factura por parte de su cliente puede transformar el crédito comercial en crédito financiero. De esta forma se genera un título ejecutivo, que puede operarse en el mercado de capitales y también en las plataformas de factoring. Se negocian desde julio 2019 (Ministerio de Desarrollo Productivo, 2021; Mercado Argentino de Valores, 2022d).

³En el año 2017 se creó la ON Simple, un instrumento que permite a las Pymes financiar sus proyectos a mediano y largo plazo con el aval de una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR) (CNV, 2020).

En la Argentina la definición de pyme para acceder al mercado de capitales bajo el régimen especial del sector, fue establecida durante varios años por la CNV, mientras que la ex-SEPYME establecía los límites para el resto de los programas especiales. A partir del 2021 con la RG CNV 901/21 se unifica la definición de pyme, permitiendo que las empresas acrediten su condición para acceder al mercado de capitales con la sola presentación del certificado mipyme. La Res. 220/19 de la ex-SEPYME estableció el certificado mipyme definiendo cuatro categorías (micro, pequeña, mediana tramo 1 y mediana tramo 2) en función de cinco sectores de actividad (servicios, comercio, construcción, agropecuario e industria y minería). Los límites se establecen en función de las ventas anuales, siendo el menor valor para servicios y el mayor para industria y minería. Aquellas empresas que se encuadren dentro de las actividades de intermediación financiera y servicio de seguros, o servicios inmobiliarios, tienen que cumplir un parámetro adicional en relación al monto de activos. En el caso de actividades comisionistas, consignatarios o de agencias de viaje, no se consideran las ventas ni el activo, sino la cantidad de empleados. Los límites en pesos establecidos por esta normativa se actualizan periódicamente por efecto de la inflación.

Con respecto a la progresión de las políticas de cuarentena y distanciamiento dispuestas en la Argentina durante la pandemia, las mismas fueron graduadas en cinco fases, tres etapas iniciales de aislamiento y las posteriores de distanciamiento sin cuarentena. La primera fase de “aislamiento estricto” se extendió del 20 de marzo al 17 de abril de 2020; el “aislamiento administrado” rigió entre el 18 y 26 de abril de 2020; y desde esa fecha hasta el 4 de junio, fue la “segmentación geográfica”. Durante las fases 1 a 3 estuvieron habilitadas para funcionar las actividades y servicios declarados esenciales, que incluía a supermercados, comercios minoristas de proximidad de alimentos, higiene personal y limpieza. En la tercera etapa, entre mayo y junio 2020 dependiendo la región, comenzó la apertura de la actividad comercial de la mayoría de los rubros no esenciales. En noviembre de 2020 comenzaron a regir las medidas de Distanciamiento Social, Preventivo y Obligatorio (DISPO), que corresponden a la fase 4 de “reapertura progresiva” y fase 5 de “nueva normalidad” (Ministerio de Salud de Argentina, 2022). En el marco de la pandemia el Estado lanzó diferentes programas de asistencia financiera a pymes a través de créditos a tasa subsidiada, aportes no reembolsables, moratorias de impuestos, eximición del pago de contribuciones patronales, subsidio del 50% de los salarios de los empleados, entre otras medidas. En mayo del 2020 el costo del financiamiento bancario cayó en un 50% como parte de las políticas del BCRA (BCRA, 2020).

Metodología

Se lleva a cabo un estudio de enfoque cuantitativo con alcance descriptivo y correlacional. La población bajo estudio son las emisiones de instrumentos de deuda pyme en el mercado de capitales argentino. El periodo analizado abarca desde enero 2017 a junio 2022. Se analiza la información sobre todas las emisiones, disponible en forma libre y gratuita el sitio web de la CNV y el BCRA.

En primer lugar, se estudia el volumen de emisión en moneda constante por instrumento. Posteriormente, para los diferentes instrumentos pyme se identifica si hay diferencias en el periodo de pandemia (marzo a diciembre 2020), y los meses previos (enero 2017 a febrero 2020) y posteriores (enero 2021 a junio 2022), respecto a la tasa interna de retorno (TIR) al momento de colocación y el plazo nominal en meses (para emisiones de ON) o días (resto de las alternativas). Se analizan los siguientes instrumentos⁴:

- Obligaciones negociables régimen pyme: se estudia volumen de emisión mensual, y tasa y plazo para emisiones individuales, de enero 2017 a junio 2022, emitidas en pesos argentinos y en dólares.

- Fideicomisos financieros pyme: se estudia volumen de emisión mensual de enero 2017 a junio 2022. La información disponible sobre tasas y plazos no permite discriminar el segmento pyme.

- Cheques de pago diferido (directos y avalados), se estudia volumen de emisión, tasa y plazo para emisiones mensuales de enero 2017 a junio 2022, en pesos argentinos.

- Pagarés: se estudia volumen de emisión, tasa y plazo para emisiones mensuales, modalidad avalada (en pesos y en dólares) de enero 2017 a junio 2022, y modalidad directa (en pesos y en dólares) de junio 2020 a junio 2022.

- Factura de crédito electrónica: se estudia volumen de emisión, tasa y plazo para emisiones mensuales, emitidas en pesos argentinos de julio 2019 a junio 2022, y en dólares de agosto 2019 a junio 2022.

A fines de incorporar el efecto de la inflación y de las políticas del BCRA en el análisis de tasas nominales en pesos, las tasas de las emisiones en pesos se analizan de dos formas diferentes: a) como el diferencial entre la TIR inicial y el promedio mensual de la tasa de adelantos en cuenta corriente (tasa activa) informada para el BCRA para el mes de emisión, y b) como el diferencial entre la TIR inicial y el promedio mensual de la tasa BADLAR (tasa pasiva) informada para el BCRA para el mes de emisión. La tasa BADLAR es la tasa de referencia para las emisiones de ON en pesos a tasa variable. Como muestra la Figura 1, previo a la pandemia la tasa de adelantos se ubica unos puntos por encima de la BADLAR.

⁴ Solo en el caso de las emisiones de ON se cuenta con la información de cada emisora, para el resto de los instrumentos las series informadas son valores mensuales agregados por instrumento.

Por política del BCRA, durante la pandemia este diferencial se invierte, y en el periodo posterior el diferencial se reduce, siendo a veces positivo y otras, negativo.

Para la comparación de valores de montos de emisión, tasas y plazos se define la variable binaria “Pandemia 2020” que asigna valor 1 a las emisiones de marzo a diciembre de 2020. Esta definición se sustenta en que este periodo temporal coincide con la época de mayores restricciones y caída de la actividad económica. Durante el 2020, las caídas interanuales de actividad (medidas por el EMAE) superaron el 10% entre marzo y agosto, siendo el pico en abril (caída de 25,3% respecto a abril 2019). A partir de marzo 2021 las variaciones interanuales se tornaron positivas, evidenciándose una recuperación (INDEC, 2022).

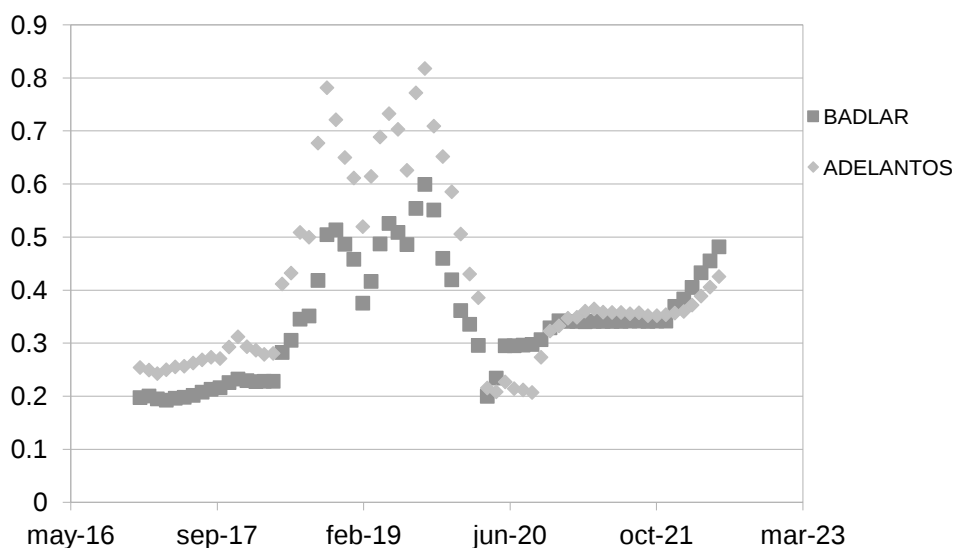


Figura 1. Evolución mensual de la tasa de adelantos y la tasa BADLAR.

Fuente: Elaboración propia con base a datos del BCRA.

Las herramientas de análisis de datos consisten en primer lugar en estadística descriptiva e histogramas, donde se representan gráficamente la distribución de las variables para cada periodo estudiado. Posteriormente, se estudian las diferencias entre las distribuciones de las variables en los periodos definidos mediante tres estadísticos. En primer lugar, el Wilcoxon rank-sum test permite comparar diferencias entre dos grupos independientes (que provienen de la misma población), sin realizar supuestos sobre la distribución de la variable dependiente⁵. El rechazo de la hipótesis nula en este test

⁵ Su formulación matemática puede consultarse en Gibbons y Chakraborti (2003).

implica que las distribuciones no son iguales. A fines de estudiar la forma en que las distribuciones difieren, se analizan la mediana y la varianza. Por un lado, se lleva a cabo el test no paramétrico de k muestras para la igualdad de medianas, donde se evalúa la hipótesis nula de que las k muestras se extrajeron de poblaciones con la misma mediana, calculándose el estadístico de prueba χ^2 . El rechazo de la hipótesis nula implica que las medianas de las distribuciones no son iguales⁵. Por el otro, se realiza el test de Levene de igualdad de varianzas bajo la formulación alternativa propuesta por Brown y Forsythe (1974), definiendo como medida de tendencia central a la mediana. El rechazo de la hipótesis nula implica que las distribuciones no tienen igual varianza. Estas técnicas han sido empleadas previamente en la comparación de series financieras por su robustez ante condiciones de incumplimiento de la normalidad, como por ejemplo en Hvozdyk y Rustanov (2016), La Rosa y otros (2018) y Alkayed y otros (2024).

En los casos que se obtiene una diferencia significativa para la variable pandemia2020, se verifica si estas diferencias se mantienen tanto pre como postpandemia, testeando la variable “Prepandemia”. El mismo análisis se realiza con los volúmenes de emisión. La Tabla 1 presenta las definiciones operativas de las variables estudiadas para cada instrumento de deuda.

Tabla 1
 Descripción operativa de las variables analizadas.

Variables	Definición
Monto de emisión	Variable continua. Valor constante en pesos a principios de enero 2017, tomando el IPC general nacional del INDEC.
TIR inicial	Variable continua. Tasa interna de retorno al momento de emisión, expresada en la misma moneda que ON correspondiente.
Plazo	Variable continua. Duración nominal en meses para ON y en días para instrumentos de corto plazo.
Tasa adelantos	Variable continua. Tasa de adelantos en cuenta corriente informada para el BCRA. Se emplean promedios mensuales o trimestrales según corresponda.
Diferencial adelantos	Variable continua. Diferencia entre la TIR inicial de la emisión y la tasa de adelantos para los instrumentos en pesos argentinos.
BADLAR	Variable continua. Tasa de interés para depósitos en entidades bancarias superiores al millón de pesos en un plazo de 30 a 35 días informada por el BCRA. Se emplean promedios mensuales o trimestrales según corresponda.
Diferencial BADLAR	Variable continua. Diferencia entre la TIR inicial de la emisión y la tasa de adelantos para los instrumentos en pesos argentinos.
Pandemia 2020	Variable binaria que asigna valor 1 a las emisiones de marzo a diciembre del 2020 y valor 0 al resto.
Prepandemia	Variable binaria que asigna valor 1 a las emisiones de marzo 2017 a febrero del 2020 y valor 0 a las emisiones de enero 2021 a junio 2022. Las emisiones de marzo a diciembre 2020 quedan excluidas.

Fuente: Elaboración propia

Resultados

Evolución de los instrumentos de financiación a pymes

Puede observarse en la Figura 2 una evolución creciente en el monto total de financiamiento a pymes en el mercado de capitales, con un aumento real de 15% durante el 2020 respecto al año anterior, y de 39% entre el 2021 y el 2020. El instrumento de mayor relevancia entre el 2017 y el primer trimestre de 2022 fueron los CPD avalados, con casi el 70% del volumen total. El financiamiento del primer trimestre del 2022 muestra una caída de casi el 14% con respecto al primer trimestre de 2021. Los E-cheq, que empezaron a negociarse a principios de marzo de 2020, ganaron rápidamente participación en el segmento de CPD (CNV, 2020). Las ON, que son los instrumentos de deuda que permiten acceder a mayores plazos de financiamiento, rondan el promedio solo el 6% del total del volumen de financiamiento pyme.

En la Tabla 2 se exhibe el cambio en la conformación trimestral del volumen emitido por instrumento. La columna Total indica el cambio porcentual en el volumen emitido para todos los instrumentos de un trimestre, en relación al mismo trimestre del año anterior. Por ejemplo, en el primer trimestre del año 2021 (fila 2021-1), el volumen total emitido aumentó 52,44% en relación al mismo trimestre del 2020. Para cada instrumento se muestra la variación porcentual respecto al mismo trimestre del año anterior, en relación a la participación de cada instrumento sobre el volumen total del trimestre. Por ejemplo, para las obligaciones negociables del segundo trimestre del 2020 (fila 2020-2), la participación de este instrumento en el total emitido disminuyó 44.03% respecto al mismo trimestre del año 2019.

Se observa que en los primeros tres trimestres del 2020 aumentó el volumen total emitido con respecto a los mismos periodos del 2019, excepto para el último trimestre donde el volumen cae un 13%. Existe también un cambio en la composición de instrumentos durante los trimestres del 2020. En los tres primeros trimestres del 2020 se registra un aumento de la participación de los CPD avalados. En el segundo trimestre, se suma un incremento en la participación de fideicomisos financieros, mientras que en el tercer trimestre debutan las FCE.

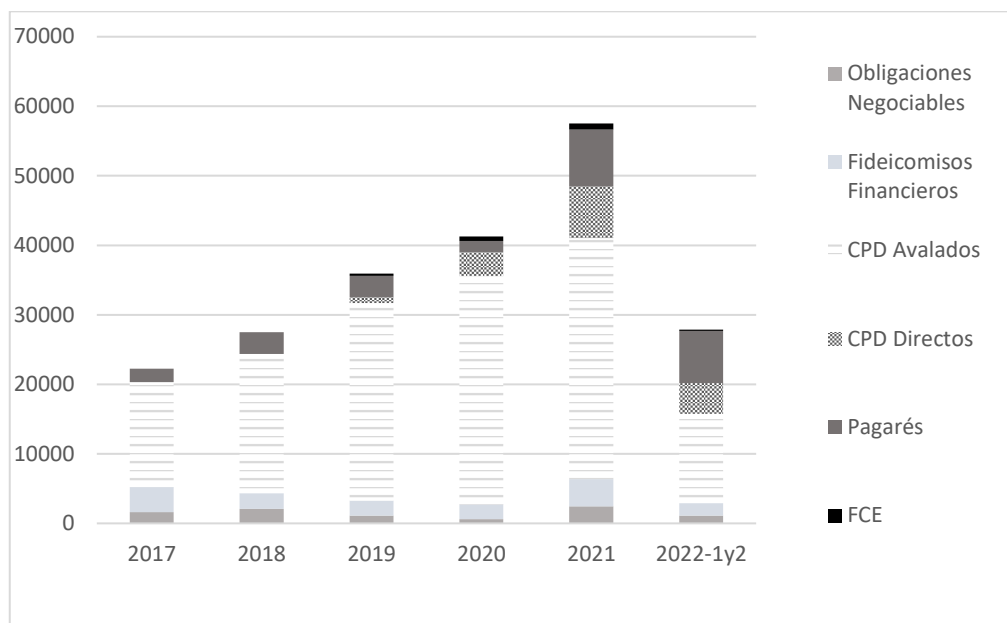


Figura 2. Evolución del monto emitido por instrumento.

Fuente: Elaboración propia con base a datos de la CNV.

Nota: Montos en pesos en moneda constante según IPC base enero 2017 (INDEC). La negociación de E-cheqs se incluye dentro de los CPD.

Tabla 2

Evolución de la participación por instrumento en el volumen emitido de instrumentos pyme.

Año-T	Obligaciones negociables	Fideicomisos Financieros	CPD Avalados	CPD Directos	Pagarés	FCE	Total
2018-1	494.51 %	-79.39 %	5.17 %		396.60 %		25.78 %
2018-2	-20.79 %	3.29 %	12.31 %		107.19 %		13.27 %
2018-3	-60.99 %	-52.99 %	33.31 %		36.11 %		8.71 %
2018-4	-4.64 %	-15.46 %	81.37 %		0.43 %		48.59 %
2019-1	-66.56 %	370.88 %	72.98 %		1.57 %		44.40 %
2019-2	-30.74 %	-47.50 %	77.37 %		114.66 %		58.71 %
2019-3	74.24 %	21.79 %	18.89 %		-19.17 %		16.56 %
2019-4	-70.47 %	-42.87 %	17.60 %		-86.48 %		10.90 %
2020-1	-91.85 %	-30.88 %	16.54 %		-83.76 %		14.94 %
2020-2	-44.03 %	20.96 %	43.66 %		-82.54 %		29.52 %
2020-3	-57.98 %	-25.08 %	31.43 %		-33.11 %	328.65 %	29.81 %

2020-4	181.15 %	46.13 %	-27.49 %	-10.18 %	568.13 %	-48.97 %	-13.72 %
2021-1	1214.64 %	171.82 %	28.93 %	75.70 %	798.51 %	-14.51 %	52.44 %
2021-2	221.30 %	125.38 %	-7.01 %	103.40 %	691.60 %	116.90 %	23.00 %
2021-3	286.35 %	54.38 %	-3.36 %	131.45 %	269.45 %	-3.55 %	26.23 %
2021-4	244.19 %	34.30 %	12.65 %	166.45 %	331.78 %	131.09 %	68.20 %
2022-1	-4.86 %	-67.28 %	-91.99%	234.00 %	119.14 %	1096.00 %	-13.96 %
2022-2	20.59 %	-6.06 %	-36.59 %	24.07 %	130.54 %	9.82 %	-3.65 %

Fuente: Elaboración propia con base a datos de la CNV. Valores de base en moneda constante según IPC (INDEC). La negociación de E-cheqs se incluye dentro de los CPD.

Nota: Se muestra la variación porcentual para cada instrumento respecto al mismo trimestre del año anterior, en relación a la participación de cada instrumento sobre el volumen total del trimestre. Para facilitar la visualización de los datos, los valores del año 2020 (pandemia) se encuentran en negrita. Los datos del 2017 se emplean como base para los cálculos del 2018.

Las emisiones de ON mostraron una marcada caída durante el 2020, registrándose solo tres emisiones en pesos en la primera mitad del año y ninguna en dólares. Estas escasas emisiones fueron a plazos menores a los registrados con anterioridad y posterioridad. A partir del cuarto trimestre del 2020 se registra un incremento de la emisión de ON (por primera vez desde el tercer trimestre de 2019), posiblemente reflejando una mejora en las expectativas tras la salida del aislamiento más estricto. En el periodo 2017-2019 se realizaron en promedio 35 emisiones por año, mientras que en el 2020 fueron 21, y durante el 2021 ascendieron a 52.

Volúmenes mensuales emitidos por instrumento

El análisis estadístico de la distribución del volumen mensual emitido se presenta en la Tabla 3, considerando el periodo pandemia y no pandemia. Para los instrumentos con diferencias significativas, se amplía el análisis comparando el periodo pre y postpandemia (Tabla 4). Posteriormente, el análisis gráfico de frecuencia se desarrolla en las Figuras 3 a 8. Considerando en la interpretación de resultados los tests estadísticos relacionados (Tabla 3), las emisiones de ON (Figura 3), CPD directos (Figura 6), pagarés (Figura 7) y FCE (Figura 8) muestran diferencias estadísticamente significativas respecto a su mediana (menor en pandemia) y su distribución (con sesgo a menores montos durante la pandemia). Para los FF (Figura 4) no se observan diferencias estadísticamente significativas. Para los CPD avalados (Figura 5) no se encuentran resultados robustos, ya que si bien muestran diferencia estadística en su distribución no hay diferencias para su mediana y varianza. En función de esta evidencia, los instrumentos con menos variaciones en su volumen emitido durante la pandemia serían los FF y los CPD avalados.

Tabla 3

Diferencias en los volúmenes mensuales de emisión de instrumentos pyme (pandemia y no pandemia).

Instrumento	Mediana (Pandemia 2020=1)	Mediana (Pandemia 2020=0)	P-Value Ranksum	P- value Mediana	P-value Levene
ON	28.5	148	0.026**	0.057*	0.046**
FF	175	235	0.249	0.526	0.409
CPD avalados	2398.5	2036	0.0395**	0.127	0.233
CPD directos	263	633	0.0002***	0.000***	0.029**
Pagarés	173	281	0.0085***	0.045**	0.167
FCE	39	66	0.0131**	0.034**	0.054*

Nota: Las columnas 1 y 2 muestran las medianas de las series en millones de pesos constantes enero 2017. Pandemia20201= 1 señala el periodo de pandemia, = 0, período pre o postpandemia. Se indica con * significatividad al 10%, ** al 5%, *** al 1%.

Tabla 4

Diferencias en los volúmenes mensuales de emisión de instrumentos pyme (prepandemia y postpandemia).

Instrumento	Mediana (prepandemia 2020=1)	Mediana (prepandemia 2020=0)	P-Value Ranksum	P- value Mediana	P-value Levene
ON	112.5	210.5	0.0087***	0.022**	0.572
CPD avalados	1706	2401	0.003***	0.004***	0.761
CPD directos	283	650.5	0.0008***	0.016**	0.297
Pagarés	222	710	0.000***	0.000***	0.000***
FCE	67	65	0.868	0.395	0.056*

Nota: Las columnas 1 y 2 muestran las medianas de las series en millones de pesos constantes enero 2017. La negociación de CPD directos empieza en octubre 2019 y FCE en julio 2019. Prepandemia 2020=1 señala el periodo prepandemia, = 0, el periodo postpandemia. Se indica con * significatividad al 10%, ** al 5%, *** al 1%.

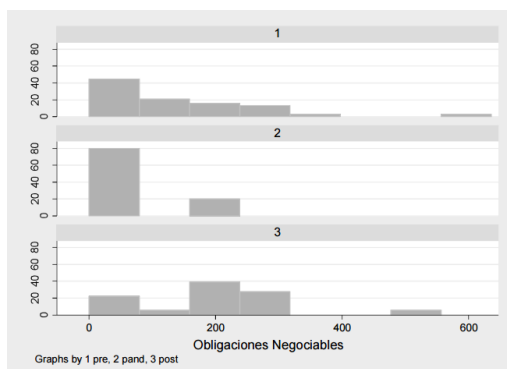


Figura 3. Histograma de volumen de emisiones de ON en \$ constantes.

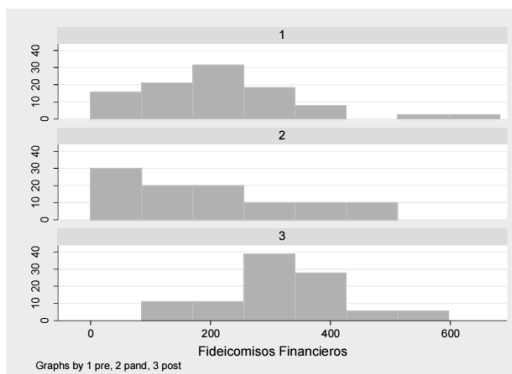


Figura 4. Histograma del volumen emitido en FF en \$ constantes.

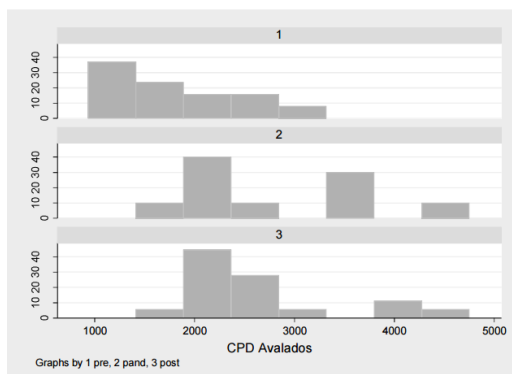


Figura 5. Histograma de volumen de emisiones de CPD avalados en \$ constantes.

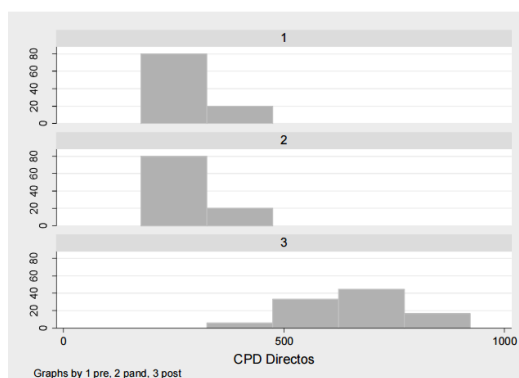


Figura 6. Histograma del volumen emitido de CPD directos en \$ constantes.

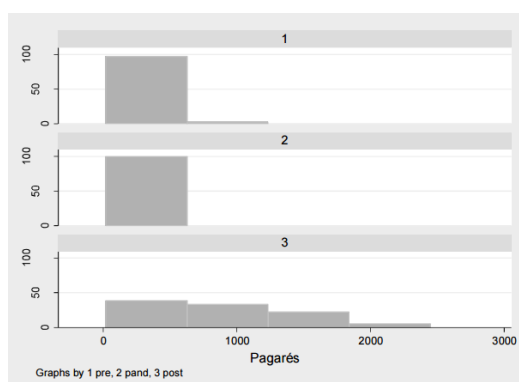


Figura 7. Histograma de volumen de emisiones de pagarés en \$ constantes.

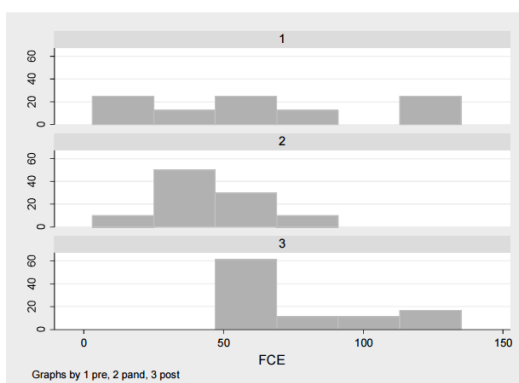


Figura 8. Histograma del volumen emitido de FCE en \$ constantes.

Nota: El panel superior (1) muestra el período prepandemia, el intermedio (2) el período de pandemia, el inferior (3) el período postpandemia.

Ampliando el análisis para estudiar si persisten cambios postpandemia, la Tabla 4 indica que para las obligaciones negociables, cheques de pago diferido y pagarés, el volumen negociado es significativamente mayor en el periodo posterior. No se encuentran diferencias para las facturas de crédito electrónica. Este incremento del volumen emitido muestra una recuperación del mercado de capitales argentino después del shock por COVID19.

Análisis de tasas y plazos de obligaciones negociables

Para las emisiones de obligaciones negociables se analizan los cambios en tasas y plazos a nivel de emisión individual, comparando el periodo de pandemia con la situación previa y posterior. Se realizaron solo cuatro emisiones en dólares o dólar linked durante los trimestres 2 a 4 del 2020 (pandemia2020=1), y 96 en los periodos previo y posterior (pandemia2020=0). Para las emisiones en pesos, el número de emisiones fue 19 y 96, respectivamente.

Tabla 5
Características de las emisiones de ON emitidas en pesos.

Año-T	TIR promedio	(TIR-tasa adelantos)	(TIR-BADLAR)	Plazo promedio (meses)	Emisiones
2017-1	26.13%	1.25%	6.37%	30.99	3
2017-2	25.38%	-0.04%	5.80%	27.38	4
2017-3	27.82%	1.27%	7.05%	22.25	7
2017-4	30.01%	0.88%	7.53%	27.81	14
2018-1	28.70%	0.02%	5.84%	36.46	12
2018-2	34.24%	-3.48%	6.93%	26.57	11
2018-3	40.87%	-15.05%	5.36%	33.06	7
2018-4	58.28%	-13.95%	8.07%	29.01	17
2019-1	49.14%	-9.10%	7.32%	33.06	7
2019-2	60.02%	-10.94%	9.20%	27.15	14
2019-3	57.21%	-17.88%	3.37%	27.43	6
2019-4	51.61%	-13.23%	3.55%	24.37	5
2020-1	39.16%	-5.26%	5.91%	17.07	2
2020-2	26.50%	4.75%	2.08%	12.17	1
2020-3	33.75%	12.63%	4.11%	25.03	9
2020-4	39.35%	8.54%	6.83%	20.9	9

2021-1	35.53%	0.26%	1.43%	20.31	8
2021-2	37.20%	1.15%	3.10%	28.27	14
2021-3	39.09%	3.40%	4.95%	29.65	9
2021-4	39.30%	4.04%	5.13%	27.43	21
2022-1	43.05%	4.86%	4.50%	26.78	10
2022-2	46.63%	5.93%	0.92%	27.61	15

Fuente: Elaboración propia con base a datos de la CNV.

Nota: Para facilitar la visualización de los datos, los valores del año 2020 (pandemia) se encuentran en negrita.

La tasa de interés promedio de colocación de ON en pesos durante el 2020 osciló entre 26% y 39%, muy por debajo de los valores del 2019 (entre 49% y 60%). En el 2021-2022 la tasa promedio varía entre 35% y 47% (Tabla 5). Se observa que para las emisiones en dólares hay evidencia débil de una menor TIR durante la pandemia, aunque sin cambios significativos en el plazo (Tabla 6). Para las emisiones en pesos, el diferencial de tasas con los adelantos en cuenta corriente es significativamente superior en época de pandemia. Se evidencia aquí la política del BCRA de baja del costo de financiamiento bancario. En cambio, el diferencial con la tasa BADLAR no resulta estadísticamente significativo. El plazo de las emisiones en pesos es significativamente más corto durante la pandemia.

Tabla 6

Comparación de características de la emisión de ON

Variable	Pandemia 2020=1	Pandemia 2020=0	P-Value Ranksum	P- value Mediana	P-value Levene
ON- TIR emisiones en U\$	0.05 (N=4)	0.08 (N=96)	0.0634*	0.154	0.313
ON- Plazo (meses) emisiones en U\$	24	27.5	0.2073	0.618	0.118
ON- Dif. adelantos emisiones en \$	0.097 (N=19)	0.00205 (N=186)	0.000***	0.000***	0.009***
ON- Dif. BADLAR emisiones en \$	0.055	0.062	0.3153	0.650	0.489
ON-Plazo (meses) emisiones en \$	18	24	0.0021***	0.046**	0.606

Nota: Se informan las medianas de las series correspondientes. Se analizan emisiones individuales. Pandemia2020=1 señala el periodo de pandemia, = 0, período pre o postpandemia. Se indica con * significatividad al 10%, ** al 5%, *** al 1%.

A fines de profundizar el análisis, se presenta en la Tabla 7 la comparación pre y postpandemia de las variables significativas en la Tabla 6. Prepandemia la distribución es más amplia y sesgada a diferenciales negativos entre la TIR y la tasa de adelantos (Figura 9). Antes de la pandemia el costo de las ON era en promedio inferior a los adelantos, observándose que, dada la política del BCRA, esta tendencia se revierte en la pandemia y se mantiene posteriormente. El plazo de emisión de ON en pesos muestra cambios poco significativos (Figura 10).

Tabla 7

Características de las emisiones de ON pre y postpandemia.

Variable	Prepandemia 2020=1	Prepandemia 2020=0	P-Value Ranksum	P- value Mediana	P-value Levene
ON- Dif. adelantos emisiones en \$	-0.043 (N=109)	0.046 (N=77)	0.000***	0.000***	0.001***
ON-Plazo (meses) emisiones en \$	24 meses (N=109)	24 meses (N=77)	0.057*	0.098*	0.550

Nota: Se informan las medianas de las series correspondientes. Se analizan emisiones individuales. Prepandemia 2020=1 señala el periodo prepandemia, = 0, el periodo postpandemia. Se indica con * significatividad al 10%, ** al 5%, *** al 1%.

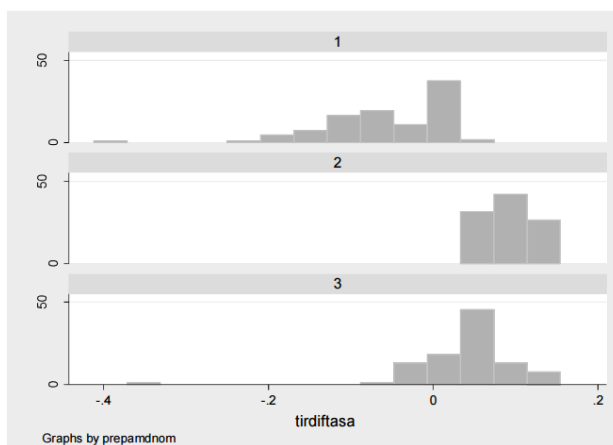


Figura 9. Histograma del diferencial tasa adelantos.

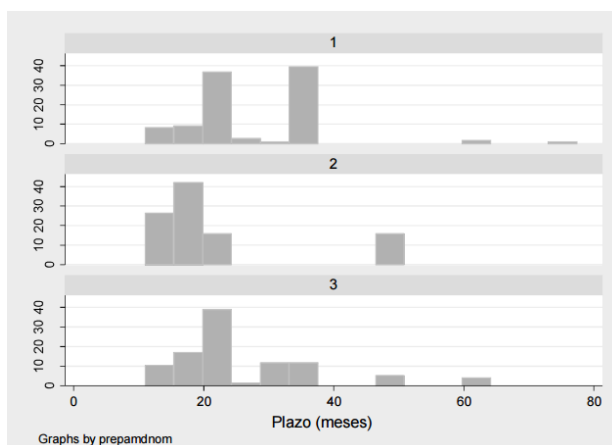


Figura 10. Histograma del plazo de emisión (emisiones en \$).

Nota: El panel superior (1) muestra período prepandemia, el intermedio (2) el período de pandemia, el inferior (3) el período postpandemia.

Análisis de tasas y plazos de instrumentos de corto plazo

Para los instrumentos de corto plazo negociados en el mercado de capitales se analizan tasa y plazo de emisión (en días). La Tabla 8 muestra los tests realizados comparando la situación de pandemia y no pandemia, mientras que la Tabla 9 indica, para las variables significativas en la Tabla 8, los tests comparando periodo pre y post pandemia. Las Figuras 11 a 15 exhiben los histogramas para los instrumentos incluidos en la Tabla 9.

Con respecto al plazo, se observa que en los CPD directos éste se extiende durante el periodo de pandemia (Tabla 8), permaneciendo esta tendencia postpandemia (Tabla 9 y Figura 13). Un incremento mucho mayor en plazo de emisión se presenta en el caso de pagarés directos en pesos (Tabla 8), aunque no pueden evaluarse las diferencias pre y postpandemia, ya que estas emisiones inician en junio 2020. Para los otros instrumentos (CPD avalados, pagarés avalados en pesos y en dólares, FCE en pesos y en dólares) no se reportan diferencias significativas.

Tabla 8
 Comparación de características de los instrumentos de corto plazo (pandemia y no pandemia).

Variable	Mediana (pandemia 2020=1)	Mediana (pandemia 2020=0)	P-Value Ranksum	P- value Mediana	P-value Levene
CPDAv- Dif. BADLAR	-0.027 (n=10)	0.016 (n=56)	0.169	0.170	0.387
CPDAv- Dif. Adelantos	0.027	-0.041	0.003***	0.039**	0.545
CPDAv-Plazo	169 días	155.5 días	0.186	0.492	0.710
CPDDir- Dif. BADLAR	0.074 (n=10)	0.095 (n=56)	0.267	0.170	0.885
CPDDir- Dif. Adelantos	0.120	0.030	0.000***	0.001***	0.547
CPDDir-Plazo	88 días	80.5 días	0.038**	0.023**	0.089*
PagarésAv- Dif. BADLAR emisiones en \$	0.059 (n=10)	0.059 (n=51)	0.599	0.955	0.994
PagarésAv- Dif. Adelantos emisiones en \$	0.110	-0.003	0.001***	0.000***	0.526
PagarésAv-Plazo emisiones en \$	357.5 días	414 días	0.121	0.185	0.237
PagarésAv- TIR emisiones en U\$	0.003 (n=10)	0.071 (n=56)	0.020**	0.170	0.605
PagarésAv-Plazo emisiones en U\$	345 días	338.5 días	0.986	0.492	0.067*
PagarésDir- Dif. BADLAR emisiones en \$	0.043 (n=7)	0.083 (n=18)	0.000***	0.003***	0.027**
PagarésDir- Dif. Adelantos emisiones en \$	0.057	0.088	0.090*	0.225	0.288
PagarésDir-Plazo emisiones en \$	554 días	289.5 días	0.039**	0.144	0.036**
PagarésDir- TIR emisiones en U\$	0.03 (n=6)	0.035 (n=18)	0.784	0.478	0.637
PagarésDir-Plazo emisiones en U\$	233.5 días	338 días	0.033**	0.059*	0.439
FCE- Dif. BADLAR emisiones en \$	0.048 (n=10)	0.033 (n=26)	0.289	0.457	0.197
FCE- Dif. Adelantos emisiones en \$	0.110	0.022	0.000***	0.000***	0.544
FCE-Plazo emisiones en \$	34 días	33 días	0.972	0.836	0.567
FCE- TIR emisiones en U\$	0.06 (n=10)	0.06 (n=25)	0.340	0.668	0.958
FCE-Plazo emisiones en U\$	78 días	62 días	0.411	0.915	0.124

Nota: Se informan las medianas de las series correspondientes. Se analizan promedios mensuales. En la primera fila de cada instrumento se informa el tamaño de muestra (n). Se indica con * significatividad al 10%, ** al 5%, *** al 1%.

En los instrumentos emitidos en pesos, el diferencial de tasas con la BADLAR no resulta significativo, excepto en el caso de los pagarés directos donde la diferencia entre TIR y tasa es la mitad en el periodo de pandemia (Tabla 8). Este mismo instrumento es el único que presenta una diferencia menor entra TIR y tasa de adelantos durante la pandemia. En cambio, para el resto de los instrumentos en pesos se observan resultados a la inversa: durante la pandemia la diferencia resulta mayor, indicando claramente la política de intervención del BCRA en costo del descuento en cuenta corriente. Al comparar los periodos pre y postpandemia (Tabla 9), se evidencia que previo a marzo 2020 los instrumentos de corto plazo del mercado de capitales tenían un costo menor a la alternativa bancaria (pagarés avalados, Figura 12; CPD avalados, Figura 14; FCE, Figura 15) o muy similar (CPD directos, Figura 11). Postpandemia todos estos instrumentos se vuelven más costosos que el descuento bancario, en línea con el incremento de costos de financiamiento reportado por Ferrando y Rariga (2024).

Para los instrumentos emitidos en dólares (pagarés directos, avalados y FCE), los resultados para la TIR no presentan diferencias robustas o significativas (Tabla 6). Lo mismo ocurre con el plazo, salvo el caso de los pagarés directos que muestran una menor duración de los periodos de emisión en pandemia.

Tabla 9
 Comparación de características de los instrumentos de corto plazo (prepandemia y postpandemia).

Variable	Prepandemia 2020=1	Prepandemia 2020=0	P-Value Ranksum	P- value Mediana	P-value Levene
CPDAv- Dif. Adelantos	-0.118 (N=38)	0.025 (N=18)	0.000***	0.022**	0.001***
CPDDir- Dif. Adelantos	0.008 (N=38)	0.064 (N=18)	0.000***	0.001***	0.010**
CPDDir-Plazo	73	87.5	0.001***	0.000***	0.008***
PagarésAv- Dif. Adelantos emisiones en \$	-0.083 (N=33)	0.099 (N=18)	0.000***	0.000***	0.138
FCE- Dif. Adelantos emisiones en \$	-0.064 (N=8)	0.043 (N=18)	0.000***	0.011**	0.001***

Nota: Las emisiones de pagarés directos en pesos arrancan en junio 2020, por lo cual no es posible estudiar el periodo prepandemia. Dada la naturaleza binaria de la variable prepandemia, la columna prepandemia=1 indica el periodo prepandemia, mientras que la columna prepandemia=0 indica el periodo postpandemia. Se indica con * significatividad al 10%, ** al 5%, *** al 1%.

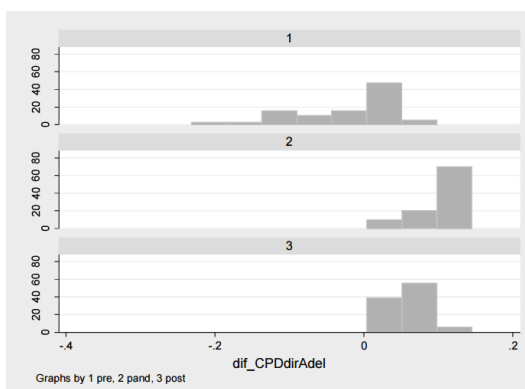


Figura 11. Histograma del diferencial tasa adelantos para CPD directos.

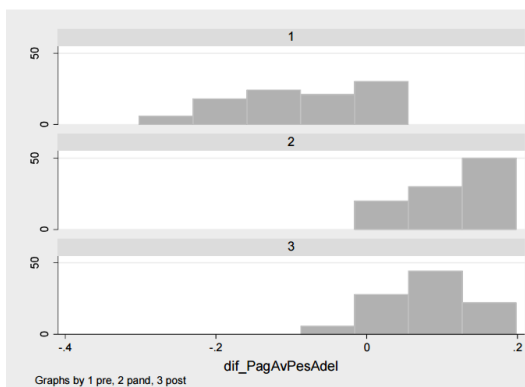


Figura 12. Histograma del diferencial tasa adelantos para pagarés avalados en pesos.

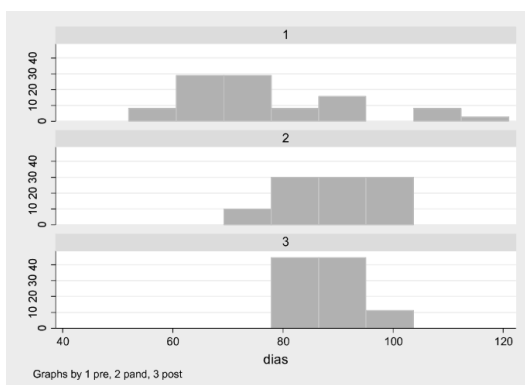


Figura 13. Histograma del plazo para CPD directos.

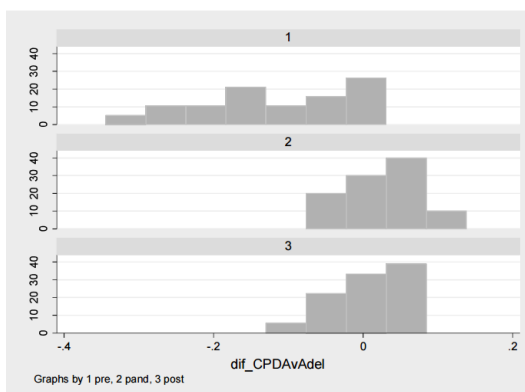


Figura 14. Histograma del diferencial tasa de adelantos para CPD avalados.

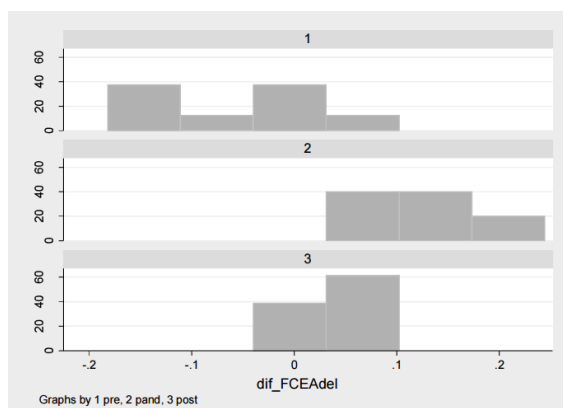


Figura 15. Histograma del diferencial tasa adelantos para FCE.

Nota: El panel superior (1) muestra período prepandemia, el intermedio (2) el período de pandemia, el inferior (3) el período postpandemia.

Conclusiones

La contracción económica que significó la pandemia por COVID-19 planteó un desafío en varios frentes para las pymes, en especial respecto al financiamiento. En este trabajo se estudia cómo reaccionó el mercado de capitales argentino como medio de canalización de fondos, comparando esta evolución con el periodo previo y posterior a la pandemia.

Durante el periodo de pandemia caen los volúmenes de emisión de todos los instrumentos, evidenciándose un incremento de las restricciones financieras como describen Eggers (2020) y Khan (2022). Son una excepción los fideicomisos financieros y cheques de pago diferido avalados, resaltando

la relevancia de los esquemas de garantía (Corredera-Catalán y otros, 2021) y la búsqueda de medios de financiamiento alternativos (Yao y Liu, 2023). Posteriormente, se observa un volumen creciente de emisión en todos los instrumentos, tanto con respecto al periodo de pandemia como al anterior. Con respecto a los plazos de emisión, algunos instrumentos lo extienden durante la pandemia (cheque de pago diferido directo y pagarés directos en pesos), mientras que para los pagarés directos en dólares se acorta. Se evidencia aquí la importancia del fortalecimiento de los canales formales de financiamiento a pymes (Liu y otros, 2022).

A diferencia del sector bancario, en el mercado de capitales no existe un organismo regulador que establezca políticas de tasas. En consecuencia, ocurre un comportamiento cambiante del diferencial del costo de los instrumentos financieros respecto al adelanto en cuenta corriente. Mientras que prepandemia el mercado de capitales permitía acceder a menores tasas relativas, durante la pandemia y en forma posterior esta relación se invierte. La caída del costo nominal del financiamiento bancario durante la pandemia es consistente con lo ocurrido a nivel mundial (Kraemer-Eis y otros, 2020). En cambio, si se considera el costo del financiamiento real en el mercado de capitales (en comparación con la tasa BADLAR), no hay diferencias significativas entre el periodo de pandemia y el previo y posterior. Esto muestra la relevancia del mercado de capitales como fuente alternativa de financiamiento a pymes, manteniéndose competitivo en términos de costo real aún en épocas de crisis.

Se espera que una mayor comprensión del comportamiento de montos, plazos y tasas de financiamiento permita delinear con mayor precisión instrumentos focalizados en las pymes. De esta forma, se identifican diferentes desafíos para el sector pyme del mercado de capitales argentino. En primer lugar, fortalecer el acceso a fondos de mayor plazo, de forma que el financiamiento obtenido se pueda vincular a inversiones en activos fijos. Segundo, fomentar el desarrollo de programas especiales de apertura de capital, ya que el financiamiento vía capital propio es prácticamente inexistente. Asimismo, se requiere consolidar los esquemas de garantía en el financiamiento a pymes, en especial en periodos de crisis.

Como futuras líneas de investigación sería interesante incorporar variables como el sector y ubicación geográfica de las pymes, información que en forma pública actualmente solo está disponible para las emisiones de obligaciones negociables. De accederse a la información discriminada para todos los instrumentos, esto permitiría identificar la relevancia de las cadenas de valor en el financiamiento del mercado de capitales y estudiar la concentración geográfica de la distribución de fondos.

Referencias

- Alkayed, H., Yousef, I., Hussainey, K., & Shehadeh, E. (2024). The impact of COVID-19 on sustainability reporting: A perspective from the US financial institutions. *Journal of Applied Accounting Research*, 25(2), 279-297. <http://dx.doi.org/10.1108/JAAR-12-2022-0345>
- Ayyagari, M.; Demirguc-Kunt, A. y Maksimovic, V. (2013). SME finance. Policy Research working paper, no. WPS 8241 Washington, D.C.: World Bank Group. Disponible en: <http://documents.worldbank.org/curated/en/860711510585220714/SME-finance>. Consultado: 22/06/2022.
- Banco Central de la República Argentina – BCRA (8 de mayo de 2020). Las empresas tienen más financiamiento y a tasas más bajas. Disponible en: <https://www.bkra.gob.ar/noticias/coronavirus-bkra-solicitada.asp>. Consultado: 12/11/2022.
- Bargados, A.; Cicera, X.; Donato, V. y Haedo, C.; Pereira, M. Reyes Ortega, S. & Valli, F. (2021). Las Empresas ante el COVID-19. El Impacto de la Pandemia en el Sector Productivo Argentino. Documento conjunto de Observatorio Pyme y el Banco Mundial. Disponible en: <https://www.observatoriopyme.org.ar/courses/informe-especial%3A-las-empresas-ante-el-covid-19.-el-impacto-de-la-pandemia-en-el-sector-productivo-argentino>. Consultado: 12/09/2022.
- Bolsa de Comercio de Buenos Aires (2022). Fideicomisos financieros. Disponible en: <https://www.labolsa.com.ar/capacitacion/invertir/en-que-invertir/fideicomisos-financieros>. Consultado: 18/02/2023.
- Bongini, P., Ferrando, A., Rossi, E., & Rossolini, M. (2021). SME access to market-based finance across Eurozone countries. *Small Business Economics*, 56, 1667-1697. <http://dx.doi.org/10.1007/s11187-019-00285-z>
- Brown, M. B., & Forsythe, A.B. (1974). Robust tests for the equality of variances. *Journal of the American Statistical Association*, 69, 364–367.
- Calabrese, R., Cowling, M., & Liu, W. (2022). Understanding the dynamics of UK Covid-19 SME financing. *British Journal of Management*, 33(2), 657-677. <http://dx.doi.org/10.1111/1467-8551.12576>
- Comisión Nacional de Valores (2020). Informe trimestral de financiamiento pyme- segundo trimestre 2020. Disponible en: <https://www.cnv.gov.ar/sitioWeb/Informes?columna=2>. Consultado: 25/06/2022.

- Comisión Nacional de Valores (2021). Resolución General 901/2021. Disponible en: <https://www.boletinoficial.gob.ar/detalleAviso/primera/248454/20210823>. Consultado: 26/06/2022.
- Corredera-Catalán, F., di Pietro, F., & Trujillo-Ponce, A. (2021). Post-COVID-19 SME financing constraints and the credit guarantee scheme solution in Spain. *Journal of Banking Regulation*, 22(3), 250-260. <http://dx.doi.org/10.1057/s41261-021-00143-7>
- Eggers, F. (2020). Masters of disasters? Challenges and opportunities for SMEs in times of crisis. *Journal of Business Research*, 116, 199-208. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.05.025>
- Ferrando, A., & Rariga, J. (2024). Firms' financing conditions before and after the COVID-19 pandemic: a survey-based analysis. *Journal of Industrial and Business Economics*, 1-26. <http://dx.doi.org/10.1007/s40812-024-00300-9>
- Gibbons, J. D. & Chakraborti, S. (2003). *Nonparametric statistical inference*. New York: Marcel Dekker.
- Gur, N., Babacan, M., Aysan, A. F., & Suleyman, S. (2023). Firm Size and Financing Behavior during COVID-19 Pandemic: Evidence from SMEs in Istanbul. *Borsa Istanbul Review*, 23(4), 804-817. <http://dx.doi.org/10.1016/j.bir.2023.02.001>
- Heredia-Zurita, A., & Dini, M. (2021). Análisis de las políticas de apoyo a las pymes para enfrentar la pandemia de COVID-19 en América Latina. Disponible en: https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/46743/1/S2100104_es.pdf. Consultado: 25/02/2023.
- Hvozdyk, L. & Rustanov, S. (2016). The effect of financial transaction tax on market liquidity and volatility: An Italian perspective. *International Review of Financial Analysis*, 45, 62-78, <http://dx.doi.org/10.1016/j.irfa.2016.01.018>.
- Instituto Nacional de Estadísticas y Censo, INDEC (2022). Estimador mensual de actividad económica (EMAE). Disponible en: <https://www.indec.gob.ar/indec/web/Nivel4-Tema-3-9-48>. Consultado: 06/10/2022.
- Kaya, O. (2022). Determinants and consequences of SME insolvency risk during the pandemic. *Economic Modelling*, 115, 105958. <http://dx.doi.org/10.1016/j.econmod.2022.105958>
- Khan, S. U. (2022). Financing constraints and firm-level responses to the COVID-19 pandemic: International evidence. *Research in International Business and Finance*, 59, 101545. <http://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2021.101545>
- Kraemer-Eis, H., Botsari, A., Gvetadze, S., Lang, F., & Torfs, W. (2020). European Small Business Finance Outlook 2020: The impact of COVID-19 on SME financing markets, EIF Working Paper, No. 2020/67, European Investment Fund (EIF), Luxembourg. Disponible en:

https://www.eif.org/news_centre/publications/EIF_Working_Paper_2020_67. Consultado: 16/03/2023.

- La Rosa, F., Liberatore, G., Mazzi, F., & Terzani, S. (2018). The impact of corporate social performance on the cost of debt and access to debt financing for listed European non-financial firms. *European Management Journal*, 36(4), 519-529. <http://dx.doi.org/10.1016/j.emj.2017.09.007>
- Liu, Y., Dilanchiev, A., Xu, K., & Hajiyeveva, A. M. (2022). Financing SMEs and business development as new post Covid-19 economic recovery determinants. *Economic Analysis and Policy*, 76, 554-567. <http://dx.doi.org/10.1016/j.eap.2022.09.006>
- Mercado Argentino de Valores (2022a). Cheque de pago diferido. Disponible en: <https://www.mavsa.com.ar/productos/productos-mav/cheque-de-pago-diferido/>. Consultado: 21/06/2022.
- Mercado Argentino de Valores (2022b). E-cheq. Disponible en: <https://www.mavsa.com.ar/productos/productos-mav/echeq/>. Consultado: 21/06/2022
- Mercado Argentino de Valores (2022c). Pagaré bursátil. Disponible en: <https://www.mavsa.com.ar/productos/productos-mav/pagare-bursatil/>. Consultado: 22/06/2022
- Mercado Argentino de Valores (2022d). Factura de crédito electrónica. Disponible en: <https://www.mavsa.com.ar/productos/productos-mav/factura-de-credito-electronica>. Consultado: 20/06/2022
- Ministerio de Desarrollo Productivo (2021). Factura de crédito electrónica. Disponible en: https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/2021_nuevas_medidas_factura_de_credito_electronica_mipymes.pdf. Consultado: 19/06/2022
- Ministerio de Economía (2022a). Instrumentos del mercado de capitales para PyMES. <https://www.argentina.gob.ar/cnv/pymes-en-el-mercado-de-capitales/instrumentos-del-mercado-de-capitales-para-pymes>. Consultado: 19/06/2022
- Ministerio de Economía (2022b). Preguntas frecuentes CNV PyME. <https://www.argentina.gob.ar/cnv/pymes-en-el-mercado-de-capitales/preguntas-frecuentes>. Consultado: 21/06/2022
- Ministerio de Economía (2023). Las PyMEs argentinas generaron 140.000 puestos de trabajo en el primer trimestre. Disponible en: <https://www.argentina.gob.ar/noticias/las-pymes-argentinas-generaron-140000-puestos-de-trabajo-en-el-primer-trimestre>. Consultado: 10/05/2024.
- Ministerio de Salud de Argentina (2022). Coronavirus COVID-19 ¿Qué medidas está tomando el gobierno? Disponible en: <https://www.argentina.gob.ar/coronavirus/medidas-gobierno>. Consultado: 03/03/2023
- Song, H., Yang, Y., & Tao, Z. (2020). How different types of financial service providers support small-and medium-enterprises under the impact of COVID-19 pandemic: from the perspective of

- expectancy theory. *Frontiers of Business Research in China*, 14(1), 1-27.
<http://dx.doi.org/10.1186/s11782-020-00095-1>
- Tavares, F., Santos, E., Vasconcelos, M. V. D., & Tavares, V. C. (2023). A Statistical Analysis of Companies' Financing Strategies in Portugal during the COVID-19 Pandemic. *Journal of Risk and Financial Management*, 16(2), 116. <http://dx.doi.org/10.3390/jrfm16020116>
- Vroom, V. H. (1964). *Work and motivation*. New York: Wiley.
- Yao, Z., & Liu, Y. (2023). How COVID-19 impacts the financing in SMEs: Evidence from private firms. *Economic Analysis and Policy*, 79, 1046-1056. <http://dx.doi.org/10.1016/j.eap.2023.06.036>
- Zhang, D., & Sogn-Grundvåg, G. (2022). Credit constraints and the severity of COVID-19 impact: Empirical evidence from enterprise surveys. *Economic Analysis and Policy*, 74, 337-349. <http://dx.doi.org/10.1016/j.eap.2022.03.005>
- Zutshi, A., Mendy, J., Sharma, G. D., Thomas, A., & Sarker, T. (2021). From challenges to creativity: enhancing SMEs' resilience in the context of COVID-19. *Sustainability*, 13(12), 6542. <http://dx.doi.org/10.3390/su13126542>