

El mercado del arte

SARA UNZUETA ESTEBAN*

El creciente interés por el arte y su mercado ha fomentado la realización de estudios económicos orientados al mejor conocimiento de la estructura y funcionamiento de este último. Dada la importancia que la actividad comercial tiene para el arte, a partir de los resultados de los principales estudios económicos llevados a cabo sobre este mercado, se analizan los factores que inciden sobre su desarrollo y funcionamiento, y las relaciones del mercado del arte con otros mercados.

El trabajo está estructurado en tres partes: la primera de ellas destaca la doble dimensión económico-financiera y cultural de las obras de arte y aborda el problema de la delimitación del concepto «mercado del arte»; el segundo epígrafe resume algunos de los trabajos existentes sobre este mercado; y en el tercero se realizan una serie de observaciones a partir de los mismos.

Palabras clave: economía de la cultura, obras de arte, comercialización.

Clasificación JEL: Z10.



COLABORACIONES

1. Introducción. Delimitación del concepto «mercado del arte»

El notable desarrollo de las Ciencias Económicas, especialmente durante la segunda mitad del siglo XX, ha fomentado la realización de estudios acerca del funcionamiento y estructura de todos los mercados. Arte y economía, o el enfoque cultural-artístico y el puramente económico de dicha actividad, son visiones complementarias de una misma realidad debido a la propia naturaleza de las obras de arte. Las primeras manifestaciones artísticas se remontan al principio de la Historia de la Humanidad, y desde los comienzos, se caracterizan por tener una *doble dimensión* tanto cultural como económico-financiera.

La primera de ellas, responde a la satisfacción de una determinada necesidad cultural, por parte

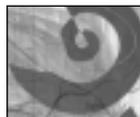
de los agentes implicados. Para los artistas, esta necesidad cultural o estética, significa el deseo de desarrollar tanto sus actitudes como sus aptitudes creativas (lo que hace que el artista no produzca para el mercado). Por otra parte, la sociedad en su conjunto y determinados agentes dentro de ella, manifiestan un deseo o necesidad cultural de consumo o disfrute de obras de arte. De este modo, la creación u oferta y el consumo o demanda de obras de arte son consecuencia de una *necesidad cultural insatisfecha*. Esta dimensión cultural es fundamental ya que constituye el rasgo característico, exclusivo y diferenciador de esta clase de bienes, responsable en gran medida de las características de este mercado.

Las obras de arte poseen además una dimensión económica, ya que para la satisfacción de las necesidades culturales, son necesarias las actividades *económicas de producción* o creación artística y de *comercialización o distribución*, para poder acercar y dar a conocer el producto a los consumidores o demandantes. Además, al igual

* Departamento de Economía Financiera y Contabilidad III. Facultad de Ciencias Económicas. Universidad Complutense de Madrid.

que en cualquier otra actividad productiva, el aspecto *financiero* es consustancial al económico, ya que si no hay dinero, no hay actividad económica ni de producción ni de distribución (1).

La actividad de distribución por tanto, es necesaria e inherente a la propia actividad artística de producción, y es precisamente esta actividad de distribución la que genera el *mercado* (2). Por tanto, para que exista mercado para una determinada obra de arte, es necesario que tan sólo haya dos partes interesadas, esto es, oferta y demanda, y que éstas se pongan de acuerdo en la transacción. Cabe destacar que el concepto de mercado que aquí manejamos incluye solamente aquellos intercambios que constituyen información hecha pública en el mismo, es decir aquellas de las que se tiene conocimiento, quedando excluidas todas las transacciones privadas (monetarias o no) y que también forman parte del mismo (3).



COLABORACIONES

(1) Frecuentemente se argumenta que, aunque no existiese remuneración alguna o ésta no fuera suficiente, el artista no dejaría de producir obra obligado por la satisfacción de una necesidad estética, cultural o de manifestación artística. Esto es cierto para artistas cuyo deseo solo es producir (la comercialización podrá llevarse a cabo o no, o utilizar canales «informales» como «mercadillos»). Sin embargo, cuando un artista desea entrar en lo que podríamos denominar como «circuito profesional artístico» busca algo más que la mera satisfacción estética, esto es, el reconocimiento, proyección o legitimación de la comunidad artística a través del mercado, expresado este último en términos monetarios.

En cuanto a la dimensión económico-financiera de toda actividad productiva ver, SUAREZ SUAREZ, A.S., *Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa.*, Ed. Pirámide, 1996, 23.

(2) Por ello la idea de la comercialización lucrativa de las obras de arte surge desde el principio de la creación artística. La prueba de que siempre ha provocado un interés comercial está en que, paralelamente al arte verdadero, aparecen las falsificaciones. De igual modo el desarrollo y difusión de las obras de arte, su comercio, y por tanto su mercado, aparece en zonas o poblaciones enriquecidas gracias a una intensa actividad comercial.

Dentro del proceso de distribución de obras de arte es posible distinguir dos ciclos:

— *Mercado primario*: es decir, donde se comercializan por primera vez los bienes y caracterizado porque, a excepción de las ferias y mercadillos, normalmente el productor no se encarga de la distribución de los activos sino que ésta es llevada a cabo por intermediarios o especialistas del mercado;

— *Mercado secundario*: donde se realizan las sucesivas transacciones de los bienes que previamente han sido negociados en el mercado primario (principalmente subastas).

(3) La delimitación del concepto «mercado del arte» depende a su vez de la consideración que se efectúe sobre lo que constituye o no una «obra de arte». Debido a que la definición de esta última no está sujeta a unos cánones fijos el concepto «obra de arte» engloba un universo infinito de activos, susceptibles todos ellos de transmisión en el mercado.

2. Aportaciones de la economía al mercado del arte

Partiendo de la consideración doble dimensión económico-financiera de estos bienes —a la que nos hemos referido en el epígrafe anterior—, y teniendo en cuenta el problema de la delimitación del objeto de estudio —mercado del arte—, vamos a realizar un breve resumen de los aspectos más relevantes de algunos de los principales trabajos económicos sobre este mercado, no sin antes destacar la ausencia de una Teoría Económica unificada, en relación a los procesos básicos de funcionamiento del mercado, lo que se manifiesta en la disparidad de resultados a partir de las diferentes hipótesis de trabajo establecidas. Así,

— **Baumol** (4), sostiene que en el mercado del arte no existe un nivel de equilibrio por lo que sus precios son considerados no-naturales en sentido clásico (5). Para el autor, el proceso de equilibrio esta considerablemente debilitado en un mercado donde la elasticidad de la oferta es absolutamente cero como ocurre en el mercado de obras de importantes artistas ya fallecidos (un exceso de demanda no incrementa la oferta). Observa diferencias entre los mercados de valores y del arte que apuntan a que el mecanismo de equilibrio de los precios sea más débil en este último. Estas diferencias son:

1) heterogeneidad y carácter único de las obras de arte a diferencia de la homogeneidad y sustituibilidad de los activos financieros,

2) poseer una obra de arte puede ser considerado como un monopolio sobre dicha obra,

3) las ventas de cada activo en el mercado del arte son poco frecuentes,

4) no se conoce nunca el precio de equilibrio (sin embargo en los activos financieros su precio es información hecha pública), y por último

(4) BAUMOL, William, *Unnatural Value: or Art Investment as Floating Crap Game*, The American Economic Review, May 1986 (Papers and Proceedings), 76, 10-14.

(5) Sostiene que si el mercado funciona sin reglas, aunque se perfeccione la información que éste proporciona no se producirá ninguna mejora en los resultados de los agentes. En el sentido clásico, los costes de los *inputs*, la naturaleza de la demanda, y el coste de capital ayudarán a determinar el precio de equilibrio, y los cambios en estos factores se traducirán en posibles cambios de precio.

5) debido a la imperfección del mercado, mejor información hecha pública acerca del mismo no conducirá a decisiones más efectivas. Sólo los críticos, que pueden influir con sus opiniones los gustos generales, podrán obtener una ganancia.

— **Michael F. Bryan** (6), estudia la correlación de las pinturas con los siguientes instrumentos de inversión: oro, inmuebles, acciones y bonos. Encuentra una correlación positiva muy alta entre las pinturas y el oro.

El autor considera que el interés del inversor en el mercado del arte es parcialmente función de la tasa de inflación, por lo que testa la sensibilidad de los cambios en los precios de las pinturas con cambios en el nivel de precios y con el crecimiento de la economía. Los resultados indican una elasticidad de las pinturas con respecto al índice general de precios y producto interior bruto significativamente positiva a lo largo del periodo analizado. Sin embargo, destaca que los precios de las pinturas no siempre se mueven con la inflación, y que aunque la rentabilidad de éstas haya sobrepasado en general el crecimiento de los precios, hay que tener en cuenta su extremada volatilidad.

— **Goeztmann** (7), construye series temporales con índices de rentabilidad para estudiar la inversión en pinturas (8). Testa la eficiencia del mercado y estima los componentes de riesgo asociados con la posesión de una obra de arte. También realiza un estudio sobre las tendencias o cambios de gusto a lo largo del tiempo, y examina la relación existente entre las pinturas y otras clases de activos.

Analizando los errores de la regresión utilizada para la estimación de los índices, identifica

(6) BRYAN, Michael F., *Beauty and the Bulls: The investment characteristics of Paintings*, Economic review of the Federal Reserve Bank of Cleveland, Quarter Y, 1985, 2-10.

(7) GOEZTMANN, William, *Accounting for taste: an analysis of art returns over three centuries*, First Boston Working Papers Series, Nov. 1990.

(8) Los resultados obtenidos por el índice muestran tres periodos de mercado alcista: 1780-1820; 1840-1870; 1940-1986. El primero y el último coinciden con subidas en el nivel de precios, mientras que la subida del segundo periodo se produce en un momento deflacionario.

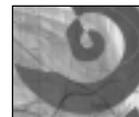
También destaca otros tres periodos de mercado bajista: 1820-1840; 1870-1880; 1930-1940, que corresponden con periodos de recesión económica en Inglaterra y Estados Unidos.

diferentes riesgos asociados con la compra de una pintura como inversión, el primero de ellos, relacionado con la velocidad o el efecto de la varianza en el tiempo (incertidumbre sobre el precio de venta), el segundo, un término independiente que representa una cantidad fija de riesgo no relacionada con el periodo de tenencia del activo (variación idiosincrática del valor de la obra de arte a lo largo del tiempo). Los resultados indican que para largos periodos de tiempo este riesgo de precio decrece, e identifica tres fenómenos que inciden sobre él: diferencia de las primas de liquidez de la compra y la venta, información asimétrica entre comprador y vendedor, y un mecanismo de valoración del mercado, basado en modas o tendencias, por lo que cabe la posibilidad de basar las ganancias en lo que se podría denominar un «arbitraje de riesgo estético» que permita predecir los cambios en dichas tendencias. Para el autor, estos fenómenos (incluidos dentro del riesgo de precio) son manifestaciones de la ineficiencia del mercado, y estimando dicho riesgo para submuestras, concluye que dicho riesgo ha ido decreciendo en el tiempo (señal de que el mercado ha aumentado progresivamente su eficiencia como mecanismo de información y su capacidad para unir a oferentes y demandantes) (9).

Como este riesgo de precio tan sólo mide el «gap» informativo del mercado no se sabe si el mercado incorpora la información hecha pública. Por ello analiza si los precios del pasado afectan a los futuros, y si las rentabilidades del mercado se comportan como un recorrido aleatorio. Los resultados sugieren que las rentabilidades de las pinturas están relacionadas con el mejor estimador de la rentabilidad pasada, no siendo la relación lo suficientemente fuerte como para concluir que el mercado no es eficiente sobre la información y que sigue tendencias a largo plazo.

En cuanto a los precios del arte, éstos crecen más que los de las acciones en los últimos 136 años y a la vez superan la inflación. El arte se mueve positivamente con la inflación, con los

(9) Indica que si se supone la existencia de un «gap» informativo, las «burbujas» en este mercado estarían explicadas por el retraso de la incorporación de la información y no necesariamente por un comportamiento no racional de los inversores.



COLABORACIONES

tipos de interés, y con el mercado de valores durante el periodo 1850-1986. De cualquier forma, la mayor apreciación del arte parece no compensar el alto riesgo soportado por estos activos. A largo plazo, arte e inflación, están relacionadas. También encuentra evidencia, de que manteniendo la riqueza constante, la valoración del arte es superior en la segunda mitad del siglo XX que a finales del XIX y principios del XX.

Concluye que el arte se comporta como otros activos en cuanto a inversión, existiendo una relación positiva entre rentabilidad y riesgo. Los valores del arte se mueven con el mercado de valores, y no encuentra explicaciones económicas para las revoluciones o cambios en los gustos, por lo que piensa que las fuerzas que lo motivan deben ser culturales. Además, el hecho de que la demanda del arte esté fuertemente ligada al mercado financiero es coherente con la afirmación de que el arte es un bien de lujo (10).

— **Holub et al.** (11), señalan que en los estudios existentes sobre el mercado del arte, no se considera la posibilidad de que las condiciones externas generen cambios estructurales en el mercado, de forma que es posible, que se interpreten los cambios habidos en la estructura del volumen de pinturas, como cambios en los precios de las mismas.

Además, la posibilidad de obtener una mayor rentabilidad basada en una mejor información y conocimiento sobre el mercado, no depende de la distribución de las rentabilidades en sentido esta-

dístico, sino de la distribución de las rentabilidades entre grupos de inversores. En el mercado del arte observan que, en lugar de fluctuaciones bruscas en el nivel de precios, existen periodos sostenidos de crecimiento y decrecimiento, y que al parecer, el desarrollo de los precios está más ligado a los fenómenos sociales que a criterios históricos, pasando de periodos de pérdidas a periodos de ganancias.

Para estos autores, la afirmación de que los precios se comportan como un recorrido aleatorio es inadmisibles (destacando además la poca homogeneidad de los datos disponibles), además, la distribución de rentabilidades entre grupos de inversores es desconocida, y los datos sugieren que deben existir dos diferentes subgrupos de rentabilidades.

— **Penn** (12), realiza un estudio del mercado de obra gráfica moderna al ser éste uno de los mercados de arte más fluidos. Los resultados demuestran que los movimientos de precios de la obra gráfica, no sólo están correlacionados con otros objetos de arte, también con otras clases de tangibles como monedas, libros, vinos de cosecha, etcétera.

En su análisis el autor obtiene una buena capacidad de la obra gráfica como protección contra la inflación, y añade que los diferentes niveles de inflación en los países tienen poco efecto sobre ella, ya que los precios de estos activos son inter-



COLABORACIONES

(10) GOETZMANN, William, *Accounting for taste: art and the financial markets over three centuries*, The American Economic Review, 83, 5, december 1993, 1370-1376. En este trabajo cabe destacar las siguientes conclusiones: existe una relación entre el mercado de arte y el financiero a largo plazo, lo que parece indicar que la demanda de arte se incrementa con la riqueza de los inversores. Esta relación, tiene implicaciones para aquellos inversores que eligen el arte como protección contra las fluctuaciones del mercado financiero, cuando lo contrario parece ser cierto. El inversor contrario al riesgo no encontrará la inversión en arte atractiva debido a sus grandes riesgos y, aunque sus rentabilidades superen la inflación y rivalicen con el mercado, aparentemente no hay rentabilidad que compense tales riesgos. La correlación entre arte, los bonos, y las acciones, hacen del arte un pobre vehículo para la diversificación. Las tendencias del mercado del arte siguen a las del mercado de valores, lo que se refleja en un valor superior a uno de la beta del CAPM.

(11) HOLUB, Hans Werner, HUTTER, Michael y TAPPE-NIER G.; «Light and Shadow in art price computation», *Journal of Cultural Economics*, June 1993, 17, 49-69.

(12) PENN, Robert E., *The economics of the market in Modern Prints*, The Journal of Portfolio Management, Fall, 1980, 24-32. Señala que la gran calidad de la obra gráfica, su edición limitada, y la posibilidad de obtener en la gran mayoría de los casos el historial de precios del activo en concreto, hacen que tenga en el mercado un valor comercial actual inmediatamente verificable en ambos niveles —al por mayor, esto es subasta, o al por menor, galerías o marchantes—, y como ocurre en el mercado financiero, los precios futuros esperados sean función de los precios actuales. Además, en este mercado, la frecuencia de las ventas es alta en comparación con otros tangibles artísticos por lo que establecer su valor es más fácil. Por ello utiliza precios de subasta al considerar que éstos representan el valor actual neto de mercado de la obra en venta. El gráfico de precios de una edición de una obra específica en un periodo de tiempo, identificará objetivamente la rentabilidad o apreciación de esa obra, y dependiendo de las hipótesis que se asuman se pueden establecer predicciones sobre el valor actual y futuro de una obra basándose en la senda histórica de precios. Asumiendo que el valor de la obra permanece constante entre transacciones —lo que es compatible con un modelo de recorrido aleatorio—, el valor esperado de una obra en un momento de tiempo determinado será igual a su precio de realización último. Las expectativas futuras por tanto se igualan a las presentes.

nacionales y reflejan cambios diarios en el poder adquisitivo entre diferentes monedas. Estima unos costes de transacción para la obra gráfica en un 25,3 por 100 (2,0 por 100 para las acciones y otros *commodities*), pero como el periodo de renovación de la primera inversión es de unos 16 años y de la segunda unos 4, estos costes reducen las rentabilidades anuales medias un 1,58 por 100 para la obra gráfica y un 0,5 por 100 para las acciones. Obtiene un periodo de tenencia de unos 15-16 años para obtener mejores resultados.

En cuanto a los impuestos, señala que dependen del estatus del inversor y de sus características (si es inversor particular o comerciante profesional). En su trabajo, el efecto de los impuestos queda anulado por los costes de mantenimiento y aseguración.

Los coeficientes de correlación demuestran, que la obra gráfica se mueve en dirección opuesta a los mercados de acciones, y destaca el hecho de que en este mercado tan sólo haya habido una caída que coincidió con el *crack* del 29.

— **Graeser** (13), construye carteras para distintas clases de muebles antiguos.

Concluye que el problema de medición y de comparación de estas inversiones con las de los activos financieros, reside en no poder estimar o cuantificar la rentabilidad no monetaria de estos activos estéticos. Si el activo pudiera ser alquilado, pagando por sus servicios estéticos o de posesión, se tendría una estimación acerca del importe de los mismos. Entonces el propietario cifraría su ganancia, en los flujos de renta derivados del alquiler, más la ganancia de capital derivada de la venta. Presume que ésta suma sí podría ser comparable con los activos financieros. Para el autor, la falta de motivación para que se produzcan arrendamientos en estos mercados reside en el poco interés del arrendador al tener que soportar los costes de mantenimiento y aseguración del activo.

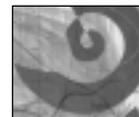
— **Pompe** (14), analiza la evolución de las rentabilidades del mercado de fotografías en

relación con el de pinturas. Los resultados demuestran, que ambos mercados evolucionan de forma paralela, aunque el de fotografías decrece más lentamente que el de pintura. El mercado de fotografía tocó techo en 1980 y el de pinturas se colapsó en los 90, ambos caen, pero el de fotografía lo hace a una tasa menor que el de pintura.

— **Singer & Lynch** (15), investigan si los mercados de artes visuales son racionales (trabajan con arte Moderno para el periodo 1963-1996), esto es, si en la determinación de los precios, los agentes hacen uso de toda la información relevante tanto histórica como crítica y de toda la información disponible sobre la autenticidad de la obra.

Los resultados de su estudio confirman, que los mercados de arte son racionales, esto es, se utiliza toda la información relevante sobre el impacto histórico y la autenticidad en la determinación de los precios —aunque señalan que debido a la información incompleta de los *Catálogos Raisonnés* el proceso de autenticación es arriesgado—. La importancia del impacto en la historia del arte, se refleja en las diferencias significantes y continuas de los precios, así como en las tasas de apreciación de las obras pertenecientes a innovadores, sus principales seguidores y artistas eclécticos.

Destacan, que los museos compran arte en lo alto de la curva de información, mientras que los coleccionistas compran arte, antes de que el *set* de información este completo. Los coleccionistas pueden ganar una recompensa por asumir un riesgo debido a la información incompleta, y además, los que pueden adquirir el arte de mayor categoría de artistas innovadores, también pueden tomar prestado a una tasa inferior a la media del mercado —normalmente los préstamos se conceden a tipos de interés inferiores, y las comisiones de las ventas suelen ser más flexibles—, de forma que pueden consumir los servicios artísticos de sus colecciones a un coste cero (en general, un coleccionista tiende a pagar un precio positivo por el consumo de los servicios artísticos).



COLABORACIONES

(13) GRAESER, Paul., *Rate of return to investment in American Antique Furniture*, Southern Economic Journal, april 1993, 817-821.

(14) POMPE, Jeffrey, *An investment flash: The rate of return for photographs*, Southern Economic Journal, oct.1996, 488-495.

(15) SINGER, Leslie, & LYNCH, Gary, *Are multiple art markets rational?*, Journal of Cultural Economics 21: 197-218, 1997.

El *trade-off* entre el precio y la probabilidad *a priori* de fallo debido a la falta de autenticación, es reflejado —en cuanto a calidad— por el mercado en su clasificación de las casas de subastas que consiguen diferencias significativas en los precios de carteras de arte similares. Los precios de arte auténtico, esto es, catalogado, y arte producido por los seguidores importantes, parecen seguir diferentes tendencias como sería de esperar en mercados racionales. Cada uno de los diferentes procesos descritos por los precios de realización de los artistas innovadores y los seguidores más significativos, tienden a interactuar y a reforzarse mutuamente uno con otro, respondiendo de forma similar a las fuerzas globales del mercado.

El arte de mayor categoría puede funcionar como un casi-sustituto de los instrumentos financieros. El dinero tiende a entrar en el mercado del arte, después de un *lag* de varios periodos, cuando el mercado de instrumentos financieros es menos atractivo y viceversa. Sin embargo, esta relación entre ambos mercados no se detecta para las categorías media e inferior del espectro artístico considerado.

— **Czujack et al** (16), realizan un estudio de las relaciones existentes entre los mercados de pintura y de obra gráfica. Para ello construyen índices de precios para los post-impresionistas en ambos mercados, y también cinco índices individuales para cinco artistas que destacan por su importancia en el periodo —Braque, Chagall, Ernest, Miró y Picasso—, y que relacionan con los índices generales y entre sí.

Los resultados indican que los precios de la obra gráfica y de la pintura, tienen una tendencia común —aunque la pintura obtiene una rentabilidad mayor a largo plazo—, y que las relaciones entre artistas individuales y el mercado global para la obra gráfica, varían dependiendo de los artistas, pero de nuevo los precios tienen tendencias comunes. Destaca Picasso que lidera el mercado de obra gráfica superando sus rentabilidades al índice general en un 39 por 100.

Aunque cada artista es único y su comportamiento también, se pueden establecer relaciones entre los artistas individuales, aunque éstas no sean simples, ya que cada artista contribuye de alguna forma, en el comportamiento de los precios de los otros. Para los cinco artistas estudiados:

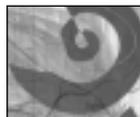
a) Braque y Ernest siguen al mercado tanto en pintura como en obra gráfica,

b) Chagall, Miró y Picasso, están interrelacionados los tres. Para Chagall, su índice de obra gráfica está poco cointegrado con el global de mercado, lo que parece indicar que tiene un mercado propio, en el que tanto pintura como obra gráfica tienen su recompensa a largo plazo. Sin embargo, la obra gráfica de Picasso, genera mayores rentabilidades que la pinturas batiendo al mercado. En el caso de Miró, su obra gráfica aparece relacionada con el mercado y con Picasso.

— **Chanel** (17), busca relaciones entre el mercado del arte y los mercados financieros a través de métodos econométricos. Los resultados indican, que los mercados financieros influyen en el mercado del arte con un lapso de tiempo de un año, lo que puede ser debido a los diferentes tamaños relativos de ambos mercados. Sin embargo, el mercado del arte nunca afecta al financiero. Además, no existen relaciones a largo plazo entre mercados financieros y mercado del arte.

Concluye, que los mercados financieros, reaccionan rápidamente a los *shocks* económicos y que las ganancias generadas en estos mercados, pueden ser reinvertidas en arte. Así, los mercados financieros, pueden ser considerados como indicadores, para ayudar a predecir el comportamiento del mercado del arte. Sin embargo, como el arte esta sujeto a modas, gustos, tendencias y novedades, las predicciones a largo plazo son más difíciles.

— **Mok Henry et al.** (18), realizan un análisis para comprobar si las condiciones generales del mercado financiero afectan al mercado del arte.



COLABORACIONES

(16) CZUJACK, Corinna, FLÔRES Jr., Renato, y GINSBURGH, Victor, *On Long-Run Comovements between paintings and prints*, V. Ginsburgh and P.M. Menger, eds., *Economics of the Arts. Selected Essays*, Amsterdam: North-Holland, 1996, 85-112.

(17) CHANEL, Olivier, *Is art market behaviour predictable?*, *European Economic Review*, 39, 1995, 519-527.

(18) MOK, Henry et al., *Modern Chinese Paintings: An Investment Alternative?*, *Southern Economic Journal*, April 1993, 808-814.

Para ello, efectúan una regresión del índice de arte que previamente han obtenido sobre los índices de tres mercados financieros. Los resultados indican, que las rentabilidades del arte, se ven afectadas por euforias de este mercado, por las condiciones favorables en el ambiente inversionista —mercados financieros—, y por el periodo de tenencia del activo u horizonte temporal de la inversión. La incidencia de estos dos últimos aspectos sobre la rentabilidad, es grande ya que explican un 75 por 100 de las variaciones de la rentabilidad de las pinturas.

— **Chanel, et al.** (19), estudian el arte como inversión y su mercado como institución financiera. Para ello comparan los movimientos habidos en el mercado del arte, con los mercados financieros de Alemania, Japón, Francia, Gran Bretaña y Estados Unidos. Los gráficos parecen indicar, que el mercado del arte se mueve con el alemán y el japonés, lo que no quiere decir que éstos expliquen sus movimientos, simplemente que están respondiendo a cambios o reaccionando de forma similar ante los mismos eventos.

Igualmente, realizan un estudio sobre la eficiencia del mercado del arte, ya que hay fenómenos internos de este mercado, que a menudo son tomados como signos de ineficiencia, esto es, la información asimétrica, y el mecanismo de valoración del mercado. Como la eficiencia del mercado es un concepto que no se puede testar sin especificar el modelo de equilibrio, realizan un test de recorrido aleatorio. Los resultados indican que no se puede rechazar la hipótesis de que los precios se comporten como tal, y por tanto, tampoco la eficiencia débil del mercado.

— **Ferris & Makhija** (20), investigan la *performance* de ciertos activos tangibles, entre ellos, las obras de arte y las antigüedades. Concluyen que los activos tangibles no son buenas inversiones. En cuanto a su posible capacidad como protección contra la inflación los resulta-

dos de su estudio indican que tampoco tienen dicha capacidad.

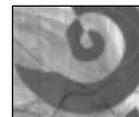
Añaden que el hecho de que algunos autores si consideren el arte como buena protección contra la inflación radica en que suelen utilizar tan sólo determinadas pinturas a largo plazo, lo que tan sólo indicaría la capacidad de protección a largo plazo del arte cuidadosamente escogido y no del arte en general.

— **Ginsburgh et al.** (21), analizan las relaciones existentes durante el periodo 1962-1991, entre los precios de las pinturas de tres grupos de artistas: Impresionistas Modernos y Contemporáneos Maestros Europeos, otros pintores menores europeos, y los pintores contemporáneos de EEUU.

Los resultados parecen indicar que los tres mercados se mueven conjuntamente, esto es, siguen la misma tendencia. Incluso en Nueva York, el grupo de Grandes Maestros Europeos lidera el mercado —los demás grupos parecen seguir a éste—, de forma que sus precios no están influenciados por otros grupos. Además, las rentabilidades en los tres mercados son similares, lo que indica que si sólo se comprara arte por motivos financieros, el arbitraje igualaría los precios. Sin embargo, los compradores no son los mismos en los tres mercados, por lo que algunas transacciones están motivadas por incentivos artísticos.

También se examina la relación entre los mercados financieros y el del arte. Los resultados indican que a corto plazo los mercados financieros influyen en el mercado del arte. Dadas las dimensiones relativas de ambos mercados no es de extrañar que no haya efecto en la otra dirección.

— **Buelens & Ginsburgh** (22), realizan un estudio empleando la misma base de datos que Baumol. Dividen la muestra en periodos y escuelas y obtienen rentabilidades muy superiores a las de él.



COLABORACIONES

(19) CHANEL, Olivier, GERARD-VARET, Louis André y GINSBURGH, Victor; «Prices and returns on Paintings: an exercise on how to price the priceless»; *The Geneva Papers on Risk and Insurance Theory*, 19, 1994, 7-21.

(20) FERRIS, Stephen P., y MAKHIJA, Anil K., *Tangible Assets As Investments: A Risk and Return Analysis*, *Akron Business and Economic Review*, 18, 3/Fall, 1987, 115-128.

(21) GINSBURGH, Victor, y JEANFILS, Philippe, *Long-term comovements in international markets for paintings*, Manuscrito no publicado, 1994.

(22) BUELENS, N. y GINSBURGH, V.; «Revisiting Baumol's Art as Floating Crap Game»; *European Economic Review*, 37, 1993, 1351-1371.

Los resultados indican que las tendencias y modas evolucionan lentamente, por lo que puede haber oportunidades para la inversión en arte. Esto no demuestra que invertir en arte sea mejor que en activos financieros, pero sí que hay escuelas y periodos de tiempo en los que el arte obtiene mejores rentabilidades. Aunque no sea posible determinar un cambio de tendencia o moda en el tiempo, si hay un periodo hasta que se produce el cambio total en el que es posible reaccionar.

3. Conclusiones

Desde una perspectiva fenomenológica podemos decir, que la situación actual del mercado del arte, es consecuencia, tanto de los cambios habidos a lo largo de la Historia, como de las especiales características de los activos comercializados en él, todo ello reflejo de la doble dimensión económico-financiera y cultural de estos bienes.

Las manifestaciones artísticas se caracterizan por ser únicas —gran parte de su valor reside en esta exclusividad—, lo que significa que gran parte de la información relevante sobre cada pieza no es generalizable al resto. Este es uno de los obstáculos existentes a la hora de recopilar los datos necesarios para el análisis económico de los bienes y de su mercado. A ello hay que unir la ausencia de normalización en todos los procesos relacionados con la producción y con la distribución de las obras de arte —como la inexistencia de contratos estándar para regular las relaciones productivas y de intermediación de los mercados—; o incluso la falta de un órgano regulador o de supervisión del mercado.

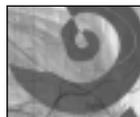
Todas estas diferencias con respecto al resto de mercados conocidos, dificultan el análisis o estudio económico del mercado del arte. La ausencia de una Teoría Económica unificada, se pone de manifiesto en la disparidad de los resultados obtenidos por los diferentes estudios, dependiendo de las hipótesis de trabajo establecidas. Sin embargo, el actual desarrollo y aplicación de las nuevas tecnologías al mercado, ha fomentado la aparición de compañías dedicadas a la recopilación de información, lo que sin duda

redundará en un mejor conocimiento del mercado en tiempo real (23).

Bibliografía

1. BAUMOL, William J.; «Unnatural Value: or Art Investment as a Floating Crap Game»; *The American Economic Review*, mayo 1986, Papers and Proceedings, 76, 10-14.
2. BRYAN, Michael F.; «Beauty and the bulls: the investment characteristics of paintings»; *Economic Review of the Federal Reserve Bank of Cleveland*, first quarter 1985, 2-10.
3. BUELENS, Nathalie y GINSBURGH, Victor; «Revisiting Baumol's Art as Floating Crap Game»; *European Economic Review*, 37, 1993, 1351-1371.
4. CHANEL, Olivier; *Is art market behaviour predictable?*, *European Economic Review*, 39, 1995, 519-527.
5. CHANEL, Olivier, GERARD-VARET, Louis Andre y GINSBURGH, Victor; «Prices and returns on Paintings: an exercise on how to price the priceless»; *The Geneva Papers on Risk and Insurance Theory*, 19, 1994, 7-21.
6. CZUJACK, Corinna, FLÔRES Jr, RENATO y GINSBURGH, Victor, *On long-Run Comovements between paintings and prints*, V. Ginsburgh and P.M. Mengers, eds., *Economics of the Arts. Selected Essays*, Amsterdam: North-Holland, 1996, 85-112.
7. FERRIS, Stephen P., y MAKHIJA, Anil K., *Tangible Assets As Investments: A Risk and Return Analysis*, *Akron Business and Economic Review*, 18, 3/Fall, 1987, 115-128.
8. GINSBURGH, Victor y JEANFILS Philippe; «Long-term comovements in international markets for paintings»; manuscrito no publicado.
9. GOETZMANN, William N.; «Accounting for taste: an analysis of art returns over three centuries»; *First Boston Working Paper*, Columbia University, 1990.
10. GOETZMANN, William N.; «Accounting for taste: art and the financial markets over three centuries»; *The American Economic Review*, December 1993, número 5, 1370-1376.
11. GRAESER, Paul; «Rate of return to investment in american antique furniture»; *Southern Economic Journal*, April 1993, 817-821.
12. HOLUB, Hans Werner; HUTTER, Michael y TAPPENIER, G.; «Light and Shadow in art price computation»; *Journal of Cultural Economics*, June 1993, 17, 49-69.
13. MOK, Henry; VIVIAN Ko; SALINA Woo y KATHERINE Kwok; «Modern Chinese Paintings: an Investment Alternative?»; *Southern Economic Journal*, April 1993, 808-814

(23) A modo de ejemplo, compañías como *The Art Market Research* o *Gabrius*.



COLABORACIONES

14. PENN, Robert; «The economics of the market in Modern Prints», *Journal of Portfolio Management*, Fall, 1980, 24-32.
15. POMPE, Jeffrey; «An Investment flash: the rate of return for photographs»; *Souther Economic Journal*, número 63, Oct. 1996, 488-495.
16. SINGER, Leslie, y LYNCH, Gary, *Are multiple art markets rational?*, *Journal of Cultural Economics* 21: 197-218, 1997.
17. UNZUETA ESTEBAN, Sara: *La inversión en arte y antigüedades* (I y II). Instituto Superior de Técnicas y Prácticas Bancarias. Cuadernos Cinco Días. Serie: Guía de la Inversión en productos alternativos. Junio de 2001.
18. UNZUETA ESTEBAN, Sara (2002): «*Relationships between art and financial markets*», y/o «*Relaciones entre el mercado de arte y los mercados financieros*», *ArcoNoticias*, número 25, otoño, 76-77. ISSN: 1136-6907. Internet: <http://www.arco-online.ua.es/>.
19. UNZUETA ESTEBAN, Sara (2002): «*The Market for Prints*», y/o «*El mercado de Obra Gráfica*», *ArcoNoticias*, número 24, verano, 80-81. ISSN: 1136-6907. Internet: <http://www.arco-online.ua.es/>.
20. UNZUETA ESTEBAN, Sara (2002): «*The Economics of Art*», y/o «*La Economía del Arte*», *ArcoNoticias*, número 23, primavera 86-87. ISSN: 1136-6907. Internet: <http://www.arco-online.ua.es/>.
21. UNZUETA ESTEBAN, Sara (2001): «*Characteristics of supply in the art market*», y/o «*Características de la oferta artística*», *ArcoNoticias*, número 22, octubre, 89-90. ISSN: 1136-6907. Internet: <http://www.arco-online.ua.es/>.
22. UNZUETA ESTEBAN, Sara (2001): «1999: Recovery of art exports in Spain», y/o «1999: Recuperación de las exportaciones en España», *ArcoNoticias*, enero, número 19, 80-81. ISSN: 1136-6907. Internet: <http://www.arco-online.ua.es/>.
23. UNZUETA ESTEBAN, Sara (2000): «*The Art Market in Spain*», y/o «*El comercio de arte en España*», *ArcoNoticias*, número 17, mayo, 69-70. ISSN: 1136-6907.
24. UNZUETA ESTEBAN, Sara (2000): «*The Art Market in the 20th Century*», y/o «*El mercado del arte en el siglo XX*», *ArcoNoticias*, mayo, número 17, 71. ISSN: 1136-6907.



COLABORACIONES

AVISO PUBLICO

SUB. GRAL. COMERCIO EXTERIOR DE PRODUCTOS AGROALIMENTARIOS

SOLICITUD DE DEVOLUCION DE FIANZAS

PLAZOS PARA PRESENTACION DE PRUEBAS

Aplicación a los Certificados concedidos desde el día 1 de octubre de 2000,
salvo que exista reglamento específico que lo modifique

Plátanos	TREINTA DIAS siguientes a la expiración del período de validez del Certificado.	Rgto. CE n.º 896/01
Productos Agrícolas Transformados (PAT)	NUEVE MESES siguientes a la expiración del período de validez del Certificado.	Rgto. CE n.º 1520/00
Productos agrícolas: Materias grasas, plantas vivas, productos floricultura, leche y productos lácteos, carne vacuno, semillas, frutas y hortalizas, carne porcino, huevos, carne de ave, arroz, azúcar, sector vitivinícola, cereales, etc.	DOS MESES siguientes a la expiración del período de validez del Certificado.	Rgto. CE n.º 1291/00

— En todos los productos el *PLAZO MAXIMO* para solicitar la resolución de los expedientes es de *VEINTICUATRO MESES* desde el día siguiente a la expiración del Certificado. Transcurrido este plazo no se efectuará la devolución del importe de la Fianza, aun en el caso de que se presente la correspondiente prueba de realización de las operaciones.

MINISTERIO DE ECONOMIA

Secretaría General de Comercio Exterior

SUB. GRAL. COMEX. PRODUCTOS AGROALIMENTARIOS. SERVICIO DE FIANZAS

Solicitudes de devolución de fianzas constituidas (Importación y Exportación)

La Orden de 26 de febrero de 1986 («BOE, 7 de marzo»), modificada por la Orden de 27 de julio de 1995, establece que la devolución de las fianzas se realizará por la Secretaría General de Comercio Exterior a solicitud del interesado.

Las solicitudes de devolución de las fianzas constituidas ante los Servicios Centrales, deberán dirigirse a la Secretaría General de Comercio Exterior (Servicio de Fianzas, Paseo de la Castellana, 162, planta cuarta, 28071 Madrid).

Las solicitudes de devolución de las fianzas, constituidas ante las Direcciones Regionales y Territoriales de Comercio y CATICES, deberán presentarse en la misma Dirección o CATICE que concedió los correspondientes certificados.

El no solicitar, los interesados, la resolución de los expedientes de devolución de las fianzas con la aportación de las pruebas, en los plazos establecidos en la legislación nacional y comunitaria en vigor, para los diversos productos agrícolas, dará lugar al oportuno Acuerdo Declarativo de Incumplimiento.

Con el fin de agilizar la resolución de los expedientes de devolución de las fianzas constituidas a disposición de la Secretaría General de Comercio Exterior, es recomendable se adjunte a las solicitudes la fotocopia del correspondiente «Resguardo de depósito o Garantía en Efectivo», o «Resguardo de Garantía Otorgada mediante Aval o Seguro de Caucción».

SERVICIO DE FIANZAS

Acuerdo declarativo de incumplimiento (Fianza constituida en las operaciones de Importación y Exportación)

Ingreso de las liquidaciones

Las cantidades a ingresar en el Tesoro Público-Recursos Eventuales, como consecuencia de los expedientes de Acuerdo Declarativo de Incumplimiento de *Resguardos de Garantías Otorgadas por Terceros*, pueden hacerse efectivas por la EMPRESA TITULAR DE LOS CERTIFICADOS.

— En MADRID:
MINISTERIO DE ECONOMIA
DIREC. GRAL. DEL TESORO Y POLITICA FINANCIERA
Paseo del Prado, 4
28071 MADRID

— En PROVINCIAS:
INTERVENCION DE HACIENDA de la localidad en que resida la Entidad Delegada que constituyó la *Garantía Otorgada por Terceros (Aval o Certificado de Seguro de Caucción)*.

Realizado el ingreso y expedida la CARTA DE PAGO, esta CARTA DE PAGO *original* deberá remitirse a:

MINISTERIO DE ECONOMIA
SERVICIO DE FIANZAS
P.º Castellana, 162, Pl. 4.ª
28071 MADRID

MINISTERIO DE ECONOMIA

Secretaría General de Comercio Exterior

SUB. GRAL. COMERCIO EXTERIOR DE PRODUCTOS AGROALIMENTARIOS SERVICIO DE FIANZAS

Paseo de la Castellana, 162, cuarta planta, 28071 Madrid

Teléfonos: (91) 349 38 67 y 349 39 13