



COMPORTAMIENTO DE LOS MERCADOS DE VALORES EN PANDEMIA Y LA CONDUCTA EN INTERFERENCIA INTERSUBJETIVA

BEHAVIOR OF SECURITIES MARKETS IN PANDEMIC AND BEHAVIOR IN INTERSUBJECTIVE INTERFERENCE

COMPORTAMENTO DOS MERCADOS DE VALORES MOBILIÁRIOS NA PANDEMIA E COMPORTAMENTO NA INTERFERÊNCIA INTERSUBJETIVA

Recebido em:	10/02/2022
Aprovado em:	21/04/2022

Maria Angélica Grisolia¹

RESUMEN

La crisis desatada por la Pandemia del COVID 19 ha dejado de manifiesto que al menos en los mercados de valores, las medidas y normas emitidas por los gobiernos y organismos de contralor no han dado solución a los hipotéticos problemas y/o riesgos que los analistas

¹ Abogada por la Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales de la Universidad Nacional de La Plata. Cursó la Especialización en Derecho Internacional Humanitario en la Universidad del Salvador. Fue Auxiliar Docente de la cátedra de Filosofía del Derecho en la Universidad de La Plata. Miembro del Colegio Público de Abogados de la Capital Federal y del Colegio de Abogados de La Plata. Certificación Internacional de Especialización en *Compliance* del IAE Business School en conjunto con ECI (*Ethics & Compliance Initiative*). Participó como miembro activo del Comité de Abogados de Bancos de la Argentina. Profesora del Programa Intensivo de formación para abogados corporativos de La Ley - Thomson Reuters. SE desempeñó como Gerente /Directora de Asuntos Corporativos y Mercado de Capitales en empresas nacionales e internacionales. Socia del Estudio Beretta Godoy, a cargo de los departamentos de Derecho Corporativo y de Mercado de Capitales. Consejera titular miembro de la Mesa Directiva de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Vicepresidenta Mercado Electrónico de Gas S.A. maria.angelica.grisolia@gmail.com



predijeron como consecuencia de la crisis, y en muchos casos han colaborado negativamente en la solución de los problemas profundizando la crisis y efectos económicos y financieras. Los mercados, más allá de las normas que regulan su funcionamiento, se autorregulan permanentemente, un ejemplo son las llamadas “correcciones del mercado”. Hoy no sería posible pensar en un mercado de valores donde las acciones humanas no pudieran manifestarse en un contexto de libertad. Son entornos en los que parecieran no existen reglas, pero si detenemos el análisis podremos ver como en realidad el objeto de la regulación de los mercados es la conducta de quienes los operan.

Palabras clave: pandemia; CVID19; comportamiento; crisis.

ABSTRACT

The crisis unleashed by the CVID 19 Pandemic has made it clear that at least in the stock markets, the measures and standards issued by governments and control agencies have not provided a solution to the hypothetical problems and/or risks that analysts predicted. as a consequence of the crisis, and in many cases they have collaborated negatively in the solution of the problems deepening the crisis and its economic and financial effects. The markets, beyond the rules that regulate their operation, permanently self-regulate, an example is the so-called "market corrections". Today it would not be possible to think of a stock market where human actions could not manifest themselves in a context of freedom. These are environments in which there seem to be no rules, but if we stop the analysis we can see how in reality the object of market regulation is the conduct of those who operate them.

Keywords: pandemic; COVID19; behaviour; crisis.



RESUMO

A crise desencadeada pela Pandemia de COVID 19 deixou claro que, pelo menos nas bolsas de valores, as medidas e normas emitidas pelos governos e órgãos de controle não deram uma solução para os problemas e/ou riscos hipotéticos que os analistas previam. Da crise e, em muitos casos, colaboraram negativamente na solução dos problemas que aprofundam a crise e seus efeitos econômicos e financeiros. Os mercados, além das regras que regulam seu funcionamento, se autorregulam permanentemente, um exemplo são as chamadas “correções de mercado”. Hoje não seria possível pensar em um mercado de ações onde as ações humanas não pudessem se manifestar em um contexto de liberdade. São ambientes em que parece não haver regras, mas se pararmos a análise podemos ver como na realidade o objeto da regulação do mercado é a conduta de quem os opera.

Palavras-chave: pandemia; COVID19; comportamento; crise.

Introducción

La crisis desatada por la Pandemia del COVID 19 ha dejado de manifiesto que al menos en los mercados de valores, las medidas y normas emitidas por los gobiernos y organismos de control no han dado solución a los hipotéticos problemas y/o riesgos que los analistas predijeron como consecuencia de la crisis, y en muchos casos han colaborado negativamente en la solución de los problemas profundizando la crisis y efectos económicos y financieras.

Los mercados, más allá de las normas que regulan su funcionamiento, se autorregulan permanentemente, un ejemplo son las llamadas “correcciones del mercado”. Hoy no sería posible pensar en un mercado de valores donde las acciones humanas no pudieran manifestarse en un contexto de libertad. Son entornos en los que parecieran no existen



reglas, pero si detenemos el análisis podremos ver como en realidad el objeto de la regulación de los mercados es la conducta de quienes los operan.

1. Crisis y Pandemia

Conforme la definición del Diccionario de la real Academia Española, una pandemia² es una *“enfermedad epidémica que se extiende a muchos países o que ataca a casi todos los individual de una localidad o región”*.

Existen en la historia de la humanidad varios antecedentes de epidemias y pandemias. Haremos una breve referencia a alguna de ellas a fin de corroborar en esos casos la existencia de consecuencias de tal magnitud que originaron grandes crisis y cambios drásticos en la economía, en los mercados, en la política y en la sociedad.

En la epidemia de Viruela (enfermedad ya erradicada) el porcentaje de sobrevivencia era de 30%. Provocó una gran contracción de las actividades agrarias y urbanas. Pero también fue el primer ejemplo de solidaridad y cooperación internacional, actitud fundamental necesaria para su erradicación.

A pesar de la existencia de vacunas desde principios de 1960, aún continúa la lucha contra el sarampión (la mortalidad por sarampión en el mundo aumenta en un 50% de 2016 a 2019 y en 219 se cobra más de 207.500 vidas³). Esta enfermedad tiene consecuencias

² Diccionario de la Real Academia Española Pandemia: *“Del fr. pandémie, este del lat. mod. pandemia, y este del gr. πάνδημος pándēmos ‘que afecta a todo el pueblo’, compuesto de παν- pan- ‘todo’ y δῆμος dêmos ‘pueblo’, y el lat. -ia ‘-ia’, sobre el modelo del lat. mediev. epidemia ‘epidemia’; cf. gr. πανδημία pandēmía ‘conjunto de la población’*.”

³ Organización Mundial de la Salud, Comunicado de Prensa, 12 de noviembre de 2020. El sarampión se agravó en todo el mundo en 2019 y alcanzó el mayor número de casos registrados en 23 años. Los casos de sarampión en todo el mundo aumentaron a 869.770 en 2019, el mayor número notificado desde 1996, y estos aumentos



directas en los sistemas sanitarios dado que aún continúa siendo necesaria su vacunación e incorporación en los calendarios de vacunación oficiales para continuar aunando esfuerzos para su erradicación.

La Gripe española de 1918 dejó un saldo de millones de muertos. Afectó a casi un tercio de la población mundial. Las consecuencias de esta pandemia coexistieron con las consecuencias de la Primera Guerra mundial. Catharine Arnold⁴, sostiene que *“las víctimas que produjeron la I Guerra Mundial y la gripe española tuvieron un desastroso impacto económico”*, pero también sostiene que fue la oportunidad para que las mujeres, a falta de hombres (que fueron los más afectados por la enfermedad) accedieran al mercado laboral.

La Peste negra o peste bubónica es considerada como la peor pandemia en la historia de la humanidad. El saldo fue de casi 75 millones de muertos. En medio de la pandemia por COVID 19, se declaraba una alerta preventiva tras confirmarse en la localidad de Baynnur, ubicada en el norte de China, un caso de peste bubónica. Los impactos económicos, sociales y políticos fueron demoledores. *“La peste negra dejó una lección importante, la economía se reequilibra a costa de los rendimientos de capital. Los activos más comunes de la época se depreciaron con fuerza. La rentabilidad de la tierra de cultivo pasó del 8% al 5% por el incremento de los costes laborales”*⁵. De acuerdo con un estudio realizado para la Reserva Federal de San Francisco, el incremento de salarios como consecuencia de las pandemias se prolongó durante décadas⁶.

se produjeron en todas las regiones de la OMS. Las muertes por sarampión a nivel mundial aumentaron casi un 50% desde 2016, y se estima que sólo en 2019 la enfermedad se cobrará 207.500 vidas.

⁴ Catherine Arnold, *“Pandemic 1918: The Story of the Deadliest Influenza in History”*, McMillian, 2018.

⁵ Francisco S. Jimenez, *“De la peste negra al coronavirus: la economía no vuelve a ser la misma tras una epidemia con secuelas que duran 40 años”*. El Economista.es Abril 2020.

⁶ Jordà, Òscar, Sanjay R. Singh, Alan M. Taylor. 2020. *“Longer-Run Economic Consequences of Pandemics”* Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2020-09



El VIH fue considerada la quinta pandemia mundial, murieron más de 25 millones de personas. Los efectos económicos de esta pandemia varían respecto de las zonas geográficas. En las economías emergentes las consecuencias más importantes tuvieron impacto en los seguros de salud, en seguridad social, baja productividad en determinados sectores e incremento de costos laborales⁷.

A pesar de que el virus apareció en Norteamérica, la economía del cono del sur del continente americano fue la más afectada a causa de H1N1. Se estima que las pérdidas económicas en el 2009 oscilaron entre el 0,5% y el 1,5% del PIB en los países afectados.

En un estudio sobre el *“Impacto de las enfermedades en la economía global”* publicado en marzo de 2020 por Ernst Young se explica que *“Los principales desequilibrios económicos de los países surgen por las nuevas necesidades de los sistemas de salud, posibles cierres de empresas, comercios, y centros educativos. De manera general, existe una reducción significativa en la productividad de un país o región. Las consecuencias económicas no son las mismas para todos los países, ya que algunos gozan de mejores sistemas de salud y economías más o menos robustas”*. En el informe se estimó costo de las enfermedades a nivel mundial. Para el SARS de 2003 el costo se estimó en \$40 000 millones de dólares, en 2009 el costo de la Gripe A fue estimado en \$50 000 millones de dólares, y para el brote de Ébola de 2013 se estimó un costo de \$53 000 Millones. Es tal la magnitud de esta pandemia que podemos advertirla al comparar estas estimaciones con la del costo estimado para el COVID 19: \$280 000 millones de dólares⁸.

⁷ No se han identificados estudios estadísticos o empíricos actualizados.

⁸ Federico Guardia, Director del área de Desarrollo de Negocios y Comunicación, para Centroamérica, Panamá y República Dominicana. *“Impacto de las enfermedades en la economía global”* publicado en marzo de 2020, en la página web de Ernst Young



Las pandemias tienen consecuencias directas en los mercados y en la economía, pero hay alternativas para mitigar esos riesgos. *“Si efectivamente se producen los brotes de gran impacto sanitario, existen herramientas para limitar el riesgo de una catástrofe económica. Así como con los desastres naturales, los seguros pueden ayudar a distribuir la carga económica en los sectores de la economía y las regiones. Dar prioridad al personal sanitario, militares y empleados de seguridad pública para la distribución de contramedidas biomédicas durante un brote puede ayudar a proteger los recursos económicos críticos”*⁹.

Una crisis¹⁰ es un cambio negativo, una situación complicada, difícil e inestable durante un proceso. En algunos casos también hace referencia a una situación de carestía y/o escasez. Cuando hablamos de “crisis”, hablamos de adversidad, ruptura, problema y desorden.

Las crisis son enormes oportunidades para analizar y reflexionar sobre los problemas e interrogantes sobre nuestra existencia, sobre la existencia humana. Y las grandes crisis no solo impactan en términos económicos, basta citar las crisis existenciales reflejadas en el mundo de la filosofía y las ideas en la obra de *Sartre*, *Friedrich Nietzsche*, o de *Fiódor Dostoiévski* en la literatura. Y las grandes crisis llevan a reflexionar sobre la existencia del ser humano, su relación con los otros y con el entorno.

Y las grandes crisis traen implícita la incertidumbre, y esa falta de certeza es la moneda corriente en los mercados de valores. La falta de certeza condiciona todas las acciones humanas y los mercados son el termómetro, el reflejo claro de la incertidumbre, de la

⁹ David E. Bloom es Profesor de la cátedra Clarence James Gamble de Economía y Demografía, Daniel Cuadrete es Asistente de Investigación y J. Sevilla es Investigador Asociado, todos de la Escuela de Salud Pública T.H. Chan de la Universidad de Harvard. “Las enfermedades infecciosas nuevas y recurrentes pueden tener amplias repercusiones económicas” Junio de 2018.

¹⁰ La palabra crisis procede del latín crisis, que deriva del griego κρίσις.



incapacidad o acierto de la previsión de condiciones adversas, de la buena lectura del comportamiento del mercado y sus agentes, pero sobre todo de la capacidad de reacción del ser humano a la incertidumbre, en la que parece no tenerse nunca la seguridad de alguna verdad. Y en los mercados, las certezas en realidad son expectativas, en más una cuestión de “fe” en el comportamiento de mercado y en la habilidad de haber detectado los riesgos de la inversión que la certeza de resultados ¹¹.

“El coronavirus surgido en China es la incertidumbre más urgente que encara la economía global y una amenaza para la frágil recuperación mundial”, así fue definido por *Kristalina Georgieva*, Directora Gerente del Fondo Monetario Internacional

*Francis Fukuyama*¹² explica que *“las grandes crisis tienen consecuencias importantes, generalmente imprevistas”*. Cita los ejemplos de la Gran Depresión que condujo al New Deal, los ataques del 11 de septiembre que generaron el ascenso de Irán y nuevas formas de radicalismo islámico, o la crisis financiera de 2008 que desencadenó el reemplazo a los líderes de todo el mundo. Fukuyama afirma que está claro por qué a algunos países les ha ido mejor que a otros a la hora de hacer frente a la crisis, *“no se trata de un tipo de régimen. Algunas democracias han tenido un buen desempeño, pero otras no, y lo mismo ocurre con las autocracias.”*¹³

La pandemia del COVID 19 ha desencadenado una crisis general en todos los ámbitos, que en forma directa ha impactado en los mercados.

¹¹ “Es, pues, la fe la certeza de lo que se espera, la convicción de lo que no se ve” La Biblia. Antiguo Testamento, Hebreos 11:1.

¹² Fukuyama, estadounidense de origen japonés, autor del libro “El fin de la Historia y el último hombre”(1992) Fukuyama usa el término “historia” como término hegeliano de “Historia de la ideología”, como el fin de la evolución del pensamiento humano.

¹³ Francis Fukuyama, The pandemic and Political Order, Foreign Affairs, July/August 2020.



No se trata solo de una crisis económica. La pandemia ha desencadenado también crisis políticas relacionadas con el manejo de la pandemia y emergencia sanitaria que ha impactado en forma abrumadora en los mercados, que además ha dejado ver la falta de políticas públicas en relación con los sectores más vulnerables de la población.

Pero, como si esta combinación de crisis económica y política no bastara, esta pandemia ha dejado en forma manifiesta una crisis existencial en los individuos y en la sociedad. La implementación de distanciamiento social y las condiciones extremas de aislamiento obligatorio como medidas para detener los contagios de este virus que nos acecha, la virtualidad como medio de comunicación y relación entre las personas, la toma de conciencia de lo vulnerables que podemos ser frente a un enemigo invisible como un virus, nos enfrenta como individuos y sociedad a una crisis existencial.

El psicoanalista Erik Erikson (1902-1994) definió a las crisis existenciales como “crisis evolutivas”, considerando que son necesarias para la evolución o crecimiento personal. Nada será igual luego de esta pandemia, y los mercados no estarán exentos de las consecuencias de esta crisis. Esta pandemia nos ha enfrentado a una crisis evolutiva como individuos y como sociedad.

Como sostuvo Sigmund Freud (1856-1939) estas crisis abren el necesario debate y nos enfrentamos a los momentos en los que somos más propensos a la formulación de preguntas, dudas y problemas sobre la existencia humana, tiempos en los que se viene una suerte de “espera” de “mientras” ... y como ha expresado Darío Sztajnszrajber, la pandemia ha comenzado a colapsar ciertas estructuras, una espera que lo que tiene de angustiantes es “su relación con la incertidumbre”¹⁴.

¹⁴ Sztajnszrajber, Darío <https://www.cultura.gob.ar/dario-sztajnszrajber-la-pandemia-empezo-a-colapsar-ciertas-estructuras-9316/>



La particularidad de esta pandemia es que si bien la podríamos calificar como una crisis circunstancial (situaciones imprevisibles que se podrá superar con cuidados y vacunas) ha generado una gran crisis existencial en la que todo el mundo ha quedado inmerso, replantándose su relación con sus semejantes y el medio ambiente, sus valores, objetivos y hasta deseos. Y en los mercados de valores, han prevalecido reglas particulares que con una ontología propia.

2. Comportamiento de los mercados de valores durante la pandemia.

Contrariamente a lo que podría haberse esperado, y más allá de algunos vaivenes propios de cada región, en la mayoría de las bolsas de valores, los índices bursátiles se recuperaron y en algunos casos, como en Estados Unidos los precios de algunas acciones tuvieron un crecimiento récord.

Y esto ha escapado a toda lógica de análisis de mercado, porque la contraposición de los precios de los activos en las bolsas y mercados y el análisis de los fundamentos económicos no encontraron correspondencia durante la pandemia.

Estados Unidos fue el escenario de las ganancias más sorprendentes en 2020, con un alza de 42% del índice tecnológico Nasdaq y de 15% del índice S&P 500. Aunque en otros países, como en del Reino Unido, el índice FTSE 100 (conformado principalmente por petroleras, bancos y aerolíneas) no corrió la misma suerte.



Robert J. Shiller¹⁵, ha identificado tres estadios del comportamiento de los mercados en Estados Unidos¹⁶:

- (i) El alza del 3% en el S&P 500, a pesar de la declaración del COVID-19 como “*una emergencia de salud pública de importancia internacional*” por la Organización Mundial de la Salud el 30 de enero de 2020, al 19 de febrero de 2020 el índice S&P 500 había subido un 3%.
- (ii) La caída del 34% desde el 19 de febrero hasta el 23 de marzo: Shiller la describe como una caída similar a la de 1929, y que “una constelación de narrativas relacionadas” cambió la conducta de los inversores. Habían comenzado a circular las noticias sobre corridas de papel higiénico en Hong Kong y la OMS declara la pandemia recién el 11 de marzo de 2020.
- (iii) El rebote del 42% desde el 23 de marzo hasta el presente: la Reserva Federal de Estados Unidos anunció un programa agresivo para establecer líneas de crédito y Trump firmó la Ley de Ayuda, Alivio y Seguridad Económica por Coronavirus prometiendo un estímulo fiscal agresivo. Shiller explica que estas dos medidas y acciones similares en otros países “fueron catalogadas como acciones semejantes a las tomadas para contrarrestar la Gran Recesión de 2008-09, a lo que siguió un incremento gradual, pero en definitiva enorme, de los precios de las acciones. El S&P 500 aumentó cinco veces desde su piso el 9 de marzo de 2009 hasta el 19 de febrero de 2020. La mayoría de la gente no

¹⁵ Robert J. Shiller, premio Nobel de Economía en 2013 y profesor de Economía en la Universidad de Yale, es el autor de *Narrative Economics: How Stories Go Viral and Drive Major Economic Events*.

¹⁶ Robert J. Shiller, *How Stories Go Viral and Drive Major Economic Events*. Narrative Economics.



tiene ni idea de cuál es el plan de la Fed o qué significa la Ley CARES, pero los inversores sí conocían un ejemplo reciente en el que esas medidas aparentemente funcionaron.”

Estados Unidos fue el escenario de las ganancias más sorprendentes en 2020, con un alza de 42% del índice tecnológico Nasdaq y de 15% del índice S&P 500. Pero el índice FTSE 100 del Reino Unido, con sus compañías petroleras, bancos y aerolíneas en apuros -todos los cuales fueron golpeados por la pandemia-, no corrió la misma suerte. En Enero de 2020 igual suerte corrió el Ibovespa, el principal índice bursátil de São Paulo, que al registrarse el primer caso de COVID en Brasil se originó una caída cercana al 7%, la mayor desde 2017, con todas las acciones registrando valores a la baja, generando también una nueva subida del dólar en relación con el Real.

El Nasdaq, por ejemplo, ha experimentado un gran aumento desde el inicio de 2020. Pero solo cinco empresas¹⁷ tienen casi el mismo valor que las 95 restantes juntas.

¿Por qué las bolsas siguen subiendo en medio de la crisis económica por el coronavirus? Sue Noffke, Directora de acciones de la Administradora de fondos Schroeders en reino Unido tiene una respuesta a este interrogante: *"Si miras el desempeño del índice, se podría pensar que el coronavirus no ha afectado realmente a la economía de Estados Unidos"...* *"Y claramente ese no es el caso. Así que no es necesariamente representativo"*¹⁸.

En Argentina, al conocerse los resultados de la vacuna producida por laboratorios Modena, en julio de 2020 el índice S&P Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA) subió 2,43%. En la Argentina, los varones y las mujeres de hasta 29 años, de niveles educativos bajos y con trabajos informales fueron los más afectados por la caída en la tasa de empleo registrada durante 2020. La caída del empleo afectó en mayor medida a los

¹⁷ Nasdaq (Alphabet -propietaria de Google-, Apple, Microsoft, Amazon y Facebook)

¹⁸ Nota en la BBC News del 4 de enero de 2021.



trabajadores menos calificados. Quienes tienen estudios primarios incompletos redujeron su empleo en 28%, mientras que quienes tienen estudios universitarios lo hicieron en 7,6%, de manera interanual. También se produjo una gran variación según el tipo de inserción laboral. El empleo asalariado formal cayó en un 5,2% interanual, mientras que el empleo asalariado informal cayó 30%.¹⁹

Es que el mercado ha mutado sus expectativas a lo que pueda tener un cierto grado de certeza a futuro ... basta ver el comportamiento de las acciones del fabricante de automóviles eléctricos Tesla, que generó una demanda extra de US\$100.000 millones por sus acciones o la empresa de comercio electrónico Mercado Libre, que ha sido sin duda exponencial.

Siempre me ha sorprendido el resultado del indicador del índice del "Miedo y la Codicia" que publica la CNN el "*Fear & Greed index*"²⁰. Pero lo paradójico de esta crisis ha sido que llegó 92 puntos en Diciembre de 2020, lo que indica "codicia extrema". ¡Evidentemente la expectativa de los mercados es sumamente distinta a la expectativa y sensación de incertidumbre extrema de los mortales!

3. Regulación de los mercados durante la pandemia: la conducta en interferencia intersubjetiva.

¹⁹ Mera, M., Karczmarczyk, M. y Petrone, L. (Enero de 2021). El mercado laboral en Argentina: estructura, impacto del COVID-19 y lecciones para el futuro. Documento de Trabajo N°198. Buenos Aires: CIPPEC. "El documento analiza también las variaciones en el número de empleadores según tamaño. En el período marzo – junio de 2020, el número de empleadores bajó cerca de 15.000 (-3%) para el mes de junio 2020. La concentración de la caída interanual se dio en mayor medida entre las microempresas (74.5% del total de bajas), empresas de hasta 10 trabajadores (9,7%), empresas entre 11 y 50 trabajadores (10.3%) y empresas de más de 50 trabajadores (5.5%)". Fuente: CIPPEC en base a EIL-MTEySS.

²⁰ <https://money.cnn.com/data/fear-and-greed>



Hemos sido testigos de las más variadas reacciones y acciones en la forma en que lo gobiernos y las sociedades han enfrentado la crisis COVID. Los mercados de valores no han sido la excepción.

Los mercados de valores son por naturaleza mercados caracterizados por altos grados de libertad, dado que el principio fundamental que detentan es la libre intermediación entre oferta y demanda. La posibilidad de emitir instrumentos financieros que se negocien en entornos que permitan la concurrencia real de ofertas garantizando la prioridad precio-tiempo para resulta fundamental.

Los principios fundamentales de los mercados de valores están dados por la confianza y las buenas prácticas de transparencia que (más allá de la especulación), deben imperar en las transacciones bursátiles. Pero es claro que muchas veces existe una asimetría entre los emisores y los inversores. Es ahí donde interviene el Estado regulando a través de sus organismos de controlar (Comisiones de Valores o similar denominación) las herramientas con que cuentan los inversores para confiar en las reglas de esos mercados y que los emisores puedan mantener la confianza de los inversores.

Fundamentalmente, se establecen regímenes informativos públicos y sanciones en casos de incumplimiento con el fin que el inversor cuente con la información necesaria para tomar sus decisiones de inversión y analizar en forma consciente los riesgos asociados a la toma de decisión y deben velar por la implementación de herramientas de educación financiera para participar del mercado y abrir oportunidades para que nos sea solo un juego de nos pocos. Los mercados de valores también funcionan como impulsores de la industria y alternativas de financiamiento.



En la mayoría de los mercados, los gobiernos han implementado un control a la inversión extranjera²¹ como una reacción para evitar la especulación y la posibilidad de adquisiciones de empresas a muy bajo precio por inversores extranjeros durante la crisis. Antes de la pandemia las adquisiciones agresivas y las estrategias bursátiles para “bajar” los precios de las acciones sucedían sin reacción alguna de los organismos de contralor. Estas estrategias respondían al famoso dicho “*Good news sell, bad news buy*”²². Este régimen legal busca someter a control las adquisiciones de participaciones significativas por parte de inversores extranjeros (no UE), y ha despertado numerosas críticas²³

La limitación a la inversión extranjera o la prohibición en algunos mercados de las llamadas “ventas en corto” contradicen los principios contenidos a nivel global de la libre circulación de capitales, base del sistema financiero actual. Sin ninguna duda, estas medidas provocarán la baja de inversiones, sobre todo en los países emergentes, que además de quedar aislados y estar retrasados en la aplicación de vacunas, también lo estarán en la recomposición de sus economías.

Otra reacción de los reguladores fue la prohibición de las “posiciones cortas”²⁴. medida que en varios países ya ha sido tomada en momentos de crisis e incertidumbre. El fin de las “posiciones cortas” es obtener ganancia con la caída del título valor tomando por ejemplo las acciones en préstamo obteniéndose el beneficio consistente en la caída en el precio de cotización menos el coste del préstamo, generalmente se estructuran con

²¹ Citamos como ejemplo el Decreto-Ley 8/20 y 11/20 en España.

²² “Con buenas noticias vendé y con malas noticias comprá”.

²³ I. Aragón “La nueva ‘acción de oro’” Expansión 1/4/20; F. Plasencia & L. Ques “Inversión extranjera: la información es buena, el control es mejor”; I. Gómez “El control de la inversión extranjera: ¿cuál es el sentido de la amenaza?” Expansión 8/4/20 y D. Miranda “El COVID-19 como excusa para fiscalizar las inversiones extranjeras en España” Hay Derecho 16/4/20.

²⁴ Esta medida fue adoptada a inicios de la pandemia en las bolsas de valores de Italia, Bélgica y Francia.



operaciones de futuros y opciones obteniendo regularmente una ventaja si cae el precio de la acción.

La finalidad de esta regulación es disminuir la volatilidad y el valor dispar en las cotizaciones. Acciones que limitando el libre juego de oferta y demanda impiden sincerar en el mercado el precio en expectativa de los valores que se cotizan. La Federación Mundial de Bolsas critica enfáticamente la prohibición de ventas a corto porque esta prohibición no impide la salida de inversores de los mercados. Luego de un mes de su implementación existían indicios que demostraban que no era una medida efectiva porque aquellos mercados en los que no se prohibieron las posiciones cortas como Alemania, Holanda y Reino Unido enfrentaron mejor la crisis²⁵.

Pero, aunque todas estas medidas que fueron tomadas como medias excepcionales para enfrentar la crisis, pareciera que ahora intentan convertirse en permanentes, en un intento de regulación de los mercados, impensado un año atrás.

Y en la actualidad, el devenir de los mercados con la implementación de sistemas electrónicos, que con la pandemia se hicieron imprescindibles, provocó que la virtualidad haya tomado un rol preponderante. Para los abogados y filósofos resulta fascinante ver que la concepción tradicional de los mercados en el que se intercambiaban bienes y servicios ha mutado a mercados en los que lo que se intercambia son “derechos” a los bienes y servicios por derechos a dinero virtual.

También se da esta situación en los mercados de commodities donde el precio no depende de la producción de los activos, sino del precio que fijan los mercados

²⁵ “La prohibición de las posiciones ‘cortas’ no tiene efecto en la bolsa un mes después” El Economista 15/4/20. Ver también: R Gómez, J Paule y JG Martínez “Eficacia de las prohibiciones de las ventas en corto en España” Rev. Métodos Cuantitativos para la economía y la empresa (2018).



internacionales en los que se negocian, generando distorsiones entre el valor negociado y el valor real del activo.

Como escribió Agüero²⁶, *“si Marx destina tantas páginas del Tomo III de El Capital a la reproducción del capital-dinero y del capital-efectivo, producido por los bancos y el comercio, ¿cuánto más hubiera destinado a la producción y reproducción del capital financiero electrónico!*

Pero como en esas sagas de libros o miniseries que nos atrapan, cuanto mas control que imponga el Estado para restringir el libre juego de oferta y demanda en los mercados de valores, sus jugadores encuentran siempre la alternativa de innovación para encontrar el “hueco” en la norma o generar nuevas alternativas de intermediación para seguir operando en libertad.

Es apasionante analizar cómo se desarrolla por ejemplo el mercado de criptomonedas²⁷, se puede observar un creciente aumento de volúmenes de negociación en el que, al igual que lo que sucede en los mercados bursátiles, fondos de inversión y empresas “invierten”, sin regulación estatal y sin certeza del resultado final de la inversión, ni siquiera hay certeza de a quien reclamar un incumplimiento de las obligaciones! Si bien la principal cualidad que atrae la inversión en criptoactivos es la independencia que su negociación tiene de los organismos de contralor, del Estado y de normas tradicionales de intermediación de los mercados de valores, cada vez se implementan las más sofisticadas estrategias de compra venta que también hacen que se manipule el mercado de criptomonedas. Aquí no hay normas

²⁶ Agüero, J. O. (2010). Michel Foucault y la gubernamentalidad financiera. VI Jornadas de Sociología de la UNLP, 9 y 10 de diciembre de 2010, La Plata, Argentina.

²⁷ Satoshi Nakamoto lanzó en 2009 el bitcoin, bajo la idea de una criptomoneda descentralizada e igualitaria sin regulación del Estado. Total libre juego de oferta y demanda.



escritas, lo que regula a este nuevo mercado es la conducta de los compradores y vendedores: conducta humana.

Y es aquí donde creo que Carlos Cossio sonreiría a Kelsen y a Gioja pudiendo ejemplificar con el comportamiento de los mercados su Teoría Ecológica del Derecho, porque en la actualidad, en los mercados de valores, en definitiva, se negocian derechos, ¡con las reglas propias del mercado que en mi opinión no es otra cosa que “*conducta en interferencia intersubjetiva!*”

Para Cossio el derecho es conducta en interferencia intersubjetiva y la conducta es una “experiencia de libertad” que es contenida por el derecho. Así, la interferencia subjetiva está dada por las distintas acciones que el sujeto lleva adelante. El objeto del derecho no está en la en la norma jurídica, sino en la conducta.

La obra mas conocida de Carlos Cossio es sin duda la “Teoría Ecológica del Derecho y el concepto jurídico de Libertad”, pero la explicación del uso del termino “Ecológica” para titular su teoría lo encontramos en un trabajo anterior en el que Cossio explica: *“Fenomenología, voz compuesta de fenómeno y logos, quiere decir conocimiento de los fenómenos. Pero Hegel, invirtiendo la prelación de las voces componentes, la utilizó para significar la fenomenalización del logos, siendo este logos en su sistema el espíritu absoluto. Y es sabido que Husserl ha mantenido la inversión hegeliana de la significación, con la salvedad de que el logos, para él, es el ser de los entes. Por ello, para Husserl, fenomenología significa la fenomenalización del ser de los entes. En forma similar, egología, en la teoría ecológica del derecho, está significando la egolización del logos jurídico, es decir, la egolización del ser jurídico (dada la equivalencia fenomenológica entre el logos y el ser). Y como el ego de que allí se habla es el ego trascendental de la acción, el “yo actúo” de toda acción en vez del “yo pienso”*



de todo juicio, el "yo actúo" de la conducta en vez del "yo pienso" del intelecto, con egología hemos podido significar la fenomenalización como conducta del ser jurídico"²⁸.

La forma en que Cossio interpreta la conducta tiene su origen en la fenomenología de Husserl y en sus ontologías regionales. Cossio considera que los objetos pueden ser ideales, naturales, culturales o metafísicos. Los objetos culturales (dentro de los cuales está el derecho) pueden ser clasificados en mundanales y en egológicos. Estos últimos, los objetos egológicos son *"las acciones humanas, que son los tramos o fragmentos en que se desarticula la conducta como tal"*²⁹. De esta forma, Cossio sostiene que las acciones humanas tendrían solamente dos formas de interferir entre sí: *"el modo subjetivo y el modo intersubjetivo. La interferencia es subjetiva cuando la libertad del hacer se comprende conjugada con el omitir de la misma persona, y es intersubjetiva cuando la libertad del hacer de comprende conjugada con el impedir de otra persona"*³⁰. Así se explica en modo muy sintético porqué para la teoría egológica del Derecho, el derecho es conducta en interferencia intersubjetiva. Es que la intersubjetividad es lo que diferencia el derecho de la moral, distinguiéndolos en forma óntica y no axiológica.

Cuando Carlos Cossio recibe el Primer Premio Nacional de Ciencias Sociales, Políticas y Jurídicas el Primer de la Comisión Nacional de Cultura del Gobierno argentino, por su libro *La teoría egológica del derecho y el concepto jurídico de libertad* dijo en su discurso que *"La teoría egológica fue el descubrimiento de un nuevo punto de vista analítico para investigar, para enseñar y para aplicar el Derecho. Nos vino a decir que el Derecho está en el hombre de carne y hueso; en ese hombre cuya grandeza consiste en saber soñar en medio de sus*

²⁸ Carlos Cossio, "La Teoría Ecológica del Derecho. Su problema y sus problemas", Abeledo-Perrot, Buenos Aires, 1963.

²⁹ Carlos Cossio, "Teoría Ecológica del Derecho" Ed. Losada, Buenos Aires, 1944, pag. 233

³⁰ Carlos Cossio, "Teoría Ecológica del Derecho" Ed. Losada, Buenos Aires, 1944, pag. 301 y 302.



sufrimientos. Nos vino a recordar que los comentarios de los juristas y las sentencias de los jueces, tiene que saber hablar de la justicia con las fórmulas de la ley, porque sin ese contenido humano y vivientes que llamamos justicia, sus palabras carecen de raigambre sociológica y existencial".

La consideración del derecho como conducta (y no como norma en contraposición a Kelsen) ha sido fundamentada por muchos filósofos del derecho como Villanova, que caracterizó su teoría del derecho en cinco tesis: 1) la teoría jurídica estudia o debe estudiar el derecho positivo; 2) el derecho es conducta; 3) la conducta es siempre valiosa (positiva o negativamente); 4) la conducta es libre; 5) el derecho es conducta en interferencia intersubjetiva³¹.

Tanto Kelsen como Cossio coinciden en el axioma ontológico de que *"todo lo que no está prohibido, está permitido"*, pero para la teoría egológica el axioma es punto de partida a la existencia humana como constitutiva de la libertad porque que *"todo lo que no está prohibido, está jurídicamente permitido"* no significa que *"todo lo que no está permitido, está jurídicamente prohibido"*. Y esta distinción que para muchos podría considerarse como un simple juego de palabras, es sin dudas el mayor fundamento de la implícita autorregulación de los mercados.

Esta pandemia ha dejado en brutal evidencia como en los mercados los compradores, vendedores y reguladores actúan en interferencia intersubjetiva. Ha quedado demostrado que las interferencias subjetivas que dependen de la moral y de criterios axiológico no se llevan bien con los mercados. Las variaciones de los mercados, como hemos visto, no han reflejado en forma objetiva la gravedad de la situación ni han reflejado las consecuencias racionales que podríamos imaginar, porque claro está, los mercados tienen su propia lógica,

³¹ Vilanova, José, El concepto de derecho. Estudios iuspositivistas, Abeledo-Perrot, Buenos Aires, 1993



sus propias reglas, que se van pactando en ausencia de normas jurídicas y que se mantienen por la voluntad y confianza de acciones humanas que en interferencia intersubjetiva imponen formas y modelos de conducta aceptadas por el mercado, por el equivalente a la “comunidad pura” de Carlos Cossio.

Michel Foucault, en la década del 70 definió a la población como una *“masa global, afectada por procesos de conjunto que son propios de la vida, como el nacimiento, la muerte, la (re)producción, la enfermedad”*³².

Para comprender al liberalismo hacia fines del siglo XVIII y el tránsito posterior al neoliberalismo en el siglo XX, también desarrolló los conceptos de biopoder y gubernamentalidad. Foucault, define al biopoder como *“conjunto de mecanismos por medio de los cuales aquello que, en la especie humana, constituye sus rasgos biológicos fundamentales podrá ser parte de una política, una estrategia general de poder; en otras palabras, cómo, a partir del siglo XVIII, la sociedad, las sociedades occidentales modernas, tomaron en cuenta el hecho biológico fundamental de que el hombre constituye una especie humana”*, e instaura el concepto de “gubernamentalidad” como un “conjunto de relaciones reversibles ...”, plantea el concepto de que gobernar no implica solamente el ejercicio de la autoridad sobre otros o la forma en que se gobierna, sino la forma en nos gobernamos a nosotros mismos.

En el Collège de France, Foucault en uno de sus cursos expresó que “para poder luchar contra la disciplina o, mejor, contra el poder en la búsqueda de un poder no disciplinario, no habría que apelar al viejo derecho de la soberanía; deberíamos encaminarnos hacia un nuevo derecho, que fuera anti disciplinario pero que al mismo tiempo estuviera liberado del principio de soberanía”³³. (Foucault, 2010: 42)

³² Foucault, M., 2006, p.433

³³ FOUCAULT, M., Hay que defender la sociedad. Madrid: Akal, 2010



Y en los mercados, la forma de gobierno de cada participante como comprador, regulador, vendedor o participe, y su forma de interactuar y condicionar el medio está dado por la conducta, siendo el objeto del derecho en las transacciones bursátiles y financieras la conducta de sus participes en interferencia intersubjetiva.

Consideraciones finales.

La pandemia de COVID 19 es sin duda una de las crisis más grandes que ha enfrentado el mundo en el último siglo. Ha dejado al descubierto las desigualdades, la vulnerabilidad de sistemas y estructuras económicas y el daño que la industrialización causa en el medio ambiente. Le damos ahora otro sentido a la palabra sustentable. De un mundo globalizado con libre intercambio de bienes y servicios en los que las personas se sentían ciudadanos del mundo, hemos sufrido el cierre de fronteras, la restricción de inversiones extranjeras y en algunos países hasta soportado el menoscabo de libertades individuales con la excusa del un bien mayor. Pero también hemos tomado verdadera conciencia de la incertidumbre y valoramos nuevamente que significa libertad. También le damos otro sentido a la palabra libertad, porque ¿Hay un bien mayor que la libertad?.

Al observar los mercados y a quienes los operan, en su comportamiento resuena la pluma de Gabriel García Márquez y parecen decirnos: *“No traten de enseñarnos como debemos ser, no traten de que seamos iguales a Ustedes, no pretendan que hagamos bien en veinte años lo que ustedes han hecho mal en dos mil años”*³⁴

³⁴ Garcia Marquez, Gabriel, “El General en su laberinto”



Siguiendo a Foucault, si todo saber implica poder y todo poder, un saber específico, claro que los operadores del mercado son poderosos, por ser los depositarios de un saber caracterizado por una innumerable serie de datos, variables, instintos y expectativas. En los mercados de valores el saber, la información es poder, y el rumor el mejor aliado o el peor enemigo, el mercado maneja la información que permite medir variables de riesgo, analizar comportamientos, y canalizar en gráficos y aparentes bases lógicas y racionales las incertidumbres y expectativas en la toma de decisión. Los mercados reflejan las expectativas, y nada tiene que ver en algunos casos con la realidad económica por la que atraviesan las sociedades o la marcha de los negocios.

Los mercados parecieran decirnos a gritos que no necesitan normas para enfrentar las crisis, que se autorregulan, que rápidamente reaccionan y están capacitados para corregir el rumbo sin un Estado que lo regule, nos muestran que operan en libertad, que es la conducta en interferencia intersubjetiva la que pone límites y decide quién gana y quien pierde que en los mercados la conducta debe ser el objeto del derecho y no las normas.

REFERÊNCIAS

“La prohibición de las posiciones ‘cortas’ no tiene efecto en la bolsa un mes después” El Economista 15/4/20. Ver también: R Gómez, J Paule y JG Martínez “Eficacia de las prohibiciones de las ventas en corto en España” Rev. Métodos Cuantitativos para la economía y la empresa (2018).

Agüero, J. O. (2010). Michel Foucault y la gubernamentalidad financiera. VI Jornadas de Sociología de la UNLP, 9 y 10 de diciembre de 2010, La Plata, Argentina.



Aragón “La nueva ‘acción de oro’” Expansión 1/4/20; F. Plasencia & L. Ques “Inversión extranjera: la información es buena, el control es mejor”; I. Gómez “El control de la inversión extranjera: ¿cuál es el sentido de la amenaza?” Expansión 8/4/20 y D. Miranda “El COVID-19 como excusa para fiscalizar las inversiones extranjeras en España” Hay Derecho 16/4/20.

Carlos Cossio, "La Teoría Ecológica del Derecho. Su problema y sus problemas", Abeledo-Perrot, Buenos Aires, 1963.

Catherine Arnold, *"Pandemic 1918: The Story of the Deadliest Influenza in History"*, McMillian, 2018.

David E. Bloom es Profesor de la cátedra Clarence James Gamble de Economía y Demografía, Daniel Cuadrete es Asistente de Investigación y J. Sevilla es Investigador Asociado, todos de la Escuela de Salud Pública T.H. Chan de la Universidad de Harvard. “Las enfermedades infecciosas nuevas y recurrentes pueden tener amplias repercusiones económicas” Junio de 2018.

Diccionario de la Real Academia Española Pandemia: “*Del fr. pandémie, este del lat. mod. pandemia, y este del gr. πάνδημος pándēmos 'que afecta a todo el pueblo', compuesto de παν- 'todo' y δῆμος dêmos 'pueblo', y el lat. -ia '-ia', sobre el modelo del lat. mediev. epidemia 'epidemia'; cf. gr. πανδημία pandēmía 'conjunto de la población'*”. Esta medida fue adoptada a inicios de la pandemia en las bolsas de valores de Italia, Bélgica y Francia.

Federico Guardia, Director del área de Desarrollo de Negocios y Comunicación, para Centroamérica, Panamá y República Dominicana. “*Impacto de las enfermedades en la economía global*” publicado en marzo de 2020, en la página web de Ernst Young



FOUCAULT, M., Hay que defender la sociedad. Madrid: Akal, 2010

Francis Fukuyama, The pandemic and Political Order, Foreign Affairs, July/August 2020.

Francisco S. Jimenez, *“De la peste negra al coronavirus: la economía no vuelve a ser la misma tras una epidemia con secuelas que duran 40 años”*. El Economista.es Abril 2020. Fuente: CIPPEC en base a EIL-MTEySS.

Fukuyama, estadounidense de origen japonés, autor del libro “El fin de la Historia y el último hombre”(1992) Fukuyama usa el término “historia” como término hegeliano de “Historia de la ideología”, como el fin de la evolución del pensamiento humano.

García Marquez, Gabriel, “El General en su laberinto”.

Jordà, Òscar, Sanjay R. Singh, Alan M. Taylor. 2020. *“Longer-Run Economic Consequences of Pandemics”* Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2020-09.

La palabra crisis procede del latín crisis, que deriva del griego κρίσις. *“Es, pues, la fe la certeza de lo que se espera, la convicción de lo que no se ve”* La Biblia. Antiguo Testamento, Hebreos 11:1.

Mera, M., Karczmarczyk, M. y Petrone, L. (Enero de 2021). El mercado laboral en Argentina: estructura, impacto del COVID-19 y lecciones para el futuro. Documento de Trabajo N°198. Buenos Aires.

Nasdaq (Alphabet -propietaria de Google-, Apple, Microsoft, Amazon y Facebook)



Robert J. Shiller, *How Stories Go Viral and Drive Major Economic Events*. Narrative Economics.

Robert J. Shiller, premio Nobel de Economía en 2013 y profesor de Economía en la Universidad de Yale, es el autor de *Narrative Economics: How Stories Go Viral and Drive Major Economic Events*.

Satoshi Nakamoto lanzó en 2009 el bitcoin, bajo la idea de una criptomoneda descentralizada e igualitaria sin regulación del Estado. Total libre juego de oferta y demanda.

Sztajnszrajber, Darío <https://www.cultura.gob.ar/dario-sztajnszrajber-la-pandemia-empezo-a-colapsar-ciertas-estructuras-9316/>.

Vilanova, José, *El concepto de derecho*. Estudios iuspositivistas, Abeledo-Perrot, Buenos Aires, 1993.