



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO**

**POSGRADO EN ECONOMÍA**

**MERCADO DE ARTE, ATESORAMIENTO Y  
ESPECULACIÓN**

**TESIS**

QUE PARA OPTAR POR EL TÍTULO DE :

**MAESTRO EN ECONOMÍA**

PRESENTA

**LIA NAKID CORDERO**

DIRECTORA DE TESIS

**DRA. MARÍA EUGENIA CORREA VÁZQUEZ**

**DIVISIÓN DE ESTUDIOS DE POSGRADO DE LA FACULTAD DE ECONOMÍA**

**MÉXICO, D.F. DICIEMBRE 2013**



Universidad Nacional  
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

**Biblioteca Central**



**UNAM – Dirección General de Bibliotecas**  
**Tesis Digitales**  
**Restricciones de uso**

**DERECHOS RESERVADOS ©**  
**PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL**

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

Para mi papá y mi abuelo,

Mis principales impulsores para dar lo mejor de mí en mis estudios de maestría, que aunque no tuve la fortuna de que estuvieran aquí para verme concluir esta importante etapa, sé que estarían muy orgullosos de mí.

## **Agradecimientos**

Agradezco a la Dra. María Eugenia Correa Vázquez por asesorarme académicamente a lo largo de la maestría, impulsarme a superar obstáculos y desarrollarme como persona.

Al Dr. Gary Dymski, por aceptar trabajar conmigo en la estancia de investigación y apoyarme enormemente con la realización de las entrevistas en Reino Unido.

A las personas que dedicaron su tiempo para apoyarme con este proyecto de investigación. Con un especial agradecimiento a la Dra. Elisa García Barragán, al Dr. Luis Ignacio Sáinz, al Pintor Fernando García Correa y al Pintor Carlos Vidal Bonifaz, cuyos conocimientos y experiencias me ilustraron enormemente en las diferentes etapas de mi investigación.

A mi mamá y a mis hermanos, por ser siempre mi punto de apoyo y mi fomento para ser una mejor persona.

A Florian Schulz, Israel García Solares, Nora Rosado Contreras, César Duarte Rivera y Quetzalcóatl Yedra Hernández, pues no sólo sus comentarios y observaciones fueron de gran importancia para el desarrollo de mi proyecto, sino que sus enseñanzas generales y amistad fueron fundamentales a lo largo de esta etapa académica.

Al Consejo Nacional de Ciencia y Tecnología, que al otorgarme una beca hizo posible mis estudios de maestría.

## ÍNDICE

<b>INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>6</b>
<b>CAPÍTULO I. ATESORAMIENTO Y ESPECULACIÓN.....</b>	<b>12</b>
1.1 Dinero en un mundo de incertidumbre.....	14
1.2 Relación entre el dinero y otros activos financieros .....	17
1.3 Atesoramiento de dinero y activos que resguardan valor .....	19
1.4 Especulación en los mercados de dinero y de activos que resguardan valor	27
1.5 Especulación y atesoramiento de bienes y activos que resguardan valor.....	32
Conclusiones preliminares .....	34
<b>CAPÍTULO II. TEORÍAS DE LAS CRISIS FINANCIERAS .....</b>	<b>38</b>
2.1 Nociones teóricas sobre la fragilidad financiera.....	40
2.2 Teorías financieras Postkeynesianas .....	48
2.3 Anatomía de las crisis.....	56
2.4 Activos de inversión ante las crisis .....	64
Conclusiones preliminares .....	68
<b>CAPÍTULO III. EL MERCADO DE ARTE COMO INVERSIÓN.....</b>	<b>71</b>
3.1 El mercado de arte en México.....	73
3.2 Las obras de arte como inversión financiera .....	86
3.3 Fondos de inversión en arte .....	109

<b>Conclusiones preliminares .....</b>	<b>120</b>
<b>CAPÍTULO IV. ATESORAMIENTO Y ESPECULACIÓN EN EL MERCADO DE ARTE</b>	<b>123</b>
<b>4.1 Atesoramiento de obras de arte .....</b>	<b>124</b>
<b>4.2 Especulación en el mercado de arte .....</b>	<b>129</b>
<b>4.3 Mercado de arte y crisis financieras .....</b>	<b>141</b>
<b>CONCLUSIONES FINALES .....</b>	<b>148</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA.....</b>	<b>158</b>

## **Introducción**

En los últimos años, específicamente a partir del año 2000, el mercado de arte ha tenido un llamativo comportamiento a nivel mundial. Los precios exorbitantes por los que se han vendido algunas obras propician que las noticias respecto al mundo del arte giren en torno a los récords de precios alcanzados por ciertas piezas en los mercados secundarios, así como a las posibilidades de inversión relacionadas con éstas.

Esto no sólo responde a la tendencia de los individuos con altos ingresos, conocidos en los medios como *High Net Worth Individuals* (HNWI), a comprar obras de arte para enriquecer su patrimonio económico y cultural, así como para adquirir el estatus social preponderante en la élite económica global. Este comportamiento se debe a su vez a la financiarización del mercado de arte, como consecuencia de la expansión financiera que se ha presentado desde finales del siglo XX y que ha penetrado en casi todos los aspectos de la vida cotidiana.

Aunque desde épocas anteriores las obras de arte habían sido consideradas como inversión, en el sentido de reserva de valor a través del tiempo o como parte del patrimonio familiar, la proliferación actual de inversión en arte deja de tener únicamente dicha finalidad y ahora está más relacionada con la de obtención de ganancias financieras mediante la especulación. No es casualidad que los nuevos coleccionistas de países emergentes, particularmente China y Rusia, estén altamente relacionados con los mercados financieros, o que algunos artistas de arte contemporáneo como Jeff Koons hayan sido agentes de Wall Street previo a su inserción en el arte; sino que es evidente que el mercado de arte se ha visto como una oportunidad de adquisición de ganancias financieras, por lo que las obras de arte se han convertido cada vez más en objetos financieros.

Adicionalmente, la inversión en arte no se limita a la compra de piezas de artistas importantes que tienden a incrementar su precio, pues la inmersión de los inversionistas institucionales en este mercado ha fomentado la creación de fondos de inversión en arte privados, de cobertura, entre otros, que emiten títulos sobre un conjunto de obras, con el fin de que en un periodo de tiempo determinado se incremente su valor.

La financiarización del mercado de arte responde a las transformaciones financieras globales que se han suscitado desde finales de la década de los setenta, donde la desregulación financiera, la centralización del poder de las instituciones bancarias y la creciente innovación con instrumentos financieros han propiciado que el sector financiero internacional haya tomado una nueva estructura más compleja y profunda. En específico, los años noventa fueron un periodo de reordenamiento dentro de los grandes conglomerados financieros, donde se presentó un nuevo reparto financiero que creó una ola de fusiones y adquisiciones. Estas transformaciones del sistema financiero internacional se llevaron a cabo después de las crisis financieras de la época, lo que a su vez se relaciona con la proliferación de los inversionistas institucionales en el sistema financiero, tales como empresas aseguradoras, fondos de inversión, entre otros.

Además, la obtención de mayores ganancias y la necesidad de evadir las regulaciones gubernamentales dieron lugar a que dichas instituciones crearan diferentes instrumentos y vehículos de deuda, conocidos como innovaciones financieras, que han permitido que las transacciones de los mercados financieros se complejicen y se expandan a otros sectores de la economía con mayor rapidez. Así, al igual que la seguridad social y la educación, el arte se ha visto inmerso en actividades financieras a través de los inversionistas institucionales.

A raíz de la financiarización del mercado de arte los precios de las obras han presentado incrementos exorbitantes, además de un enorme aumento de las transacciones en los mercados secundarios. La proliferación de la especulación, tanto entre los fondos de inversión en arte como con las obras mismas, en los mercados secundarios, ha tenido una tendencia creciente en esta última década, pues se ha visto como un negocio lucrativo y una fuente de ganancias especulativas. Además, dicho comportamiento se relaciona con el periodo de auge en que se encontraba la economía antes de la crisis actual, lo que da indicios de que esta expansión acelerada está también relacionada con las burbujas de precios que se formaron a en la década del 2000 y que responden al comportamiento de los agentes económicos en periodos de auge.

Sin embargo, el comportamiento observado en el mercado de arte desde el estallido de la crisis actual dista de ser la conducta común de este sector en tiempos de crisis, pues



aunque el mercado se contrajo temporalmente en el 2009, retomó su expansión en los años siguientes e incluso superó los precios y el nivel de transacciones que habían sido alcanzados en el 2007, periodo de mayor auge. Esto pone de relieve las transformaciones que se han suscitado en dicho mercado, imponiendo importancia a su estudio desde una perspectiva económica. De ahí que se analicen los fenómenos financieros de atesoramiento y especulación en el mercado de arte, no sólo en términos generales, sino también en tiempos de crisis financieras.

Pese a ello, el análisis económico crítico del mercado de arte no ha proliferado, y los estudios que se han realizado bajo la perspectiva económica generalmente se limitan a la observación de las tendencias de precios y al cálculo de rendimientos financieros, la mayoría de las veces basados en teorías de expectativas racionales o neoclásicas. Es por ello que esta investigación tiene como objetivo realizar un análisis de las particularidades del mercado de arte desde una perspectiva postkeynesiana, para corroborar la hipótesis de que las obras de arte no sólo pueden fungir como bienes de reserva de valor por la tendencia creciente de sus precios, sino que también se ven inmersas en actividades especulativas en los mercados secundarios por la forma en que dichos precios son establecidos. Por lo tanto, en este estudio se identifica cómo operan los fenómenos de reserva de valor y especulación con obras de arte, se analiza si esas piezas realmente poseen las características que expliquen el incremento exagerado de precios o si lo que se está presenciando actualmente es la expansión de una burbuja especulativa con obras de arte, así como lo que sucede con el mercado de arte durante las crisis financieras y cómo se diferencia esa conducta con la de la crisis financiera actual.

De esta forma, esta investigación tiene la finalidad de realizar un análisis financiero del mercado de arte internacional, mismo que sirve a su vez como ejemplo de cómo la financiarización se ha expandido a casi todos los aspectos de la vida cotidiana, incluyendo la cultura y las artes.

Esta tesis combina los conceptos teóricos de la economía con una investigación empírica del mercado de arte, para analizar los fenómenos de atesoramiento, inversión financiera y especulación con las obras de arte con base en la teoría y la realidad. La investigación empírica comprende principalmente un conjunto de entrevistas realizadas a diferentes

agentes del mundo del arte mexicano entre los que se encuentran Artistas, Coleccionistas, Casas de Subasta, Galerías, Académicos y Críticos de Arte, así como entrevistas realizadas en una estancia de investigación en la Universidad de Leeds a Casas de Subasta y *Dealers* de arte de Gran Bretaña. Además de las entrevistas, la actualidad de los fenómenos investigados hace necesaria la obtención de información mediante notas de los medios, particularmente revistas de arte, sitios web de los diferentes agentes estudiados, así como observación directa del funcionamiento de las transacciones del mercado de arte y visitas a subastas públicas y galerías.

Cabe destacar que aunque a lo largo de la tesis se hace referencia al mercado de arte, el cual comprende no sólo a las artes plásticas, sino a todas las artes comercializables como pintura, escultura, teatro, cine, música, arquitectura, entre otros, el objeto de estudio específico de esta investigación son las artes plásticas no utilitarias, es decir, la pintura y la escultura. Por fines de redacción se considera al mercado de arte estudiado como exclusivo para las artes plásticas, con objeto de aligerar la lectura; sin embargo, claramente el mercado de arte es más amplio y no se desea minimizar.

Con base en lo anterior, esta tesis se divide en cuatro capítulos principales, donde los dos primeros esbozan los fundamentos teóricos de los conceptos utilizados para el análisis del mercado de arte, seguidos de los capítulos que describen la forma de operar de este mercado, en especial el mexicano, así como los fenómenos que se presentan en dicho sector.

El primer capítulo se enfoca en los conceptos de atesoramiento y especulación basados en las teorías de John M. Keynes, Paul Davidson y Hyman Minsky, especificando la forma en que estos fenómenos se relacionan con los motivos de demanda de dinero, así como la correlación que existe entre diferentes activos financieros y bienes de capital en las carteras de inversión.

En el Capítulo II se explican algunas nociones de la fragilidad financiera de autores clásicos, marxistas y postkeynesianos, que sirven como base para las teorías de las crisis de Hyman Minsky y Charles Kindleberger, poniendo énfasis en la forma en que se generan las burbujas especulativas en periodos de auge económico y cómo se

reestructuran las formas de inversión, atesoramiento y especulación con el estallido de las crisis.

Después, el tercer capítulo es un esbozo del funcionamiento del mercado de arte y las características particulares de las obras de arte, para trazar una idea general de la forma de operar de este sector y sentar las bases que sirven al estudio principal de los fenómenos financieros en el mercado de arte.

Finalmente, en el cuarto capítulo se hace un análisis en relación al atesoramiento y la especulación en el mercado de arte comparando las bases teóricas estudiadas en los primeros capítulos con la información empírica obtenida de las entrevistas y la observación. Adicionalmente, se estudia el comportamiento del mercado de arte en periodos de crisis financieras y, en particular, el papel que este mercado ha jugado en la crisis actual y cómo esto se relaciona con los fenómenos actuales de reserva de valor y especulación con obras de arte.

# **Capítulo I.**

# **Atesoramiento y Especulación**

## **Capítulo I. Atesoramiento y especulación**

La corriente económica postkeynesiana le atribuye gran importancia al concepto de incertidumbre imperante en los trabajos de John Maynard Keynes. A diferencia de la noción de riesgo que prevalece en la teoría neoclásica, la incertidumbre hace referencia a la imprevisibilidad del futuro que hace inverosímil calcular la probabilidad de que ocurra un evento (Lavoie, 2006). La importancia de la incertidumbre radica en la imposibilidad de los agentes de tomar decisiones con la información correcta, por lo que se generan expectativas de lo que ocurrirá con base en experiencias del pasado y la confianza que se tenga sobre el futuro (Lavoie, 1992). Estas decisiones incluyen la adquisición de dinero, activos o bienes como reserva de valor, así como la de compra de dichos valores con objeto de obtener una ganancia financiera.

De acuerdo a Keynes (1943), las expectativas y la incertidumbre en una economía monetaria son los indicadores en los que se basan las decisiones respecto a la producción, empleo, inversión y preferencia por la liquidez, es decir, en el mundo real la incertidumbre tiene un impacto significativo en las actividades económicas. Sin la existencia de incertidumbre muchas de esas actividades no existirían, pues no habría necesidad de especular en los mercados financieros ni de mantener dinero como reserva de valor.

Este capítulo se centra en el estudio del dinero, en especial de sus motivos de demanda, como una introducción a algunos fenómenos financieros presentes en las economías capitalistas y una base teórica que permite indagar la forma en que dichos fenómenos impactan no sólo a los mercados financieros, sino también a otros mercados. El análisis de los motivos de demanda del dinero tiene la finalidad de explicar cómo la falta de conocimiento acerca de lo que sucederá en el futuro genera que se tomen diferentes decisiones en la economía respecto al consumo y la inversión, lo que propicia la inversión financiera y da lugar a fenómenos como el atesoramiento y la especulación, tanto de dinero como de activos financieros y bienes durables.

Si bien el objeto de estudio de esta tesis es el mercado de arte, la idea de comenzar el análisis con el estudio del dinero es la de presentar una visión teórica de los fenómenos

financieros analizados y facilitar la comprensión de estos en un ámbito no financiero, en este caso, en el mercado de arte.

El estudio del mercado de arte toma importancia al presentar fenómenos especulativos similares a los de los mercados financieros, donde las transacciones con obras de arte dejan de tener solamente la finalidad de consumo y la obtención de ganancias se convierte en el objetivo primordial. Este tipo de actividades es posible debido a las características de las obras de arte, así como a las particularidades de la formación de precios. Por ende, al convertirse las obras de arte en objetos utilizados en actividades financieras, su estudio bajo una perspectiva económica se vuelve no sólo pertinente, sino necesario.

En este primer capítulo se analizan las bases teóricas necesarias para explicar los fenómenos antes mencionados, que tienen una estrecha relación con los motivos de demanda de dinero, en especial el motivo precaución y especulación. Por ello, el capítulo comienza con una explicación de las teorías keynesiana y postkeynesiana del dinero, con objeto de explicar el motivo de que se presenten en la economía fenómenos como la especulación o el resguardo de valor. La razón por la cual se dejan a un lado otro tipo de corrientes, particularmente la posición de la teoría neoclásica y sus sucesoras, es la carencia teórica de éstas en relación a los conceptos estudiados.

Además, el estudio de la forma en que las características del dinero y su relación con otros activos con peculiaridades similares, que da lugar al surgimiento de sustitutos en su función como reserva de valor, se retoma en esta investigación con el fin de dar al lector no economista un panorama teórico referente a los conceptos que fundamentan los fenómenos del atesoramiento y la especulación. Finalmente, se explica la forma en que los motivos precaución y especulación provocan que el dinero y otros activos y bienes, en este caso en particular las obras de arte, sean objetos de generación de ganancias financieras en un mundo de incertidumbre.

## **1.1 Dinero en un mundo de incertidumbre**

De acuerdo con la teoría keynesiana el dinero surge con las deudas, es decir, contratos de pago diferidos o listas de precios que permiten las acciones de compra y venta de bienes (Davidson, 1972). Todas las actividades económicas requieren de compromisos de pago, que son implicados en forma de deuda. Si bien existen otras corrientes de pensamiento económico, como la marxista, que destacan que el dinero mercancía tuvo un papel preponderante en diferentes etapas de la historia, es posible identificar que el modo de producción capitalista requiere necesariamente del crédito para su expansión, y que el dinero mercancía fue desapareciendo con el desarrollo del capitalismo.

Por tanto, como indaga la teoría postkeynesiana, actualmente el dinero puede ser concebido como una deuda, o un compromiso de pago en el futuro. Así, el dinero cumple tres funciones principales que son: unidad de cuenta, medio de intercambio y reserva de valor.

El dinero como unidad de cuenta permite la existencia de contratos de deuda que pueden ser intercambiados por dinero utilizado como medio de intercambio o por bienes y servicios. La función del dinero como medio de intercambio indica su utilización para la satisfacción de necesidades de los agentes económicos, es decir, permite la adquisición de bienes y servicios, así como la venta de estos. De acuerdo a Davidson (1972), la cantidad de dinero destinada a esta función se encuentra determinada por la propensión a consumir de los hogares y las empresas, y se identifica principalmente por depósitos bancarios activos.

En este sentido, Keynes (1943) describe la función del dinero como reserva de valor como el nivel de desconfianza de los cálculos de los individuos respecto al futuro. El dinero es utilizado como reserva de valor cuando no se desea gastar el ingreso actual en la adquisición de bienes o servicios, sino que se desea guardar para la compra de bienes en un futuro no determinado. De ahí que esta función del dinero es de gran importancia para explicar los fenómenos financieros de atesoramiento y especulación desarrollados en esta investigación, por lo que es también la que se explica con mayor detalle.

Para que el dinero pueda ser utilizado como medio de pago y reserva de valor en una economía monetaria e incierta es necesario que existan instituciones del Estado asociadas con éste en sus diferentes formas, de manera que se asegure la continuidad de su poder de compra entre el presente y el futuro. Además, Davidson (1972) explica que la existencia de las funciones del dinero requiere que éste tenga tres propiedades necesarias, que son: una elasticidad de productividad igual a cero, una elasticidad de sustitución igual a cero y que el costo de transferir dinero como medio de cambio y viceversa sea igual a cero. La primera particularidad se refiere a que el dinero no debe ser productor de alguna utilidad por sí mismo, pues podría perder sus funciones al usarse como cualquier otro bien. El segundo punto establece que no deben existir activos con características idénticas, por los que pueda ser sustituido. Finalmente, el último rasgo indica que el dinero no debe incurrir en costos al momento de emplearse como medio de intercambio, ya que esto limitaría su uso. Estos tres distintivos permiten que los individuos que no desean gastar su ingreso en consumo presente lo empleen para preservar valor para el consumo futuro.

En una economía monetaria con incertidumbre, al no ser el dinero únicamente utilizado como medio de intercambio en las transacciones comerciales, existen diferentes razones por las cuales se demanda con el fin de enfrentar eventualidades futuras u obtener ganancias financieras, de ahí la importancia de explicar los motivos de demanda de dinero introducidos por Keynes (1943).

Las tres funciones del dinero y su respaldo institucional dan lugar al surgimiento de diferentes motivos de demanda de dinero. La preferencia por la liquidez es el impulso que tienen los individuos para mantener dinero líquido en lugar de utilizarlo para el consumo, o invertirlo en activos financieros. Si bien Keynes (1943) explicó que las variaciones en la preferencia por la liquidez están estrechamente relacionadas con las expectativas futuras de la tasa de interés, también indicó que ésta depende de tres motivos principales, que son: motivo transacción, motivo precaución y motivo especulación.

El motivo transacción de Keynes se refiere a la cantidad de dinero necesaria para llevar a cabo operaciones corrientes. Éste se divide en motivo gasto consumo, que indica la cantidad de efectivo que los hogares conservan para enfrentar el rezago entre la



recepción del ingreso y su gasto, y el motivo de negocios que explica el intervalo entre el incurrimento en los gastos ligados a la producción y la recuperación de la inversión por medio de las ventas (Keynes, 1943).

El motivo precaución involucra la incertidumbre respecto al futuro, pues es la tenencia de una parte de los ingresos para enfrentar contingencias o aprovechar oportunidades que se presenten intempestivamente (Keynes, 1943).

Finalmente, Keynes (1943) expone que el motivo especulación se presenta debido a las diferentes expectativas acerca del cambio de la tasa de interés en el futuro. La finalidad principal del motivo especulación es la obtención de ganancias financieras por parte de los individuos que poseen más información que los demás respecto a lo que sucederá en el futuro, o cuyas expectativas son mejores. La cantidad de dinero que se mantiene por este motivo depende únicamente de las perspectivas y la confianza, por lo que comprende cambios intermitentes y por ende, causa modificaciones en la tasa de interés que propician una redistribución del ingreso.

La importancia del esclarecimiento de las funciones del dinero y los motivos de su demanda radican en que a partir de esta clasificación es posible dar explicación a algunos fenómenos monetarios que tienen lugar en la economía moderna. En especial, el análisis de actividades especulativas y de atesoramiento en el mercado de arte requiere la comprensión del comportamiento del dinero, pues aunque las obras de arte no son formas de dinero alternativas, tienen características importantes, como durabilidad y unicidad, que les permiten ser una mercancía utilizada en actividades financieras y un objeto viable de resguardo de valor. De esta manera, a lo largo de esta investigación se impone mayor importancia a los motivos precaución y especulación, mismos que se relacionan estrechamente con los fenómenos antes mencionados.

Como explica Davidson (1972), el dinero se relaciona con otros activos financieros y bienes especulativos, pues dependiendo de las prácticas de cada sociedad y de sus instituciones monetarias, el motivo especulación y precaución pueden satisfacerse a través de otros medios diferentes al dinero, como activos financieros o bienes durables.

Estos valores deben manifestar costos de transacción muy bajos y mercados secundarios continuos y bien organizados, que les permitan asumir un alto grado de liquidez.

Por lo anterior, aunque las obras de arte no son mercancías altamente líquidas e incurren en costos de transacción, algunas de ellas llamadas *Masterpieces*<sup>1</sup> pueden ser consideradas como bienes durables que sustituyen al dinero y a los activos financieros en su función de reserva de valor. De la misma manera, la volatilidad de precios (generalmente al alza), basada en la subjetividad con que estos se forman, propicia que así como el oro, el petróleo y otras mercancías *commodities*, algunas obras de arte se conviertan en objetos de especulación para la obtención de ganancias financieras.

## **1.2 Relación entre el dinero y otros activos financieros**

El dinero es el activo más líquido de la economía, por lo que la alternativa de adquirir otros valores cuando existe un alto grado de preferencia por la liquidez no es atractiva. Por ende, mientras las expectativas respecto al futuro sean negativas y los individuos tengan un alto nivel de preferencia por la liquidez, tendrán motivo para conservar dinero líquido (Keynes, 1943). En la actualidad eso se da mediante los depósitos bancarios activos.

Empero, el dinero ocioso mantenido como reserva de valor no presenta ningún rendimiento futuro e incluso puede perder su valor, por lo que en las economías con mercados financieros bien organizados, los agentes que desean preservar parte de su ingreso como reserva de valor tienen la posibilidad de elección entre diferentes activos financieros y bienes durables como sustitutos del dinero, que aunque no suponen el mismo grado de liquidez, generan una prima por privarse de ésta.

La sustitución del dinero por otros activos es posible debido al papel de los intermediarios financieros de extraer el medio de intercambio en su forma líquida y crear deudas que

---

<sup>1</sup> Las *Masterpieces* u obras maestras son consideradas para fines de esta investigación como las obras de arte de artistas reconocidos, que por su trascendencia histórica han tomado una gran importancia en el mundo del arte. Un ejemplo es "La Gioconda" (Mona Lisa) de Leonardo da Vinci, que no sólo ha sido una obra de gran importancia por las innovaciones a la pintura del autor, sino que el misticismo del retrato y el excelente uso de la luz propician que sea una obra maestra con trascendencia histórica.

funcionan como reserva de valor y presentan mayor rendimiento que éste. El respaldo de estas instituciones permite que los agentes tengan confianza en que los contratos de deuda pueden ser fácilmente intercambiados por el medio circulante en un futuro determinado, con bajos costos de transacción (Davidson, 1972). Esta confianza es creada por el Estado en su función de prestamista de última instancia, que tiene la función de respaldar las deudas bancarias ante un colapso financiero.

No obstante, esta sustitución también se presenta en otro tipo de bienes ajenos al mercado financiero, como pueden ser el oro, materias primas o el arte. Específicamente, en el mercado de arte existen piezas que contienen un respaldo monetario por ser consideradas obras maestras de grandes artistas, ya que además de que siempre existirá demanda para ese tipo de obras por su carácter único, existe un mercado secundario donde su precio tiene una tendencia creciente.

Por lo tanto, Davidson (1972) señala que la sustitución de dinero por otros activos para satisfacer los motivos precaución y especulación depende de la existencia de mercados secundarios continuos bien organizados, respaldados por instituciones que aseguren compras o ventas residuales a bajos costos de transacción. De esta forma, al cumplir dichos requisitos, las obras de arte se convierten en objeto de estudio para analizar si pueden considerarse una alternativa al dinero o activos financieros en su función de reserva de valor.

La decisión respecto al grado de diversificación en activos de la cartera de reserva de valor de los individuos está sujeta al conocimiento de los mercados financieros y su forma de administrar los ingresos (Minsky, 1986). En parte, esta decisión depende de la intención por la cual los agentes deciden invertir su dinero en algún activo o bien, ya sea para transferir valor a través del tiempo o para obtener ganancias financieras.

Generalmente, los agentes que deciden privarse de liquidez y mantener su capital en activos financieros no lo hacen por el simple motivo de reserva de valor, sino que además esperan un incremento de éste, es decir, un beneficio financiero. Por ello, la adquisición de activos financieros como reserva de valor generalmente está ligada tanto al motivo precaución como especulación. De la misma forma, los compradores de obras de arte que

buscan resguardar valor a través del tiempo esperan un incremento futuro de los precios de las obras, que aunque no necesariamente les provea un gran beneficio sí mantenga el valor del dinero invertido. La diferencia entre ambos es que los activos financieros poseen una mayor liquidez que las obras de arte y son sujetos a proveer mayores ganancias, por lo que la decisión de invertir en obras de arte es más común en los agentes que se interesan particularmente por estos objetos y les provee un valor adicional, como placer estético, estatus social, entre otros.

De ahí la importancia de separar los conceptos de inversión financiera y reserva de valor que se tratarán en esta investigación, pues aunque la transferencia de valor en el tiempo es un motivo de inversión financiera, también la obtención de rendimientos adicionales al capital invertido son un motor importante para esta decisión. Sin embargo, el uso de activos o bienes como reserva de valor significa imponer mayor importancia a la transferencia de valor en el tiempo, sin importar en gran medida las ganancias adicionales que se puedan obtener a través de dichos bienes que estarían más relacionadas con la especulación. Por ello, se explicará primero el concepto de atesoramiento y su relación con el motivo precaución y después se abordará el fenómeno de la especulación.

### **1.3 Atesoramiento de dinero y activos que resguardan valor**

La incertidumbre es un factor decisivo para el acaparamiento y resguardo de riqueza. El propósito de atesorar valor es mantener una seguridad en términos monetarios para enfrentar las contingencias del futuro incierto. Esta falta de conocimiento respecto a lo que sucederá también es el elemento central que influye en la preferencia por la liquidez de los hogares y las empresas (Davidson, 1972).

El concepto de atesoramiento no tiene una definición económica específica. Si bien Marx (1976) se refería a éste como el retiro de dinero de la circulación, hoy en día la palabra atesoramiento sirve como sinónimo de reserva de valor del dinero sin un objetivo específico de consumo en el futuro, como explica Keynes (1943).

Con el desarrollo de las sociedades capitalistas y de sus sistemas financieros, el atesoramiento ha dejado de ser un medio para acumular mercancías, sino que puede de

igual manera llevarse a cabo mediante la adquisición de títulos de deuda (Marx, 1976) o a través de bienes durables (Davidson, 1972).

Keynes (1943) define al atesoramiento como el aumento en la tenencia de dinero en efectivo, pero admite que la idea dista de expresar el concepto de forma completa. Davidson (1972) amplía el concepto al introducir los activos financieros y bienes durables e indica que los individuos que están interesados en resguardar valor para el futuro toman decisiones de cartera más variadas, con lo que los agentes buscan diferentes mercados y precios. Esto concuerda con la afirmación de Wray (2012) que indica que la única forma de atesorar dinero es mediante su transformación en activos denominados en dinero de cuenta o, de acuerdo a Keynes (1930), en depósitos de ahorro.

Independientemente de las diferencias entre las definiciones, todas tienen como factor común que el atesoramiento es el resguardo de la riqueza. La riqueza según Minsky (1986) consiste en activos financieros y bienes de capital que tienen un valor por el rendimiento que se espera que generen. Por ende, el atesoramiento en la actualidad no se concibe como la acumulación de mercancías o títulos sin un fin específico, sino como la adquisición de diferentes activos para transferir valor y tener una seguridad ante el futuro incierto (Davidson, 1972) o como resultado de un aumento en el ingreso de los individuos, que excede los gastos de consumo (Minsky, 1986).

Para fines de esta investigación, el concepto de atesoramiento será considerado como sinónimo de reserva de valor. Por tanto, el atesoramiento se define como la decisión de un individuo de resguardar valor monetario, ya sea en dinero, activos financieros u otros bienes, con el fin de afrontar posibles contingencias en el futuro y preservar su riqueza.

La acumulación de riqueza para preservar valor tampoco debe confundirse con el concepto de ahorro ni de inversión financiera, pues aunque los tres conceptos se encuentran estrechamente relacionados, sus medios y propósitos difieren. Cuando un individuo es más propenso a destinar su ingreso a depósitos de ahorro, lo hace porque tiene una aversión a la adquisición de valores o porque anticipa contingencias en un futuro cercano (Keynes, 1930). Asimismo, la adquisición de activos o bienes para la inversión financiera se basa principalmente en las ganancias futuras que se puedan

obtener en un determinado plazo, siendo éste el motivo principal y teniendo una menor aversión al riesgo. Por lo tanto, la reserva de valor puede identificarse como la compra de activos de largo plazo o que no serán convertidos en dinero circulante en una fecha cercana determinada, cuya finalidad principal es la de transferir valor en el tiempo, siendo las ganancias financieras un beneficio adicional y no el fin mismo.

La proporción de ingreso que los individuos desean conservar como reserva de valor puede destinarse a diferentes activos como dinero, títulos y valores financieros o bienes durables. Empero, cada uno de ellos despliega características particulares que lo diferencian, con lo cual su adquisición depende de las necesidades individuales y requiere una evaluación de los beneficios a obtener.

Entonces, Keynes (1943) identifica que el individuo que desea preservar valor mediante algún activo debe tomar dos importantes decisiones. La primera está relacionada a la propensión al consumo, y se refiere al porcentaje de su ingreso que designará al consumo y el que utilizará como reserva de valor. La segunda decisión involucra la forma en que conservará el poder adquisitivo que se priva de consumir, misma que está determinada en parte por la preferencia por la liquidez.

Cuando un agente resuelve la proporción de su ingreso que será ahorrada, está sustituyendo consumo presente por la propiedad de activos (Keynes, 1930), y la decisión tomada por los individuos respecto a qué tanto valor se mantendrá en forma de títulos de deuda, de bienes durables o de dinero se denomina decisión de cartera (Davidson, 1972).

El dinero es el activo más líquido pero, a diferencia de los bienes durables y títulos de deuda, no se espera que provea un rendimiento futuro. Por ello, el dinero ha dejado de ser el principal medio de reserva de valor al ser sustituido por los activos que generan una ganancia financiera. Esto lo respalda Minsky (1986) con su afirmación de que la cantidad que los ahorradores están dispuestos a pagar por los activos está en función del rendimiento que esperan obtener. Aunado a eso, el desarrollo de los mercados financieros bien organizados permite que los títulos sean vendidos o canjeados por medio circulante fácilmente (Minsky, 1986).

Las decisiones de cartera de los individuos acerca de si mantendrán valor mediante depósitos de ahorro, adquisición de activos financieros o compra bienes durables están definidas principalmente por tres situaciones (Davidson, 1972). La primera es la organización y continuidad de los mercados secundarios que asegure que los activos pueden ser cambiados por el medio de intercambio en circulación sin incurrir en grandes costos de transacción. La segunda se refiere al rendimiento futuro esperado del activo que contrarreste los costos de acumulación y transacción y provea una ganancia financiera. Finalmente, la tercera decisión es respecto a la cantidad de dinero que se mantendrá de forma líquida para afrontar eventualidades en un futuro cercano.

Keynes (1943) explica que existen tres características que ostentan los activos y bienes de capital, aunque en diferentes grados. Estas son el rendimiento o producción que generan, el costo de almacenamiento que entrañan y la seguridad o beneficio que proporciona el ser propietario de un bien y disponer de él.

La primera característica se puede calcular acorde a Keynes (1943) de la siguiente manera: *“El rendimiento total de los activos es la diferencia entre la suma del rendimiento y la prima de liquidez menos su costo de almacenamiento”*. Pese a ello, los diferentes activos pueden tener grados de prima de liquidez diferente que, con la expansión de mercados financieros, se pueden diferenciar en dos tipos. Una clase de prima de liquidez es la que se obtiene al finalizar el contrato de deuda o de utilizar el bien de capital, y otra, la que se adquiere por vender el activo (Minsky, 1986).

En lo referente al costo de almacenamiento, la importancia radica en que los agentes no estarán dispuestos a destinar su riqueza a activos financieros o bienes durables que suponen más costos de transacción que su rendimiento futuro esperado (Davidson, 1972). Sin embargo, esto no necesariamente se cumple cuando los bienes que se utilizan para resguardar valor son las obras de arte, pues aunque sus costos de transacción son más elevados que los de otro tipo de activos financieros y el incremento de su precio es difícil de calcular, las características que estas piezas poseen proveen otro tipo de beneficios a su propietario, por lo que muchos agentes se inclinan por utilizar las piezas artísticas como el medio de reserva de valor.

Otra importante característica de los activos que funcionan como reserva de valor es la durabilidad. Davidson (1972) explica que es esta cualidad la que permite que los bienes de capital y otros activos financieros puedan ser visualizados como una forma de riqueza, pues cualquier bien durable puede ser transferido al futuro. En relación con la durabilidad, la existencia de mercados secundarios continuos para los activos financieros o bienes de capital es fundamental para que funcionen como reserva de valor.

Las decisiones de adquisición de activos financieros o bienes durables dependerán de los motivos para resguardar valor, y estarán en función de la preferencia por la liquidez y la importancia que se le otorgue al rendimiento que es posible obtener.

De acuerdo con Minsky (1986), el atesoramiento de riqueza es proclive a los cambios en el ingreso de los agentes, pues cuando la propensión a consumir no cambia, los individuos derivan esa mayor proporción del ingreso a la adquisición de bienes durables o activos financieros como reserva de valor. Por ello, los individuos de altos ingresos consideran el mercado de arte como una buena alternativa de inversión financiera o de reserva de valor, pues su consumo es pequeño en relación a su ingreso y, por lo tanto, mayor es la cantidad de éste último que se destina a inversiones de largo plazo.

Esto lo enfatiza Davidson (1972) al exponer que los impulsos de mantener reservas de valor se relacionan con la propensión a ahorrar de los agentes, la distribución del ingreso, la relación de los ahorradores con el mercado financiero y la participación de los intermediarios financieros con los ahorradores.

La importancia de la propensión a ahorrar reside en que aún con un aumento en el ingreso, si ésta es alta, la adquisición de bienes de consumo no aumentará en relación al incremento de los recursos, y se destinará una mayor parte del ingreso al ahorro. Sin embargo, si la propensión a ahorrar es baja, el consumo será mayor. En el caso de las obras de arte, al ser éstas objetos con comportamiento parecido a los bienes de lujo, el incremento del ingreso propicia una mayor compra de estas piezas, ya sea para resguardar valor o para decoración, pero en ambos casos el coleccionista es consciente de que el valor de su obra de arte aumentará con el tiempo, de igual manera que los inmuebles.



Asimismo, la participación de los intermediarios es de gran importancia en las decisiones de cartera, en parte para la conexión de los recursos de los ahorradores con los inversionistas, así como para facilitar y garantizar las adquisiciones. Los agentes que tienen ingresos disponibles para reserva de valor no podrán canalizar dicha riqueza a los mercados de valores si no existe una estrecha relación entre estos y los intermediarios financieros o un amplio conocimiento del funcionamiento de los mercados financieros. Lo mismo sucede en el mercado de arte, donde los intermediarios como las galerías y casas subastadoras son los agentes encargados de fomentar las compras de obras de arte mediante publicidad y apoyo al artista.

Finalmente, la distribución del ingreso juega un papel importante en las decisiones de ahorro, pues a medida que existen brechas entre los ingresos de los miembros de la sociedad surgen a la vez deseos de diferenciación de las personas. Una de las formas en que esta distinción se lleva a cabo es mediante la adquisición de bienes durables únicos que sirven para la ostentación en las clases económicas altas (Lavoie, 1992: 76), como en el caso del arte. Además, como ha sido mencionado anteriormente, mientras el ingreso sea tan alto que no puede ser utilizado por completo para el consumo, se invierte en bienes durables o en alternativas financieras (Lavoie, 1992) que generen una ganancia o permitan transferir valor al futuro.

Partiendo de lo que ya se ha establecido, es posible afirmar que la relación de sustitución entre el dinero y otros activos se debe principalmente a la formación de mercados secundarios continuos y organizados que permiten la fácil transformación de los activos en el medio circulante. La importancia de la existencia de dichos mercados también asegura que el activo presente liquidez (Davidson, 1972), como en el caso de las obras de arte que pueden ser vendidas mediante las casas de subasta. Al haber confianza de que la convención existente en los mercados secundarios no cambiará en un futuro inmediato, los individuos pueden formular una expectativa positiva respecto al valor del activo en el futuro, por lo cual la adquisición de dicho activo será relativamente segura a corto plazo (Keynes, 1943). Por consiguiente, la razón por la que los hogares demandan títulos a largo plazo o bienes de capital como reserva de valor es porque pueden

venderse en un futuro sin que se afecte mayormente su precio de compra, es decir, cuentan con suficiente liquidez (Kregel, 2007).

Si bien el grado de liquidez de los activos es de suma importancia para las decisiones de inversión, Davidson (1972) explica que los agentes también consideran los costos de mantener el activo por un periodo de tiempo, la posible variación en sus precios y el ingreso que genera la adquisición del activo, es decir, su rendimiento esperado.

Por lo tanto, otro aspecto importante que se debe considerar para que los bienes durables y activos financieros sean utilizados como medio de reserva de valor son los costos que genera su posesión, ya que mientras menores sean los costos de almacenamiento y de transacción mayor será la adquisición de ese tipo de bienes o activos para el atesoramiento de riqueza.

En relación a este aspecto, las obras de arte tienen costos de almacenamiento relativamente bajos, pues únicamente requieren espacios con buena ventilación, temperaturas moderadas y muy rara vez alguna restauración; sin embargo, los costos de transacción pueden ser elevados dependiendo del medio de compra y los impuestos que ésta genere. Empero, la adquisición de obras de arte como reserva de valor no se basa únicamente en la obtención de rendimientos financieros, por lo que los costos que implica adquirirlas no son de gran importancia, a diferencia de los títulos.

Cabe señalar que la desventaja de los bienes durables respecto a los activos financieros reside en que, al ser unidades generalmente grandes e indivisibles, cuando se requiere vender el bien es necesario conseguir un comprador para la unidad aunque sólo sea necesaria una parte de los recursos que generará dicha venta (Davidson, 1972). Además, para que estos bienes puedan ser convertidos en el medio circulante es necesario que existan compradores interesados en ellos (Davidson, 1969).

No obstante, los bienes durables generalmente proveen otro tipo de beneficios a quienes los poseen, ya sea en la producción si se trata de una empresa o en una satisfacción personal si se trata de un individuo, por lo que se neutralizan los costos derivados de la venta del bien. Específicamente en el caso de las obras de arte, las características

propias de estos objetos como el valor estético, el estatus social que proveen, la escasez, etcétera, propician que las piezas sean adquiridas a pesar de su baja liquidez y de los costos de transacción en que incurren.

Aunado a lo anterior, Davidson (1972) señala que la estabilidad de los precios de los bienes durables los convierte en un medio bastante seguro para la reserva de valor pues, aunque no necesariamente se obtengan altas ganancias financieras de sus transacciones, este tipo de bienes se aprecia en los mercados secundarios, lo que propicia la transferencia de valor monetario al futuro.

Adicionalmente, los activos financieros y bienes de capital proveen un rendimiento en función de la tasa de interés, que de acuerdo a la teoría Keynesiana es el premio por privarse de la liquidez (Keynes, 1943). Por tal motivo, aunque los activos diferentes al dinero incurren en mayores costos de almacenamiento y transacción son atractivos para los agentes que desean transferir valor (Davidson, 1972), pues una gran parte de la demanda se orientará a los bienes o activos que presentan un mayor rendimiento en el futuro (Keynes, 1943) y menores riesgos, que generalmente son los de largo plazo.

Por consiguiente, los bienes durables y activos financieros son una importante alternativa al dinero como reserva de valor, pues no sólo permiten la obtención de un rendimiento, sino que proporcionan otros beneficios al que los adquiere. La preferencia de dinero como resguardo de valor se presentará únicamente en caso de que la confianza en los mercados secundarios disminuya, o en que los agentes tengan conocimiento de eventualidades en el futuro próximo, en tanto que consideren pertinente mantener dinero líquido para afrontarlas.

De esta forma, algunas piezas artísticas se pueden identificar como bienes durables que resguardan valor a través del tiempo, y que además otorgan al propietario diferentes beneficios que el dinero o los activos financieros.

#### 1.4 Especulación en los mercados de dinero y de activos que resguardan valor

En un mundo de incertidumbre donde las expectativas respecto al futuro pueden tener dos tipos de tendencias, ya sea a la baja “*bears*” o a la alta “*bulls*” (Keynes, 1930), las oscilaciones en los precios de los mercados financieros dan cabida a la especulación.

Entre las definiciones de especulación destaca la de Keynes (1943) que la considera como “...*la actividad de prever a psicología del mercado y los rendimientos probables de los bienes, en todo su tiempo de duración*”. Asimismo, Aglietta expresa que especular es “...*anticipar las condiciones en las cuales las variables que participan en la formación de precios son ciertas, es decir, es una actividad orientada hacia la percepción del futuro*” (Aglietta, 2000:34). Para fines de esta tesis, especulación se define como la creación de expectativas respecto al futuro, generalmente con información privilegiada, que prevean las condiciones del mercado, en este caso el mercado de arte, para que se facilite la oportunidad de obtener ganancias financieras.

El término especulación se refiere a las expectativas acerca del futuro, pues el especulador espera anticiparse a las variaciones de precios de los mercados para obtener una ganancia extraordinaria. Aglietta (2000) explica que la actividad especulativa no es necesariamente negativa si existe información disponible instantáneamente para toda la población y sin incurrir en un costo. Pese a ello, en un mundo con incertidumbre la información acerca del futuro dista de ser conocida por los agentes. Keynes (1943) inquiriere que los especuladores no necesariamente cuentan con la información necesaria para la toma de decisiones, pero que anticipan la opinión que la mayoría de los agentes tendrá. Un ejemplo emblemático que Keynes expuso en la *Teoría General* (1943) es el “*beauty contest*”, donde los participantes de un concurso no requerían elegir a su modelo preferida, sino a la que indagaban que los demás consideraban como la mejor.

La especulación depende no sólo del conocimiento de la variación de precios de un objeto u activo, sino de la confianza que tienen los individuos respecto a lo que pasará en el futuro. La consecuencia del cambio en las expectativas es que éstas, *per se*, pueden modificar los precios de los activos o bienes de un mercado financiero si impera en la economía la misma tendencia en la confianza de los agentes.

Los medios de reserva de valor que han sido explicados anteriormente, al fungir como atesoramiento temporal, se convierten en activos altamente propensos a la especulación; ya que existen mercados secundarios que incitan dicha actividad con las constantes fluctuaciones en los precios. Si bien la especulación induce a cambios en las expectativas y alteraciones en los precios, es ésta la que permite la generación de ganancias (o pérdidas) extraordinarias en mercados de activos financieros y bienes durables.

Los agentes especuladores en un mercado, pueden ser definidos como *“Cualquier individuo que crea tener mayor penetración en el mercado en el número de periodos necesarios para absorber la ganancia puede especular con su habilidad de adivinar el mercado”* (Davidson, 1972). Esta definición provee un panorama de la exclusividad de las prácticas especulativas, que son facultad de algunos individuos que poseen información privilegiada del comportamiento de los mercados, o cuyas expectativas son alcistas y se cumplen.

Aglietta (2000) hace referencia a esta exclusividad en su clasificación de los participantes del mercado de inversión. Acorde al autor, existen tres tipos de participantes en los mercados secundarios: los especuladores profesionales, los agentes que utilizan el mercado para obtener liquidez y los inversionistas institucionales o individuales que tienen fondos pero no poseen información acerca del comportamiento de los mercados. Esta división puede ser igualmente retomada para el mercado de arte, la cual se explicará en capítulos siguientes.

Los especuladores profesionales generalmente son identificados como los *market makers*, que por su posición en el sistema financiero poseen información precisa acerca del movimiento de los precios e identifican los impulsos de los demás agentes en la medida que estos afecten de alguna manera los precios (Aglietta, 2000). El segundo grupo de inversionistas son agentes que realizan transacciones con títulos o valores para la obtención de liquidez o rendimientos financieros. Finalmente, los inversionistas individuales son la mayor parte de los agentes que desean adquirir activos ya sea como reserva de valor o para obtener un rendimiento futuro de su ahorro.

La diferencia entre estos agentes radica en que, mientras los inversionistas individuales tienen una función de demanda creciente, pues compran activos cuando aumentan sus precios y los venden con un descenso de estos, los especuladores profesionales tienen un comportamiento contrario, ya que al anticipar el valor del activo compran cuando los precios son bajos y venden cuando incrementan (Aglietta, 2000). Son estos últimos los que obtienen los beneficios de la ganancia financiera.

Como indaga Davidson (1972), los especuladores, a diferencia de los inversionistas, no están interesados en la producción futura ni en los nuevos activos; el interés de adquirir los títulos o bienes durables estriba únicamente en su utilización como reserva de valor y en el conocimiento de que incrementarán sus ganancias financieras en el futuro.

Por lo anterior, dado que los especuladores se interesan exclusivamente en la generación de ganancias por la variación de precios, las decisiones de cartera de estos agentes son variadas y serán en función de la volatilidad de los mercados.

Asimismo, en el mercado de arte existen diferentes tipos de compradores de obras, que pueden ser coleccionistas interesados en la pieza por su valor estético e importancia cultural, aunque prevean un aumento del precio de la obra; los inversionistas en arte, que adquieren obras de arte como reserva de valor sin tener una colección acotada y bien establecida; los compradores amateur que únicamente adquieren las obras por preferencias y gustos personales, sin ninguna expectativa de obtención de rendimientos; y finalmente, los especuladores, que adquieren obras de arte exclusivamente con el afán de realizar una ganancia financiera de la variación de precios.

La especulación en los mercados de activos financieros y bienes durables es estimulada a medida que los mercados secundarios o de inversión mejoran y se convierten en más continuos y organizados (Keynes, 1943). Esto, debido a que el aumento de la liquidez de los activos utilizados como reserva de valor no sólo permite su fácil conversión al medio circulante sino también consiente las rápidas transacciones de compra/ venta; con ello, aumenta frecuencia de variación de precios que a su vez propicia la obtención de ganancias financieras. Empero, la decisión de cartera para la reserva de valor entre los

activos y el dinero estriba y es posible únicamente gracias a la especulación (Chick, 1987).

Aunque Chick (1987) impone una mayor importancia a la especulación al momento de tomar decisiones de cartera, es necesario identificar a los diferentes agentes que participan en los mercados secundarios, pues si bien los especuladores actúan bajo la lógica que propone la autora, aquellos que no se encuentran familiarizados con los mercados financieros pueden tener decisiones de reserva de valor basadas en otras variables. En particular, los compradores de obras de arte que no son especuladores adquieren las piezas por motivos diferentes a la obtención de ganancias financieras, pero tienen la seguridad de que su valor monetario se mantendrá a lo largo del tiempo.

Keynes (1930) indica que la especulación no necesariamente es desestabilizadora. La inestabilidad de la especulación se refuta cuando las expectativas de los especuladores se cumplen, pues según Davidson (1972) esto provee una guía para la acumulación bajo las fuerzas de mercado normales. No obstante, con la innovación financiera y el deslinde de la circulación financiera con la industrial es imposible la satisfacción de las expectativas de todos los agentes, por lo que la especulación propicia la inestabilidad del sistema financiero y del sistema económico en su totalidad.

Si bien las prácticas especulativas pueden presentarse naturalmente por las condiciones de las expectativas sobre el futuro, los especuladores profesionales realizan sus operaciones sin importar el activo o bien que se está adquiriendo, sino que tienen como propósito único el obtener una ganancia derivada de cambios favorables en su valoración (Keynes, 1943). Por ende, la especulación se enfoca principalmente en las transacciones de los mercados secundarios (Davidson, 1972).

En las prácticas especulativas, las decisiones respecto a los mercados de valores, o bienes en los que se invertirá para generar ganancias adicionales al rendimiento de los activos, dependen tanto en el conocimiento de los mercados como en las expectativas imperantes. Si los comportamientos “alcistas” predominan en los mercados de valores, los especuladores disminuirán su preferencia por la liquidez. Con esto, los depósitos de ahorro mantenidos como dinero líquido disminuirán, y la demanda de valores y activos

aumentará. Mientras menor sea la preferencia por la liquidez, se destinará una parte más grande del ingreso a la especulación y una menor al resguardo de valor. Lo contrario sucede cuando prevalecen tendencias “bajistas”.

Keynes (1930) infiere que debido a la existencia de estos dos tipos de comportamiento las especulaciones alcistas disminuyen el poder adquisitivo del dinero, pues tienen un efecto similar al del aumento de la oferta monetaria. En este caso, los especuladores destinan sus recursos a los mercados financieros o bienes durables como el oro, los inmuebles o las obras de arte, que son preferidos al dinero.

Asimismo, la relación entre el precio de los activos y la cantidad de dinero es explicada por Minsky (1986), quien señala que el valor de los activos tiende a aumentar cuando la oferta de dinero se mantiene constante, mientras que cuando se presenta un incremento de ésta última el precio de los bienes y activos se eleva en mayor proporción. Por ende, las prácticas especulativas tienden a enfocarse a activos y bienes durables, pues son mayores las posibles ganancias que se generan. Además, al ser el rendimiento esperado el determinante de los precios de este tipo de activos, el precio que pueden alcanzar puede diferir enormemente de su valor inicial (Minsky, 1986).

A pesar de la existencia de mercados secundarios organizados y continuos, los bienes durables son en menor grado objetos de especulación a comparación de los títulos y las deudas (Davidson, 1972); como en el caso del mercado de arte, que aunque se ve inmerso en actividades especulativas, éstas no se comparan en magnitud con la especulación en los mercados financieros. Lo anterior se debe a la indivisibilidad de los bienes durables que provoca mayores costos de entrega y transacción, y dificulta sus actividades comerciales, con lo que se vuelven menos atractivos para la especulación (Davidson, 1972). Con todo, aunque el grado de especulación es notablemente menor que en los mercados de valores, algunos bienes de capital que tienden a apreciarse con el paso del tiempo se convierten en objeto de esta práctica siempre que las expectativas del público sean positivas respecto a dichos mercados y propicien el incremento de su precio. Esto es fácilmente observable en los bienes inmuebles y las obras de arte.



### **1.5 Especulación y atesoramiento de bienes y activos que resguardan valor**

La existencia de incertidumbre respecto al futuro de la tasa de interés es, según Keynes (1943), el principal factor para la obtención de ganancias mediante títulos de deuda. Si bien con la existencia de mercados organizados para comerciar con activos financieros el motivo precaución de demanda de dinero disminuye, la oportunidad de obtención de ganancias por las fluctuaciones de precios incrementa el motivo especulación.

El dinero, los activos financieros y otros bienes durables generalmente son utilizados como reserva de valor para satisfacer el motivo precaución de demanda de dinero. No obstante, esta demanda cautelosa para afrontar contingencias debe su existencia únicamente a la incertidumbre acerca del futuro, pues es la condición para que los individuos se priven de liquidez y adquieran activos que les permitan transferir valor al futuro. Al formarse mercados secundarios donde bienes y activos pueden ser intercambiados fácilmente, estos se vuelven atractivos para los especuladores por la ganancia extraordinaria que pueden generar.

El análisis de Davidson (1972) acerca de la relación existente entre el motivo precaución y el motivo especulación hace referencia a que la incertidumbre acerca de los eventos futuros es una condición necesaria para que ambos motivos existan. Debido a que la especulación tiene como finalidad la obtención de ganancias por el privilegio de tener mayor conocimiento acerca del futuro, esta actividad requiere de la existencia de incertidumbre en el precio posterior de los activos. Davidson (1972) indica que dichos activos generalmente tienen costos de transacción muy bajos, así como un mayor grado de liquidez que otros bienes, por lo que estos mismos pueden fungir como alternativas de reserva de valor. Sin embargo, es posible identificar objetos de especulación con costos de transacción más altos, como las obras de arte, pero con mayores incrementos de precios.

Por tanto, Davidson (1972) explica que es la incertidumbre la que propicia la especulación mediante el desconocimiento de los precios futuros, así como el atesoramiento de riqueza en forma de dinero, títulos financieros y bienes durables.

Entonces, la relación entre estos dos motivos de demanda de dinero depende de las expectativas que se formulen los agentes respecto al futuro, pues en tiempos de auge, donde imperan las expectativas positivas, los agentes prefieren utilizar sus recursos para especular en los mercados, lo cual explica también la formación de burbujas financieras que después llevan a una crisis. Así, en este caso la demanda de dinero para satisfacer el motivo precaución es menor. Por el contrario, cuando las expectativas de los agentes son negativas, estos destinarán la mayor parte de sus recursos a resguardar valor en activos financieros de largo plazo, bienes inmuebles, oro, obras de arte, entre otros; mientras que se reducirán las actividades especulativas.

Aunque los motivos precaución y especulación propician la adquisición de activos por parte de los agentes, la decisión de resguardar dinero en forma de títulos financieros o bienes durables involucra también ambos motivos. Davidson (1972) infiere que esto se debe a la falta de información confiable que provoca que una proporción de los recursos se mantenga en activos líquidos por el motivo precaución, y sirva para contrarrestar la falta de circulante en caso de presentarse eventualidades en un futuro cercano. De la misma forma, los agentes destinan una parte de sus recursos a los activos o bienes propensos a la especulación, que les proveen una mayor ganancia financiera. Esto, debido al motivo especulación.

La diversidad de las carteras de reserva de valor dependerá entonces de las expectativas del público respecto al futuro, aunado al costo que genere la transformación de los activos al medio de intercambio. Pese a ello, los agentes generalmente no identifican claramente qué parte de los bienes satisface al motivo precaución o al motivo especulación, pues usualmente las decisiones de cartera se toman considerando que los activos proporcionarán un rendimiento.

Empero, es posible destacar que en el mercado de arte existen otras circunstancias que fomentan la adquisición de obras de arte tanto para el resguardo de valor, como para la obtención de ganancias financieras. Esto se da principalmente debido a que la naturaleza creciente de los precios de algunas obras de arte asegura que se preservará su valor monetario. Por ello, estas piezas se han visto inmersas en actividades financieras como el atesoramiento y la especulación.

Adicionalmente, la financiarización del mercado de arte con la creación de fondos de inversión en arte y la expansión de títulos relacionados con estos incrementan su participación en las actividades especulativas, principalmente a través de los inversionistas institucionales.

### **Conclusiones preliminares**

La incertidumbre que existe en la economía respecto a lo que sucederá en el futuro es el determinante que propicia la demanda de dinero por motivo precaución y especulación. En la época actual, el atesoramiento de dinero para afrontar contingencias futuras o para incrementar la riqueza pierde su importancia, por la volatilidad que tiene el dinero ante los mercados financieros internacionales y por la escasez de rendimientos financieros que se pueden obtener con su atesoramiento.

El dinero funge como reserva de valor por el desconocimiento de los agentes acerca del futuro, que genera la necesidad de transferir poder adquisitivo de un periodo a otro. Si bien dicha transferencia supone el privarse de consumo presente por consumo futuro, es posible que la fecha exacta en que será utilizado el dinero no esté determinada o no exista una decisión de consumo específica. Cuando esto sucede, los agentes económicos tienen la opción de resguardar su valor en medios menos líquidos del dinero, pero que posibilitan la obtención de rendimientos futuros como son los activos financieros y algunos bienes de capital.

Por ende, el resguardo de valor actual deja de ser una actividad con el fin único de transferir valor con el tiempo, sino que además se convierte en un medio de obtención de ganancias financieras. Esto se puede observar con la evolución de los mercados financieros, donde la obtención de títulos de deuda no sólo transfiere valor, sino que hace al propietario partícipe de un rendimiento adicional.

De esta forma, diferentes activos financieros y bienes durables se han convertido en alternativas importantes de reserva de valor, como son los bonos, las obras de arte o el oro. La decisión de cartera depende del tiempo en que se quiera resguardar valor, pues

de eso dependerá la adquisición de bienes más líquidos, como los títulos, o menos líquidos, como las obras de arte.

Adicionalmente, la decisión de cartera está basada en las necesidades y preferencias de los individuos, así como el rendimiento futuro probable del activo o bien durable, pues la adquisición de obras de arte como reserva de valor está altamente relacionada con el gusto por el arte de los inversionistas y el valor adicional que estas piezas le proveen. Al existir mercados secundarios y bien organizados de los productos utilizados como reserva de valor surge la seguridad de que dichos valores podrán ser cambiados fácilmente por el medio circulante. Por ende, el precio de estos tiende a variar constantemente y con ello el rendimiento probable. Estas modificaciones dan lugar al motivo especulación.

Cabe señalar que cuando imperan expectativas negativas en la economía aumenta el grado de preferencia por la liquidez de los agentes, los cuales optan por mantener el dinero líquido o ciertos activos financieros de corto plazo para afrontar las contingencias que puedan suceder en un futuro cercano. Este comportamiento está relacionado con la demanda de dinero por motivo precaución. La especulación con activos financieros y bienes durables se debe a la volatilidad de los precios de los mismos. Aunque los activos financieros son más sujetos a dicha actividad por la organización de sus mercados secundarios, existen bienes con comportamiento variable en el mercado que también se emplean frecuentemente en prácticas especulativas, aunque en menor grado. Entre los ejemplos de este tipo de bienes se encuentran los bienes inmobiliarios, el oro y las obras de arte.

En conclusión, es debido a la incertidumbre respecto al futuro que es posible la especulación en los mercados secundarios, incluyendo los de los activos financieros o bienes durables que se utilizan como reserva de valor. A su vez, estas dos actividades responden a los motivos de demanda de dinero introducidos por Keynes (1943), precaución y especulación. Asimismo, por las características de las obras de arte como durabilidad, escasez, valoración subjetiva, entre otras, es posible que estas piezas funjan no sólo como objetos que transfieren valor a través del tiempo, sino que se vean inmersas en actividades especulativas.

A pesar de que los mercados financieros son inherentemente inestables, los tiempos de crisis son ejemplos emblemáticos de la fragilidad del sistema financiero y de los cambios en las expectativas. Por lo tanto, durante una crisis financiera se modifican los motivos de demanda de instrumentos financieros, imperando generalmente aquellos que funcionan como reserva de valor. De ahí la importancia de estudiar las teorías de las crisis, para identificar la participación de los fenómenos de atesoramiento y especulación durante dicho período e indagar cómo operan en el mercado de arte.

## Capítulo II.

# Teorías de las crisis financieras

## Capítulo II. Teorías de las crisis financieras

Desde antes del surgimiento del capitalismo han existido preocupaciones acerca del estudio del dinero y las relaciones financieras en la economía. Esos cuestionamientos no son únicamente respecto a la historia del dinero y sus relaciones sociales, sino también al impacto que éste tiene sobre la producción y el consumo.

Uno de los fenómenos capitalistas más preocupantes y estudiados por los economistas son las crisis, que al ser una característica inherente del actual sistema económico no existen acciones que eviten su surgimiento. Si bien las crisis pueden ser de distinto tipo y comenzar en distintos mercados, como las crisis de producción, el análisis de esta tesis se enfoca exclusivamente a las crisis financieras.

Aunque cada crisis financiera consta de propiedades particulares y toma diferente curso, existen una serie de etapas comunes a éstas como la generación de burbujas especulativas, la etapa de *financiamiento*<sup>2</sup> y el colapso. La magnitud y profundidad de éstas dependerá de la índole de la crisis y de su expansión, así como de las acciones llevadas a cabo por el gobierno y el prestamista de última instancia, organismos que pueden fomentar, con las acciones acertadas, la disminución de la profundidad de la crisis y la recuperación de la economía.

Si bien esta tesis se enfoca en los fenómenos financieros del mercado de arte, la explicación de las crisis y las nociones de inestabilidad financiera son de gran importancia para comprender el surgimiento de actividades especulativas y de atesoramiento, así como para identificar los fenómenos que se presentan en el mercado de arte ante una crisis financiera.

De esta manera, el objetivo de este capítulo es describir las nociones de inestabilidad financiera que han existido en la teoría económica desde los autores clásicos, para intensificar la importancia de las crisis financieras y su surgimiento inminente en un

---

<sup>2</sup> El término *financiamiento* hace referencia al utilizado por Kindleberger (1989) y será utilizado en inglés por la poca precisión del término *estrés financiero* correspondiente a la traducción al español.

sistema capitalista, así como la teoría de las crisis desde una perspectiva postkeynesiana, donde se pone énfasis a la inestabilidad del crédito y los factores que propician el surgimiento de una burbuja especulativa que después da lugar a una crisis financiera. Aunque el surgimiento de una burbuja de arte no tendría la magnitud de otro tipo de olas de especulación como las burbujas bursátiles o inmobiliarias, su conducta es similar; de ahí la importancia de conocer el comportamiento de este fenómeno para identificar si el mercado de arte se encuentra inmerso en algo similar.

Las crisis capitalistas dan lugar a transformaciones en la economía, en especial en los sectores financieros. Esto propicia que se creen nuevos instrumentos financieros, nuevas regulaciones y nuevas instituciones que generan relaciones de intercambio diferentes a como operaba el sistema financiero anteriormente. En este sentido, una crisis trae consigo expectativas negativas y de cambio, por lo que las preferencias para adquirir activos financieros y bienes utilizados como reserva de valor o inversión financiera se modifican, dándose preferencia a activos más estables como el oro, las obras de arte o los bonos del gobierno. Es por ello que la explicación de las crisis es necesaria para aclarar los fenómenos financieros imperantes en el mercado de arte que se analizan en los siguientes capítulos.

Por lo tanto, en este capítulo se describirán distintas nociones teóricas acerca de la inestabilidad del sistema financiero que son el principio de las teorías de las crisis y colapsos financieros explicadas posteriormente. En un primer apartado se explican las ideas de los autores clásicos, en las cuales se identifican elementos que indican que el funcionamiento del sistema financiero dista de ser estable. A continuación se describen las nociones de inestabilidad financiera marxistas, cuyos postulados sugieren una inestabilidad inherente en el sistema financiero que provoca el surgimiento de crisis y rupturas financieras; seguidas por la teoría de las crisis desde una perspectiva postkeynesiana, con la hipótesis de la inestabilidad financiera de Hyman Minsky. En un tercer apartado se explica la anatomía de las crisis financieras y sus efectos en la economía desde su generación, auge, propagación, y posibles acciones para su aminorar sus efectos, enfatizando las características de las burbujas especulativas y su participación en los colapsos. Finalmente, se analiza la forma en que las crisis financieras



cambian la estructura del sistema, y cómo los activos y bienes utilizados en las actividades de dicho sector se modifican por las expectativas negativas que surgen a raíz del deterioro de la economía.

## **2.1 Nociones teóricas sobre la fragilidad financiera**

Entre los primeros autores clásicos que expresaron una premonición acerca de las inconsistencias del sistema financiero fueron Adam Smith y Karl Marx. Aunque estas nociones no suponen una teoría financiera crítica, es posible identificar que los autores consideraban que el sistema financiero estaba constituido por relaciones inestables.

El que diferentes autores adquirieran ideas similares respecto a los disturbios de las finanzas, no sólo en épocas recientes, sino desde el surgimiento del capitalismo, responde a la evidencia de que las finanzas proveen un exceso de liquidez a la economía que posteriormente genera la ruptura del funcionamiento de las empresas productivas y, por ende, la inestabilidad del sistema en su conjunto. Esto fue observado desde hace varios siglos y, aunque la evolución del sistema financiero ha provocado un radical cambio en el funcionamiento de las finanzas, la fragilidad del sistema se puede presenciar igualmente hoy en día e incluso se ha intensificado desde la década de los setenta.

### ***Autores clásicos***

En su libro *“La riqueza de las naciones”* (Smith, 1958 [1776]), Adam Smith asentó nociones de la fragilidad financiera con una explicación de cómo el sistema bancario puede causar disturbios en la economía, pues el autor tenía la convicción de que los bancos podían expedir dinero sin provocar una inflación si dichos recursos se destinaban a la inversión. Esto, porque después serían recuperados mediante la realización y venta de la producción. No obstante, también identificó que los préstamos para el consumo no sólo eran improductivos sino que además requerían que los deudores adquirieran ingresos por otro medio para ser pagados. Por tanto, para Smith era de gran importancia que los bancos cumplieran con sus funciones de prestamistas para la inversión, con objeto de fomentar el progreso industrial en lugar de financiar proyectos especulativos.

El análisis de Smith respecto al sector bancario se centra principalmente en el control de las tasas de interés, pues el autor indagó que los prestamistas buscan obtener una mayor ganancia de capital mediante el aumento de la tasa de interés, por lo que es necesario establecer límites máximos a estas tasas para frenar dicho incremento; pues, mientras mayor es la tasa de interés menor es la inversión productiva. Asimismo, el autor plantea que el incremento de las tasas de interés propicia que los deudores sean agentes más riesgosos, pues los deudores comprometidos y con proyectos de inversión viables no están dispuestos a pagar créditos tan caros “... [*Ante altas tasas de interés*], *la mayor parte del dinero iría a manos de pródigos y proyectistas descabellados, que son los únicos capaces de abonar créditos tan crecidos*” (Smith, 1958:323). De ahí la importancia de los topes a las tasas de interés, pues de esa forma se presta a deudores más prudentes y los créditos son de menor riesgo.

A pesar de su planteamiento respecto a los límites máximos a la tasa de interés, Smith explicó que ésta tampoco podía ser demasiado baja, sino que debía ser mayor a la tasa del mercado. Esto, porque ante bajas tasas de interés los prestamistas decidirían invertir en tierras para después participar como rentistas, pues el prestar dinero no les generaría un rendimiento atractivo (Smith, 1958).

Por ende, es posible indagar que el autor consideraba a la tasa de interés una variable generadora de disturbios en la economía, pues afecta al crédito y, por tanto, a la inversión. Por ello, su propuesta principal era la fijación de límites a las tasas de interés para así fomentar la inversión productiva.

En los planteamientos de Smith puede vislumbrarse la noción de desequilibrio causada por la especulación. De acuerdo con el autor, los empresarios incurren en actividades especulativas con objeto de obtener mayores ganancias que las obtenidas en la producción. Estos empresarios comercian con diferentes productos sin tener una actividad estable porque, “[*El empresario*] *acomete cualquier negocio cuando prevé que en él puede hacer beneficios superiores a los corrientes, y se retira del mismo cuando calcula que sus beneficios vuelven a ser normales...*” (Smith, 1958:111).

Así como Smith, John Stuart Mill en su libro *Principles of Political Economy* (2004 [1848]), retomó el análisis de la usura y la especulación con la misma postura respecto al papel que debe tener el gobierno en la regulación de las tasas de interés para la protección de los deudores contra la usura de los acreedores. El autor explicó cómo la falta de límites a la tasa de interés genera la contracción de la producción, pues si ésta se incrementa hay una mayor demanda de créditos por agentes riesgosos, y un menor interés de adquirir préstamos por parte de los empresarios con proyectos prometedores (Mill, 2004). De esta forma, Mill le atribuyó gran importancia al crédito como determinante del crecimiento económico y del desarrollo del sector productivo, enfatizando la importancia de las tasas de interés bajas para el bien de la nación: *“En materia de política, la noción debe ser que es para el bien general que la tasa de interés sea baja”*<sup>3</sup> (Mill, 2004:268).

En este sentido, el autor criticó la noción imperante en la política de que la tasa de interés se debe dejar al libre juego de la oferta y la demanda, pues indagó que eso únicamente favorece a los inversionistas riesgosos que aceptan altas tasas de interés, y que la mayor parte de los empresarios prefieren disminuir su demanda de crédito. Así, las leyes que supuestamente deberían disminuir el costo del crédito únicamente lo incrementan.

Si bien Mill centró su análisis en la ley de la usura a través de los deudores, y no en el sistema bancario y los acreedores como Smith, al igual que este último concluyó que la manera en la que el crédito puede fomentar el crecimiento económico es mediante la regulación de las tasas de interés por parte del gobierno.

En un segundo plano, Mill le dio importancia al fenómeno especulativo imperante en las crisis financieras mediante el argumento de la tendencia a la caída de la tasa de ganancia. El autor destaca que la periodicidad de las crisis financieras está estrechamente relacionada con la tendencia decreciente de la tasa de ganancia, pues los empresarios buscan nuevos proyectos que sean fuente de ganancia ante el detrimento de la misma en sus negocios actuales. Sin embargo, la necesidad de incrementar sus

---

<sup>3</sup> Cita original, *“As a matter of policy, the notion may possibly be that it is for the general good that interest should be low”*.

beneficios económicos los lleva a incurrir en proyectos riesgosos y actividades especulativas, que después se convierten en manías que encaminan a una recesión o crisis financiera.

El proceso especulativo descrito por Mill comienza con la idea del incremento del precio de algún sector del mercado o la expectativa de grandes ganancias en alguna industria específica. De esta forma, al igual que en cualquier burbuja especulativa, los inversionistas muestran la necesidad de insertarse en esas áreas de oportunidad, lo que a su vez provoca el incremento de los precios. La expansión se da a través del crédito a tasas de interés altas que generalmente propician que los inversionistas más riesgosos los demanden. Finalmente, en el punto más álgido de la burbuja algunos empresarios identifican que no es posible continuar con el incremento de los precios y comienzan a retirarse del sector en cuestión, provocando una caída masiva de los precios y finalmente el estallido de una crisis.

Esta idea de Mill sobre la especulación está relacionada con la que expuso Smith en relación al incremento de los negocios arriesgados ante la búsqueda de mayores ganancias. Así, es posible destacar que ambos autores mostraban una preocupación en relación a las actividades especulativas que después generaban las crisis, las cuales estaban altamente relacionadas con la falta de regulación de las tasas de interés, es decir, la carencia de límites superiores impuestos por el gobierno.

### ***Nociones marxistas***

A pesar de que Karl Marx no publicó un análisis teórico sólido respecto a la fragilidad financiera, en la explicación del sector financiero en el Tomo III de *“El Capital”* (Marx, 1976) se encuentran nociones que permiten identificar las ideas críticas del autor respecto al funcionamiento de las finanzas.

En primer lugar, Marx hace distinción entre los diferentes tipos de finanzas y explica las diferencias entre capital real, capital que devenga interés y capital ficticio. El capital que devenga interés se refiere a dinero que genera más dinero por sí mismo, dejando a un lado el proceso productivo que generalmente funge como intermediario de los dos

extremos. Este tipo de capital genera un interés como rendimiento que se convierte en el objeto de obtención de ganancias, restándole importancia al proceso productivo.

Por otra parte, el capital ficticio es la capitalización de cualquier ingreso que genera un interés. Al ser su objeto la obtención de ganancias por medio del interés, el capital ficticio difiere del valor real que representa y, por ende, es causante de la fragilidad financiera.

La principal problemática identificada por Marx (1976) en relación a este tipo de capitales que devengan interés es que, al ser proveedores de un rendimiento por el uso de los mismos, crean la ilusión de ser generadores de valor por sí mismos. Esto no sólo provoca que se prefiriera ser capitalista dinerario a capitalista productivo, sino que fomenta el intercambio y la especulación con títulos de capital ficticio por el mero interés de la obtención de ganancias financieras.

En este sentido, la importancia dominante de las finanzas en relación a la producción provoca por una parte desfases entre los sectores productivos, y por otra, incremento de las actividades especulativas con capital ficticio; lo que deriva en un trastorno de la economía o el surgimiento de una crisis.

El sistema bancario también adquiere un papel desequilibrador según Marx (1976), pues al ser los bancos los que adelantan el dinero para la circulación pueden generar una escasez de liquidez al limitar el crédito, lo que propicia el surgimiento de una crisis. Cuando existe una contracción de los créditos, los capitalistas privados acaparan los medios de pago pues tienen incertidumbre acerca de la obtención de medios líquidos en el futuro. Esto es lo que provoca también el desfase entre los sectores de la producción y, en consecuencia, el estallido de la crisis.

Al igual que Smith y Mill, Marx (1976) considera la usura como la fuente de problemas financieros y la causa de la adquisición de capital basado en intereses sobre el capital industrial. En primer lugar, porque las altas tasas de interés provocan una distribución desigual del ingreso a favor de los acreedores y en detrimento de los deudores. Por otra parte, las altas tasas de interés son causantes de una disminución del capital disponible para la producción, y por tanto, de una caída de ésta.

Además, Marx identificó que la usura genera también la contracción del crédito, misma que propicia un proceso deflacionario debido a la importancia que adquiere el dinero sobre la producción. Esto a su vez provoca la parálisis de la circulación de instrumentos financieros y que lo único que pueda mantener su capacidad de pago sean los instrumentos respaldados por el Estado.

En resumen, Marx indagó cómo las relaciones generadas por el capital ficticio, cuya razón de ser se basan en la obtención de ganancias en el mercado financiero dejando a un lado el sector productivo, pueden ser desestabilizadoras de la economía al convertirse las ganancias por intereses en una finalidad de las empresas. Además, al tener el sistema bancario la facultad de administrar los recursos de los ahorradores como propios, estos pueden generar crisis financieras con una restricción del otorgamiento de créditos, lo que además provoca atesoramiento por parte de los individuos ante la incertidumbre de la adquisición de activos líquidos en el futuro.

Siguiendo un análisis Marxista, Rosa Luxemburg estudió las finanzas y su relación con la economía capitalista en el capítulo XXX de su libro *“La acumulación de capital”* (Luxemburg, 1933). Aunque a lo largo de su trabajo Luxemburg retoma la teoría de la crisis de Marx que se basa en el desfase de los diferentes factores de la producción, la autora deja a un lado el papel del crédito y las finanzas como causantes de la inestabilidad. Pese a ello, Luxemburg sí considera la fragilidad del sistema financiero cuando analiza la importancia que los préstamos internacionales tienen en el surgimiento de crisis financieras en países subdesarrollados, por las características de usura del crédito.

De acuerdo con la autora, los países en desarrollo están imposibilitados para competir con los países industrializados por la falta de recursos, tanto para producir como para adquirir tecnología. Con el aumento de préstamos internacionales, los países en desarrollo tienen la oportunidad de vender una mayor cantidad de productos de exportación así como adquirir maquinaria y equipo de los países subdesarrollados, lo que supuestamente les provee mayor competitividad.

Sin embargo, para que estos países comiencen a producir bajo el sistema de la acumulación capitalista no sólo se requieren recursos mediante crédito extranjero y tecnología adquirida de países industrializados, sino que las actividades productivas del país cambian de las actividades primarias a las secundarias o terciarias.

Como el cambio en el sistema de producción está financiado por créditos del extranjero, la deuda crece y las ganancias reales son menores a las expectativas reales. Por ello, países en desarrollo se encuentran con una gran deuda pública que propicia el aumento de los impuestos a la población, mismo que conlleva a una crisis. Por esta socialización de la deuda por parte de los gobiernos de los países en desarrollo, éstas terminan siendo pagadas por la población, lo que propicia una inestabilidad general.

Así, el argumento de Luxemburg se basa en la tesis que se identifica a lo largo de su libro acerca de la necesidad de expansión del capitalismo hacia otros sectores con economías primitivas, lo cual es importante para acentuar, al igual que los autores antes mencionados, el impacto desestabilizador que la usura genera en la economía.

De la misma forma, Hilferding (1971) sigue un análisis marxista en su libro *“El Capital Financiero”*, pero a diferencia de Luxemburg se enfoca en la explicación del ciclo económico y su relación con las crisis financieras, especificando el papel de los fenómenos crediticios en las épocas de auge y de recesión.

En términos generales, el autor señala que la causa de la crisis es una imposibilidad de vender mercancías que se refleja en un disturbio de la circulación, y que los fundamentos de las crisis se derivan de la forma de producción capitalista. Uno de los factores que se combina para dar lugar al estallido de una crisis es la reducción de capital monetario que las empresas mantienen para enfrentar contingencias. Hilferding pone de relieve que en una época de auge, el excedente de capital monetario que originalmente se guarda para enfrentar perturbaciones es ahora utilizado en el proceso productivo por las expectativas de ganancias. Por consiguiente, el capital de reserva disminuye y con ello el elemento protector ante el surgimiento de una crisis. Entonces, la desproporción del capital requerido para la inversión en capital fijo y el almacenado puede profundizar los efectos de una crisis e incluso ser un motivo de su surgimiento.

Empero, en el capítulo XVIII del mismo libro el autor introduce el análisis de los fenómenos crediticios que acompañan el periodo de prosperidad y coyuntura en la economía, y que acentúan los efectos de la crisis. El autor explica que los tiempos de prosperidad se caracterizan por bajas tasas de interés. En este periodo la demanda de créditos aumenta por la necesidad de recursos para el incremento de la producción. Además, la oferta de crédito crece en la misma proporción por la tasa de ganancias que generan los bancos, pues al haber una mayor rotación de la producción se acelera la realización de las mercancías, y por ende, los créditos son pagados a tiempo.

Mientras continúa el periodo de auge, las tasas de interés van aumentando gradualmente tanto por la disminución del proceso de rotación como por el retardo de la conversión de dinero para pagar el crédito. Para que las empresas puedan pagar los préstamos, es necesario incurrir en mayor cantidad de crédito ya que las mercancías tardan más en venderse que en un momento anterior. En este sentido, el aumento de la demanda propicia a la alza la tasa de interés.

La restricción del crédito va de la mano con la caída de las ventas, pues al no venderse las mercancías necesarias para saldar los pagos, los empresarios se ven obligados a disminuir los precios con el fin de vender aún con una reducción de sus ganancias. En este momento, los precios de todas las industrias bajan y nadie está dispuesto a comprar las mercancías, por lo que se genera un estancamiento generalizado. Aquí, se puede presentar una corrida bancaria si se crea el suficiente pánico como para que todos los agentes demanden sus depósitos en efectivo ante la falta de confianza de pago. En este punto se suscita la crisis bancaria, que se refleja en la paralización de los créditos y del sistema monetario, y donde el dinero en efectivo es el único medio aceptado en la circulación.

De forma paralela, durante el auge en la producción, las acciones aumentan su valor. Adicionalmente, al ser el tipo de interés bajo, mayor cantidad de agentes incurren en las inversiones en los mercados financieros, especialmente en los instrumentos que generan rendimientos seguros. Con el aumento de la demanda en valores, estos se revalúan constantemente con lo que se da pie a la especulación.



En el momento en que se presenta el aumento de las tasas de interés por el incremento de la demanda de crédito, las cotizaciones en valores disminuyen y de igual forma la especulación, que en algún momento se detiene cuando los agentes identifican que no se podrá sostener el aumento en los precios. En este momento estalla la burbuja especulativa y comienza la crisis bursátil, ante una situación de sobreendeudamiento por las altas tasas de interés y de caída del valor del capital de las empresas.

Así, el análisis de Hilferding articula una teoría de la crisis más completa, que involucra los aspectos señalados por Marx así como la descripción detallada de los fenómenos crediticios que dan lugar a la inherente fragilidad financiera. Aunque el estudio de Luxemburg difiere en gran medida del planteamiento de Hilferding, pues considera aspectos como el comercio exterior y las formas de producción precapitalistas a diferencia de éste último, es posible identificar en ambos autores la noción que se estudia en este capítulo en relación al efecto desestabilizador del crédito y las tasas de interés en el capitalismo.

## **2.2 Teorías financieras Postkeynesianas**

Una de las teorías de la crisis más importante en la teoría postkeynesiana es la hipótesis de la inestabilidad financiera de Hyman Minsky. Al igual que Hilferding, el autor acentúa la inherente inestabilidad del capitalismo, poniendo énfasis en la importancia de las finanzas para que se gesten las crisis.

Si bien Minsky formula su teoría retomando a autores como Adam Smith, John Stuart Mill y Karl Marx, su análisis está basado en gran medida en los escritos sobre inestabilidad financiera de Irving Fisher, así como en los planteamientos de expectativas e incertidumbre de John Maynard Keynes. Por ello, previo a la descripción de la teoría de las crisis de Minsky es importante retomar los aspectos más destacados de estos dos últimos autores, que dan la pauta para comprender hipótesis de la inestabilidad financiera que sirve como fundamento teórico para esta tesis.

Irving Fisher es el autor de la teoría de la deflación de la deuda que publicó en su artículo *"The Debt Deflation Theory of Great Depressions"* (Fisher, 1933). En dicho escrito, el autor explicó el proceso de deflación y endeudamiento, así como la forma en que estos

factores propician que otras variables de la economía se desequilibren y converjan en una espiral deflacionaria. Además, Fisher identificó que la economía gira en torno a ciclos de diferentes magnitudes y tendencias que coexisten, mismos que pueden tener efectos desequilibrantes debido a una serie de inconsistencias entre diferentes variables de la economía. De acuerdo al autor, la verdadera causa de las crisis financieras es el sobre endeudamiento aunado a la deflación de precios, pues es la suma de ambos fenómenos lo que dificulta la contracción del efecto de la crisis para evitar su profundización. Esto sucede porque si ante dichos disturbios existe sobre endeudamiento y, adicionalmente, se genera una caída constante de los precios, la economía puede caer en una espiral deflacionaria con profundos efectos económicos.

De acuerdo a Fisher, los deudores adquieren créditos cuando las tasas de interés son bajas, ya sea para invertir en proyectos con grandes perspectivas de ganancia o para especular con esos recursos. Cuando los proyectos innovadores tienen perspectivas altas de ganancia se genera un boom de inversión que se financia mediante el crédito, pues los empresarios están dispuestos a sobreendeudarse si encuentran posibilidades de obtener “dinero fácil”. Sin embargo, no consideran que el valor de la deuda pueda cambiar en el futuro, lo que provoca disturbios y fluctuaciones en la inversión, así como en la distribución de la riqueza.

Entonces, el sobreendeudamiento que comienza cuando se presenta la oportunidad de ganancia y la disponibilidad de crédito permite que se suscite un boom de inversión. Al momento en que los agentes encuentran que han adquirido una enorme cantidad de deuda comienza la venta masiva de activos para saldar los préstamos que les fueron realizados. Empero, mientras mayor cantidad de agentes vende sus activos, los precios comienzan a disminuir y se incrementa el valor real del dinero. Al encontrarse las deudas denominadas en valor nominal, lo que realmente sucede es que el valor real de la deuda aumenta.

Por ende, el autor acentúa que se gestiona un ciclo en que a mayor cantidad de activos vendidos, mayor es el aumento de la deuda de los agentes. Esta espiral deflacionaria se refleja en una caída del producto y el empleo, con lo cual se presenta una situación de

expectativas pesimistas que propicia el atesoramiento y la disminución de la velocidad de circulación del dinero (Fisher, 1933).

Finalmente, Fisher identificó que la economía compuesta por una serie de variables puede ser artificialmente llevada a un nivel de equilibrio, pero dicha estabilidad únicamente se mantiene por un periodo limitado de tiempo. Esto, porque siempre existirán otras variables y ciclos con fuerzas desestabilizadoras que propicien las crisis financieras. En este sentido, el autor sugiere la posibilidad de controlar los trastornos financieros y evitar que la economía se vea inmersa en una espiral deflacionaria mediante el control del sobre endeudamiento y el nivel de precios.

De esta manera, la teoría de la deflación de deuda hace referencia a las burbujas especulativas que crecen antes de una crisis, y que después de su estallido pueden provocar, de manera contraria, una caída creciente de los precios. Aunque su análisis se basa en gran medida en los sucesos de la Gran Depresión que comenzó en 1929, su formulación del proceso de generación de crisis es retomada por Minsky y es una de las explicaciones más acertadas cuando se quieren analizar el comportamiento de las manías especulativas.

En un sentido muy diferente, la preocupación de Keynes acerca de la inestabilidad del sistema financiero puede ser encontrada concretamente en su libro *"A Treatise on Money"* (Keynes, 1930), en el cual explicó la relación entre los dos tipos de sistemas en la economía, el financiero y el productivo. De acuerdo al autor, estos sistemas se relacionan mediante la inversión, donde las finanzas son necesarias para promover los procesos productivos. Entonces, los desequilibrios que comienzan en el sistema financiero y tienen su origen en los bancos pueden ser transmitidos al otro sector, pues al no existir un límite de emisión de crédito, se pueden suscitar tanto periodos de sobreinversión como periodos de subinversión. Este argumento tiene matices similares al de los autores marxistas, que explican el desfase de los sectores de la economía como generadores de crisis.

En un periodo de boom de inversión el sistema crediticio crece, y al requerirse mayor número de créditos, los bancos aumentan las tasas de interés. Así, cuando la burbuja se

rompe, los agentes se encuentran imposibilitados para pagar sus préstamos y las consecuencias impactan directamente al sistema productivo, al disminuirse la inversión (Keynes, 1930).

Posteriormente, en la *“Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero”*, Keynes (1943) introdujo el concepto de incertidumbre y las expectativas como factores causantes de los fenómenos especulativos en los mercados financieros. El autor explica que las instituciones financieras son inherentemente frágiles, pues las transacciones que se llevan a cabo en éstas están basadas en la incertidumbre acerca del futuro, lo que implica que son altamente cambiantes. Al ser incapaces de conocer con certeza lo que sucederá en el futuro, los especuladores crean juicios con la evidencia del pasado generando ideas ya sea optimistas *“bulls”* o pesimistas *“bears”*. Durante un periodo de boom de inversión generalmente imperan los agentes optimistas, lo que explica la creación de burbujas especulativas en momentos de auge (Keynes, 1930).

El cambio en las expectativas explica también las variaciones en el comportamiento de los agentes en relación a sus carteras de inversión. La dirección de dichas expectativas, ya sea a la alta o a la baja, serán indicadores del tipo de activos financieros y bienes durables que los agentes preferirán mantener en sus carteras de inversión. Por ello, en épocas de auge prolifera la adquisición de activos menos líquidos, mientras que en periodos de depresión los agentes direccionan sus inversiones hacia activos con mayor liquidez como bonos del gobierno o dinero en efectivo.

La inestabilidad de los mercados financieros también afecta directamente a la inversión por su dependencia al sistema financiero. Keynes (1943) indaga que la inversión productiva se determina tanto por la eficiencia marginal de capital, que es el rendimiento que se obtiene de la adquisición de un bien durable, como por los activos que pertenecen a su cartera. La cartera de una empresa incluye los activos adquiridos y la forma en que se financian, por lo que las transacciones involucradas en la formación de ésta implican la toma de decisiones con incertidumbre.

Por ende, *“...el bienestar de una empresa ordinaria depende no sólo del comportamiento del mercado de sus productos y de los términos en que adquiere los insumos, sino*

*también del comportamiento de los mercados financieros.”* (Minsky, 1975:71), por lo que la inversión es altamente sensible a las variaciones de precios de los activos en las instituciones financieras.

Así, Keynes explica que la economía siempre tendrá fuerzas desequilibrantes que la alejen del pleno empleo basándose en la relación que existe entre el sector productivo y el financiero, y tomando en cuenta las expectativas que se generan en los agentes debido a la incertidumbre.

Como se puede observar, tanto Fisher como Keynes indagan acerca de la existencia de fuerzas desestabilizadoras en la economía capitalista que la alejarán del punto de equilibrio, lo que deja ver que ninguno de los autores ha dejado de lado la teoría neoclásica del equilibrio que los influyó teóricamente. No así Minsky, cuya teoría de la crisis se ve influenciada en cierta medida por estos dos autores, pero se desliga por completo de las nociones neoclásicas del funcionamiento de la economía.

### ***Hyman Minsky***

La hipótesis de la inestabilidad financiera de Minsky tiene sus bases en la teoría de John M. Keynes explicada anteriormente, en relación a cómo los instrumentos financieros y la deuda en los que incurren las empresas son causantes de la fragilidad financiera del sistema por la presencia de incertidumbre; así como en las nociones de la fragilidad del sistema financiero expuestas por Irving Fisher.

El autor indica que *“...la teoría de la inestabilidad financiera es una teoría acerca del impacto de la deuda en el comportamiento del sistema, incorporando la forma en que se valida.”* (Minsky, 1992:7). El análisis de Minsky se basa en la forma en que el sistema financiero, a través de los instrumentos y títulos de deuda, puede desestabilizar a la economía, pues las innovaciones financieras fomentan que se hagan más complejas las relaciones financieras, y por tanto, las carteras de los agentes. La diversificación que se genera con el crecimiento del sistema financiero conlleva a que las deudas se incrementen durante el periodo de auge, dando lugar al surgimiento de fuerzas desestabilizadoras que eventualmente provocarán una crisis.

El autor comienza el análisis enfatizando las transformaciones financieras que se fueron suscitando en el sistema económico desde la segunda mitad del siglo XX, y cómo dichos cambios han sido el punto de partida para el aumento de la fragilidad financiera, y por ende, la frecuencia de las crisis financieras. Después de la Gran Depresión de 1929, la normativa aplicada a la estructura financiera, así como las políticas gubernamentales, tuvieron como efecto que la economía se mantuviera en exitoso funcionamiento durante los años cincuenta y principios de los sesenta. Minsky (1986) argumenta que los cambios en las relaciones financieras inducidos por el éxito de esos años provocaron que la economía se encaminara hacia una situación de mayores desequilibrios e inestabilidad.

De acuerdo al autor, la economía capitalista en la que nos encontramos, con relaciones complejas, sofisticadas y evolutivas, tiene un carácter inestable que no se debe a factores externos ni a las políticas económicas aplicadas por el gobierno. Son las características inherentes del sistema las que provocan situaciones de desequilibrio que conlleva a crisis económicas o severas depresiones. No obstante, Minsky (1986) indaga que la inestabilidad no necesariamente debe converger en dichos impactos, sino que el establecimiento de normativas a las instituciones financieras, así como la intervención gubernamental mediante políticas estabilizadoras pueden fomentar que la economía no caiga tan frecuentemente en periodos de crisis, es decir, “...se puede estabilizar la inestabilidad” (Minsky, 1986).

En esta teoría de la inestabilidad financiera, Minsky (1992) identifica que no sólo los activos de capital y las fuerzas productivas vinculan el presente, pasado y futuro, sino que este enlace también se lleva a cabo mediante relaciones financieras, pues éstas están establecidas mediante promesas de pago futuras. Los instrumentos financieros son creados mediante contratos de pago en el futuro a cambio de liquidez en el presente, los cuales son financiados por instituciones financieras. Por ende, los agentes adquieren préstamos para obtener liquidez, con la obligación de pago en un futuro cercano.

Con la innovación financiera suscitada para la obtención de mayores ganancias, cada vez más empresas, hogares y otros agentes se adaptan al comportamiento de las finanzas con el fin de adquirir los beneficios de un sistema financiero evolutivo. Por lo

tanto, Minsky (1993) concluye que mientras más compleja es la red de instrumentos financieros, más frágil es el sistema.

La importancia de la complejidad del sistema financiero radica en que una economía capitalista se compone por un sistema productivo y uno financiero, en dónde ambos son determinantes del comportamiento de la economía. Por ello, el autor identifica tres tipos de empresas y señala que dependiendo de la composición de sus finanzas tendrán una diferente participación en las crisis financieras. Las primeras son las empresas con finanzas cubiertas, que se refiere a las entidades que esperan validar sus obligaciones de pago mediante los ingresos generados por la producción. Una unidad con finanzas especulativas es aquella en la que los contratos de pago exceden los flujos de efectivo que ingresan por la operación normal, pero que son suficientes para pagar los intereses de la deuda. Finalmente, las empresas con finanzas Ponzi son aquellas cuyos ingresos no sólo son insuficientes para pagar las obligaciones de deuda, sino también para cubrir los intereses generados por éstas.

En este sentido, Minsky (1986) indaga que la estabilidad de la estructura financiera depende de la mezcla que exista de esos tres tipos de entidades, pues a mayor cantidad de finanzas especulativas y Ponzi, mayor inestabilidad presentará el sistema. Una de las razones por la que estas unidades son desequilibradoras de la economía es que son altamente sensibles a cambios en la tasa de interés. Un aumento en las tasas de interés provoca el aumento de la deuda, lo que propicia la transición de las finanzas cubiertas a especulativas o Ponzi. Además, ante la quiebra de la empresa, es necesario cubrir las deudas con la venta de activos o con la adquisición de nueva deuda, lo cual se dificulta cuando se trata de estos dos tipos de entidades. Es por ello que el autor destaca que la existencia mayoritaria de estas finanzas genera una mayor inestabilidad en el sistema financiero y conlleva al surgimiento de estancamientos y crisis.

Por lo tanto, la inherente estabilidad de la estructura financiera radica en que en periodos de auge las empresas tienden a moverse de finanzas cubiertas a especulativas o Ponzi, es decir, aumenta el valor de la deuda (Minsky, 1992). Una economía con deuda es altamente vulnerable a los cambios de la inversión, así como al de las ganancias. Para que el comportamiento normal de la economía se mantenga, las empresas deben generar

suficientes ingresos para saldar sus deudas pasadas y suficientes ganancias para financiar la producción futura. Por este motivo, el sistema de precios debe ser tal que induzca la generación de ingresos por encima de los costos, tanto para la validación de las obligaciones como para la generación de ganancias.

Minsky (1982) manifiesta que existen dos fases de inestabilidad financiera que generan las crisis. La primera es la relacionada con el crecimiento de la deuda, donde las empresas cubiertas que incurren en finanzas especulativas con el aumento de sus compromisos generan una disminución del valor de sus activos, y con ello, un mayor endeudamiento. La segunda etapa se genera cuando el valor de los activos disminuye por el sobreendeudamiento, lo que reduce los ingresos de capital. Ante estos sucesos, ocurre un colapso en el sistema financiero que provoca el surgimiento de una profunda recesión.

En resumen, el autor expone una serie de factores bajo los cuales la deuda y su forma de validación propician el aumento de la fragilidad del sistema financiero y, por ende, una mayor inestabilidad. Estos factores están relacionados con el tipo de finanzas que imperan en la economía, ya sea cubiertas, especulativas o Ponzi, así como con el tipo de financiamiento utilizado para la inversión. Cualquier suceso que provoque la transición de finanzas cubiertas a especulativas o Ponzi, como un boom especulativo, genera un trastorno financiero al momento en que las tasas de interés aumentan, ya que modifican los precios de bienes de capital y el nivel de endeudamiento de dichas entidades. No obstante, estos efectos negativos se pueden prevenir mediante la aplicación de normativas y políticas gubernamentales que regulen el funcionamiento de la economía, como sugiere Minsky (1986), que indica que el elemento más importante es la presencia de un gobierno fuerte, que además de mantener la estabilidad de las ganancias del sector privado y evitar las grandes depresiones, sienta las bases para el desarrollo económico mediante el gasto público, la reforma fiscal y la estrategia de empleo. De esta forma, el autor propone una serie de políticas gubernamentales dirigidas a fomentar la inversión y el empleo, así como un Banco Central que no sólo cumpla funciones de Prestamista de Última Instancia en caso de un desequilibrio financiero, sino que tenga actividades normativas y de supervisión hacia las instituciones bancarias con objeto de prevenir el crecimiento de burbujas especulativas y contrarrestar los efectos de una crisis.



### **2.3 Anatomía de las crisis**

En una economía capitalista, la finalidad principal de la producción es la obtención de ganancias. Tal como fue explicado en la primera sección del capítulo, muchos autores han concluido que el aumento de la tasa de ganancia es fundamental para que los inversionistas decidan incurrir en proyectos de inversión productiva. Sin embargo, con la expansión del sistema financiero, tanto en magnitud como en complejidad, se han presentado cambios institucionales y estructurales que han permitido la obtención de ganancias separadas al proceso productivo, lo que a su vez ha fomentado la evolución de las finanzas y el surgimiento de diferentes instrumentos financieros que sirven como vehículo para la generación de dichas ganancias.

Este crecimiento constante del sistema financiero y el aumento de la complejidad en las relaciones de dicho sector han propiciado que el sistema económico se vuelva cada vez más inestable y, por ende, más vulnerable a las crisis. Esto se puede constatar con los trastornos financieros recurrentes que se han presentado continuamente desde mediados de los años sesenta, como la llamada “crisis de deuda” de los ochenta, la burbuja “*punto com*” y la crisis asiática de los noventa, la crisis actual, etcétera. Pese a ello, el sistema financiero continúa evolucionando, generando cada vez más inestabilidad en la economía.

Un ejemplo de las acciones que permiten el surgimiento de las crisis económicas son los cambios en la tasa de interés que propician la propagación de prácticas especulativas. Esto se debe a la necesidad de los bancos de obtener mayores ganancias (considerando que funcionan bajo la lógica capitalista), que ante una expansión de la economía aumentan las tasas de interés. Por ende, las tendencias especulativas que generan los colapsos en el sistema financiero son causa tanto de la evolución de la estructura financiera, como de las políticas institucionales.

En este apartado se describirán las características más importantes de las crisis económicas basadas en las teorías de las crisis de Hyman Minsky y Charles Kindleberger; además, se explicarán las fases que conforman la anatomía de las crisis, destacando el surgimiento y comportamiento de las manías especulativas, así como las propuestas de política pública de los autores para la contención y prevención de éstas.

### ***Surgimiento de una crisis***

De acuerdo a Kindleberger (1989), las crisis financieras forman parte de los ciclos económicos y están relacionadas con la culminación del periodo de auge o expansión económica y el comienzo de la recesión. Las oportunidades de ganancia que surgen en el periodo de auge van propiciando el crecimiento de las burbujas especulativas, que finalmente estallan y conllevan a una crisis.

Las características de inestabilidad financiera del capitalismo que han sido mencionadas en los apartados anteriores son las causantes de las modificaciones de la economía que propician los periodos de auge económico y de crisis. Las crisis financieras surgen entonces cuando ciertos eventos cambian la forma de operar de la economía, que son los sucesos que Minsky (1986) denomina desplazamientos o disparadores. Estos pueden ser endógenos o exógenos, y de diferente naturaleza, por ejemplo: eventos políticos, desastres naturales, cambios en la estructura financiera, entre otros. No obstante, independientemente del tipo de disparador, es su magnitud y profundidad lo que provocará alteraciones en la tasa de ganancia de los inversionistas en al menos un sector de la economía (Minsky, 1986).

Generalmente, en los periodos de expansión económica se fomenta la adquisición de activos financieros y créditos bancarios, en especial activos reales o no líquidos. Sin embargo, la crisis financiera trae consigo la necesidad de recursos líquidos para el pago de las deudas, lo que fomenta una venta masiva de activos hasta que se genera una corrida. En este periodo, los agentes desean adquirir activos líquidos o dinero en efectivo por la incertidumbre que se concibe, lo que a su vez disminuye los precios de los activos financieros y propicia problemas de liquidez en la economía. Además, el efecto dominó creado por una corrida provoca una ruptura del sistema financiero, ya que la bancarota en la que caen las empresas e instituciones del sector afectado comienza a transmitirse a otras empresas y sectores.

Aunque el surgimiento de las crisis financieras puede tener distintos orígenes, la causa fundamental es la organización de las estructuras financieras y la inherente inestabilidad

del sistema capitalista, factores que propician que se desencadenen las crisis cuando se presentan eventos disparadores con impacto significativo.

Como fue explicado anteriormente, el surgimiento de las crisis comienza con un desplazamiento o evento que provoca un cambio en la estructura económica. Minsky (1986) identifica que estos son eventos externos de gran tamaño que cambian expectativas y oportunidades de ganancia. No obstante, dichos desplazamientos únicamente son los disparadores mediante los cuales la crisis estalla, ya que las causas de la crisis van más allá de estos y están relacionadas con las estructuras de los sistemas financieros. Kindleberger (1989) las divide como causa próxima, que es el incidente que daña la confianza del sistema y provoca el colapso, y causa remota, que son los problemas inherentes al sistema que dan lugar a crisis financieras periódicas.

En adición, las crisis que estallan por los desplazamientos generalmente se extienden a lo largo del sistema financiero hasta impactar al sistema productivo, y en un mercado globalizado, al mercado mundial.

### ***Burbujas especulativas***

La inestabilidad que se transforma en un boom especulativo generalmente surge en el periodo de auge. Cuando las nuevas oportunidades de ganancia propician la expansión económica, los inversionistas reaccionan ante estas oportunidades, lo cual se traduce en un boom de inversión. En esta etapa, las empresas con finanzas cubiertas incurren en una mayor cantidad de deuda y se transforman en empresas especulativas o Ponzi.

Un boom de inversión propicia el aumento de la demanda de financiamiento, que trae consigo el incremento de las tasas de interés. Esto, porque el aumento de la demanda de dinero genera una expansión bancaria, lo que incrementa el total de la oferta monetaria y por ende las tasas de interés. Los booms de inversión generalmente son alimentados por la expansión del crédito, pues los bancos también se ven beneficiados al adquirir mayores ganancias.

Si bien el aumento de las ganancias generadas por la expansión de la inversión estimula nuevamente la inversión, también propicia expectativas de obtención de mayores

ingresos, con lo que se crea un círculo virtuoso fomentado por las expectativas de ganancia. Esta etapa, que Minsky llama de euforia, es el momento en que se comienzan a crear burbujas y durante la cual incrementa la fragilidad de la economía, dando lugar a que imperen las condiciones que forman las crisis.

No obstante, no solamente se genera un boom de inversión, sino que los aumentos constantes en los activos financieros provocan el aumento de las actividades especulativas. Cuando los agentes identifican una mayor obtención de ganancias mediante transacciones especulativas tienden a imitar a los otros adoptando las mismas prácticas. Además, esta etapa de euforia, misma que Kindleberger (1989) y otros autores identifican como manía, se traslada a otros sectores de la población que comúnmente no incurren en dichas prácticas. El aumento creciente de las actividades especulativas se convierte en una burbuja, que eventualmente tiende a estallar.

El comportamiento de las manías ha sido estudiado por diversos economistas e historiadores, pues el surgimiento de las burbujas financieras está altamente relacionado con la psicología de masas que impera en la economía en un momento específico. Uno de ellos, Charles Mackay (2008 [1852]), considera que la historia de la humanidad está repleta de temporadas de excitación masiva, donde una población completa le impone un valor especial a algún objeto, el cual se fetichiza. Esto es consistente con el argumento de Keynes respecto a las expectativas “*bull*” and “*bear*” que imperan en la economía, pues generalmente las expectativas generalizadas a la alza o a la baja tienen su base en la psicología humana y la tendencia a la imitación.

Los objetos de especulación pueden variar de una manía a otra e involucrar cualquier tipo de activo financiero o bien materias primas, bienes importados, activos financieros, bienes inmuebles, obras de arte, entre otros. Un ejemplo de que los objetos de especulación pueden ser de cualquier tipo es el de los tulipanes en los primeros años del siglo XVII, en

Holanda, donde un tulipán llegó a ser vendido por una enorme cantidad de dinero<sup>4</sup>. De acuerdo a Kindleberger (1989), en la mayoría de las crisis se han visto involucrados al menos dos objetos de especulación y como mínimo dos mercados, sin embargo, en algunos casos no es posible definir por qué se eligen determinados bienes como objetos de especulación y la tendencia de estos.

Lo que propicia la especulación es que los precios de dichos bienes aumenten, por lo que llegan a un grado de inflación tal que se separan de su valor económico real y atraen cada vez a grupos más grandes que buscan la obtención de ganancias financieras. Si bien estos agentes pueden ser especuladores profesionales, también se integran agentes que desconocen el proceso y únicamente imitan a otros por las ganancias observadas. Por ello, una burbuja especulativa también se caracteriza por la expansión de fraudes y estafadores (Kindleberger, 1978), como ejemplifica John Kenneth Galbraith:

*“En los buenos tiempos, el público vive relajado y confiado; el dinero es abundante. Mas aunque el dinero sea en efecto abundante, siempre hay muchas personas que necesitan más. En estas circunstancias la tasa de estafas aumenta, la tasa de descubrimiento de estafas baja y la cartera de estafas se incrementa rápidamente.”* (Galbraith, 1985:160).

Actualmente, es posible identificar actividades especulativas en el mercado de arte. Si bien se puede considerar que se está formando una manía especulativa que se comenzó a crear a la par de la burbuja inmobiliaria a principios de siglo, todavía no se identifica el comportamiento que adoptará, pues frenó su crecimiento con el estallido de la crisis del 2008 pero continuó su expansión en los años siguientes. No obstante, este fenómeno será analizado con profundidad en los capítulos posteriores.

Kindleberger (1978) señala que la especulación se presenta en dos etapas. En la primera, los diferentes agentes económicos especulan “racionalmente” y sus decisiones responden a las variaciones de precios del mercado. No obstante, con el crecimiento de la burbuja

---

<sup>4</sup> En 1636, un bulbo de tulipán fue vendido por 12 acres de tierra con construcción, mientras que otro fue vendido por 4600 florines (el equivalente a 16, 000 cerdos de engorda), un carruaje nuevo, dos caballos grises y un traje completo de arnés (Mackay, 2008 [1852]).

especulativa, las ganancias de capital adquieren un rol dominante y comienza la especulación eufórica, donde los agentes son más propensos a incurrir en grandes riesgos y los especuladores profesionales se vuelven manipuladores de los precios.

La especulación con obras de arte comenzó con la compra de piezas por coleccionistas o inversionistas en arte, con el objeto de obtener ganancias en el largo plazo cuando su precio incrementara. Este fenómeno fue tomando popularidad al observar los distintos agentes que las obras de arte comenzaban a multiplicar su precio en gran medida. Así, lo que al principio era una actividad especulativa relativamente mesurada es posible que se haya convertido en una burbuja de especulación donde los precios de las obras se empezaron a incrementar artificialmente y las actividades ilícitas y fraudulentas se volvieron cotidianas.

Paralelamente al crecimiento de la burbuja, las tasas de interés y los precios continúan aumentando. Es aquí cuando los agentes con información privilegiada, o como los llama Kindleberger (1978) los especuladores *insiders*, venden sus activos para la obtención de ganancias. Estas acciones son imitadas por otros agentes que deciden obtener liquidez y vender sus bienes y activos, provocando la caída del precio de estos. En el momento en que los agentes se dan cuenta de que el mercado ya no puede seguir creciendo, todos querrán obtener su dinero y vender los activos. Es aquí cuando se da la venta masiva o corrida.

El estallido de la burbuja especulativa da lugar a las siguientes fases de la crisis, que son el surgimiento del pánico, el *financial distress* y el colapso. De ahí la importancia del estudio de las burbujas especulativas que se encuentran en la mayoría de las crisis financieras, pues tienen un significativo impacto económico.

### ***Estado crítico***

El periodo de desacreditación va seguido por el de *financial distress*, que es la etapa donde los precios y la actividad de negocios han caído tan bajo que muchas empresas se encuentran en bancarrota. Este periodo también se caracteriza por la caída del poder adquisitivo y el incremento del valor de la deuda, por lo que éstas ya no pueden ser fácilmente saldadas.

Kindleberger (1989) explica que el *financiamiento* es el periodo que existe entre el fin de la euforia y el inicio del colapso financiero, y se puede identificar por ser el momento en que comienza la pérdida de confianza y progresan las expectativas negativas. No existe una causa específica para explicar el surgimiento de éste, pero algunas de ellas son el alza en la tasa de interés, el fin del aumento de precios de bienes sujetos a la especulación, la quiebra de empresas, los problemas políticos, la salida de capitales extranjeros, etcétera. Asimismo, tampoco es fácil anticipar el surgimiento de un evento como los antes mencionados que generen que la economía entre en la etapa de peligro.

El *financiamiento* puede ser de corta duración si no hay pánico, pues disminuye gradualmente conforme mejoran las expectativas y los agentes recuperan la confianza. Sin embargo, también es posible que se extienda o que presente oscilaciones dependiendo de su magnitud (Kindleberger, 1989).

La desacreditación que comienza con el estallido de la burbuja puede llegar a causar un pánico, que sucede cuando los agentes ya no están dispuestos a seguir invirtiendo en los bienes o activos que eran objeto de especulación y desean cambiarlos por dinero en efectivo. Un claro ejemplo de estos momentos son las corridas bancarias tan comunes en las crisis financieras del siglo XIX y en la Gran Depresión de 1929, donde las acciones eran vendidas aceleradamente por el pánico que se creaba entre la población, lo que provocaba una súbita caída de los precios de los valores, y por ende, una ola de quiebras financieras.

Para Kindleberger (1989), el pánico es un súbito temor que ocurre en el mercado de bienes o valores cuando los agentes consideran que no habrá suficiente liquidez para cambiar sus activos por dinero, lo que propicia las corridas bancarias. Una característica del pánico es que se ve inmerso en un círculo vicioso al igual que la especulación, que puede continuar hasta que los precios caen tan bajo que generan una ola de quiebras. También puede suceder que las caídas de precios sean tales que el intercambio se interrumpa o que el prestamista de última instancia entre al rescate de la economía y restaure la confianza de que habrá suficiente liquidez en el sistema para satisfacer la demanda.

Sin embargo, cuando el pánico es tal que provoca la súbita caída del precio de los colaterales, los bancos restringen el crédito provocando que los agentes continúen vendiendo bienes y que los precios bajen aún más. Este círculo vicioso provoca que el quiebre de las empresas contagie al sector bancario, donde los bancos también comienzan a caer en bancarrota. La culminación de esta etapa es la falta absoluta de liquidez, es decir, “...que el dinero [ya] no está disponible” (Kindleberger, 1989).

Si bien la etapa de *financiamiento* puede presentarse sin un pánico, necesariamente culmina con el colapso financiero. El colapso, según Kindleberger (1989), es un choque del precio de los activos en una burbuja especulativa, o la quiebra de empresas o bancos importantes. La serie de eventos que conforman los colapsos y se desencadenan a raíz del pánico incluyen la caída súbita de los precios, la contracción del crédito bancario, el aumento del valor de las deudas, la bancarrota de algunas empresas, entre otros.

Por ende, las crisis financieras causadas por el colapso de los mercados financieros y comerciales son el fin del ciclo que comienza con el periodo de auge. Aunque éstas pueden ser de corta duración y pequeña magnitud, las crisis se presentan como resultado del cambio de condiciones en la economía que se comienzan a gestar en el periodo de auge, al fomentarse la fragilidad del sistema financiero. La causa central de las crisis está asociada con la inestabilidad de las estructuras financieras, aunada a la propensión a especular de los agentes, las cuales ayudan al crecimiento de las burbujas especulativas.

La mayoría de las crisis que tienen su origen en los mercados financieros se propagan internacionalmente afectando a diversos países. Las etapas de la crisis como el boom, el *financiamiento* y el pánico se transmiten entre economías a través de la psicología, variaciones de precios en el mercado de valores, movimientos de capitales a corto plazo, modificaciones en la tasa de interés, entre otros (Kindleberger, 1989). Esto se debe principalmente a la internacionalización de los sistemas financieros.

Durante la etapa de boom es fácil que una burbuja absorba a otras en diferentes países, ya que las finanzas han dejado de tener fronteras nacionales. Un boom también se puede expandir internacionalmente por movimientos de capital que se presentan debido a



causas reales como guerras, innovaciones, nuevos mercados, etcétera... (Kindleberger, 1989).

Igualmente, los pánicos son transmitidos a otros países fácilmente, en especial por medio de la psicología de los agentes. Si el precio de un bien comercializado internacionalmente disminuye, puede provocar bancarrotas de empresas y bancos en países diferentes a donde comenzó la variación de precios. De la misma forma, los cambios en el mercado de valores pueden tener impactos en otros países por las expectativas negativas o impactos en la tasa de interés.

En este sentido, las características de las obras de arte que las hacen partícipes de un mercado internacional propician que el mercado del arte se vea afectado globalmente ante una crisis financiera, aún en países diferentes al de origen. Esto sucede porque las obras de arte que no son utilizadas como reserva de valor dejan de ser compradas y se genera una caída en los precios que afecta a diferentes agentes del mercado. Es aquí también cuando las obras de arte que se adquieren como reserva de valor son altamente demandadas y proliferan las actividades especulativas con éstas.

Si bien la economía se ha vuelto más propensa a las crisis con la evolución y expansión de los sistemas financieros, esto también ha provocado que los efectos de éstas se conviertan en problemas de magnitud internacional, afectando a diferentes naciones, e involucrando diversos mercados.

#### **2.4 Activos de inversión ante las crisis**

Como se explicó en el primer capítulo de esta tesis, cuando un agente resuelve la proporción de su ingreso que será ahorrada, está sustituyendo consumo presente por la propiedad de activos (Keynes, 1930). La decisión de cartera tomada por los individuos respecto a qué tanto valor se mantendrá en forma de títulos de deuda, de bienes durables o de dinero dependerá de los motivos para adquirirlos, ya sea como reserva de valor o inversión financiera de corto plazo, y están en función de la preferencia por la liquidez y la importancia que se le otorgue al rendimiento que es posible obtener.

Si los agentes tienen una mayor aversión al riesgo y su finalidad principal es la de transferir valor al futuro, en sus carteras de inversión predominarán los activos más seguros, como bonos del gobierno o bienes durables. Por el contrario, si el principal objetivo es la obtención de ganancias financieras, los inversionistas incurrirán en mayores riesgos y tendrán una cartera de inversión más variada.

Si bien las carteras de inversión que incluyen dinero (en forma de cuentas bancarias de ahorro) o instrumentos líquidos, activos financieros y otros bienes durables generalmente son utilizadas como reserva de valor para satisfacer el motivo precaución de demanda de dinero, también se mantienen para la obtención de rendimientos financieros de largo plazo. La primera razón, que se refiere a la demanda cautelosa para afrontar contingencias, debe su existencia a la incertidumbre acerca del futuro, pues es la condición para que los individuos se priven de liquidez y adquieran activos que les permitan transferir valor al futuro. La segunda está relacionada con el modo de producción capitalista y la obtención de mayores ganancias. Esta última es también la razón causante del crecimiento de las burbujas especulativas en los periodos de auge.

Como se explicó en apartados anteriores, los colapsos financieros generalmente se presentan después de un periodo de prosperidad caracterizado por el crecimiento de las burbujas especulativas, aumento de la deuda e incremento de los precios de los activos financieros. Paralelamente al crecimiento de la burbuja, las tasas de interés y los precios continúan aumentando hasta que alcanzan niveles exagerados. Aquí es cuando intervienen los especuladores profesionales, pues es en este momento cuando los agentes con información privilegiada venden sus activos para la obtención de ganancias. No obstante, estas acciones son imitadas por otros agentes que deciden obtener liquidez y vender sus bienes y activos, provocando la caída del precio de los instrumentos financieros. En el momento en que los agentes se dan cuenta de que el mercado ya no puede seguir creciendo, todos querrán obtener su dinero y vender los activos. Es aquí cuando se da la venta masiva o corrida.

Este es el momento donde la reconfiguración de las carteras de los agentes es más evidente. Al estallar una crisis financiera, los inversionistas buscan alternativas para el resguardo de valor de su patrimonio, ya sea adquiriendo oro, bienes inmuebles, obras de

arte, entre otros. Adicionalmente, los especuladores profesionales que dejan de obtener ganancias con los activos financieros buscan nuevos mercados para continuar sus actividades especulativas, lo que propicia la formación de nuevas burbujas con activos o bienes diferentes. Aquí también puede ser encontrado el mercado de arte, pues sirve de alternativa a la especulación a cierto tipo de agentes, como los individuos con grandes riquezas o los grandes conglomerados, cuando los mercados financieros han colapsado, aunque es un mercado relativamente pequeño. Esto se puede apreciar en la crisis actual, donde se ha incrementado enormemente el precio de algunas obras de arte contemporáneo, que generalmente no funcionan como resguardo de valor.

Cabe señalar que en las prácticas especulativas, las decisiones respecto a los valores o bienes en los que se invertirá para generar ganancias adicionales dependen tanto del conocimiento de los mercados como de las expectativas imperantes. Keynes (1930) explica que si los comportamientos “alcistas” predominan en los mercados de valores, los especuladores disminuirán su preferencia por la liquidez e incurrirán en mayores riesgos. Con esto, se mantendrá una menor parte del ingreso en activos líquidos y serán más demandados aquellos valores con mayores riesgos y mejores expectativas de ganancia. Lo contrario sucede cuando imperan las expectativas “bajistas”, donde los agentes no especuladores prefieren activos más seguros que les permita resguardar valor con el tiempo. Es por ello que las expectativas provocan la ruptura de una burbuja especulativa, que comienza con los especuladores profesionales o *insiders* y se contagia a otros agentes por las tendencias “bajistas” que imperan.

Entonces, con el colapso de los mercados financieros y la caída de los precios de los activos se presentan diversos fenómenos. En primer lugar, muchas empresas en las que imperaban finanzas especulativas y Ponzi se ven altamente endeudadas e imposibilitadas para pagar las deudas, lo que conlleva a una serie de quiebras empresariales. Esto también sucede en el sector bancario y financiero. Por ende, se da un remate masivo de activos tanto por la necesidad del medio circulante para saldar las deudas como para evitar grandes pérdidas monetarias derivadas de la disminución del precio de los mismos, lo que se traduce en una espiral deflacionaria de precios.

De esta forma, los inversionistas institucionales y privados presentan pérdidas económicas por la caída del valor de sus carteras de inversión, lo que da pie a la búsqueda o creación de nuevos activos e instrumentos financieros para sostener el nivel de ganancias anterior a la crisis cuando tienen posibilidades de obtención de nuevos créditos.

Por otra parte, al ser la obtención de ganancias financieras un motivo importante de mantenimiento de carteras de inversión por parte de los agentes, la caída de los precios de los activos financieros se traduce en pérdidas, o al menos disminución de ganancias, y mayores riesgos. Por ello, los agentes menos especuladores que comienzan a tener expectativas negativas reestructuran o modifican sus carteras de inversión buscando nuevos instrumentos de reserva de valor que, aunque no generen las mismas ganancias que los activos financieros, provean mayor seguridad y sean menos volátiles. Por otra parte, los especuladores profesionales buscan nuevos objetos de especulación, para continuar con sus actividades de obtención de rendimientos por la variación de precios, aún cuando la economía se encuentra en crisis.

Estos fenómenos que surgen a raíz de los colapsos financieros pueden observarse de igual manera en el mercado de arte. Las obras de arte tienen características propias que fomentan la apreciación constante de sus precios, como la escasez, la moda, el estatus social que proveen, el incremento de la demanda, entre otros factores, lo que permite que se conviertan en una vía de resguardo de valor. Aunque son bienes poco líquidos, la existencia de mercados secundarios hace posible la obtención del medio circulante con relativa facilidad, pues las Casas Subastadoras y Galerías de arte se convierten en los intermediarios que unen a los propietarios de las obras con posibles compradores. Estos agentes del mercado secundario participan como *market makers* en el mundo del arte, ya que no sólo cuentan con información privilegiada acerca del mercado, sino que propician el mantenimiento de las ventas durante periodos de crisis.

Además, al no estar el mercado de arte relacionado con el de bonos y acciones, los precios de las piezas artísticas mantienen un comportamiento diferente y no influenciado por los mismos factores. Por ello, no sólo es posible considerar a las obras de arte como

una alternativa de inversión a largo plazo, sino que adquieren un importante papel para diversificar las carteras de inversión de los agentes en tiempos de crisis.

De esta forma, con el estallido de una crisis financiera el mercado de arte sólo se contrae momentáneamente y después se recupera, pues los agentes que mantenían activos financieros en sus carteras de inversión antes de la crisis comienzan a obtener nuevas alternativas de atesoramiento cuando la crisis estalla, en parte con el fin de evitar incurrir en grandes pérdidas, pero en especial para trasladar su riqueza al futuro.

Adicionalmente, las obras de arte pueden convertirse en un nuevo objeto de especulación, como ha sucedido en esta última crisis. Aunque la especulación con arte no se puede comparar en magnitud con la especulación inmobiliaria o con activos financieros, es evidente que el incremento acelerado de los precios y de las transacciones, de un grupo específico de obras, está relacionado con el aumento de las actividades especulativas en dicho sector. Esto se debe en gran medida a la financiarización del mercado de arte, es decir, a la proliferación de inversionistas institucionales relacionados con el mundo del arte y la propensión de *HNWI* y grandes conglomerados financieros y no financieros a invertir en piezas artísticas.

### **Conclusiones preliminares**

A lo largo de los años han existido en la teoría económica diferentes nociones de inestabilidad financiera, como resultado de los diferentes fenómenos económicos observados y, en particular, del estallido de crisis financieras. Los primeros autores clásicos identificaron al crédito como fuerza desestabilizadora de la economía, en especial por la carencia de límites a las tasas de interés. Empero, con la evolución de las finanzas, los análisis se fueron complejizando a la par que los instrumentos financieros, convirtiéndose la fragilidad financiera en un tema central del debate actual.

Si se parte de la base de que la economía capitalista es inherentemente inestable y las crisis financieras son parte del sistema económico, se puede descartar la idea de que se deben implementar acciones para evitarlas; no obstante, es posible introducir reformas para propiciar que los colapsos sean de menor magnitud, longitud y profundidad. De ahí la

importancia de un gobierno fuerte que supervise y regule a los sistemas financieros, preserve la confianza de los agentes y establezca las ganancias de los inversionistas productivos. Asimismo, el prestamista de última instancia se convierte en un organismo central para evitar la falta de liquidez en los mercados financieros y controlar los precios de los activos.

Como se ha analizado a lo largo de este capítulo, el estallido de las crisis financieras trae consigo una serie de modificaciones en la forma de operar de la economía. Específicamente, el sector financiero presenta profundos cambios en su estructura y forma de operar, los cuales dependen de las relaciones de poder que imperen en los países desarrollados y de la fuerza política que hayan adquirido las instituciones financieras.

Sin embargo, una característica singular de los colapsos financieros es el incremento de la volatilidad de activos financieros y otros objetos de especulación. En este sentido, la disminución de los precios de los títulos y bonos que propicia la caída de la tasa de ganancia fomenta que los agentes decidan reestructurar el contenido de sus carteras de inversión, ya sea para resguardar el valor de su dinero en otro tipo de instrumentos, como el oro y las obras de arte, o para continuar obteniendo grandes rendimientos mediante la especulación. Así, al estar el mercado de arte ampliamente relacionado con ambos fenómenos, de atesoramiento y especulación, el estudio de las crisis financieras se convierte de gran importancia para comprender el tema que se analizará con mayor profundidad en los siguientes capítulos.

# **Capítulo III.**

## **El mercado de arte como inversión**

### **Capítulo III. El mercado de arte como inversión**

A lo largo de los últimos diez años, el mercado de arte ha sufrido diversas transformaciones en cuanto a su forma de operar y, en especial, a la estrecha relación que se ha formado entre éste y los mercados financieros. Esto ha fomentado la participación de las obras de arte en las carteras de inversión de todo tipo de agentes que desean obtener rendimientos por la inversión de su dinero, quedando así la adquisición de obras de arte por motivos estéticos en un segundo plano.

Si bien el arte siempre se ha considerado un aspecto de la vida cultural de las poblaciones, las transformaciones del sistema financiero que se han venido observando desde finales de los setenta han provocado la financiarización de diferentes aspectos cotidianos como la educación, la salud, el arte, entre otros. Específicamente, la dominación de los inversionistas institucionales a partir de la década de los noventa en los mercados financieros ha generado la expansión de fondos de inversión de diferentes tipos en sectores como el arte.

Adicionalmente, la incursión del arte en los mercados financieros está estrechamente relacionada con el incremento de precios de las obras plásticas en los últimos diez años y, en consecuencia, con la proliferación de las actividades especulativas relacionadas con dicho mercado. De ahí que las innovaciones financieras en relación al mercado de arte han ido evolucionando conforme al boom de la adquisición de obras de arte y al crecimiento de la burbuja de precios. De esta forma, actualmente es común identificar fondos de inversión en arte, fondos de cobertura en arte (*Art Hedge Funds*), entre otros mecanismos financieros relacionados con dicho mercado.

Estos fenómenos que se han presentado en el mercado de arte lo han convertido en un objeto de estudio económico, lo que ha fomentado la realización de diversas investigaciones acerca del comportamiento de las obras de arte como objetos de inversión financiera. No obstante, la pequeña cantidad que representan las transacciones de obras de arte (en 2012 las ventas globales fueron de alrededor de 55 mil millones de



dólares<sup>5</sup>) respecto a la magnitud de transacciones del mercado financiero ha influido en que el estudio del mercado de arte desde la perspectiva económica todavía no haya tomado importancia global.

Por tal motivo, la información disponible acerca de la economía del arte sigue siendo muy limitada, así como las aproximaciones de corrientes económicas diferentes a la *mainstream*. Es por ello que en este capítulo se hace referencia a los estudios más importantes respecto a las obras de arte en su función de bienes de inversión que, aunque en su mayoría no corresponden a análisis críticos y se aproximan al mercado de arte con una visión de expectativas racionales, proveen datos y resultados esenciales para entender el comportamiento actual del mercado de arte y analizar los fenómenos de atesoramiento y especulación en los que se enfoca esta tesis.

Entonces, este capítulo tiene el objeto de mostrar un panorama del funcionamiento del mercado de arte, en especial del mercado de arte mexicano, así como de las características principales de las obras de arte que las hacen pertenecer a la categoría de bienes de inversión. Esto, con el fin de proveer al lector un panorama general de lo que sucede actualmente en el mundo del arte, y de cómo las transformaciones financieras que se han suscitado a nivel mundial han sido de impacto en diferentes aspectos de la vida cotidiana, como lo es la cultura y las artes.

De esta forma, en el primer apartado se encuentra una descripción del funcionamiento del mercado de arte, haciendo énfasis en la situación específica de México a través de las relaciones que existen entre los diferentes agentes participantes y la forma en que dichas relaciones, junto con las de los agentes financieros y especulativos, influyen en la fijación de precios y en la financiarización. Asimismo, se compara la inversión en obras de arte en relación a los demás instrumentos financieros, como títulos y bonos, y se evalúa el papel que juegan en la diversificación de carteras de inversión. Finalmente, se explica la

---

<sup>5</sup> La cifra original del reporte TEFAF Art Market Report 2013 está en euros, €43.0 billions, por lo que se hizo una conversión estimada de dicha cifra en dólares.

inmersión de los inversionistas institucionales en el mundo artístico mediante la creación de fondos de inversión en arte.

Cabe destacar que la información obtenida en relación al mercado de arte mexicano está basada en una serie de entrevistas realizadas a diferentes agentes inmersos en dicho mercado, lo que ha hecho posible trazar un panorama general lo más apegado a la realidad y obtener información actual acerca de los fenómenos que imperan en el mundo del arte. Esto, debido a que el material estadístico al respecto incluye únicamente el mercado secundario y profundiza tomando en cuenta a la totalidad del mercado.

### **3.1 El mercado de arte en México**

El mercado de arte en México, al formar parte del mercado de arte internacional, tiene un funcionamiento similar. Si bien el estilo de las obras y de los artistas difiere de los de otros países, el comportamiento de todos los mercados de arte se subyuga al comportamiento internacional y no pueden ser estudiados ampliamente sin la consideración de los fenómenos globales.

El mercado de arte se divide principalmente en dos grandes vertientes, el mercado primario y el mercado secundario. La importancia de esta división radica en que la fijación de precios y el tipo de agentes que participan en el mundo del arte dependen de las características propias del mercado en que se encuentran. De la misma forma, la comprensión de los fenómenos de atesoramiento y especulación requiere necesariamente del estudio del comportamiento de ambos mercados.

En este sentido, en esta sección se describe la división del mercado de arte, sus características particulares y funcionamiento, así como los agentes inmersos y el papel que juegan en las relaciones que se dan en el mundo del arte en su conjunto.

#### ***División del mercado***

A nivel internacional, el mercado de arte se divide en dos grandes mercados, el primario y el secundario. El mercado de arte primario es aquel en el cual el artista pone por primera vez su obra a la venta, a través de una galería de arte o a través de un agente o *dealer*. El

mercado de arte secundario está conformado por todas las ventas subsiguientes de una pieza, donde el coleccionista o propietario de la obra es el encargado de vender la pieza a través de una casa de subastas o, en menor medida, por medio de una galería.

La formación de precios de las obras de arte difiere sustancialmente de un mercado a otro, razón por la que los mercados secundarios se vuelven más propensos a actividades especulativas. Si bien la definición de precios de las obras de un artista siempre tendrá fundamentos relacionados con teoría del arte y elementos subjetivos, en el mercado primario los precios se establecen a través de un acuerdo entre la galería y el artista, y están respaldados por factores como la calidad de la obra, como son los materiales y la técnica utilizados, la reproducibilidad (como en el caso de grabados), así como la trayectoria del artista, que comprende las críticas, los premios, las exposiciones, la antigüedad, entre otros (Pintor 1, 2012, Pintor 2, 2012, Pintor 3, 2012). Por ende, el precio de las obras de artistas vivos en el mercado primario no puede ser incrementado exageradamente, pues al perder el respaldo de la trayectoria los coleccionistas se niegan a adquirirlas (Pintor 3, 2012).

Asimismo, existen galerías como la Galería Arvil o la Galería Misraqui en México, que venden obras tanto de artistas vivos como de artistas muertos (Galería A (2012), Galería B (2012)). En el segundo caso, el precio de las obras tiende a incrementar por el fetiche que adquieren las piezas de los artistas reconocidos. Sin embargo, este incremento de los precios no es de la misma magnitud que el que se presenta en los mercados secundarios y depende de la negociación que exista entre la galería y el coleccionista (Galería B, 2012).

El mercado secundario consiste en el intercambio de las obras de arte que han sido previamente compradas en el mercado primario, mismo que se da principalmente mediante las casas de subasta. En este mercado, los coleccionistas o propietarios son los que definen el menor precio al que se puede vender la obra de arte (precio de reserva), pero el precio de venta lo define el comprador con la oferta más alta, por lo que puede alcanzar niveles exagerados. Aunque la obra puede ser vendida por cualquier precio mayor al precio de reserva, existen un precio mínimo y un precio máximo especificados por la casa subastadora en el catálogo de la subasta, y que se definen en función de la

valuación de la obra. Como explican Ashenfelter y Graddy (2002), el precio mínimo estimado se determina con base en el precio de reserva, la valuación y la ganancia que espera obtener la casa de subastas (Ashenfelter & Graddy, 2002). Estos autores señalan que el precio de reserva es en promedio el 71% del precio menor estimado (Ashenfelter & Graddy, 2011).

En este sentido, las subastas de obras de arte comienzan con la publicación de un catálogo con las principales características de las obras a vender, como el artista, los materiales, el tamaño y la estimación del precio. Sin embargo, aunque las casas subastadoras establezcan un estimado de precios, los valores monetarios<sup>6</sup> que adquieren las obras dependen de los compradores, pues estos pueden aumentar el precio mediante la puja, ya sea por preferencias, especulación u otro tipo de factores personales del comprador.

A pesar de la opinión del Director de la Casa de Subastas C (2012), que infiere que las obras de arte alcanzan precios mayores en los mercados primarios por las menores comisiones de venta cobradas por las galerías, en comparación con las casas de subasta, esta afirmación es válida únicamente en el caso de artistas poco reconocidos, pues como se explicará a continuación, los precios de las obras pueden alcanzar niveles estratosféricos en los mercados secundarios debido a diferentes factores psicológicos y especulativos como son la competencia entre coleccionistas, el deseo de poseer una pieza en específico, el estatus social, la pretensión de aumento del nivel de precios de un artista, entre otros (Coleccionista X (2012), Casa de Subastas C (2012)).

No obstante, en las actividades especulativas que se han intensificado en la última década, en especial en relación al arte contemporáneo, es posible observar que las obras de algunos artistas vivos han alcanzado precios exorbitantes en el mercado primario, en ocasiones mayores a los precios de los grandes artistas del siglo XIX.

---

<sup>6</sup> Cuando se habla de valores monetarios se hace referencia al precio de la obra, y únicamente se utiliza como homólogo para fines de redacción.

Así, podemos identificar que las actividades especulativas con obras de arte tienen lugar principalmente en el mercado secundario, aunque hay también indicios de que este tipo de fenómenos también puede suscitarse, aunque con menos frecuencia, mediante las galerías, en el mercado primario. No obstante, este tema será explicado a profundidad en el siguiente capítulo.

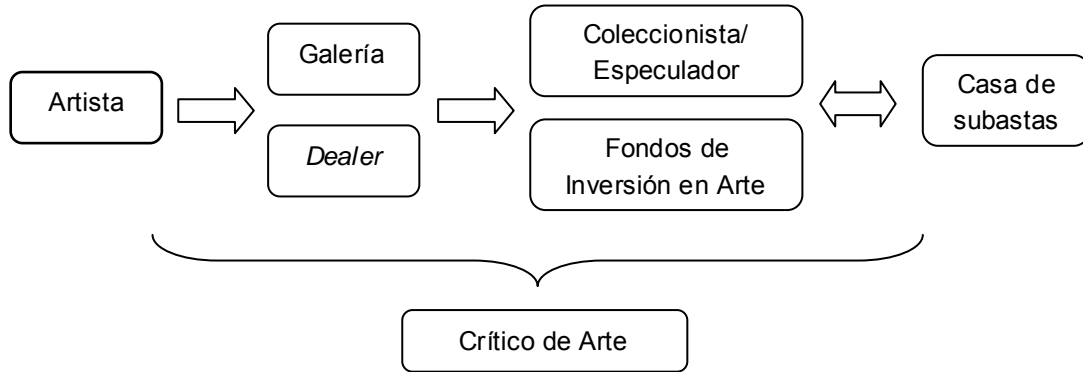
### ***Principales agentes***

Para comprender el comportamiento del mercado de arte en su conjunto y estudiar los fenómenos económicos que tienen lugar en éste es necesario definir las facultades de los diferentes agentes que participan en el mercado de arte y su interrelación en los dos tipos de mercados.

La relación entre los agentes del mercado de arte se complejiza a la par que el funcionamiento del mismo, por lo que los agentes del mercado primario se han visto cada vez más inmersos en ventas secundarias de obras de arte, e incluso algunos artistas han comenzado a vender sus obras directamente a las casas subastadoras sin pasar por la primera etapa, es decir, las galerías. Un ejemplo de esto es el artista Damien Hirst, que cedió directamente 223 de sus obras a la casa subastadora Sotheby's (Granet & Lamour, 2010). Pese a ello, el comportamiento tradicional y las interrelaciones comunes del mercado de arte internacional, incluido el mexicano, se pueden observar en el siguiente esquema.

Si bien los agentes del mercado de arte mexicano se pueden clasificar de la misma forma que los del mercado internacional, la descripción de los siguientes agentes se basa en su mayoría en agentes del mercado de arte mexicano y con información basada principalmente en la investigación de campo y las entrevistas realizadas.

Figura 1. Agentes del mercado de arte



Fuente: Elaboración propia

## Artistas

Como es universalmente conocido, los artistas son los agentes más importantes del mercado de arte por ser los creadores de las obras. *“No es lo mismo ser pintor que ser artista, para ser un artista hay que tener talento, no basta la técnica”* (Casa de Subastas C, 2012). No obstante, hoy en día distan de ser los agentes más beneficiados en las transacciones comerciales del mercado de arte.

Además de la creación de obras de arte, a lo largo de su vida los artistas se encargan de la promoción de su trabajo para su expansión internacional, por lo que su capacidad creativa, personalidad y facilidad para relacionarse con los demás agentes del mercado de arte son las cualidades esenciales que un artista reconocido debe tener. Como explica Académico 1 (2012), para que un artista adquiera importancia nacional o internacional es necesario que establezca relaciones sociales con otros agentes del mercado, que los críticos se interesen en su obra y redacten críticas positivas de ellos o que se dediquen a actividades académicas donde adquieren renombre artístico.

En este sentido, el nivel de precios de las obras de los artistas vivos depende en gran medida de la importancia que alcancen estos, pues la tendencia de los precios a incrementar se relaciona con las modas de la época, la publicidad y relaciones sociales que logra el artista, las críticas de arte, los premios y la trayectoria, etcétera. Es por ello

que muchos de los conocidos ahora como grandes artistas, como Van Gogh o Cézanne, no tuvieron éxito cuando estaban vivos.

Empero, actualmente el reconocimiento de un artista también está relacionado con la participación de los grandes corporativos financieros y no financieros en el mercado de arte, pues cuando estas instituciones se interesan por un artista en particular son las encargadas de incrementar tanto su renombre internacional como el precio de sus obras (Heilbrun & Gray, 1993, Granet & Lamour, 2010). Como se explicará en el capítulo posterior, este tipo de relaciones entre corporativos y artistas propicia la inflación de precios y una alta especulación.

En este sentido, los artistas vivos que adquieren renombre internacional forman parte de la minoría de la totalidad de estos agentes y, como explicó Pintor 3 (2012), generalmente dejan de ser artistas para convertirse en empresas de producción masiva de obras de arte altamente especulativas. Por ello, el arte contemporáneo se ha convertido en la tendencia artística con mayor volatilidad de precios y objeto de actividades especulativas.

Entonces, es posible identificar una división de artistas en el mercado. La mayor parte de los artistas son aquellos que todavía no han alcanzado forjar un renombre internacional. Ese tipo de artistas entran al mercado de arte mediante las galerías o los *dealers*, que son los agentes encargados de promocionar las obras del artista y establecerles un precio promedio. Por otra parte, existen artistas que han dejado de estar en la esfera común y han adquirido un renombre nacional o internacional de gran magnitud. Aunque sus obras se introducen de igual manera mediante agentes del mercado primario, muchas de sus piezas son además vendidas subsecuentemente en los mercados secundarios. Dentro de este tipo de artistas están los que se denominan artistas especulativos y cuyas obras generalmente participan en los fenómenos de atesoramiento y especulación. Esta división de artistas se marca principalmente por una enorme brecha en los precios, donde las obras de los artistas más reconocidos adquieren precios exorbitantes que, en la mayoría de los casos, proveen ganancias financieras a los coleccionistas o corporaciones con las que trabajan (Pintor 3, 2012).

Aunque en el mercado de arte mexicano comúnmente no se presenta este fenómeno, sí existe un grupo de artistas reconocidos internacionalmente que encabezan los récords de ventas de arte mexicano tales como Gabriel Orozco, Carlos Amorales, Sergio Hernández, Francisco Toledo, Gilberto Aceves Navarro, Perla Krauze, Manuel Felguérez, Fernando García Correa, Sebastián, los hermanos Jorge y Javier Marín, entre otros (Académico 3, 2012), y cuyas obras participan en las actividades financieras analizadas en esta investigación.

### **Coleccionistas**

La clasificación de un agente como coleccionista es un tanto ambigua y algunas veces se utiliza de manera errónea, pues se considera coleccionista de arte a cualquier comprador frecuente de piezas artísticas. No obstante, como explica el Director de la Casa de Subastas C: *“Un coleccionista es una persona que es sensible al arte, conocedor, y que acota su ámbito de colección”* (Casa de subastas C, 2012).

Por lo tanto, dentro de los agentes compradores de arte se pueden encontrar coleccionistas, especuladores, inversionistas y propietarios de obras de arte. La característica principal que los diferencia es el motivo de la adquisición de las obras, que puede ser la creación de una colección acotada y representativa de una época o lugar, la obtención de ganancias financieras con las transacciones o la adquisición de piezas artísticas con fines estéticos, de reserva de valor o de estatus social.

En este sentido, Heilbrun & Gray (1993) identifican que los agentes demandantes de obras de arte pueden ser coleccionistas, museos, corporativos, comerciantes o cualquier otro individuo que desee ser propietario de un objeto artístico. Adicionalmente, Frey & Eichenberger (1995) clasifican a los compradores de arte en dos grandes grupos que denominan coleccionistas y especuladores.

Sin embargo, a pesar de las distintas clasificaciones que se pueden encontrar en diferentes autores, para fines de esta investigación se considera únicamente la diferencia entre coleccionista, inversionista y especulador. A diferencia de los especuladores y los inversionistas, los coleccionistas adquieren obras por su valor artístico y compran piezas



de forma ordenada y con una selección en función de sus conocimientos de historia del arte, como explica Coleccionista X (2012).

En el mercado de arte mexicano predominan los coleccionistas sobre los otros dos por los riesgos de pérdidas en que puede incurrir el inversionista y especulador, entre los que se encuentran las restricciones de liquidez de las obras de arte, los determinantes sociales como moda o preferencias que afectan los precios y el aumento de los costos de transacción (Frey & Eichenberger, 1995). Esto, porque las transacciones del mercado de arte mexicano aún son muy pequeñas; alrededor de 34.4 millones de dólares de acuerdo a Gasca (2012), a comparación de aproximadamente 55 mil millones de dólares en el mercado de arte global (TEFAF ART REPORT, 2013).

Cabe destacar que en la actualidad algunos coleccionistas como los grandes corporativos o los individuos con mayores ingresos, se han convertido en un mezcla de los tres tipos de agentes, que además de adquirir obras por preferencias y valor estético utilizan sus habilidades como comerciantes, financieros o publicitarios para adquirir ganancias adicionales (Granet & Lamour, 2010). Un ejemplo es la adquisición de obras de arte a menor precio durante las crisis financieras, para luego venderlas con el incremento de su valor monetario, como explica el Coleccionista X (2012), que es lo que ha sucedido notoriamente en el curso de la crisis actual.

Esta diferencia también se encuentra al estudiar los fenómenos financieros del mercado de arte, donde los agentes que utilizan las obras como reserva de valor son los coleccionistas, mientras que los que buscan la obtención de ganancias con el incremento de los precios son los inversionistas y especuladores. Esto sucede porque generalmente todos los compradores de arte que conocen el mercado saben que la tendencia creciente de los precios les permitirá ya sea transferir valor al futuro a través de las obras, o adquirir ganancias de su venta futura. De ahí que existan individuos que adquieren obras de arte con el fin de resguardar valor, mientras que otros únicamente esperan los momentos indicados para la compra/venta de las piezas y, por ende, son considerados especuladores.

## **Galerías y Dealers**

Tanto las Galerías de arte como los *Dealers* son agentes que tienen una mayor participación en los mercados primarios y que venden nuevas obras de artistas que generalmente se encuentran vivos. Estos dos tipos de agentes también pueden participar en el mercado de arte secundario mediante la venta de obras de artistas que han muerto, o la consignación de obras por parte de los propietarios. Además, existen galerías como Galería Oscar Román, en México, que son propietarias de todas las obras que se encuentran a la venta y se consideran parte del mercado secundario.

Tradicionalmente, las actividades de las galerías se centraban en vender las obras de determinados artistas, así como fomentar su crecimiento, promoción y prestigio (Pintor 3, 2012). Empero, Pintor 3 (2012) explica que en las últimas tres décadas las galerías de arte a nivel internacional han cambiado su funcionamiento y, al igual que las casas de subasta, se han convertido en agentes cada vez más restrictivos y más propensos a la especulación artística.

Actualmente, la mayoría de las galerías de arte venden obras a consignación, por lo que obtienen un porcentaje que puede ser del 40% al 90% del valor de la obra. En México, el promedio de comisión por consignación se encuentra alrededor del 50% y las galerías generalmente se encargan de la organización de las exposiciones; difusión y promoción del artista; aseguramiento, almacenamiento y transporte de las obras; y obtención de compradores (Pintor 1, 2012).

El renombre que puede forjar un artista se relaciona también con las galerías que lo representan y la importancia que estas tienen a nivel nacional e internacional, lo cual influye también en el porcentaje que se cobra por consignación. En México, las galerías de arte más importantes que representan a artistas nacionales y extranjeros, y se reconocen internacionalmente, son la Galería de Arte Mexicano, Galería Ortiz Monasterio, Galería Kurimanzutto, Galería Luis Adelantado, Galería Arvil, Galería Nina Menocal, Galería Hilario Galguera, entre otras.

## **Casas de subasta**

Los principales agentes del mercado secundario son las casas de subasta. Como se explicó en apartados anteriores, es mediante las casas de subasta que los coleccionistas o propietarios venden sus obras.

La importancia de las casas subastadoras en el mercado de arte radica en que son los agentes mediante los cuales se fija el precio de las obras en el mercado secundario, mismo que se encuentra formado por factores subjetivos como las preferencias y la psicología del comprador (Coleccionista X, 2012).

De acuerdo con las Casa de Subastas A y B, una subasta pública se organiza al contar con un conjunto de obras consignadas de una categoría o tendencia determinada. Las obras se valúan por profesionales de la casa subastadora, mediante el cual se define un rango de precios aproximado que puede alcanzar cada obra en la subasta y un precio de reserva establecido por el propietario. Así, aunque el precio puede incrementar a niveles estratosféricos, siempre existe un precio mínimo determinado por el vendedor de la obra, que es precio de reserva.

Entre las diversas actividades de una casa de subastas se encuentra la valuación, el aseguramiento y el transporte de las obras, así como la creación del catálogo de venta y la organización de la subasta (Casa de subastas B). Sin embargo, dichos servicios se financian mediante las comisiones pagadas por el consignante, que son del 10% al 30% del valor de venta de la obra.

A nivel internacional, las casas de subasta más importantes son Sotheby's y Christie's, ambas creadas en Gran Bretaña a mediados del siglo XVIII. A pesar de que estas dos casas subastadoras únicamente realizan subastas en ciudades como Londres, Nueva York, París, Milán, Dubái y Hong Kong, no sólo son las más importantes en México sino

que se encargan de casi el 90% de las ventas de arte mexicano<sup>7</sup>. Adicionalmente a esas dos casas británicas, dos participantes en el mercado de arte mexicano son Morton Subastas y Casa de Subastas Rafael Matos.

Si bien las actividades especulativas en el mercado secundario tienen lugar gracias a la volatilidad de precios, cabe destacar que Sotheby's y Christie's, al tener un papel oligopólico en la formación de precios, se han convertido en el centro de especulación artística por excelencia. La rivalidad de estas dos casas subastadoras es un factor que ha influido enormemente en la explosión de los precios del arte, pues no sólo la formación de precios se basa en la subjetividad, sino que las mismas subastadoras se encuentran inmersas en actividades inflacionistas que propician el incremento artificial de precios, como explican Granet & Lamour (2010), así como acuerdos de precios de monopolio para el incremento de sus ganancias.<sup>8</sup>

### **Críticos de arte**

Aunque siempre han tenido un papel secundario en el mercado de arte, los críticos tienen una gran importancia en el desarrollo de los artistas, así como en la formación del precio de sus obras. Esto, porque los críticos de arte son los encargados de dar una evaluación académica a las obras de los artistas vivos, ya sea fomentando su reconocimiento u obstaculizándolo.

Un crítico de arte normalmente tiene una carrera artística y trabaja en la academia o en los medios de comunicación. Como su nombre lo indica, el trabajo de estos agentes es dar una opinión crítica respecto a las obras de un artista, por lo que es a través de ellos que se forja la trayectoria de los artistas, y por tanto, se impulsa el aumento de los precios de sus obras. La crítica de arte no sólo se utiliza para la difusión y promoción de los

---

<sup>7</sup> En el 2012 las ventas totales de arte mexicano fueron de 34.4 millones de dólares, de los cuales 27.9 millones de dólares se vendieron a través de las casas subastadoras Sotheby's y Christie's, lo que equivale a más del 80% (REPORTE DEL MERCADO DE ARTE EN MÉXICO (2012)).

<sup>8</sup> Un estudio detallado sobre este último fenómeno se puede encontrar en el artículo "*Anatomy of the Rise and Fall of a Price-Fixing Conspiracy: Auctions at Sotheby's and Christie's*" de Ashenfelter & Graddy (2005).

artistas, sino que es básica para su participación en museos e instituciones importantes a nivel global.

Estos agentes no sólo tienen un profundo conocimiento del mundo del arte por sus estudios académicos, sino que poseen una comprensión del trabajo de los artistas actuales y los precios de sus obras. Por lo tanto, los críticos de arte son, en términos financieros, los *insiders* del mercado (Davidson, 2012).

Actualmente, algunos críticos de arte se han convertido en los agentes más importantes en la especulación. Como explica Académico 3 (2012), la carencia de espacios artísticos que caracterizaban a las décadas pasadas ha propiciado que los artistas creen sus críticos propios, que participan en la inflación de precios y hacen posibles las actividades especulativas.

Este fenómeno también ha fomentado en gran medida el surgimiento de la división de artistas explicada anteriormente, pues es con ayuda de la crítica que la minoría de artistas, aquellos sujetos a la especulación, han alcanzado una fama incomparable. Así, los críticos de arte no sólo ayudan a los artistas a forjar un reconocimiento internacional, sino que son cruciales para que sus obras se conviertan en obras de suma importancia, mismas que son utilizadas ya sea para resguardar valor como para obtener ganancias.

### ***Situación actual y participación internacional del mercado de arte mexicano***

A partir de finales de los noventa, el mercado de arte mexicano ha presenciado cambios importantes en su funcionamiento, lo que responde a los cambios estructurales internacionales tanto económicos (específicamente financieros) como artísticos. Si bien el muralismo mexicano de principios de siglo XX significó una expansión artística internacional y reconocimiento mundial de los artistas mexicanos, a partir de la segunda mitad del mismo siglo se ha aminorado la participación del arte mexicano en el mundo.

Uno de los aspectos de mayor impacto fue la explosión del mercado de arte asiático, que tiene una tendencia creciente y ha adquirido una posición inigualable en las ventas actualmente, lo que ha restado importancia al arte latinoamericano. Pese a ello, el cambio en la forma de operar del mercado de arte mexicano con el surgimiento de nuevos

individuos con altos ingresos ha propiciado la apreciación de algunos artistas de este país a nivel internacional.

En este sentido, la situación actual del mercado de arte mexicano ha generado opiniones diferentes por parte de los agentes, donde algunos consideran que dicho mercado se encuentra en expansión mientras que otros son menos optimistas respecto a su desarrollo. La Galería D (2012), la Casa de subastas C (2012), el Pintor 2 (2012) y el Coleccionista Z (2012) coinciden en que el mercado de arte mexicano ha comenzado un periodo de crecimiento en la última década, pues no sólo las personas se encuentran más interesadas en la adquisición de obras de arte por gusto o cultura, sino que la marcada división de las clases sociales que impera en el país propicia que las obras de arte se consideren bienes de lujo que proporcionan un determinado estatus social. Por otra parte, el Pintor 3 (2012) y las Galerías A (2012) y B (2012) aseguran que el arte en México está presenciando un estancamiento importante, con una disminución de las ventas de obras de arte y un detrimento de los ingresos de los artistas, los cuales ya no pueden sobrevivir de sus obras, sino que tienen que incurrir en otro tipo de actividades laborales.

Esta diferencia de opiniones radica en la observación de dos diferentes sectores del mercado de arte. Si bien los artistas que tienen una importante trayectoria y son reconocidos internacionalmente han incrementado sus precios en los mercados internacionales, el sector de los artistas emergentes ha sufrido problemas para desarrollarse al igual que en países asiáticos como China e India. Así, el comportamiento creciente de los precios de algunos artistas mexicanos como Gabriel Orozco y Francisco Toledo, la propagación internacional de escultores como Sebastián y Javier Marín, así como el incremento de coleccionistas-especuladores jóvenes, directivos de grandes conglomerados financieros y no financieros, son evidencia de la expansión de un sector del arte mexicano. Mientras tanto, el sector de artistas no especulativos y no reconocidos internacionalmente ha presenciado una decadencia importante.

Si bien el mercado de arte en México ha presenciado un crecimiento, en especial en la última década, es posible identificar una división igual a la del mercado de arte internacional, con una minoría de artistas de alta demanda reconocidos a nivel mundial y una mayoría de artistas que encuentran dificultad de vender sus obras. Esto no sólo

explica la dificultad de desarrollo de un gran número de artistas con talento, sino también es evidencia de la presencia de actividades especulativas en el mercado de arte mexicano (Pintor 3, 2012), que aunque han comenzado de manera tardía en comparación con los países desarrollados, explican el incremento del precio de un grupo selecto de artistas.

Adicionalmente, las ventas de arte mexicano en el mismo país representan una mínima parte de las ventas globales. En el 2011, donde el total de las ventas de arte mexicano fue de \$34.4 millones de dólares, las transacciones que se llevaron a cabo en Nueva York suman \$27.9 millones de dólares, mientras que en México las ventas alcanzaron únicamente \$6.5 millones de dólares (Gasca, 2012). Este fenómeno está relacionado con la carencia de un gran grupo de coleccionistas mexicanos (Académico 3, 2012) y por el hecho de que, de acuerdo al Coleccionista X (2012), las obras de arte mexicano pueden ser adquiridas a menores precios en los mercados extranjeros.

En este sentido, si se compara al mercado de arte mexicano con el de países europeos, Estados Unidos, China e India, es un mercado pequeño. No sólo los artistas mexicanos tienen precios menores a los 10 millones de dólares, sino que es un número muy reducido de ellos los que logran esa escala de precios. Además, pocos artistas mexicanos han tenido exposiciones en las instituciones internacionales más importantes, como el museo Reina Sofía en Madrid, el Tate Museum en Londres y el Museo de Arte Moderno (MoMa) en Nueva York; incluso contando con el apoyo del gobierno mexicano, como en el caso de Manuel Felguerez (Académico 3, 2012).

### **3.2 Las obras de arte como inversión financiera**

Las obras de arte tienen características diferentes a los demás bienes de consumo, no sólo por el placer estético que proveen, sino por su heterogeneidad que las hace únicas. Es por ello que el comportamiento del mercado de arte, además de los factores estéticos y financieros, involucra diversas características subjetivas o psicológicas como gustos, preferencias, modas, entre otras.

Por ende, la determinación de precios de las obras de arte no depende únicamente de las características físicas de la obra como tamaño, materiales y calidad, sino que también está sujeta a factores financieros y subjetivos, así como al reconocimiento del artista y de la obra (Ashenfelter & Graddy, 2002).

Como se explicó anteriormente, al existir un mercado secundario de obras de arte basado en subastas se fomenta la volatilidad<sup>9</sup> de precios que da lugar tanto a la especulación con obras de arte, como a la sobrevaluación de éstas. Esto, porque los mercados secundarios permiten fenómenos de variación de precios por la entrada de agentes especuladores, por lo cual se establecen nuevas relaciones entre los agentes del mercado de arte y otros agentes de los mercados financieros.

Las particularidades del mercado de arte que se explicaron en el apartado anterior han permitido, por un lado, que las pinturas y esculturas adquieran la característica de reserva de valor que se estudió en el Capítulo I de esta Tesis y, por otra parte, que estos objetos sean utilizados como forma de inversión financiera con objeto de obtener un rendimiento.

La diferencia que es necesario destacar respecto a estas dos actividades es que el arte como reserva de valor significa una inversión a largo plazo que, aunque prometa una enorme ganancia financiera en el futuro, lo importante es que se visualiza que su precio se mantendrá estable o se incrementará, por lo que se puede utilizar para transferir valor. Sin embargo, el arte como inversión financiera es la adquisición de obras con el objetivo principal de obtener un rendimiento financiero a su venta.

No obstante, esas mismas características de las obras de arte son las que las hacen objetos con mayor riesgo que otros activos al ser consideradas como instrumentos de inversión pues, aunque los movimientos en los precios tienen normalmente una tendencia creciente, al estar relacionados con factores psicológicos y financieros se hace imposible garantizar que el aumento de precios continuará indefinidamente, especialmente cuando

---

<sup>9</sup> Cuando se habla de volatilidad de precios en las obras de arte en esta tesis, se hace referencia a la falta de una tendencia estable del comportamiento de los precios. Actualmente, el comportamiento es en general a la alza, pero esto no asegura que los precios se mantengan en el futuro.



es común que en las subastas de arte existan cambios inesperados en los precios por factores como especulación, preferencias, moda, incrementos en el ingreso, entre otros (Ashenfelter & Graddy, 2011).

Adicionalmente, existen diferencias entre las obras de arte que las hacen fungir de diferente manera en el mercado por sus particularidades específicas, como las obras maestras, que sirven comúnmente como reserva de valor, o las obras de arte contemporáneo, que son las piezas más especulativas. De ahí que este apartado se centra en el análisis de las características de las piezas artísticas y su relación con los activos financieros, así como el mecanismo de obtención de ganancias financieras mediante éstas, para identificar en qué medida las propiedades de estas piezas las hacen fungir realmente como una alternativa de inversión.

### ***Características particulares de las obras de arte***

Una de las principales características de las artes plásticas no utilitarias, pintura y escultura, es su heterogeneidad. A pesar del uso de técnicas similares y enfoques parecidos, cada obra de arte siempre será única. Esta particularidad imposibilita que las piezas artísticas de este tipo sean estudiadas como otras mercancías, pues a diferencia de éstas últimas, el mercado de arte no se basa en la cantidad. Si bien existen las reproducciones, legales o ilegales, como dice el filósofo Walter Benjamin, el “aura” de la obra de arte es única y se atrofia mediante la reproducción de la misma, pues *“la autenticidad de una cosa es la cifra de todo lo que desde el origen puede transmitirse en ella, desde su duración material hasta su testificación histórica”* (Benjamin, 2003 [1936]). De esta forma, es posible considerar a las obras de arte antes mencionadas como objetos únicos, cuya diferencia le impone importancia y propicia que sea fetichizada.

Algunos autores como Puu (2006) hacen referencia a que las obras de arte pueden considerarse como bienes de lujo, por la lógica que refleja el mercado de arte. No obstante, las propiedades estéticas alrededor de una obra de arte distan enormemente de las características materiales de los bienes de lujo comunes, pues no adquieren su valor de acuerdo a una marca o función específicas, sino por los aspectos cualitativos que la

conforman. Además, la característica de ser objetos únicos, propicia que no sean comparables con los bienes de lujo que con frecuencia son producidos en masa.

Aunque hoy en día es posible identificar un sinnúmero de compradores que adquieren obras de arte por el rendimiento monetario que éstas les pueden proporcionar en un futuro, los tradicionalmente conocidos como coleccionistas de arte adquieren las piezas en primera instancia por sus cualidades estéticas, propiedades culturales y significado histórico, siendo las ganancias financieras un beneficio adicional<sup>10</sup>.

Si bien todas las obras de arte son únicas, existe además un fenómeno común en las obras maestras conocido como *Masterpiece effect*, que se refiere a la sobrevaluación de las obras de arte de grandes artistas en un periodo de tiempo específico (Ashenfelter & Graddy, 2002). Este fenómeno se puede presentar por la importancia que le imponen un coleccionista o un grupo de inversionistas a una obra al adquirirla a un precio más elevado, ya sea por la calidad de la obra, por el renombre que ha forjado el artista o por el impacto que provoca entre los críticos de arte del momento.

Por ende, el que una pieza de arte se convierta en *Masterpiece* depende en gran medida del mismo mercado, es decir, de los intereses de los coleccionistas y conglomerados más importantes. Un ejemplo emblemático de principios del siglo XX, es la colección que Lillie Bliss (Lizzie Bliss) formó de Paul Cézanne con obras que tenían críticas negativas o que no tenían popularidad entre los críticos de arte, mismas que a su muerte, al ser heredadas al Museo de Arte Moderno perteneciente a la Familia Rockefeller, se consideraron como obras maestras de gran importancia para comprender la obra del artista (Henry Liu, 2004c)<sup>11</sup>. Esto muestra cómo los intereses de la élite económica y política del momento

---

<sup>10</sup> El coleccionista mexicano Andrés Blaisten cuenta con una de las más importantes colecciones de Arte Latinoamericano en el mundo, sin embargo, las piezas de su colección son elegidas por su carácter estético y no por el rendimiento financiero que pueden genera.

<sup>11</sup> Lillie Bliss fue partícipe del proyecto de formación del Museo de Arte Moderno de Nueva York, perteneciente a la familia Rockefeller, por su amistad con Abby Aldrich Rockefeller, dueña y creadora del proyecto. La importancia de destacar la relación entre Lillie Bliss y Abby Rockefeller radica en que ambas provenían de familias de políticos pertenecientes a la élite social del momento, además de ser Abby Rockefeller esposa de uno de los herederos de las mayores fortunas de Estados Unidos en el momento.

son de crucial importancia para el reconocimiento y popularidad de un artista determinado.

El que una obra de arte sea considerada una *Masterpiece* automáticamente la convierte en un objeto de interés para muchos individuos, por lo que alcanza precios mayores que los esperados y su valor, tanto estético como monetario, perdura a lo largo del tiempo. Estas son las piezas que funcionan de mejor manera como activos de reserva de valor, pues la importancia que adquieren fomenta que el valor incremente con el tiempo, o que al menos no disminuya.

En este sentido, los artistas que adquieren un mayor reconocimiento en el mercado tienen obras de mayor valor monetario, ya sea por la moda, la belleza de las obras, el deseo de muchos coleccionistas de poseerlas o los fenómenos financieros en que se encuentran inmersas. De ahí la importancia que adquieren los inversionistas institucionales y corporativos que apoyan y promocionan a determinados artistas, pues independientemente del valor estético de sus obras, pueden convertirse en obras maestras<sup>12</sup>. Éstas son las piezas utilizadas como reserva de valor, inversión financiera u objeto de especulación, pues su valor monetario incrementa constantemente y difícilmente presenta un estancamiento o disminución.

Sin embargo, es necesario diferenciar las obras de este tipo de artistas, pues no todas ellas cumplen las mismas funciones financieras. Las obras de arte de artistas importantes (generalmente muertos), altamente reconocidos internacionalmente y que forman parte del patrimonio cultural son las llamadas obras maestras. Aunque este tipo de obras generalmente son adquiridas por coleccionistas interesados en el arte y museos, también son adquiridas por inversionistas o especuladores que conocen el mercado y tienen la certeza de que su precio tiende a incrementar. De esta forma, este tipo de obras son las que generalmente funcionan como reserva de valor o inversión financiera, pues sus precios muestran generalmente una tendencia creciente por el fetiche que se crea en torno a ellas

---

<sup>12</sup> Las obras de Damien Hirst han tomado gran importancia internacional, no sólo por la aportación del artista al arte contemporáneo, sino también por el apoyo de Charles Saatchi, uno de los coleccionistas y promotores de arte contemporáneo más importantes del mundo.

y al artista. Como se mencionó anteriormente, este llamado renombre artístico no está necesariamente relacionado con la calidad de las obras, sino que puede ser proporcionado mediante campañas publicitarias, muestras y exposiciones en importantes museos, adquisición de dichas obras por famosos coleccionistas, grandes corporativos, personas pertenecientes a la élite económica, etcétera.

Adicionalmente, hay obras de arte de artistas muertos o vivos, reconocidos en menor medida, pero que dependiendo de la época se aprecian enormemente o se estanca su valor. Como explica el Director de la Casa de Subastas C (2012), esto sucede especialmente por las modas y preferencias que imperan en el momento o por la exclusividad de las obras que provee un cierto estatus social al propietario. Un ejemplo de este tipo de obras son las de Frida Kahlo, que como explican Pintor 3 (2012) y Académico 3 (2012) incrementaron su precio enormemente por la competencia que se creó entre dos grandes coleccionistas, Madonna (cantante pop) y Dolores Olmedo (coleccionista mexicana de arte). Este tipo de obras pueden adquirir una gran importancia y convertirse en obras maestras, como en el caso mencionado, o pueden ser únicamente modas temporales y, por tanto, pasado el boom se estancan sus precios.

Por otra parte, existen obras de artistas poco reconocidos, que se encuentran en la esfera artística nacional, que son adquiridas únicamente por coleccionistas o individuos que poseen un gusto por el arte. Estos artistas pueden estar vivos o muertos, y sus obras no se ven inmersas en ningún tipo de fenómeno económico.

Finalmente se encuentran las obras de artistas vivos de gran reputación, como el arte contemporáneo actual, que se convierten en objetos de especulación por la importancia que le dan los agentes del mercado, lo cual generalmente responde a preferencias, modas y estatus social. Las obras de arte moderno y contemporáneo son las que se han convertido en los objetos de especulación financiera que aportan mayores beneficios, pues sus precios incrementan enormemente por la promoción que se hace al artista y la inflación artificial de precios. Este tipo de obras se puede entender perfectamente con artistas actuales como Damien Hirst o Jeff Koons, que han adquirido una enorme popularidad a nivel mundial, al grado que *“...todos los grandes coleccionistas inmersos en la élite del mercado del arte tienen algún Hirst”* (Granet & Lamour, 2010:48).

Al hablar de la moda o el estatus social que una obra provee, se hace referencia a la importancia que ha tomado cierto artista o determinada pieza, lo cual tiene sus bases en aspectos estéticos y de teoría del arte, como sería una obra de Claude Monet que representa el inicio de una vanguardia artística del siglo XIX; en la importancia histórica, como lo es una obra de Ensor que con sus obras expresionistas retrata las circunstancias históricas del momento; en aspectos culturales, como son las obras de Marcel Duchamp que expresan cambios en la forma de apreciar los objetos artísticos; en relaciones sociales del artista, como en el caso de Jeff Koons; o en fenómenos financieros, como las obras de Damien Hirts que son en la actualidad piezas enormemente especulativas. Así, la moda no es un fenómeno subjetivo que aparece naturalmente, sino que responde a un conjunto de elementos sociales, económicos, culturales y políticos que imperan en un momento determinado en la sociedad y que puede ser impulsada por la élite económica para alinearse con intereses específicos.

Para comprender mejor los fenómenos económicos a los que se hace referencia es necesario detallar los mecanismos mediante los cuales se forman los precios en el mercado de arte, lo cual depende no sólo de factores económicos, sino también de elementos estéticos, psicológicos y financieros.

### ***Fijación de precios de las obras de arte***

En los últimos años, las piezas maestras y algunas obras de arte contemporáneo han adquirido valores monetarios cada vez más altos, al grado de alcanzar precios de nueve cifras como la obra de Paul Cézanne, “*Les joueurs de cartes*”, que fue vendida a la familia real de Qatar mediante una transacción privada en el 2011, por alrededor de 250 millones de dólares. Goetzmann (2009) señala que este fenómeno de aumento estratosférico de precios se debe a la “percepción fetichizada” que han ido adquiriendo las obras de arte con el tiempo, especialmente de artistas muertos.



Paul Cezánne  
*“Les joueurs de cartes” (1892)*

Si bien el mercado de arte se destaca por los factores subjetivos que influyen la fijación de precios, la existencia de un mercado secundario permite que estos se transformen de tal manera que alcancen cifras exorbitantes.

Como se explicó anteriormente, los precios de las obras de arte se determinan de manera diferente dependiendo del mercado en que se encuentren, primario o secundario. El mercado primario se refiere a las obras de arte que son vendidas por primera vez, después de haber sido creadas por el artista. Los agentes que intervienen en estos mercados son las galerías de arte, los *dealers* o agentes de venta privados y los artistas. La forma en que se fijan los precios en el mercado primario depende principalmente del nivel de precios en que se encuentran las obras pasadas del artista y su reputación actual (Nazvanov, 2010), y en menor grado de las características físicas de la obra como el tamaño, técnica, materiales, etcétera. De acuerdo con Pintor 1 (2012) y Pintor 2 (2012) el precio es determinado de manera conjunta entre el artista y la galería, el cual es respetado por ambos agentes.

Si bien los precios del mercado primario tienen mayor apego al valor artístico, los precios que adquieren las obras de arte a través del mercado secundario pueden no tener relación alguna con sus propiedades estéticas. El mercado de arte secundario está conformado por las casas de subasta, de las cuales las dos grandes casas subastadoras internacionales Sotheby's y Christie's dominan el mercado con alrededor del 80% de las ventas totales de arte mediante subastas públicas.

Antes de la subasta se valúa la pieza para definir un precio mínimo y máximo así como el precio de reserva, que es el precio menor al que se puede vender la obra de arte mismo

que es determinado por el propietario. Empero, aunque se definan valores aproximados del valor de la obra, los coleccionistas que participan en la subasta pueden incrementar el precio mediante la puja hasta niveles que no se habían considerado. Esto se debe principalmente a que la adquisición de obras de arte en las subastas está rodeada de factores como preferencias, moda, competencia e incluso características psicológicas de los compradores como el ego, que son los que provocan los cambios inesperados de precios en las obras de arte (Ashenfelter & Graddy, 2011).

Es por ello que las piezas artísticas son capaces de adquirir valores monetarios de enorme magnitud, pues la determinación de precios involucra en mayor parte factores subjetivos. Así, las obras de arte se convierten en objetos de especulación que en ocasiones pueden generar grandes rendimientos, porque existe la posibilidad de un gran incremento de los precios en el futuro, en especial durante las subastas públicas.

De igual forma, las obras de arte adquieren características de bienes de inversión por tener un mercado secundario bien organizado, ser bienes únicos y durables, y presentar un constante incremento en los precios, lo cual propicia su adquisición como reserva de valor o como activo de largo plazo para la obtención de ganancias de capital.

Sin embargo, para que las obras de arte incrementen en gran medida su precio y se puedan llevar a cabo actividades especulativas con ellas, es necesario que exista un grupo de especuladores en el mercado de arte que hagan posible dicho fenómeno.

### ***Motivos para la adquisición de obras de arte***

El mercado de obras de arte ha tenido históricamente como principales consumidores a los coleccionistas y amantes del arte (Bryan, 1985). No obstante, hoy en día el consumo de obras de arte ha trascendido a los coleccionistas tradicionales para incluir ahora a los especuladores e inversionistas financieros.

Existen diversos motivos para la adquisición de obras de arte, desde la satisfacción que produce la apreciación estética de la obra, el prestigio que le da al propietario o la obtención de ganancias por la apreciación de las piezas con el tiempo (Atureken & Seckin, 2007).

Si bien los principales motivos de adquisición de obras de arte han sido históricamente el resguardo de valor, el placer estético, la moda, el estatus social y el agregado cultural que proveen, la transformación del paradigma económico a un capitalismo dirigido por las finanzas ha generado modificaciones en el mercado de arte actual. Esto se refleja en la preponderancia de la adquisición de obras de arte con el fin de obtener rendimientos financieros y el crecimiento de las actividades especulativas, así como en la creación de un sinnúmero de fondos de inversión en arte.

Otros impulsos adicionales para la adquisición de obras de arte comprenden factores subjetivos como el estatus social y económico que proveen al propietario, las ideas culturales que reflejan, así como el apoyo que se intenta dar a los artistas.

Por los atributos especiales que presentan las obras de arte, como son su durabilidad, la existencia de mercados secundarios, el incremento de precios por su carácter único, entre otros, éstas se convierten en objetos que fungen como medio de reserva de valor. Como explican Mei & Moses (2002b), en los periodos de incertidumbre es cuando las obras de arte alcanzan mayores niveles de demanda y mayores precios, pues son utilizados como medios de inversión o reserva de valor ante la volatilidad de los mercados financieros.

Por ende, otro de los motivos importantes de adquisición de obras de arte es precisamente su capacidad para trasladar valor monetario a lo largo del tiempo. Empero, este caso es específico de las obras maestras, pues las obras de arte moderno y contemporáneo, así como de artistas poco reconocidos, generalmente no mantienen precios estables y no se utilizan como reserva de valor. Sin embargo, son específicamente esas piezas las que se convierten fácilmente en objeto de especulación.

Como se ha venido señalando, el arte ha sido adquirido cada vez más como inversión de largo plazo o reserva de valor, pues de acuerdo con autores como Nazvanov (2010) el comportamiento creciente de sus precios lo ha convertido en un atractivo activo de inversión. Sin embargo, la compra de obras de arte con objeto de invertir los recursos y conseguir una ganancia de capital es bastante riesgosa en relación a otros bienes de inversión o activos financieros, y no asegura un gran rendimiento financiero a diferencia de los bonos gubernamentales o las acciones.



Al adquirir una obra de arte como alternativa de inversión, los compradores se enfrentan a tomar una serie de decisiones relacionadas con la cantidad destinada a la compra, que Heilbrun & Gray (1993) identifican en cinco factores importantes como la riqueza o cantidad de recursos disponibles para la adquisición de obras de arte, el rendimiento que se espera obtener de dicha inversión, el riesgo e incertidumbre asociados con el rendimiento, la liquidez que representa la obra de arte o las posibilidades de venta y los gustos y preferencias del comprador.

Adicionalmente, los inversionistas requieren identificar las principales dificultades que supone el mercado de arte como inversión, que según Frey & Eichenberger (1995) son la falta de información de los precios de venta de las obras de arte, los altos costos de transacción, los impuestos relacionados con la compra de la obra de arte y el rendimiento que generan con respecto a los activos financieros.

En este sentido, la difícil cuantificación del valor de las obras de arte y la subjetividad con la que se forman los precios también son factores importantes a considerar al adquirir una obra de arte como forma de inversión financiera. El único tipo de obras que funcionarían de esa manera serían las obras maestras, que mantienen valores crecientes en un rango estable pero, por lo mismo, este tipo de piezas no generan grandes rendimientos financieros a sus propietarios y funcionan mejor como resguardo de valor.

Pese a las dificultades y restricciones que suponen las obras de arte por sus atributos propios, éstas proveen adicionalmente placer estético y estatus social al propietario, que son motivos de compra de obras de arte desde la antigüedad, por lo que muchos coleccionistas deciden adquirir estas piezas con el fin de obtener dichos beneficios y, además, obtener una ganancia (aunque incierta) a largo plazo.

A pesar de que la inversión en arte no siempre es una actividad “altamente rentable” en términos financieros, pues no todas las obras generan altas ganancias a sus propietarios, es posible identificar que cada vez más las obras son adquiridas por fondos de inversión o inversionistas individuales que, ya sea para especulación o inversión de largo plazo, han propiciado que el mercado de arte se encuentre inmerso en una burbuja creciente que fomenta el alcance de precios récord que no se habían identificado anteriormente.

De ahí la importancia de entender las particularidades del mercado de arte que fomentan su expansión en los mercados financieros y, por ende, propician la especulación. En el siguiente apartado se explica detalladamente cómo se concibe el funcionamiento de las obras de arte como bienes de inversión.

### ***Las obras de arte como inversión***

*“Casi inadvertido, el arte se ha transformado de un mercado oscuro, caótico y esotérico, a uno organizado y altamente sofisticado. Las obras de arte se han convertido en instrumentos casi financieros, porque el mercado de arte mismo se ha vuelto más como un mercado financiero”<sup>13</sup>. (Heilbrun & Gray, 1993:152).*

Las obras de arte han sido reconocidas históricamente como un bien de inversión. Si bien anteriormente la idea de inversión se relacionaba en mayor medida con su función de resguardo de valor, hoy en día esa perspectiva se ha ido modificando hasta convertirse en objetos adquiridos con el fin de obtener un rendimiento financiero.

No obstante, aunque la constante apreciación de algunas importantes obras de arte supone una ganancia casi certera al momento de la venta, los costos de transacción y riesgos involucrados hacen que se requiera un estudio más cuidadoso para determinar si las obras de arte pueden fungir como alternativa a otros instrumentos de inversión.

Pesando (1993) explica que uno de los mayores obstáculos para el estudio del funcionamiento del mercado de arte como inversión es la dificultad de adquirir los registros de precios de obras individuales, en especial de las que se venden en el mercado primario. De esta forma, los índices de precios que se pueden construir están basados en datos publicados por las casas de subasta, es decir, solamente se tiene un registro de precios del mercado secundario.

---

<sup>13</sup> Cita original: *“Almost unnoticed, art has turned from an obscure, chaotic and esoteric market to an organized and highly sophisticated market. Works of art have become quasifinancial instruments, because the art market itself has become more of a financial market”.*

Diversos economistas como Jiangping Mei y Michael Moses (2002), James Pesando (1993) y William Baumol (1996) han formado índices de precios con base en los registros de las casas de subasta más importantes a nivel internacional, Sotheby's y Christie's, mediante los cuales han calculado el rendimiento probable de mantener obras de arte como bienes de inversión. Sin embargo, la información obtenida por dichos autores dista de ser un análisis completo del mercado de arte.

Aunado a las dificultades anteriores, Mamarbachi, Day & Favato (2008) señalan que existen una serie de factores de riesgo involucrados en la compra de obras de arte como son liquidez limitada, volatilidad de precios, comportamiento basado en factores subjetivos, costos de transacción, dificultad de obtención de información, entre otros.

Empero, la expansión del mercado de arte en las carteras de inversión financiera que se ha suscitado en los últimos años evidencia la facultad que se le atribuye a las obras de arte para fungir como bienes de inversión. Mamarbachi *et al.* (2008) adjudican ese comportamiento a la inestabilidad de los mercados financieros, pues identifican que ante una ruptura de los mercados financieros los inversionistas modifican sus carteras de inversión hacia activos tangibles como el oro y las obras de arte. Sin embargo, es posible identificar que esta expansión del arte como inversión coincide con el aumento de precios acelerados de las obras de arte y el incremento de los individuos con altos ingresos en países como China y Rusia.

Por otra parte, Campbell (2005a) acentúa que las obras de arte proveen enormes beneficios de diversificación de carteras de inversión, pues aunque son activos no tan líquidos y con menores rendimientos que otros instrumentos financieros, mantienen un comportamiento diferente que los otros activos de inversión, lo que permite la reducción de riesgos. No obstante, esto sólo es funcional para los inversionistas que también están interesados en las obras de arte por sus propiedades estéticas, pues éstas no necesariamente le proveerán ganancias mayores a las que otros instrumentos financieros le pueden brindar.

En este sentido, las funciones de las obras de arte y su importancia mundial han cambiado con el paso del tiempo, pues de ser reconocidas como objeto de admiración

con un valor estético intrínseco que provee placer al espectador, han adquirido ahora características de activos de inversión que propician su adquisición con motivo de obtención de ganancias financieras. Adicionalmente, al igual que la evolución del sistema financiero internacional hacia la innovación financiera, la inmersión del mercado de arte en los mercados financieros ha fomentado la introducción de nuevos instrumentos e inversionistas institucionales relacionadas con las obras de arte.

Esta relación entre el mercado de arte y los mercados financieros que se va volviendo más estrecha cada día hace destacar la pregunta de por qué los inversionistas se ven tan interesados en la adquisición de obras de arte como alternativa de inversión. La respuesta a este cuestionamiento está altamente relacionada con los rendimientos monetarios que se pueden obtener con la adquisición de obras de arte hoy en día, no tanto por las propiedades particulares de éstas sino por la proliferación de la especulación.

En primer lugar, la compra de obras de arte genera dos tipos de beneficios, los relacionados con el valor estético de la obra, como la satisfacción del propietario, el prestigio y otros valores históricos y culturales; y los rendimientos financieros que se derivan de la variación de precios de las obras de arte y las ganancias que se pueden obtener por su apreciación.

Si bien los beneficios estéticos están siempre presentes en la compra de cualquier obra de arte y, al variar enormemente en cada individuo, no se pueden especificar, los rendimientos financieros son una característica de mayor riesgo y no están necesariamente presentes en las transacciones de compra o venta.

El primer problema que se presenta al analizar las obras de arte como inversión es la cuantificación de los beneficios estéticos y subjetivos que proveen las obras de arte, ya que varían dependiendo de cada individuo. Por otra parte, el cálculo de los rendimientos financieros se dificulta por la falta de información y de registros de precios de las ventas de obras de arte individuales. Aunque esta cuantificación de las ganancias que proveen las obras de arte ha sido de gran atracción para los economistas que estudian el comportamiento económico del mercado de arte, como Goetzmann et. al. (2009), Baumol (1996), Mei & Moses (2002b), Pesando (1993) y Ashenfelter & Graddy (2003), estos

autores realizan sus estudios estadísticos tomando sus propios índices de precios para cuantificar los rendimientos de la adquisición de obras de arte como activos financieros, que están basados únicamente en la información que proveen las casas subastadoras internacionales.

Entonces, los resultados obtenidos en dichos estudios generaron diversas opiniones por la diversidad de datos utilizados y los diferentes modelos aplicados. Mientras Goetzmann et al. (2009) y Baumol (1996) consideran que las obras de arte son un vehículo de inversión que presenta altos rendimientos, Mei & Moses (2002b) y Pesando (1993) únicamente señalan que las obras de arte suponen un instrumento de diversificación de carteras de inversión, no por sus mayores rendimientos, sino por su baja correlación con otros activos financieros. Por otra parte, Ashenfelter & Graddy (2003) acentúan que lo que hace que consideren a las obras de arte como un objeto de inversión atractivo son los beneficios adicionales que proveen.

Desde otra perspectiva, Heilbrun & Gray (1993) ponen de relieve que las obras de arte presentan altos rendimientos por la constante apreciación del valor monetario de éstas, puntualizando que no es posible definir con exactitud la tendencia del aumento de sus precios. De esta manera, la consideración de obras de arte como instrumento de inversión requiere de un estudio exhaustivo del comportamiento de la pieza específica, pues es imposible una generalización.

En conclusión, estos autores que predominan en la literatura relacionada con la economía del arte llegan a resultados inexactos y poco confiables. En primer lugar por la desigualdad de los datos utilizados por cada uno de ellos, así como la segmentación que existe por el difícil acceso a estos. Por otra parte, los resultados contrapuestos de estos autores hacen referencia a la diversidad de modelos estadísticos utilizados para la obtención de la información expuesta. Así, aunque algunos de los autores sean partidarios de la inversión en arte, el análisis empírico del funcionamiento de dicho mercado hace evidente que aunque los precios de las obras de arte tienden a incrementar, fenómeno que además se ha convertido en una tendencia en la última década, no son un instrumento de inversión que genere ganancias financieras constantes o seguras. Únicamente las obras maestras o *Masterpiece* son las que, por su importancia

y trascendencia, tienden a incrementar sus precios de manera estable y funcionan como reserva de valor.

Si bien la apreciación constante de las obras de arte ha propiciado que el cálculo de rendimientos que generan sea positivo en la mayoría de los estudios, el que éstas sean consideradas en general como una alternativa de inversión a otros instrumentos financieros es un concepto nuevo que se debe en gran medida al surgimiento de una burbuja de arte que permite el incremento constante de sus precios.

Así, al considerar al arte como inversión se debe tomar en cuenta que algunas de estas piezas pueden proveer ganancias financieras, pero que no es un comportamiento general de las obras de arte. Además, es importante señalar que el incremento acelerado de precios de los últimos años da indicios del crecimiento de una burbuja especulativa, lo que pone en duda cuánto tiempo más se podrá sostener el boom de incremento de precios, y qué sucederá con el mercado de arte ante su estallido. Lo más probable es que sólo algunas obras de suma importancia logren mantener el nivel de precios actual.

Por último, es necesario considerar que, para que las obras de arte sean bienes de inversión, se requiere que los inversionistas le den una importancia y tengan un gusto especial por este tipo de objetos, pues de lo contrario sería preferible la inversión en bonos del tesoro que presentan un rendimiento seguro y no incurren en costos de transacción como impuestos, costos de almacenamiento, costo de aseguramiento, comisiones pagadas a las casas subastadoras, entre otros.

Por ende, aunque las obras de arte pertenezcan al grupo de bienes que aumentan su valor monetario constantemente, eso no asegura que el incremento será tal que se genere una ganancia financiera. Además, al considerar un periodo de tiempo en el que se presencia la generación de una burbuja especulativa con dichas piezas, se pone en duda que el comportamiento actual de generación de altos rendimientos con la adquisición de obras de arte pueda continuar prolongadamente.

La importancia del estudio de las obras de arte como inversión financiera no sólo responde a la tendencia creciente de dicha práctica, sino que se convierte en un aspecto

importante por las cualidades que adquieren estos objetos como activos financieros que, como tales, son sujetos a los riesgos de los mercados financieros y altamente propensos a convertirse en burbujas financieras. Tal es el caso actualmente.

### ***Las obras de arte contra los instrumentos financieros***

La idea de que las obras de arte pueden fungir como activo de inversión financiera es relativamente nueva. Aunque el mercado de arte ha sido una forma de resguardo de valor desde hace varios siglos, el uso de obras de arte como alternativa a los títulos, bonos y acciones se ha ido expandiendo especialmente en la última década. Esto se debe a que "...la visible promesa de reventa ha engendrado la idea de que el arte es una buena inversión y ha traído liquidez al mercado" (Thornton, 2008:xvi).

Si bien los estudios estadísticos de muchos economistas sugieren que el aumento de precios de las obras de arte propicia que éstas generen rendimientos financieros, esta no es una apreciación precisa del mercado de arte, pues no es posible generalizar esa tendencia en la totalidad de las piezas artísticas. Sin embargo, es necesario comparar el arte con otros activos para destacar en qué medida la adquisición de obras de arte como inversión supera los beneficios de adquirir otros instrumentos financieros y por qué se ha internacionalizado esta práctica.

Uno de los primeros economistas en analizar el tema fue Michael Bryan (1985), que estudió el comportamiento de las obras de arte como inversión en relación a acciones, bonos y otros activos financieros en un período comprendido entre 1970 y 1984. Aunque el autor encontró que en algunos casos el rendimiento del arte superaba al de otros activos, su volatilidad generaba un mayor riesgo, por lo que no eran una alternativa de inversión comúnmente utilizada.

En un periodo de mayor magnitud, de 1900 a 1986, Mei & Moses (2002b) identifican los mismos resultados acerca de los altos rendimientos de las obras de arte y su enorme volatilidad. Esto se relaciona también con la situación del mercado financiero de la época, que era de un tamaño más reducido que el actual. Adicionalmente, el periodo estudiado por estos autores comprende años en que las obras de arte mantuvieron un incremento

constante de precios y no surgía aún la burbuja especulativa que caracteriza el mercado en la última década.

Empero, en años recientes se ha retomado el estudio de la relación entre las obras de arte y los instrumentos financieros como activos de inversión, donde se han encontrado diferentes resultados. Ashenfelter & Graddy (2002) compararon la tasa de retorno de las obras de arte con la de otros activos financieros, encontrando que las ganancias que genera el arte están en función de costos de almacenamiento, costos de transacción, y otros factores, lo que les adjudica mayor riesgo.

Por otra parte, el estudio de Goetzman et al. (2009) muestra que el mercado accionario supera los rendimientos del mercado de arte, pero los autores destacan que estos dos mercados tienen un comportamiento diferente, e incluso pueden presentar conductas contrarias ante situaciones determinadas. Sin embargo, Kraeusl & Lee (2010) señalan que es el diferente comportamiento de las obras de arte en relación a otros activos financieros propicia que sean una alternativa importante de diversificación de carteras de inversión, pues no sólo previene pérdidas monetarias ante la ruptura de los mercados financieros, sino también presenta una habilidad de sobrevivir a las crisis económicas.

De la misma forma, los estudios de Frey & Eichenberger (1995) indagan que los rendimientos de las pinturas son menores a los de los activos financieros por las anomalías en el comportamiento del mercado de arte. Los autores subrayan que, a diferencia de los instrumentos financieros, las obras de arte pueden ser adquiridas únicamente por el valor estético sin considerar los beneficios monetarios, como es el caso de coleccionistas, museos y amantes del arte; lo que provoca que el comportamiento de los precios sea diferente y presente menor estabilidad.

No obstante, estos nuevos resultados deben analizarse en el contexto económico actual, donde los mercados financieros globalizados y poco regulados, así como la innovación financiera, han propiciado la expansión de las actividades financieras en el mercado de arte para la obtención de mayores ganancias; por lo que hoy en día es posible que las piezas provean beneficios mayores que otros activos financieros. Por otra parte, pese a los distintos resultados encontrados, todos los autores mencionados enfatizan que,



aunque los rendimientos de las obras de arte no necesariamente superen a los de otros instrumentos financieros, los beneficios adicionales que proveen como la estabilidad que presentan ante las crisis financieras, el placer estético, el estatus social y cultural, y otros valores, permiten que las obras de arte sean consideradas una alternativa de inversión atractiva.

Esto acentúa el argumento de que las obras de arte funcionan mejor como diversificación de carteras y tienen una mayor estabilidad como inversión de largo plazo, en función similar a la de reserva de valor, cuando el comprador es un coleccionista o amante del arte, que aunque no siempre consiga altos rendimientos financieros, obtendrá otro tipo de beneficios. Pues si bien las obras de arte pueden presentar rendimientos positivos en relación a los instrumentos financieros, esto sólo se da en casos específicos (generalmente obras maestras de grandes pintores u obras de moda actual) y no suponen un patrón general ni una tendencia constante. Sin embargo, la razón por la que los estudios de períodos más largos tienen resultados similares es porque, en la última década, se han suscitado fenómenos especulativos en el mercado de arte que han propiciado el incremento de los precios de las obras. De ahí la importancia de analizar los resultados tomando en cuenta las transformaciones del mercado de arte en el contexto de los cambios en el sistema financiero global.

Es necesario destacar que la información utilizada por estos autores es poco confiable y altamente segmentada, pues al utilizar bases de datos proporcionadas por las casas de subasta más importantes, quedan de lado los agentes del mercado primario y secundario que tienen un comportamiento distinto y no pueden ser ignorados al realizar un análisis del comportamiento del mercado de arte en su conjunto.

Por lo anterior, es posible concluir que mientras algunas obras de arte pueden generar rendimientos financieros con su apreciación, éste comportamiento no se puede generalizar; esto, porque no todas las obras de arte se encuentran inmersas en los círculos de la especulación financiera y, por tanto, no presentan grandes variaciones en sus precios. En adición, se encuentran las obras que funcionan mayormente como reserva de valor, las cuales tienen una mayor estabilidad en sus precios y son las que se encuentran en el círculo de atesoramiento.

Entonces, la creciente demanda de este mercado como alternativa de inversión de corto plazo no depende de la maximización de ganancias ni del papel que juegan en la diversificación de riesgos, sino de las actividades especulativas que han predominado en los últimos diez años. La única manera de que algunas obras de arte puedan verse como bienes de inversión seguros es en el largo plazo, que es un comportamiento similar a su función de reserva de valor.

### ***Las obras de arte como diversificación de carteras de inversión***

*“El arte ha sido una inversión con más glamour que los valores de renta fija, aunque tengan menor rendimiento que las acciones”<sup>14</sup> (Mei & Moses, 2002b:1666).*

Aunque la compra de obras de arte ha proliferado en gran parte por el estatus social que proveen, como insinúan Mei & Moses, este fenómeno también se ha ido expandiendo por el papel que estos objetos juegan en las carteras de inversión.

Como ya se explicó en apartados anteriores, las obras de arte tienen características que propician el resguardo de valor monetario a lo largo del tiempo, lo que también les permiten fungir como bienes de inversión de capital a largo plazo en algunas ocasiones. Como explica Campbell (2005a), la heterogeneidad de las obras y la forma en que se fijan sus precios en ocasiones las hacen una estrategia riesgosa de inversión en el corto plazo, pero el riesgo depende enormemente del mecanismo de formación de precios donde se encuentren los especuladores. Por ende, es diferente el comportamiento de las obras que se encuentran inmersas en los círculos especulativos, pues son precisamente éstas las que fomentan la obtención de ganancias en el corto plazo.

Si bien Campbell (2005a) puntualiza que no es recomendable invertir todo el capital en obras de arte, si éstas se adquieren como parte de una cartera de inversión diversificada que contiene otros activos financieros, fomentan la diversificación de riesgos. Asimismo, autores como Mei & Moses (2002b) y Kraeussl & Lee (2010) afirman de igual manera que

---

<sup>14</sup> Cita original: “*We find art has been a more glamorous investment than some fixed-income securities, though it underperforms stocks*”.

la inclusión de obras de arte en las carteras de inversión suponen grandes beneficios económicos por sus propiedades de diversificación de cartera.

Estos beneficios de diversificación que han sido estudiados por muchos economistas han propiciado que el mercado de arte se haya expandido como alternativa de inversión de largo plazo, que cumple funciones similares a la obtención de obras de arte como reserva de valor. Además, el incremento acelerado de los precios por la burbuja de arte que se ha venido formando (desde el 2001 aproximadamente) ha creado las condiciones propicias para que las obras de arte sean una alternativa de inversión financiera. Este fenómeno ha fomentado también la incursión de las obras de arte en la innovación financiera como la creación de títulos financieros con éstas como subyacente, fondos privados de inversión en arte, *hedge funds en arte*, entre otros. Estas innovaciones financieras en relación al mercado de arte serán expuestas en apartados posteriores de este capítulo.

La utilización de obras de arte para adquirir ganancias de corto plazo ha sido consecuencia de las actividades especulativas en el mercado de arte. A pesar de que las obras de arte han estado inmersas en la especulación por los factores psicológicos que intervienen en la determinación y modificación de precios, su actual relación con los mercados financieros dio lugar a la proliferación de las actividades especulativas no sólo por expertos en arte e *insiders*, sino por otros agentes con actividades financieras.

Esta expansión de la especulación con obras de arte ha fomentado el incremento extraordinario de los precios de algunas obras, fenómeno que se relaciona estrechamente con la distribución del ingreso y la importancia que ha tomado el sector financiero en la economía. Lo anterior ha provocado la ilusión de que los precios de las obras de arte incrementarán infinitamente, como sucede en todas las manías, y por ello ha proliferado también la idea de utilizar estos objetos como instrumentos financieros para obtención de ganancias.

Empero, no todas las obras de arte son bienes viables para la inversión financiera con fines de obtener ganancia, pero sí para diversificar carteras de inversión. Como explican algunos expertos en arte, los nuevos coleccionistas inmersos en los mercados financieros conocen a profundidad las alternativas de inversión de sus patrimonios, y para ellos la

inversión en arte no es una mala opción (Thornton, 2008: 17). Si bien existen algunas piezas que por su importancia tienden a presentar un constante incremento de precios (de gran magnitud), éstas están relacionadas con los fenómenos financieros que se presentan en la economía actualmente. Adicionalmente, es necesario destacar que mientras que las piezas especulativas son una buena inversión de corto plazo, las obras utilizadas en el atesoramiento presentan mayores beneficios en el largo plazo.

Por otra parte, la utilización de obras de arte o títulos financieros relacionados con éstas como diversificación de carteras es una decisión viable, siempre y cuando sea cuidadosa la selección de las piezas. De esta forma, lo que realmente se hace es utilizar a las pinturas o esculturas como objetos que resguardan valor, que ante una contingencia (como una crisis) no disminuirán su precio, como es el caso de las obras maestras; o como objetos de especulación, utilizando información del mercado para identificar modificaciones en los precios y, de esta manera, especular con ellos, como sucede actualmente con obras de arte contemporáneo.

### ***Distribución del ingreso e inversión en arte***

Las decisiones de inversión de los agentes están estrechamente relacionadas con el ingreso, pues la cantidad que destinan al ahorro o al resguardo de valor es proporcional al nivel de ingreso que perciben. Lo mismo sucede con la inversión en obras de arte.

Ya sea que el arte se adquiera como diversificación de carteras de inversión (inversión de largo plazo), o simplemente como reserva de valor con un valor estético intrínseco, los agentes involucrados en la compra de este tipo de piezas son generalmente individuos de altos ingresos, también llamados *High Net Worth Individuals* (HNWI) (Ralevski, 2008), o grandes corporaciones internacionales.

Aunque esto no excluye a que otros agentes con recursos monetarios menores puedan adquirir de obras de arte, son los HNWI que pueden comprar piezas de grandes pintores como Rubens, Van Gogh, Matisse, entre otros, cuyas obras alcanzan los mayores precios.

En este sentido, el mercado de arte secundario es parte de la economía de este grupo selecto de personas altamente adineradas, que además tienen la capacidad de modificar el comportamiento de éste por las enormes cantidades de dinero que están dispuestas a pagar (Davidson, 2012).

El estudio de Goetzmann et al. (2009) en relación a la distribución del ingreso y el comportamiento del mercado de arte muestra que el aumento de los ingresos del grupo social más adinerado es uno de los principales factores del aumento de precios en el mercado de arte. Esto se puede constatar hoy en día con los precios exorbitantes que están alcanzando obras como *"The Scream"* de Edvard Munch o *"L'homme qui marche I"* de Alberto Giacometti que han sido vendidos por más de 100 millones de dólares, fenómeno que coincide con el incremento de ingresos de la clase social más adinerada en el mundo (HNWI) que de acuerdo a Mamarbachi et al. (2008) es del 7% anual.

La demanda de obras de arte por individuos con grandes riquezas también fomenta en gran parte la especulación en este mercado, pues como indican Goetzmann et al. (2009), estos agentes invierten en piezas artísticas ya sea como ahorro o con el fin de obtener ganancias a la venta de la obra. En este sentido, las actividades ilícitas que proporcionan grandes recursos a un cierto grupo de personas también son de gran importancia para explicar este fenómeno, pues las obras de arte se convierten también en un posible medio de lavado de dinero.<sup>15</sup>



<sup>15</sup> La forma en que las obras de arte pueden ser utilizadas para dichos fines es difícil de definir y no ha sido establecida en la teoría, por lo que requiere un estudio extensivo. Sin embargo, un mecanismo hipotético es que los vendedores de arte que quieren lavar dinero establecen tratos con casas de subasta, galerías e incluso directamente con los artistas para vender obras a precios exagerados, recibiendo realmente una menor cantidad por la pieza.

Edvard Munch  
“*The Scream*” (1893)

Alberto Giacometti  
“*L’homme qui marche I*” (1961)

Por lo tanto, el impacto que los HNWI tienen en el mercado de arte es significativo, pues son estos los responsables del aumento exorbitante de precios que se está presentando actualmente, no sólo en las obras de arte de grandes pintores, sino también en un grupo selecto de artistas de arte contemporáneo. De la misma manera, son estos agentes los que permiten la expansión de las innovaciones financieras en el mercado de arte, mismas que respaldan su valor con el incremento en los precios.

### **3.3 Fondos de inversión en arte**

Hoy en día, es posible observar en las carteras de inversión de los agentes una tendencia cada vez mayor hacia la inclusión de activos relacionados con el mercado de arte. Lo que en un principio se refería a la adquisición de obras de arte de artistas importantes, la inversión en obras de arte ha evolucionado junto con los mercados financieros y actualmente se refiere también a la adquisición de títulos financieros basados en obras de arte, así como la participación en fondos de inversión en arte.

En los siguientes apartados se describirá brevemente la historia del surgimiento de los fondos de inversión en arte, así como sus características principales como funcionamiento, formas de administración, y riesgos y beneficios.

#### ***Primeros fondos de inversión en arte***

El concepto de un fondo de inversión en arte se originó a principios del siglo XX, en Francia. Si bien no tenía un funcionamiento idéntico al de los fondos de inversión en arte que operan hoy en día, el comportamiento del grupo que formó André Level para la adquisición de obras de arte se puede considerar como el primer fondo de inversión en arte que existió.

Alrededor de 1904, el *dealer* de arte y coleccionista André Level recaudó dinero con un grupo de 12 amigos coleccionistas con el fin de adquirir aproximadamente 100 obras de arte que incluían pinturas modernas y grabados (Ralevski, 2008). El fondo llamado *La Peau de L'Ours* llegó a crear una colección de más de 145 piezas a lo largo de sus diez años de existencia. En mayo de 1914, se subastaron las obras de arte pertenecientes al fondo, que incluían obras de Picasso, Matisse y Van Gogh, recibiendo 116,545 francos por la venta contra los 25,700 francos que se invirtieron inicialmente. Las ganancias obtenidas se repartieron entre los coleccionistas, los cuales cuadruplicaron su capital.

Aunque *La Peau de L'Ours* supuso un éxito rotundo en relación con el rendimiento que generó a los inversionistas, los fondos de inversión en arte no proliferaron en aquella época, o al menos no existe registro de ello. Fue hasta los años setenta cuando se creó el primer fondo de inversión en arte bien organizado.

El *British Rail Pension Fund* era un fondo de pensiones que administraba la mayor parte del capital destinado a pensiones de los trabajadores del Reino Unido. El fondo adquiriría diversos tipos de obras de arte como *Old Masters*, arte impresionista, arte medieval, cerámica china, tribal africano, libros y manuscritos antiguos, entre otros (Ralevski, 2008). La selección de obras contaba con la asesoría de la casa de subasta Sotheby's, lo que explica la heterogeneidad de las obras adquiridas y el éxito que tuvieron a la venta. La colección fue subastada después de dos décadas, entre 1987 y 1999, obteniendo ganancias para los inversionistas del 11.3% anual. El fondo cerró cuando se legisló por el *International Revenue Service* que los fondos de pensión no podían involucrarse en el mercado de arte (Ralevski, 2008).

Después del *British Rail Pension Fund* pasaron algunos años para que se conformara otro fondo de inversión en arte bien organizado. Ralevski (2008) señala que el boom de fondos de inversión en arte surgió en el 2001, con el lanzamiento de alrededor de 50 fondos en diferentes partes del mundo. Esa expansión se relaciona en parte con la expansión de los inversionistas institucionales desde la década de los noventa, así como con el incremento de los individuos de mayores ingresos (HNWI) y con el constante aumento de los precios en el mercado de arte.

Estos nuevos fondos fueron creados tanto por instituciones públicas como privadas, cuyos recursos eran adquiridos por los ingresos de capital de individuos más adinerados, fondos de pensión o corporativos internacionales. La mayoría de los fondos adquiere obras de diferentes géneros como Old Masters, arte impresionista, arte contemporáneo, arte moderno, entre otros, para obtener los beneficios de la diversificación. Al terminar el periodo de duración del fondo, las obras son subastadas y la ganancia es dividida entre los inversionistas. Asimismo, existen fondos que venden las obras gradualmente y reparten los rendimientos de forma anual.

Los fondos de inversión en arte también han presentado transformaciones, pues en 2007 se creó el primer *hedge fund* en arte, llamado *Art Trading Fund*. Este fondo fue creado por Chris Carlson y Justin Williams de Artistic Investment Advisory (AIA) en Londres, y su principal innovación fue la de ofrecer una cobertura a sus inversionistas, con el fin de proveer mayor seguridad (Ralevski, 2008). Al igual que los otros fondos de inversión en arte, el *Art Trading Fund* se dedica a comprar y vender obras de arte con el capital invertido por los miembros, sin embargo, este fondo además utiliza instrumentos derivados para proteger a los inversionistas contra una caída de los precios de mercado de arte.

Si bien los fondos de inversión en arte son una alternativa de inversión relativamente nueva, la inversión en arte es un mercado en crecimiento. El éxito de estas instituciones financieras depende del comportamiento de los precios en el mercado de arte, por lo que la inflación que se presenta hoy en día en tendencias como el arte contemporáneo es un factor favorable para su buen desarrollo. Por ello, es necesario continuar el estudio de este tipo de inversionistas institucionales en el futuro para analizar su evolución.

En la actualidad existen alrededor de 47 fondos de inversión en arte y fideicomisos de inversión en arte en diversos países del mundo<sup>16</sup>. Si bien la proliferación de este tipo de

---

<sup>16</sup> Información obtenida de Art & Finance Report 2011 publicado por ArtTactic y Deloitte Luxembourg. <http://www.arttactic.com>.



fondos es evidente, cabe destacar que el comportamiento del mercado global en los últimos diez años dista de ser estable.

Es posible identificar diferentes ciclos en el mercado de fondos de inversión en arte. El primero de ellos, que surgió entre los años 2000 y 2005, se caracterizó por la penetración de nuevos fondos de inversión en arte como Fernwood, The Fine Art fund Group, el fondo de fondos de ABN Amro, entre otros (The Art & Finance Report, 2011). No obstante, la mayoría de estos fondos fueron desapareciendo y sólo algunos de ellos, como The Fine Art Fund sobrevivieron esa etapa.

El siguiente ciclo de fondos de inversión en arte comprendió del año 2005 al 2008, con especial proliferación en los países asiáticos como Corea del Sur, India y China. En este sentido, India se convirtió en el mercado con la mayor cantidad de fondos de inversión en arte en el 2007, con un capital invertido aproximado de 70 millones de dólares. Esta expansión de inversionistas institucionales relacionados con el arte en mercados asiáticos responde a la proliferación de la clase oligarca y familias adineradas en estos países. Sin embargo, con el cierre del mayor fondo de inversión en arte en India, Osian Art Fund, muchos de los fondos que operaban en el país fueron clausurados. En el 2007, este fondo que estuvo abierto poco menos de un año fue clausurado por las autoridades gubernamentales por no cumplir con el marco regulatoria de los fondos de inversión en arte y destinar los recursos de los inversionistas a actividades diferentes a la compra de piezas de arte (Mampatta, 2013).

Por otra parte, Corea del Sur presenció una experiencia parecida, pues la expansión de los fondos de inversión en arte que se había presentado desde el 2005 vio su fin en el 2007, cuando escándalos referentes a fraudes cometidos por los fondos provocaron la pérdida de confianza en el mercado, y por ende, la desaparición de un número importante de estos. Esto acentúa cómo los títulos relacionados con el arte distan de ser estables.

Finalmente, el último periodo que se ha presentado en la industria de fondos de inversión en arte comenzó en el 2008 y perdura hasta ahora. Esta etapa comprende los fondos que han sobrevivido a las etapas anteriores, como The Fine Art Fund, que ha logrado permanecer en el mercado por siete años y crear tres nuevos fondos desde el 2004, The

Chinese Fine Art Fund, The Middle Eastern Fine Art Fund y The Fine Art Fund II. En esta categoría también se encuentran fondos como The Art Photography Fund en Austria, Elite Advisors Fund en Luxemburgo y TheTexas-based Collectors Fund en Estados Unidos (The Art & Finance Report, 2011).

Otros de los principales fondos que han surgido en los últimos años operan hoy en día son Dyonisos Art Fund, The China Fund, The Art Colectors Fund, Anthea Contemporary Art Investment Fund, The Brazilian Golden Art Fund y Artemundi Global Fund.

De los mencionados anteriormente, The Brazilian Golden Art Fund y Artemundi Global Fund son los dos fondos de inversión en arte que actualmente operan en Latinoamérica, siendo el último de ellos el único fondo de inversión en arte en México.

Aunque se espera que incremente el número de fondos de inversión en arte en los próximos años, por el auge que ha presentado el mercado de arte desde el 2008, así como el incremento acelerado de los precios de las obras aún en el periodo de crisis, no es posible definir si estos fondos resultarán ser un éxito al final de la duración de su periodo de inversión.

En los primeros años del siglo en curso, los fondos de inversión en arte no han tenido un comportamiento estable, e incluso la mayoría de estos ha clausurado ante la falta de confianza de los inversionistas para invertir su dinero en ellos o fraudes en los que se han visto inmersos. La mayor parte de las quiebras de fondos de inversión en arte en la última década están relacionadas con fraudes realizados por los administradores, que comúnmente se declaraban en quiebra y desaparecían con el capital de los inversionistas (Pintor 3, 2012). Sin embargo, este tipo de actividades fraudulentas son comunes en el ámbito de inversionistas institucionales, y generalmente se hacen evidentes ante crisis financiera. En adición, el éxito de los fondos de inversión en arte está estrechamente relacionado con los agentes y corporativos que colaboran con éstos, especialmente agentes del mercado de arte como casas subastadoras y de los mercados financieros, como otros fondos de inversión. Por ende, la expansión y crecimiento del mercado de fondos de inversión en arte aumenta cada vez más, siendo una parte del alimento a la

burbuja de arte, cuyo comportamiento positivo o negativo no se podrá corroborar hasta algunos años próximos.

### ***Funcionamiento de los Fondos de Inversión en Arte***

Los fondos de inversión en arte son fondos dedicados a la generación de rendimientos financieros mediante la compra y venta de obras de arte. El capital utilizado para adquirir las obras es el perteneciente a los inversionistas, que pueden ser individuos, instituciones u otro tipo de fondos (The Art Fund Association, 2012). A pesar de que la mayoría de los fondos son flexibles y aceptan a todos los agentes que deseen pertenecer a ellos, las tarifas requeridas para invertir en estos son generalmente de gran escala. Actualmente, en la mayoría de los fondos de inversión en arte los inversionistas individuales deben ingresar con un capital de entre 250 mil y 350 mil dólares y los inversionistas institucionales con un mínimo de 1 millón de dólares, dependiendo del fondo en particular.

Aunque la duración de los fondos de inversión en arte depende de la institución en específico, el periodo de existencia promedio es de 5 a 10 años y son cerrados, lo que se refiere a que existe un periodo para la adquisición de capitales por parte de los inversionistas y finalizada esa fecha el fondo de inversión clausura la entrada de capitales.

En relación a la frecuencia de ventas de las obras de arte, los fondos pueden decidir resguardar las piezas para venderlas al finalizar el periodo de duración del fondo, o contar con una estrategia de compra y venta constante de obras cada cierto periodo de tiempo.

Para la administración de los recursos, los fondos de inversión en arte tienen un comité de administración que cuenta con agentes expertos en el mercado. Este comité administrativo es el encargado de definir las características particulares de estas instituciones, como son el tamaño, la duración, el enfoque de inversión, las estrategias de inversión, las restricciones, etcétera.

Si bien la mayor parte de los fondos prefieren una cartera diversificada con obras de arte de diferentes estilos, como pueden ser *Arte Impresionista*, *Old Masters*, *Arte Contemporáneo*, *Arte Virreinal*, *Arte Medieval*, manuscritos, entre otros, existen fondos

especializados que únicamente adquieren obras de un solo estilo, como The Chinese Fine Art Fund (The Fine Art Fund, 2012).

El destino de las obras de arte pertenecientes al fondo varía dependiendo de cada uno de ellos. La mayoría de estos permiten que las obras de arte de su pertenencia sean prestadas entre los miembros para que estos disfruten del placer estético que proveen, como en el caso de The Fine Art Fund (The Fine Art Fund, 2012) y Artemundi Global Fund (Artemundi Global Fund, 2012). Sin embargo, hay algunos que organizan exposiciones privadas, en museos o galerías, para la difusión de las obras de arte adquiridas.

Los fondos de inversión en arte pueden parecer una alternativa de inversión atractiva para los agentes, pues las características particulares del mercado de arte que fueron explicadas en los primeros apartados del capítulo sugieren que la inmersión de este mercado en actividades financieras ha fomentado la adquisición de ganancias y rendimientos a través de las transacciones con arte. Además, esta idea responde a la expansión de la burbuja de obras de arte que ha fomentado el aumento acelerado de los precios en este mercado, lo cual permite un crecimiento de las actividades especulativas con las piezas y, por ende, mayores posibilidades de obtención de rendimientos.

Generalmente, estos inversionistas institucionales cuentan con un comité o consejo administrativo conformado por agentes expertos en temas financieros y de arte, los cuales se encargan de las tareas de administración. Nazvanov (2010) enumera dichas actividades como se explica a continuación.

La primera de estas tareas es la de conseguir el capital inicial para formar el fondo, que incluye tareas de promoción, comunicación con inversionistas, etcétera. A la par de las actividades relacionadas con la obtención de capital, los administradores de fondos deben analizar las posibles opciones de obras de arte que se comprarán. Una vez completadas estas tareas, es posible proceder a la compra de obras de arte.

Si bien la compra de obras de arte se realiza mediante subastas públicas o a través de galerías, es necesario considerar en esta transacción las actividades de logística, que

incluyen elección y adecuación del lugar de almacenamiento, selección de transporte, aseguramiento de las obras, entre otros.

Una vez que el fondo cuenta con las obras que deseaba adquirir, los administradores comienzan las tareas de difusión, como organización de exposiciones en museos o galerías y préstamo de las obras a los inversionistas.

Finalmente, los administradores deben decidir cuándo vender una obra determinada. Si el fondo tiene como política la venta de las obras de arte al final del período, se requiere definir el momento más favorable para la venta de dichas obras. Por otra parte, si el fondo incurre en compra y venta de obras de arte periódicamente, el consejo administrativo debe elegir el momento más oportuno para la venta de una obra en específico, con el fin de obtener mayores rendimientos. Con la venta de las obras, las ganancias son repartidos entre los inversionistas, descontando la tasa de comisión de los administradores del fondo.

La dificultad de la administración de los fondos de inversión en arte radica en las características de las obras de arte mencionadas en apartados anteriores, que las hacen ser alternativas de inversión poco estables. El principal problema al que se enfrentan los administradores es la volatilidad de precios de algunas obras y las variaciones del mercado secundario. En este sentido, el éxito del fondo de inversión en arte depende de la capacidad del consejo administrativo para identificar el comportamiento del mercado de arte en el futuro, así como de las relaciones que existen con agentes del mundo artístico y de los mercados financieros.

Adicionalmente, los administradores de estas instituciones requieren la habilidad para publicitar las obras de arte adquiridas y lograr el mayor incremento de precios al momento de su venta. No obstante, eso sólo es posible cuando el comité administrativo se encuentra conformado por agentes que están inmersos en el mercado de arte, que son los llamados *insiders*.

Por ende, es común identificar agentes relacionados con ambas actividades, como el CEO de The Fine Art Fund, Philip Hoffman, que hasta algunos años después de creado el

fondo continuaba sus labores como asesor financiero de la casa de subastas Christie's, una de las dos más importantes del mundo. Esto es posible porque a diferencia de los mercados financieros, la falta de regulación que presenta el mercado de arte permite que agentes *insiders* puedan participar en fondos de inversión en arte (Davidson, 2012).

Por lo tanto, la duración y éxito que han tenido algunos fondos de inversión en arte no se debe solamente a su acertada selección de obras, sino que responde a los agentes encargados de administrar el fondo, mismos que tienen la capacidad de obtener información privilegiada acerca del comportamiento del mercado de arte; lo que les proporciona una ventaja en comparación con los demás agentes. Cabe destacar que los *insiders* también juegan un importante papel en la especulación con obras de arte, tema que será analizado en el capítulo siguiente.

Como en cualquier fondo de inversión, los administradores de este tipo de fondos destacan una serie de beneficios que provee la inversión de capital en estas organizaciones. Estos beneficios incluyen la obtención de altos rendimientos por la acertada selección de piezas (The Fine Art Fund, 2012), la disminución de riesgos por la diversificación de carteras y la oportunidad de adquirir una parte de una serie de obras de arte de gran valor, difíciles de comprar individualmente (Artemundi Global Fund, 2012), entre otros.

Sin embargo, estos beneficios que supuestamente provee la inversión en títulos relacionados con las obras de arte únicamente hacen evidente que el inversionista carece de interés respecto al arte o de experiencia en la compra de piezas artísticas, pues en lugar de adquirir alguna pieza prefiere un título financiero. Además, como se analizó anteriormente, el rendimiento financiero de las obras de arte varía enormemente dependiendo del momento y de la obra, y no puede ser considerado como referencia para la inversión en arte.

La proliferación de fondos de inversión en arte en los últimos cuatro años está relacionada no sólo con la inflación de precios en el mercado de arte, sino también con el incremento de los individuos de mayores ingresos (HNWI), que se ha fomentado por la desigual distribución del ingreso en el mundo, fenómeno que ha transformado los motivos de

adquisición de obras de arte; así como por la expansión de conglomerados financieros y no financieros que se han fortalecido con las fusiones y adquisiciones características de este periodo de financiarización. El incremento tanto de los individuos de grandes ingresos, especialmente de la oligarquía de países como China y Rusia, como de fuertes corporativos internacionales se relaciona con los fondos de inversión en arte pues coincide con el aumento del valor monetario de las ventas en este mercado, que actualmente es de alrededor de 55 mil millones de dólares<sup>17</sup> por año, mismo que ha propiciado la inflación de precios de las obras, y por lo tanto, el aumento de las actividades especulativas.

Por otra parte, las transformaciones y disturbios que se han presentado en los mercados financieros desde los últimos cuarenta años, en especial el trastorno que dio lugar a la crisis del 2008 en Estados Unidos, han sido determinantes importantes de la volatilidad y aumento de riesgo en cuanto a la obtención de rendimientos de los instrumentos financieros. De ahí la proliferación de alternativas de inversión de largo plazo como la adquisición de obras de arte, o el surgimiento de nuevos vehículos de inversión financiera como los fondos privados de inversión en arte y *hedge funds* en arte.

Esto se relaciona también con el diferente comportamiento de las obras de arte respecto a otros instrumentos financieros, pues como hemos podido observar en los últimos cuatro años, el mercado de arte no ha colapsado con la crisis como otros mercados, únicamente se frenó en el año 2009 y principios del 2010, cuando las obras de arte contemporáneo presentaron una caída de precios de alrededor del 50% con respecto al año anterior (Reyburn, 2009), pero retomó su curso rápidamente. Por ende, aunque la burbuja del arte está relacionada con las burbujas financieras de la década del 2000, ésta no estalló con la crisis que se detonó en el 2008, sino que continuó su expansión en los años siguientes.

Desde el 2011, algunas piezas importantes han alcanzado mayores precios y el mercado de arte contemporáneo se ha expandido enormemente. Como se ejemplificó en apartados anteriores, en el año 2012 obras como “*The Scream*” de Edvard Munch, que se vendió en

---

<sup>17</sup> De acuerdo a los datos obtenidos por *TEFAF Art Market Report 2013*.

120 millones de dólares, han superado el récord de precios en obras vendidas mediante subastas públicas, lo cual sienta las bases para afirmar que el mercado de arte dista de sufrir las consecuencias de la crisis financiera, o al menos un sector de éste. Un caso ejemplar es el del artista Mark Rothko, pues en el 2012 sus obras “*Orange, Red, Yellow*” (86.9 millones de dólares) y “*No 1. (Royal Red and Blue)*” (75 millones de dólares) no sólo rompieron el récord de precios, sino que conforman dos de las obras que han alcanzado precios más altos en una subasta pública.



Mark Rothko  
“*Orange, Red, Yellow*” (1961)



Mark Rothko  
“*No. 1 (Royal Red and Blue)*” (1954)

Por lo anterior, desde el año 2001 se ha visto una tendencia hacia la creación de fondos de inversión en arte, los cuales han proliferado en todo el mundo y ahora se han convertido en una alternativa de inversión financiera popular entre las clases sociales con mayores ingresos. La importancia que han adquirido estas instituciones financieras se refleja en su volumen de transacciones, que para el 2012 fue de 1,620 millones de dólares<sup>18</sup>.

---

<sup>18</sup> Información obtenida de Art & Finance Report 2013 publicado por ArtTactic y Deloitte Luxemburg. <http://www.arttactic.com>.



Además, cabe destacar que los fondos de inversión en arte pueden estar relacionados con actividades ilícitas como lavado de dinero (Moore, 2010), lo que puede explicar su crecimiento desmesurado. No obstante, ese es un tema que requiere una investigación exhaustiva por lo que no será abordado en esta tesis.

### **Conclusiones preliminares**

La inmersión del mercado de arte en actividades financieras en las últimas dos décadas ha dado lugar a la proliferación de instrumentos e instituciones financieras relacionadas con las obras de arte, además de la adquisición de dichas piezas con afán de obtención de ganancias o rendimientos financieros.

Si bien las obras de arte han sido consideradas históricamente como objetos que resguardan valor, su uso actual como alternativas de inversión y diversificación de carteras ha generado una serie de modificaciones en el comportamiento del mercado de arte. En primer lugar, se ha presentado un enorme incremento de las actividades especulativas relacionadas con las obras de arte, pues ahora son tratadas también como activos financieros. Además, el incremento exorbitante de los precios está ligado en gran parte a dichas actividades financieras en que se ven inmersas las obras de arte, así como al aumento de los individuos con mayores riquezas en el mundo.

Por ende, el estudio del arte como inversión ha cobrado importancia actualmente, pues no sólo han incrementado las transacciones financieras relacionadas con dicho mercado, sino también las obras de arte han sido consideradas como activos financieros y, por lo tanto, el mundo del arte en su conjunto ha sufrido importantes cambios.

Específicamente, desde el año 2001 el incremento en los precios de las obras de arte ha coincidido con el comportamiento de las burbujas financieras que se formaron en los primeros años de la década de los 2000, de las cuales la mayoría estallaron en el 2007 junto con la burbuja inmobiliaria. No obstante, la creciente burbuja de arte únicamente mostró un ligero estancamiento entre el 2008 y el 2009 para después retomar mayor fuerza y crecer de mayor manera en los años de crisis que vivimos actualmente.

Este fenómeno destaca la importancia del estudio de la especulación y el atesoramiento con obras de arte, pues hoy en día las transacciones en ese mercado han incrementado sustancialmente. A pesar de que los impactos económicos de un posible estallido de la burbuja del arte no serán de profundidad e importancia como el de las burbujas financieras, la burbuja del arte es un ejemplo del comportamiento actual de los mercados financieros liberalizados y de cómo la lógica capitalista y, en especial, el periodo de financiarización en que nos encontramos actualmente han dominado y afectado a la mayor parte de los aspectos de la vida cotidiana.

# **Capítulo IV. Atesoramiento y especulación en el mercado de arte**

#### **Capítulo IV. Atesoramiento y especulación en el mercado de arte**

En los capítulos anteriores se han estudiado teóricamente los fenómenos de atesoramiento y especulación y se han dado indicios de cómo las obras de arte se hacen partícipes de dichos fenómenos financieros por sus características particulares. Sin embargo, al ser el estudio de dichos fenómenos en el arte un tanto complejo por la cantidad de factores subjetivos en torno al mercado de arte, se hizo pertinente explicar detalladamente la forma en que operan ese tipo de fenómenos en la realidad.

Si bien los estudios respecto al mercado de arte como inversión financiera esbozados en el capítulo anterior basan sus resultados en la información obtenida mediante modelos estadísticos, la subjetividad inmersa en este mercado hace imposible obtener conclusiones generales y bien fundamentadas respecto a los fenómenos financieros que se están produciendo, con base únicamente en modelos cuantitativos. Adicionalmente, la diversidad de tendencias artísticas y, por tanto, de obras de arte, hace imposible considerar a todas las piezas como objetos similares con el mismo comportamiento y características. Por ende, dicha información se retoma como parte del debate existente en la actualidad en relación al tema, pero se buscan nuevas formas empíricas de obtención de información con objeto de abarcar un rango más amplio de variables.

Por lo tanto, este capítulo comprende el análisis del atesoramiento y la especulación en obras de arte, comparando los fundamentos teóricos expuestos en los capítulos anteriores así como la información empírica obtenida de las entrevistas realizadas y la observación del mercado. En especial, se pone de relieve la importancia que ha tenido el arte contemporáneo en los procesos especulativos actuales, así como la participación de los inversionistas institucionales en este tipo de actividades.

Adicionalmente, se indaga acerca del comportamiento del mercado de arte con el estallido de las crisis financieras, poniendo énfasis en la forma común de operar en dicha etapa económica y lo que ha sucedido en los últimos años a raíz del estallido de la crisis actual. Esto, con el fin de inquirir la forma en que el mercado de arte se ha ido transformando en la última década y dilucidar si este cambio de comportamiento tiene alguna relación con la especulación con obras de arte.

#### **4.1 Atesoramiento de obras de arte**

Partiendo de la información expuesta anteriormente respecto al funcionamiento del mercado de arte, específicamente de las obras de artes plásticas no utilitarias, es posible concluir que, bajo circunstancias específicas, como en el caso de obras maestras, las piezas de arte son una alternativa a los activos financieros de resguardo de valor y, por lo tanto, objetos de atesoramiento.

Como fue explicado en el primer capítulo de la tesis, el atesoramiento de dinero, activos o bienes se debe principalmente a la incertidumbre generalizada sobre lo que acontecerá en el futuro. Sin embargo, más allá de la incertidumbre se encuentra otra característica importante de la economía capitalista que se debe considerar en el estudio de los medios para resguardar valor, que es la acumulación de riqueza. Por tal motivo, una característica importante ante la elección de activos o bienes de reserva de valor es el rendimiento adicional que pueden proveer, así como su capacidad de ser convertidos en dinero circulante fácilmente.

Empero, las decisiones de resguardo de valor no siempre se relacionan con el rendimiento monetario esperado, pues algunos agentes imponen mayor importancia a la seguridad o beneficios adicionales que los bienes durables proporcionan al que los posee. Por ende, las obras de arte han sido un medio de reserva de valor altamente utilizado en la economía capitalista.

Es necesario destacar que el referirnos a obras de arte como reserva de valor no engloba a la totalidad de las piezas artísticas producidas. Como se ha mencionado anteriormente, el que una obra de arte se utilice como resguardo de valor o como inversión financiera depende en gran parte del reconocimiento internacional del artista, de los intereses de los especuladores y de los *market makers* que proveen liquidez a las piezas mediante la intermediación.

En este sentido, las obras maestras de los grandes pintores como Rembrandt, Cézanne, Rubens, Monet, Picasso, entre otros, se consideran piezas que preservan o aumentan su valor con el tiempo, lo que les permite ser utilizadas como reserva de valor. Los motivos

principales de este llamado *Masterpiece Effect* son la belleza, la importancia que tienen las obras en la historia del arte mundial al representar los sentimientos de la época en la que fueron creadas y ser un legado cultural de enorme importancia; así como el fetiche que se impone a las obras de artistas muertos por convertirse en objetos escasos, lo que fomenta que sus precios incrementen en gran medida cada vez que las piezas son vendidas.

Por ello, al analizar el atesoramiento de obras de arte en esta investigación se hace referencia a las obras de grandes artistas de la historia, aunque pertenezcan a la historia reciente como en el caso de Mark Rothko o Andy Warhol.

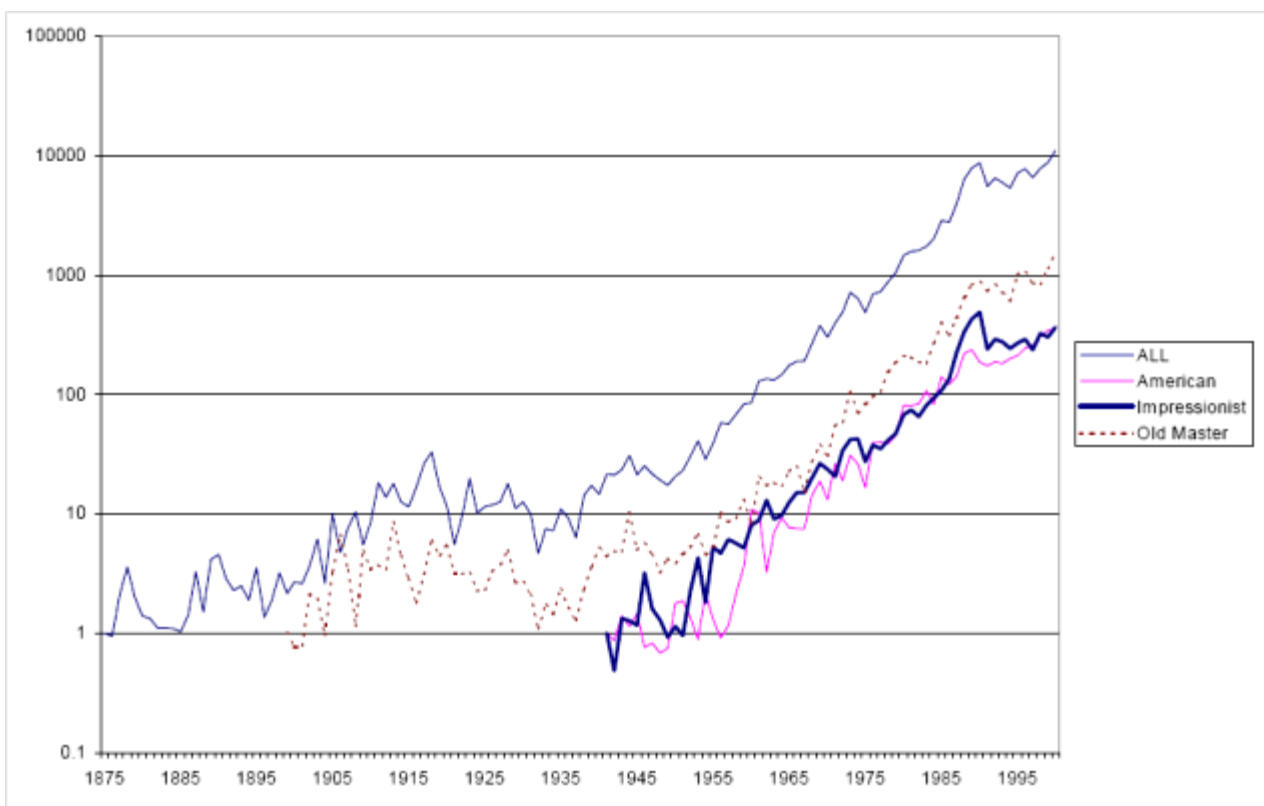
La primera propiedad de las obras de arte que las hacen fungir como reserva de valor es el comportamiento creciente de sus precios. Si bien existen periodos en la historia donde el valor de las obras sufrió un estancamiento e incluso disminuyó, como durante la Segunda Guerra Mundial o con el estallido de algunas crisis financieras de gran magnitud, el índice de precios de las obras de arte de Jianping Mei y Michael Moses, índice mayormente utilizado en los estudios del comportamiento del mercado de arte, muestra cómo desde el siglo XIX las obras de arte han tenido una constante valorización. Esto se puede analizar en la siguiente gráfica (Gráfica 1).

De acuerdo con el *Coleccionista X* (2012), el incremento constante de precios de las obras de arte las hace un excelente medio de resguardo de valor, pues aún en épocas donde el mercado ha presentado un estancamiento, el precio individual de las obras llamadas *Masterpiece* nunca disminuye y únicamente se contraen las ventas.

Como fue mencionado en el primer capítulo, existen características específicas que deben tener los bienes utilizados como reserva de valor, entre las que se encuentra la durabilidad. Aunque las obras de arte pueden sufrir desgaste y ser objeto de daños materiales, estas piezas generalmente tienen una gran durabilidad y pueden ser conservadas a lo largo de varios siglos. Ejemplo de esto son las piezas de arte de culturas antiguas, como las esculturas de Mesopotamia; los murales de arte prehispánico en México; o las pinturas de arte sacro de la Edad Media.

A pesar de que las obras de arte pueden conservarse por un largo período de tiempo, es posible también que se destruyan o que presenten daños físicos importantes. Esto depende no sólo de la técnica y materiales utilizados en su creación, sino también de su forma de conservación. Por lo tanto, el análisis de la durabilidad de las obras de arte está en estrecha relación con otra de las características de los bienes que resguardan valor, los costos de almacenamiento.

**Gráfica 1. Índice nominal de precios de las obras de arte (1875-2000)**



Fuente: Mei & Moses (2002).<sup>19</sup>

A diferencia del dinero o de los activos financieros, las obras de arte son bienes que requieren no sólo un espacio específico de almacenamiento, sino determinadas

<sup>19</sup> (Año base: Todas 1875=1, Americanas 1941=1, Impresionistas 1941=1, *Old Master* 1900=1)

condiciones ambientales para su correcta conservación. Las Galerías B, C y D explican que para atesorar una obra de arte en buen estado es necesario que el espacio de almacenamiento cuente con condiciones de temperatura y luz específicas, como temperaturas templadas de alrededor de 25°C y no estar expuestas directamente a la luz solar. Adicionalmente, en algunos casos de obras de gran antigüedad se requiere restaurar la pieza o aplicar algún tipo de barniz para protegerla (Galería B, 2012).

Así como las galerías mencionadas, las Casas de subasta A y B concuerdan que los costos de almacenar una obra de arte son reducidos, sin embargo, estos agentes no consideran un costo importante que es el de aseguramiento. El seguro de una obra de arte es un costo especial para el coleccionista o propietario de la obra, pues las galerías y casas de subasta generalmente tienen aseguradas sus instalaciones, lo que incluye las piezas que se encuentran dentro de ellas. El Director de la Casa de subastas C (2012) explica que la mayoría de las aseguradoras cuentan con seguros para obras de arte, los cuales funcionan pagando un porcentaje del valor que le adjudica el coleccionista a su obra.

Además de los costos de almacenamiento en que incurren las obras de arte, existen también costos de transacción que se derivan de la compra o venta de las piezas. Entre estos se encuentra el porcentaje por comisión que se paga a las galerías y casas de subasta al comprar la obra, así como el que se paga a las segundas también al venderla. Asimismo existen diferentes normas fiscales dependiendo del país en que se encuentre el coleccionista y el país donde se adquiere la pieza, por lo que se deben considerar también los costos por impuestos. Un ejemplo de esto son las pinturas adquiridas por los coleccionistas Rusos, que cuando las adquieren en el Reino Unido prefieren mantenerlas en dicho país por el costo que les supone transportarlas a Rusia (Dealer 1, 2013).

Por ende, las transacciones del mercado de arte generan necesariamente costos, que por mínimos que sean, significan una desventaja ante los activos financieros y títulos de deuda que únicamente incurren en costos de comisiones a los *dealers* y fondos de inversión por las transacciones de compra venta. Lo mismo sucede con la liquidez, propiedad importante de los activos que guardan valor.



De acuerdo a Davidson (1972), para que un activo tenga liquidez se requiere la existencia de un mercado secundario continuo y bien organizado que transforme las mercancías fácilmente en el medio circulante. En este sentido, la división del mercado de arte explicada anteriormente pone de relieve la presencia de mercados secundarios importantes y organizados donde se llevan a cabo las transacciones de obras de arte que ya han sido compradas con anterioridad.

De esta forma, las casas de subasta se convierten en los agentes clave en relación a la liquidez que pueden tener las obras de arte. Si bien las casas de subasta de arte permiten que se cumplan las características de continuidad y organización del mercado secundario de arte, la liquidez de las piezas también está influida por otros factores como la escasez. Además, es la existencia de coleccionistas que mantienen las obras de arte por largos períodos de tiempo o que las atesoran de manera permanente, lo que hace posible que algunas piezas no sean vendidas en los mercados secundarios en lo absoluto. Conjuntamente, los motivos de adquisición de obras de arte y los factores subjetivos que determinan esa decisión son diferentes en cada individuo, por lo que la venta de una determinada obra mediante una subasta no garantiza que exista un comprador.

En suma, las obras de arte son bienes con poca liquidez, que no necesariamente son vendidos fácilmente, y cuyas transacciones y almacenamiento generan costos adicionales al propietario; lo que les impone una desventaja como medio de reserva de valor ante los activos financieros. Empero, al proveer las obras de arte beneficios adicionales al propietario, como valor estético y estatus social, estas piezas se convierten en una alternativa de reserva de valor para los individuos que otorgan mayor importancia a dichos beneficios sobre el rendimiento monetario; y que buscan el atesoramiento como transferencia de valor por un largo período de tiempo.

Como explica el Académico 3 (2012), la mayor parte de los coleccionistas saben que las obras que adquieren tienen un valor monetario que se transfiere con el tiempo y, aunque no se considere venderlas, forman parte del patrimonio familiar. Asimismo, el Coleccionista X (2012) pone énfasis en que las obras de arte son un excelente resguardo de valor, además de ser también una inversión financiera de largo plazo muy redituable

generalmente. Por ende muchos coleccionistas adquieren obras tanto para enriquecer sus colecciones privadas como para utilizarlas como inversión financiera de largo plazo.

En conclusión, las obras de arte de los grandes pintores de la historia son una alternativa a los activos financieros para resguardar valor. Empero, lo que caracteriza a los individuos que adquieren piezas artísticas como alternativa a los activos financieros es un gusto artístico acentuado, que impera sobre la preferencia por la liquidez y los rendimientos que se pueden obtener, pues de lo contrario es preferible destinar los recursos a los mercados financieros.

#### **4.2 Especulación en el mercado de arte**

Particularmente en los últimos diez años las obras de arte han tomado un papel de mayor importancia como objetos de inversión financiera y especulación. Por una parte, se ha gestado una burbuja de precios que ha incrementado enormemente, lo que propicia que los individuos creen expectativas positivas en relación al aumento futuro de precios. Por otro lado, la globalización de las transacciones comerciales ha impactado también al mercado de arte, lo que ha fomentado su internacionalización. La tradición de adquirir obras de arte y formar colecciones, que antes era una práctica casi exclusiva de los países europeos, se ha expandido hacia todos los países del mundo, en especial los llamados países emergentes.

Granet y Lamour (2010) indagan que este fenómeno se relaciona estrechamente con el surgimiento de nuevos individuos de altos ingresos, así como el incremento constante de las ganancias extravagantes de una pequeña élite social. Si bien las grandes transformaciones en el mercado de arte que se han presentado en la última década son resultado del incremento acelerado de las grandes fortunas, como expresa el Pintor 1 (2012), esto también se encuentra estrechamente relacionado con la importancia creciente de la financiarización en todos los aspectos de la vida cotidiana.

Al igual que la educación, la salud y las pensiones, las obras de arte han sido convertidas en productos financieros. A consecuencia, estas piezas son utilizadas como objeto de especulación para la obtención de ganancias adicionales, de la misma forma que los

bienes inmuebles, el petróleo, el oro, entre otros. Aunado a eso, la expansión crediticia y facilidad de obtención de liquidez en los mercados financieros en años anteriores al estallido de la crisis del 2008 fomentó la inflación de precios de estas piezas hasta la posible formación de una burbuja del arte; que, como cualquier burbuja financiera, es alimentada con la especulación.

La especulación con obras de arte es muy versátil. Si bien la volatilidad de precios y los factores subjetivos que los conforman son factores que dan pie a las actividades especulativas, estas prácticas se han complejizado en la última década, dando lugar a la implementación de métodos de incremento artificial de precios y actividades fraudulentas. Así, es posible observar que el arte contemporáneo se ha convertido en una vía de obtención de ganancias altamente rentable, pues algunos artistas vivos se han convertido en empresas de gran escala que, en conjunto con grandes conglomerados financieros y no financieros, críticos de arte y técnicas de publicidad, logran que se incrementen exageradamente los precios de sus obras. Tal es el caso de artistas como Damien Hirst, Jeff Koons y Takashi Murakami.

La importancia del estudio de la especulación con obras de arte recae en la similitud que dichas actividades guardan con las realizadas en los mercados financieros. La creación de una burbuja del arte da indicios de su explosión en un futuro, por lo que es necesario realizar un análisis del comportamiento del incremento de precios y de los efectos que su estallido pudiera provocar. Al ser una práctica relativamente nueva, la especulación con obras de arte no ha sido ampliamente estudiada en términos académicos, por lo que los siguientes apartados son un intento de analizar las actividades especulativas más evidentes del mercado de arte, abriendo camino a futuras investigaciones con respecto a dicho tema.

### ***Las obras de arte como objeto de especulación***

A nivel internacional, el valor de las obras de arte en general se ha incrementado en la última década, fenómeno que se debe principalmente al aumento de los individuos de altos ingresos en el mundo y al surgimiento de una nueva élite económica en los países emergentes como China y Rusia. Como explica el Pintor 1 (2012), los individuos con

grandes riquezas generalmente prefieren invertir su patrimonio en obras de arte, pues el estatus social que les provee les permite insertarse en la élite económica con menor dificultad, además de que los mercados financieros son más volátiles y menos exclusivos.

Por ende, las obras de arte se han convertido en objetos altamente especulativos no sólo por los factores que influyen en la formación de precios, sino también por su “... *hiperinflación sólida e irreversible*” (Granet & Lamour, 2010). No obstante, las prácticas especulativas en el mercado de arte no son exclusivas de las décadas actuales. Aunque a menor nivel, la adquisición de obras de arte con objeto de obtención de ganancias ha sido una práctica común en dicho mercado, en especial por los factores subjetivos inmersos en el establecimiento de precios de los mercados secundarios.

Si bien las obras de arte son una representación estética del tiempo y el espacio en que se crean, al existir un mercado, estas piezas se convierten en una mercancía; y como tal, “...*las obras de arte están sujetas a la usura, la especulación, la moda, el acaparamiento, el desprecio, etcétera.*” (Casa de subastas 3, 2012).

Como ya fue descrito en el capítulo anterior, las obras vendidas mediante subastas públicas pueden alcanzar valores estratosféricos, pues a pesar de que existe una evaluación previa de las piezas de arte y un rango de precios estimado, tanto la psicología del coleccionista como su necesidad de colocar sus recursos líquidos en activos con rendimientos influyen en gran medida en el precio que pueden alcanzar. En este sentido, el Coleccionista X (2012) explica que entre esos factores psicológicos se encuentran el ego del coleccionista, la competencia, la valuación individual del comprador, los intereses que generan la obra o el artista, entre otros. De esta forma, el mercado secundario de arte se convierte en el mercado global especulativo (Pintor 3, 2012).

La especulación con obras de arte había sido tradicionalmente práctica común de un grupo selecto de especuladores que tenían información privilegiada respecto al comportamiento del mercado. Sin embargo, la creación de nuevas técnicas de inflación artificial de precios y actividades fraudulentas, así como la participación de algunas galerías y casas de subasta en dichas actividades, ha provocado la generación de un sector del mercado de arte totalmente especulativo.

De esta forma, el mercado de arte se puede dividir nuevamente en un mercado estable y otro especulativo. El primero está conformado por pequeñas galerías y artistas vivos poco reconocidos mundialmente, que según el Pintor 3 (2012) representan el 90% de los artistas. Por otra parte, el mercado especulativo hace referencia tanto a los grandes artistas de la historia, cuyas obras son también utilizadas como reserva de valor, como a los artistas vivos con mayor reconocimiento internacional. Empero, como explican Mei & Moses (2002), las obras de arte conocidas como *Masterpiece* tienen una menor volatilidad de precios, lo que las hace objetos de especulación menos atractivos. Además, las obras maestras generalmente son mantenidas por el propietario de 15 a 20 años, pues el precio de la obra se puede ver afectado cuando ésta ha sido vendida constantemente y ha tenido diferentes propietarios.

Lo anterior explica la razón por la cual una obra de Matisse, que tiene una importante trascendencia histórica, puede ser vendida en menor precio que una de Damien Hirst. Por lo tanto, las obras de arte más especulativas son las de arte contemporáneo, que como explica el Coleccionista X (2012) son altamente volátiles en relación a los precios, y no tienen una seguridad inminente como reserva de valor.

Aunado a eso, los precios de las obras de arte contemporáneo de artistas vivos son fácilmente manipulables. Esto, porque los artistas que pertenecen al 10% con mayor reconocimiento internacional funcionan ahora como empresas de producción masiva (Pintor 3, 2012), que crean su propia crítica y se asocian con corporativos trasnacionales para que adquieran sus obras a precios excesivos y de esa forma se incrementa su nivel de precios.

En adición, la inflación artificial de los precios de las obras en general ha sido un fenómeno preponderante en las casas de subasta. El Pintor 3 (2012) explica que la penalización que éstas cobran a los coleccionistas que no compran la pieza al ganar la puja es muy pequeña, por lo que muchos coleccionistas y especuladores se organizan para incrementar el precio de las obras de un artista mediante las pujas de la subasta. Así, aunque la obra no sea vendida, la publicación de resultados registra el aumento de precio de ésta y, por tanto, los precios de las demás obras de dicho artista incrementan en la misma proporción. La consecuencia de esta práctica es que las piezas del mismo

artista que pertenecen a ese grupo de especuladores incrementan su valor en gran medida y, como son vendidas frecuentemente, generan una ganancia especulativa.

Adicional a lo anterior, las casas de subasta han creado nuevas técnicas para el incremento de los precios, entre las que se encuentra la fijación de una garantía de precio a los vendedores de la pieza (Granet & Lamour, 2010). De esta forma, los propietarios de la obra determinan un precio mínimo al cual puede ser vendida, mismo que puede estar por encima del valor de su valuación; así, si la obra es vendida en la puja a un precio menor, la casa subastadora complementa el precio establecido por el propietario y el valor general de las obras del artista incrementa.

Por ende, aunque las obras de arte han sido objetos de especulación financiera durante muchas décadas por su incremento de precios, en los últimos diez años se han convertido en objetos altamente especulativos, que compiten con los mercados bursátiles, al grado de estar posiblemente inmersas en una burbuja especulativa.

### ***Especulación con Arte Contemporáneo***

La explosión de precios del arte contemporáneo a principios de siglo ha sido resultado de la expansión de las actividades especulativas en el mercado de arte. Si bien las casas de subasta y galerías se han convertido en agentes importantes en el fomento de la especulación con obras de arte, el arte contemporáneo se ha visto inmerso en prácticas más complejas de inflación de precios.

Aunque tradicionalmente el arte se realizaba y apreciaba por su valor artístico, muchos artistas de la actualidad deciden su profesión con base en las ganancias que pueden obtener (Heilbrun, 1993). De esta manera, un grupo de artistas de la actualidad son realmente empresas productoras de obras de arte, donde la mayoría de las piezas son elaboradas por artistas ayudantes, la trayectoria del artista es construida a través de sofisticadas técnicas publicitarias y los precios incrementan con la especulación. De acuerdo con el Pintor 3 (2012): *“La producción de estos artistas es de 100 cuadros al año, es decir se convierten en industrias, que además tienen más de 20 personas trabajando y pintando para ellos. Se convierten en una fábrica de producción de muchos cuadros con*

*alto valor*”. Estos artistas no son más de un 10% del total, y son aquellos cuyas obras se convierten en objetos altamente especulativos.

Pero el surgimiento de este tipo de artistas está enormemente relacionado con los grandes coleccionistas y corporativos que no sólo coleccionan por placer estético, sino que también adquieren obras de arte para obtener ganancias financieras. *“Para el periodo “bendito” de la burbuja financiera, cuando el dinero de los más ricos fluía enormemente, los mercados se han encontrado en una situación donde había menos obras disponibles que dinero para comprarlas. Más demanda que oferta. Este desequilibrio ha contribuido a acelerar el desarrollo del arte contemporáneo, que puede proveer nuevas obras sin limitaciones de cantidad. Este no es el caso del arte clásico y moderno, donde los valores son altos pero contingentes. Por ello, el precio del arte contemporáneo ha aumentado el 800% entre el 2003 y el 2008”* (Granet & Lamour, 2010:18).

De esta forma, Granet y Lamour (2010) explican que el éxito del arte contemporáneo no sólo se debe a la calidad artística o a los sentimientos expresados a través de la obra, sino también a las decisiones de la élite económica con gran influencia en el mundo del arte. Adicionalmente, al requerir una constante producción de obras para alimentar la burbuja del arte, las piezas de artistas de arte contemporáneo adquieren precios exorbitantes, muy por encima de los alcanzados por las de los grandes artistas de la antigüedad.

Pero este fenómeno especulativo con arte contemporáneo que comienza a fines de los noventa no es casual, sino que se relaciona con la globalización de las transacciones comerciales en general y la importancia cobrada por el sistema financiero a nivel internacional. En parte, porque los nuevos coleccionistas son directivos de firmas financieras y grandes corporativos trasnacionales que adquieren sus fortunas en los mercados financieros y las transfieren al mercado de arte, y el arte contemporáneo es el que corresponde a sus aspiraciones y preferencias. Por otro lado, el convertir a las obras de arte en productos financieros las hace adquirir una doble función, tanto la que provee su valor estético como la de obtención de ganancias financieras.

En este sentido, además de la especulación a la que están sujetas las obras de arte de artistas con gran reconocimiento, las explicadas en el apartado anterior, el arte contemporáneo de artistas vivos es utilizado como mercancía financiera, donde los individuos más influyentes en el mercado propician el incremento de sus precios para fomentar la expansión de la burbuja especulativa.

Un claro ejemplo de esto es la estrategia del famoso coleccionista Charles Saatchi. Este coleccionista inglés, antes dedicado a las actividades publicitarias y de mercadotecnia, vio en el arte contemporáneo una fuente de ganancias inigualable. Así, Saatchi se dedica a identificar a los artistas actuales más prometedores y adquiere sus obras, para después utilizar todas sus redes de influencia del mercado, como las galerías de arte, los museos, la prensa, los críticos; además de aplicar todas las técnicas de mercadotecnia, que son su especialidad (Granet & Lamour, 2010:48), para propiciar el reconocimiento del artista. El resultado de esto es la creación de artistas especulativos que adquieren una fama mundial rápidamente y, por tanto, sus obras se convierten en las piezas adquiridas por los especuladores lo que propicia que incrementen su valor exageradamente.

En este sentido, Damien Hirst es uno de los artistas adoptado por Saatchi, que hoy en día es de los artistas más especulativos a nivel internacional. Las obras de Hirst no sólo son adquiridas por la mayoría de los grandes coleccionistas, sino que sus precios incrementan constante y aceleradamente. Específicamente, el precio de sus obras en los años noventa rondaba en 20,000 dólares, y para el 2000 ya costaban más de 1 millón de dólares, como la escultura de una niña "*Charity*" que en el 2003 se vendió por más de 2 millones de dólares o "*For the Love of God*", que alcanzó los 100 millones de dólares en el 2007.

Así como Damien Hirst, otros artistas como Takashi Murakami, Jeff Koons, Gerhard Richter y Francis Bacon presenciaron un incremento de precios exagerado entre el 2007 y el 2008, a pesar del estallido de la crisis; y aunque fueron partícipes de una caída de precios entre el 2009 y el 2010, repuntaron nuevamente a partir del 2011 y han incrementado rápidamente el nivel de precios hasta incluso sobrepasar el periodo de mayor auge. Esto se debe principalmente a las actividades especulativas de los agentes más influyentes del arte, que junto con las casas de subasta fomentan el crecimiento de precios y evitan un estancamiento del mercado de arte durante la crisis. Este ejemplo



explica claramente cómo la volatilidad de precios de obras de arte contemporáneo fomenta que agentes con información privilegiada especulen con las piezas, pues así como es posible la caída de precios, es factible que estos vuelvan a incrementarse.



Damien Hirst  
"Charity" (2002)



Damien Hirst  
"For the love of God" (2007)

En suma, las obras de arte contemporáneo producidas masivamente por los artistas convertidos en empresas son adquiridas por grandes coleccionistas y conglomerados transnacionales, los cuales fomentan el incremento de los precios mediante las ventas a través de las casas de subasta, con el establecimiento de críticos de arte con opiniones positivas respecto a dichas obras, y organizando exposiciones en los museos más importantes del mundo. De esta forma, el renombre y trayectoria del artista incrementan a la par que los precios de sus obras y, al ser estos agentes propietarios de una gran parte de éstas, automáticamente incrementan su valor patrimonial en arte y obtienen una ganancia a la venta.

Cabe destacar que estos procesos especulativos ocurren en el mercado de arte internacional, pues los participantes son artistas, coleccionistas y casas de subasta de diferentes países que pertenecen al mercado de arte global. En el caso del arte mexicano ese tipo de actividades es poco común, aunque también sucede con algunos artistas. Un ejemplo de ello es el artista de arte contemporáneo Gabriel Orozco, que aunque sus obras no son consideradas como grandes valores estéticos, sus precios en el mercado nacional e internacional son de los mayores en relación al arte latinoamericano

(Académico 3, 2012). Sin embargo, es uno de los artistas que tienen un soporte por parte de la élite económica del país y de su propia crítica.



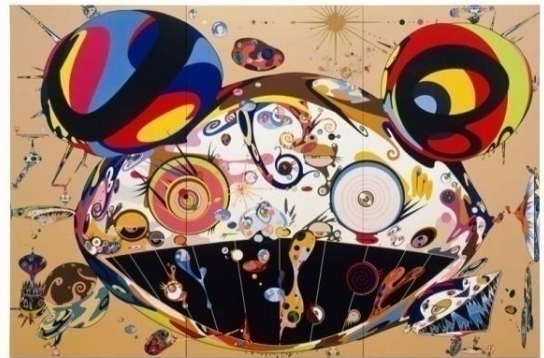
Gerhard Richter  
"Abstraktes Bild" (1932)



Francis Bacon  
"Triptych" (1976)



Jeff Koons  
"Tulips" (1995-2004)  
"Balloon Dog (blue)" (1994-2000)



Takashi Murakami  
"Tan Tan Bo" (2001)

Finalmente, la expansión de los fondos de inversión en arte no sólo ha propiciado el incremento de las actividades especulativas en dicho mercado, sino que estos agentes se han convertido, a la par de los grandes coleccionistas individuales e institucionales, en agentes de apoyo a la inflación artificial de precios y actividades fraudulentas en el mercado de arte con el objetivo de obtención de rendimientos financieros.

### ***Especulación con fondos de inversión en arte***

La participación de los fondos de inversión en arte en el proceso de especulación del mercado es similar a la de los coleccionistas especuladores e institucionales. Esta forma de instituciones financieras relacionadas con el arte, al crear títulos con las obras como subyacente para obtención de rendimientos financieros, busca principalmente el incremento de los precios de las obras de arte.

Así, la formación de la burbuja de arte ha propiciado la expansión de ese tipo de instituciones, que se comportan como los grandes coleccionistas y fomentan la inflación artificial de precios. Adicionalmente, los fondos de inversión en arte se convierten en agentes *insiders* del mercado, pues sus directivos forman parte de las redes de influencia que existen en el mundo del arte e incluso tienen vínculos importantes con las casas de subasta y galerías.

Si bien los fondos de inversión en arte son partícipes de los beneficios que le proveen las características propias del mercado de arte, como la capacidad de sobrevivir a las crisis financieras, de la misma forma traen consigo los riesgos que éstas implican. Aunado a eso, los fondos de inversión en arte involucran los riesgos comunes a los activos financieros. Por lo tanto, Nazvanov (2010) indaga que es posible dividir los riesgos en que incurren los fondos de inversión en arte en tres tipos.

En los riesgos relacionados con los activos de inversión se encuentran factores como la inflación, los movimientos en la tasa de interés, cambios en la legislación gubernamental, incremento de impuestos, y variación en las expectativas de los agentes del mercado.

Por otra parte, los riesgos específicos del mercado de arte incluyen movimientos desfavorables en los precios debido a la variación que se presenta en los mercados

secundarios. Además, al ser inversiones de largo plazo, no es posible disponer del capital de inversión en un largo periodo de tiempo, incurriendo en el peligro de que ocurra alguna contingencia. Aunado a eso, la baja frecuencia de transacciones en el mercado de arte propicia la existencia de un riesgo de liquidez, que implica que las obras de arte no pueden ser vendidas en cualquier momento.

Asimismo, al depender la valuación de obras de arte de la opinión pública y de factores subjetivos, existe el riesgo de valuación inadecuada o de que al momento de la venta no se alcance el precio esperado. En este sentido, también se encuentra el riesgo de adquisición de obras fraudulentas o copias, fenómeno común en el mercado de arte. Finalmente, existe la posibilidad de destrucción o daño de las obras de arte, lo que genera un nuevo riesgo, pues aunque existen seguros para la protección de obras de arte ante eventos de pérdida, estos no necesariamente cubren todas las contingencias.

En suma a los riesgos del mercado de arte, existen riesgos propios de los fondos de inversión en arte, como son la mala adquisición de obras de arte, el riesgo de liquidez que imposibilita la venta de las piezas en cualquier momento y el establecimiento de regulaciones o impuestos a las inversiones en estos fondos.

De esta manera, al analizar las características de las obras de arte y su función como garantía en los fondos de inversión se puede indagar que las piezas de arte, *per se*, no son una alternativa de inversión lucrativa y menos los títulos de éstas (Davidson, 2012). Sin embargo, los procesos especulativos del mercado de arte, la información privilegiada de los *insiders*, el creciente aumento de los precios de las obras y la falta de regulación de los fondos permiten que estas instituciones tengan un comportamiento exitoso y generen beneficios a los administradores.

Empero, al estar el mercado de arte actual inmerso en una burbuja especulativa, este tipo de instituciones financieras se encuentran en peligro de colapsar, pues al igual que las burbujas financieras creadas con diferentes objetos de especulación, la burbuja del arte eventualmente estallará.

Aunado a esto, los fondos de inversión en arte son instituciones altamente fraudulentas. Como explica el Pintor 3 (2012), muchos de los fondos de inversión en arte que se gestaron en los últimos cinco años se vieron inmersos en grandes fraudes. Por una parte, algunos fondos vendían títulos sobre obras que no existían en el acervo del fondo y al momento del reclamo de capital por parte del inversionista se declaraban en quiebra. Otra estafa común se daba mediante el incremento del valor estimado de las obras y, al momento de la venta, el monto no llegaba a igualar dichas estimaciones, lo que suponía una pérdida al inversionista.

Al igual que los casos anteriores, los fondos de inversión en arte han sido instituciones altamente volátiles y poco duraderas por los fraudes en que incurren. Pero este tipo de actividades sucede debido a que los inversionistas que adquieren títulos sobre obras son generalmente agentes con desconocimiento del arte, que únicamente buscan alternativas de inversión para la obtención de rendimientos financieros (Pintor 3, 2012).

Aunque existen algunos fondos, como The Fine Art Fund (creado en el 2001 y continúa operando hoy en día), que han sido exitosos en cuanto a la generación de rendimientos para sus inversionistas, este tipo de instituciones son administradas por agentes altamente influyentes del mercado de arte. Específicamente, el director del fondo mencionado fue por muchos años el director financiero de la casa de subastas Christie's, y por las relaciones que tiene con la élite del mercado de arte siempre obtiene información privilegiada respecto a las ventas y precios de las obras de arte.

Por ende, la inversión de capital en fondos de inversión en arte resulta una alternativa de inversión con mayores riesgos que beneficios. Eso se puede constatar con la clausura de una gran cantidad de fondos de inversión en arte a lo largo de la última década (The Art & Finance Report, 2011).

De esta forma, los fondos de inversión en arte son instituciones grandemente relacionadas con la especulación en el mercado de arte, las cuales han sido partícipes del surgimiento de la burbuja especulativa que se ha venido formando en esta última década.

### **4.3 Mercado de arte y crisis financieras**

El mercado de arte no sólo se comporta diferente a otros mercados durante períodos de auge, también en épocas de crisis este sector muestra peculiaridades que lo hacen un área de estudio separada a otros sectores de la economía.

En primer lugar, las características de las obras de arte que las hacen fungir como resguardo de valor propician que en tiempos de crisis estos objetos sean altamente demandados, para evitar los riesgos en que incurren otros mercados con la recesión de la economía en su conjunto. Por ello, es posible observar que especialmente en este tipo de períodos, que no tienen que ser necesariamente grandes crisis sino cualquier tipo de desequilibrio económico, el arte es demandado en mayor medida como una alternativa de reserva de valor junto con el oro y los bienes inmuebles.

No obstante, las obras que se incluyen en este fenómeno son únicamente las obras maestras o de artistas altamente reconocidos, que como se explicó anteriormente son las que transfieren valor al futuro con mayor seguridad. Entonces, el otro gran grupo de obras de arte de artistas emergentes o poco reconocidos, que algunos autores denominan mercado medio y bajo, tienen un comportamiento diferente e incluso contrario, pues durante la crisis se disminuye su demanda y se contraen sus precios.

Como explica el Pintor 3 (2012), en tiempos de crisis la mayor parte del mercado de arte se contrae en gran medida, pero las ventas de las obras pertenecientes al 10% de los artistas más famosos internacionalmente (ya sea artistas muertos o vivos) no frenan e incluso son mayores. Esto se debe a que los agentes que se vieron beneficiados con el estallido de la crisis han incrementado su riqueza y, así como otros inversionistas, deciden adquirir obras de arte como alternativas de resguardo de valor. Por lo anterior, este apartado se enfoca en el estudio del comportamiento general del mercado de arte en tiempos de crisis, poniendo énfasis en la forma en que se presentan los fenómenos de atesoramiento y especulación en dicho periodo.

Como se ha examinado en apartados anteriores, en el mercado de arte se pueden identificar dos tipos de artistas y obras principalmente. El primer grupo está conformado

por la mayoría de los artistas, que generalmente tienen un reconocimiento nacional y sus transacciones se limitan a la esfera del mercado primario. Por otra parte, existe una minoría de artistas, tanto vivos como muertos, que pertenecen al grupo de los artistas con mayor reconocimiento a nivel internacional y cuyas obras son catalogadas como obras maestras. Este tipo de artistas suponen un grupo muy limitado, de alrededor del 10% del total, que no sólo han adquirido una enorme fama mundial sino que sus obras se venden principalmente en los mercados secundarios y alcanzan enormes precios.

Si bien la división de los dos tipos de artistas no tiene relación directa con la calidad de sus obras ni las técnicas de innovación, los que pertenecen al segundo grupo son los que continúan sus ventas en momentos de crisis, pues el reconocimiento permite que su trabajo se convierta en resguardo de valor.

De esta forma, con el estallido de la crisis la mayor parte del mercado de arte sufre un estancamiento, al igual que el resto de la economía, a excepción de las transacciones con obras de arte de dichos artistas altamente famosos. Como explica el Coleccionista X (2012), las crisis provocan que en el mercado de arte exista mayor oferta que demanda, ya sea porque existe una mayor necesidad de obtener liquidez, o porque la demanda se contrae ante la incertidumbre económica imperante. Asimismo, Coleccionista Y (2012) hace referencia a que el precio de las obras de artistas emergentes tiende a estancarse o a disminuir, pues los que adquieren dichas obras son los nuevos coleccionistas de arte o los compradores que adquieren arte para decoración, por lo que en tiempos de crisis esta parte del mercado sufre las mismas consecuencias que otro tipo de mercados, al igual que los bienes de lujo.

Empero, ambos agentes hacen referencia a que una crisis financiera es el mejor momento para los grandes coleccionistas para adquirir arte. En parte, por la cantidad de obras que se ofertan, que propicia que no se alcancen grandes precios en las subastas; y también, por la función de reserva de valor que proveen al comprador.

La contracción de los precios de las obras durante una crisis financiera provoca diversos efectos negativos, como quiebra de pequeñas galerías, dificultades de los pintores emergentes de obtener ingresos mediante sus obras, así como pérdidas monetarias de

pequeños coleccionistas que necesitan liquidez y se ven obligados a vender algunas de sus piezas por un valor menor al esperado (Académico 1, 2012). Por otra parte, el Director de la Casa de Subastas C (2012) indica que los coleccionistas de grandes ingresos se ven beneficiados pues pueden enriquecer sus colecciones y esperar a que el precio de las obras vuelva a incrementar, ya que no tienen necesidad de recursos líquidos.

Así, mientras un sector del mercado de arte se ve afectado por el estallido de una crisis, otra parte de éste, el de la élite de los artistas, no sólo continúa su curso sino que incluso puede crecer en mayor medida que en el periodo de auge, como sucedió con las obras de Damien Hirst en la crisis actual que, como se ejemplificó anteriormente, en el 2008 incrementaron sus precios en gran medida. Esto se debe principalmente a las propiedades de las obras de transferir valor al futuro, pero también a la caída de los precios en los mercados financieros, que hacen a los activos financieros instrumentos de mayor riesgo y con menores posibilidades de obtención de ganancias.

Además, como explican Kraeusl y Lee (2010), el arte se ha convertido en una de las formas más populares de invertir la riqueza entre los individuos con mayores ingresos, lo que fomenta el atractivo de las obras de arte de ser adquiridas durante una crisis como reserva de valor.

Cabe destacar que esta última crisis ha tenido un comportamiento diferente al de crisis anteriores, pues gran parte del mercado de arte ha tenido una rápida recuperación desde finales del 2010, y en el 2012 se han roto récords de precios en las casas de subastas, como indagan Académico 1 (2012) y Galería B (2012). Esta rápida recuperación se debe a la burbuja especulativa que se ha ido formando desde el año 2001 y que, aunque sufrió un pequeño freno con el estallido de la crisis en 2008, ha retomado velocidad y el incremento de precios ha continuado. Por lo tanto, se hace evidente que las obras de arte durante la crisis no sólo se utilizan como resguardo de valor, sino que son una alternativa a los activos financieros como objetos de especulación.

### ***Resguardo de valor en obras de arte en tiempos de crisis***



Algunas obras de arte, como las de artistas internacionalmente reconocidos o las que tienen una importancia histórica por su unicidad y durabilidad, tienen la propiedad de fungir como resguardo de valor. Como se explicó en apartados anteriores, este tipo de piezas siempre tiene una demanda por el carácter fetichizado que adquieren que les aseguran una demanda y, por tanto, el incremento de sus precios. Por ende, los agentes interesados en el arte generalmente adquieren este tipo de obras tanto para enriquecer sus colecciones como para transferir valor en el futuro.

Si bien esto sucede en cualquier etapa del ciclo económico, durante las crisis financieras esto se intensifica dado a la enorme inestabilidad de los activos financieros. Por ello, las transacciones en obras de arte que sirven de resguardo de valor aumentan en periodos de crisis, al contrario de la mayoría de otros mercados.

Un claro ejemplo de este comportamiento es lo que sucedió en el 2008 con el estallido de la crisis. A finales de ese año no sólo se incrementaron enormemente las ventas de ciertos artistas importantes internacionalmente como Picasso, Monet, Van Gogh, Cézanne, entre otros, sino que los precios aumentaron en la misma medida. Un claro ejemplo es la venta del retrato de la segunda esposa de Picasso, que se vendió a finales del 2007 por 31 millones de dólares en una subasta de Christie's cuando el precio por el que lo habían adquirido era de aproximadamente 2.5 millones de dólares (Granet & Lamour, 2010). Esto se explica principalmente por la tendencia de los individuos de altos ingresos a adquirir obras de arte como reserva de valor, en especial cuando existen trastornos financieros.

Como señalan los coleccionistas entrevistados, a pesar de que su consumo de arte es para la formación de colecciones acotadas y de trascendencia artística, esas piezas también se consideran una inversión a largo plazo que les permite transferir valor al futuro. El Director de la Galería C (2012) indica que especialmente durante una crisis financiera incrementan las ventas, ya que las obras se utilizan como resguardo de valor al igual que los inmuebles.

En adición, la necesidad de algunos agentes de obtener recursos líquidos provoca que muchos propietarios vendan algunas obras de gran valor a un precio menor, por lo que de

acuerdo al Coleccionista X (2012), un periodo de crisis es especialmente bueno para adquirir obras a precios bajos; ya sea para incrementar la colección, resguardar valor o especular, pues el precio de éstas incrementará a la par de la recuperación del mercado.

Por lo anterior, es posible identificar que las obras de arte utilizadas como reserva de valor son altamente demandadas en periodos de crisis, pues no sólo tienen mayor estabilidad con respecto a los mercados financieros, sino que son obras que siempre tendrán una demanda, y por lo tanto, transferirán valor al futuro. Este fenómeno se ha observado tanto en las crisis financieras más recientes como en las guerras mundiales del siglo XX.

Sin embargo, la crisis del 2008 presentó una diferencia respecto al comportamiento común del mercado de arte. Generalmente, el mercado primario de arte presenta una contracción al estallar la crisis, las ventas y los precios de obras de artistas vivos se estancan momentáneamente y cuando el mercado se recupera las grandes galerías retoman el curso de sus negocios. Pese a ello, esta última crisis sólo impactó a las pequeñas galerías y artistas poco reconocidos, pues dentro del rubro de artistas de arte contemporáneo de fama mundial las ventas y los precios de las obras incrementaron estrepitosamente. Como ese tipo de obras de arte todavía no se consideran objetos que resguardan valor, lo que deja ver este comportamiento es la presencia de actividades especulativas con arte contemporáneo, tema que se tratará en el apartado siguiente.

### ***Especulación con obras de arte en tiempos de crisis***

En la mayoría de las crisis financieras del siglo XX, el mercado de arte se había comportado como se explicó con anterioridad. La mayor parte de éste se contraía por un corto periodo de tiempo mientras que un grupo selecto de artistas y obras mantenían sus precios e incrementaban sus transacciones por la particularidad de reserva de valor de las obras de arte. Incluso durante la Segunda Guerra Mundial, muchas obras maestras fueron plagiadas a los judíos para su venta después de la guerra, lo que propició la formación de varias fortunas en aquella época.

No obstante, la crisis financiera que estalló en el 2008 ha presentado un fenómeno diferente en las obras de arte contemporáneo de artistas famosos, pues en lugar de presenciar dicha contracción, sus precios han incrementado estratosféricamente. Este fenómeno se explica por las actividades especulativas que han imperado en el mercado de arte desde principios del siglo en curso, y que se han intensificado con el incremento exagerado de los precios de algunas obras de arte.

Como se especificó en apartados anteriores, la ampliación de actividades especulativas en el mercado de arte, especialmente con obras de arte contemporáneo, se debe en gran medida al surgimiento de una nueva oligarquía en países emergentes como Rusia y China, así como el enriquecimiento cada vez mayor de los individuos con mayores ingresos (HNWI) que tiene sus orígenes en la desigual distribución del ingreso. Granet y Lamour (2010) destacan que la tasa de crecimiento de individuos millonarios es espectacular en países como China, India, Rusia y Brasil, y que son estos los que han propiciado el crecimiento de la especulación en el mercado de arte contemporáneo global.

La burbuja de arte que se ha venido formando desde el 2001, ayudada por las otras burbujas especulativas de esa época como la hipotecaria, no sólo no estalló con esta crisis financiera, sino que prácticamente no frenó su crecimiento. Esto se constata con el enorme incremento de los precios que se ha presenciado desde el 2011, pues en los últimos tres años se han roto récords de ventas de un sinnúmero de artistas.

Específicamente en relación al arte contemporáneo, artistas como Jeff Koons, Damien Hirst y Takashi Murakami sufrieron una caída en los precios de sus obras en el 2009 de casi el 50% en relación con el año anterior (Reyburn, 2009), pero a partir del 2011 han cuadruplicado los precios de sus obras en comparación a los que alcanzaban poco antes de la crisis (Granet & Lamour, 2010). En 2007, Jeff Koons vendió su escultura de acero "*Hanging Heart (Magenta/Gold)*" por 23 millones de dólares y, para el 2012, su obra "*Tulips*" alcanzó 33 millones de dólares en una subasta de Christie's. Cabe señalar que antes de la crisis su obra de mayor precio había sido "*Michael Jackson and Bubbles*", vendida en el 2001 por aproximadamente de 5 millones de dólares. De igual manera, el artista japonés Takashi Murakami vendió su escultura "*My Lonesome Cowboy*" en el 2008

por 13 millones de dólares, cuando su récord de precios había sido de alrededor de 550,000 dólares unos años antes.<sup>20</sup>

El anterior es un ejemplo emblemático de la especulación con arte contemporáneo, pues la caída que se suscitó en el 2009 permitió que los coleccionistas de arte contemporáneo adquirieran piezas a precios más bajos y las vendieran, dos años después, a precios mucho más altos. Esto se puede observar con el artista británico Damien Hirst, pues el 15 de septiembre del 2008, día en que se declaró la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers, se vendieron 150 de sus obras a través de la casa de subastas Sotheby's por casi 200 millones de dólares (Granet & Lamour, 2010) y en el 2011 los precios de dichas obras ya se habían multiplicado.



Jeff Koons  
"Hanging Heart (Magenta/Gold)"  
(1994-2006)



Jeff Koons  
"Michael Jackson and Bubbles" (1988)

En suma, el mercado de arte ha presenciado una serie de actividades especulativas en la última década, lo que ha propiciado el surgimiento de una burbuja de arte por el incremento acelerado de los precios de las obras. Si bien esta burbuja se vio impulsada por otro tipo de manías especulativas de los años 2000, como la burbuja hipotecaria, la

---

<sup>20</sup> Precios de venta aproximados, obtenidos de [www.artnet.com](http://www.artnet.com).

crisis que estalló en 2008 no logró frenar la evolución de esta manía, la cual ha retomado su crecimiento hasta hoy en día.

De esta forma, es posible observar que el mercado de arte se ha insertado cada vez más en los mercados financieros, adoptando una lógica de comportamiento similar. La especulación con arte que se ha expandido en estos últimos años deja entrever la posibilidad de un futuro estancamiento de los precios de las obras de arte, o al menos un estancamiento con las piezas de arte contemporáneo, pues como todas las manías que han existido en la historia del capitalismo, la burbuja algún día tiene que estallar.

## **CONCLUSIONES FINALES**

A partir de principios del siglo en curso, el mercado de arte se ha convertido en un objeto de estudio en la Economía por los precios exorbitantes que alcanzan las piezas en los mercados secundarios. Especialmente en los últimos siete años, algunas piezas de artes plásticas han alcanzado precios exagerados, incluso después del estallido de la crisis financiera del 2008.

Si bien los precios de las obras de arte tienen un comportamiento creciente por su belleza, unicidad y otras características presentes en éstas que las hacen convertirse en objetos de trascendencia histórica, el crecimiento acelerado de los precios de las obras de arte que se ha presenciado en la actualidad no necesariamente se relaciona con el valor estético que poseen, sino con la proliferación de las actividades especulativas en torno a este sector.

La especulación con obras de arte ha sido una particularidad inminente de dicho mercado por el incremento constante de los precios de las piezas, sin embargo, este fenómeno distaba de ser una alternativa a la especulación financiera y se limitaba únicamente a predecir un aumento de precio de una obra específica, ya sea para adquirir una ganancia o para preservar el valor. Por el contrario, las actividades especulativas que se identifican actualmente en el mundo del arte están más relacionadas con la obtención de grandes ganancias financieras y la titulación de las obras de arte. Esto responde a la inserción del mercado de arte en los mercados financieros, ya sea mediante su utilización como

alternativa de inversión financiera o con el surgimiento de inversionistas institucionales como fondos de inversión en arte, que emiten títulos relacionados con ciertas piezas y son introducidos después en actividades financieras.

Estos fenómenos identificados en el mercado de arte propiciaron el surgimiento de una serie de cuestionamientos en relación con la economía del arte y los fenómenos financieros que se están suscitando en dicho mercado. De ahí que esta investigación tiene la finalidad de responder a esa serie de preguntas que se definieron al comienzo del estudio, y que se responderán a manera de conclusión.

El primer gran cuestionamiento que surge al analizar el mercado de arte es la forma en que se establecen los precios de las obras, así como su tendencia. Si bien es ampliamente conocido que las obras de arte han fungido como bienes patrimoniales desde la antigüedad, la forma en que sus precios incrementan no es tan evidente a pesar de su importancia. De esta forma, a través de la investigación teórica y empírica que se llevo a cabo fue posible encontrar indicios para dar respuesta a dicha cuestión.

Los precios de las obras de arte son fijados de diferentes maneras, dependiendo del mercado en que se encuentren. Como se explicó en el tercer capítulo de la tesis, las obras de arte que acaban de ser creadas y lanzadas al mercado generalmente se venden mediante galerías de arte o *dealers* privados, que son entidades del mercado primario. Como la mayor parte de dichas piezas son de artistas vivos, la definición de sus precios se basa en las características particulares de la obra como tamaño, estilo, materiales y técnica; en la trayectoria del artista, sus estudios, exposiciones, premios y reconocimientos, etcétera; y de acuerdo al nivel de precios de obras anteriores del mismo artista. Aunque este tipo de valuación no está fundamentada mayormente por factores subjetivos, la fama y reconocimiento que adquiere el artista son variables decisivas para el incremento de precios, mismas que involucran la imparcialidad.

Cuando una obra ya había sido vendida con anterioridad y es posesión de un propietario distinto al artista, se recurre a los mercados secundarios para sus ventas subsecuentes, es decir, a las casas de subasta. A diferencia de los mercados primarios, la fijación de precios de las obras de los mercados secundarios dista de estar cimentada por completo

en las propiedades físicas de la obra y cualidades del artista, sino que se asientan con base en factores subjetivos como las preferencias y gustos de los compradores, el ego de los coleccionistas, entre otros. Esto es posible debido a que las subastas públicas comienzan con precio mínimo, pero al no tener un tope máximo los precios que se alcanzan pueden ser increíblemente altos.

Aunque la tendencia común de los precios de las obras de arte es creciente, existen ocasiones en que estos se estancan o incluso disminuyen. Tal es el caso de los artistas emergentes que adquieren una fama temporal y el incremento del precio de sus obras no se fundamenta en su trayectoria, por lo que cuando dejan de estar en tendencia se reducen. No obstante, la mayoría de las obras de arte de artistas con importancia histórica o las conocidas como obras maestras presentan un comportamiento creciente de los precios, por la importancia que adquieren las piezas y su carácter único que propician una demanda permanente de éstas.

Por ende, la forma en que se forman los precios en los mercados secundarios así como su tendencia creciente provocan que las obras de arte se conviertan en objetos utilizados para diversos fines financieros.

Una segunda pregunta planteada al comienzo de la investigación es qué tipo de individuos u organizaciones adquieren obras de arte y cuál es su principal motivo. Esta pregunta surge al observar la forma en que las obras de arte han dejado de ser adquiridas únicamente por coleccionistas, y se han convertido en una especie de bienes de lujo que proveen estatus social al propietario. Además, la titulización de las obras de arte da indicios de que los inversionistas que adquieren dichos títulos no tienen un interés por la pieza como tal, sino que buscan la obtención de ganancias financieras.

De esta forma, se pueden distinguir diferentes tipos de compradores de arte. Por una parte, los coleccionistas de arte son aquellos agentes que tienen un gusto por las piezas artísticas y poseen un conjunto de obras que forman una colección acotada y con una temática específica. Existen otro tipo de compradores de arte interesados en las piezas, pero que compran esporádicamente y que no mantienen una colección definida, simplemente adquieren las obras por el placer estético que les provee y para mantenerlas

como patrimonio o reserva de valor. Por otro lado se encuentran los inversionistas en arte, que aunque generalmente tienen un interés por las obras que adquieren, su motivo principal es el de obtener un rendimiento a la venta de la pieza. Este tipo de compradores de arte generalmente adquieren las piezas como inversión de largo plazo en alternativa a otro tipo de instrumentos financieros. Finalmente, los especuladores con arte son agentes que adquieren las piezas con la única finalidad de obtener ganancias financieras a su venta por un incremento de precios. Si bien estos agentes pueden tener un interés artístico en las obras, la mayor parte de estos únicamente las mantiene por un corto periodo de tiempo y utilizan información privilegiada para conocer el comportamiento de la obra y obtener un mayor beneficio. Pese a ello, la división de los compradores de arte dista de ser clara, pues existen individuos que incurren en diferentes actividades y no se pueden identificar en ninguno de esos tipos.

Esta separación de los diferentes tipos de compradores de arte es de gran importancia para entender los fenómenos financieros que se suscitan en el mercado de arte, pues es gracias a los diferentes motivos de adquisición de obras de arte que éstas alcanzan precios exorbitantes, y que se expanden las actividades especulativas con ellas. En este sentido, la utilización de obras de arte como alternativa de inversión financiera por algunos agentes se relaciona igualmente con los motivos de adquisición de las obras, que en este caso es la de resguardo de valor u obtención de rendimientos financieros. Esto forma parte del tercer cuestionamiento que se planteó al comienzo de la investigación, referente a la identificación de las características de las obras de arte las hacen fungir como alternativa de inversión financiera y si este uso realmente puede ser considerado como una mejor opción de inversión ante otros activos financieros.

El estudio respecto al mercado de arte como inversión financiera no sólo fue el más problemático, sino que propició el surgimiento de nuevas hipótesis para investigaciones futuras. Si bien la mayor parte de los estudios económicos respecto al mercado de arte se enfocan en el mercado de arte como inversión, los resultados encontrados por los economistas dedicados a dicho análisis han sido muy distintos y en algunos casos contradictorios.



El debate teórico en torno a las obras de arte como inversión se discute en el tercer capítulo de esta tesis, donde se explican los modelos utilizados por los diferentes autores y los resultados obtenidos. El primer conflicto identificado en esa discusión es la recaudación de información con relación a los precios de arte, pues únicamente utilizan datos obtenidos de las casas subastadoras más importantes del mundo e ignoran los datos referentes a los mercados primarios, lo que propicia que los modelos sean creados con información incompleta. Por otra parte, el empleo de diferentes tipos de modelos estadísticos, con diferentes periodos de tiempo, provoca que los resultados sean diferentes y en algunos casos contrarios. Esto se debe a que el mercado de arte, así como los otros mercados, presenta comportamientos diferentes dependiendo de la etapa del ciclo económico en que se encuentre, de ahí que el estudio del mercado de arte debe estar contextualizado y se deben tomar en cuenta las circunstancias en que se encuentra la economía en el periodo de estudio. Adicionalmente, el estudio de las obras de arte como inversión financiera no puede ser generalizado, pues cada obra cuenta con diferentes propiedades que propician un comportamiento distinto al de otras. Aunque un Rubens puede ser un medio de obtención de ganancias financieras por el incremento de sus precios, un Bacon no necesariamente tiene esa propiedad.<sup>21</sup>

Por ende, mientras algunos economistas argumentan que las obras de arte son una alternativa a los bonos y valores de inversión financiera, pues proveen un rendimiento mayor, esto no es aplicable para todas las obras de arte. Además, los autores que indican que estas piezas no necesariamente son una alternativa de inversión rentable pero que proveen enormes beneficios para la diversificación de riesgos por su diferente comportamiento en relación a los activos financieros, no consideran que estas obras no pueden ser vendidas tan fácilmente en el corto plazo, por lo que no pueden ser convertidas en medio circulante con la misma facilidad que otro tipo de activos

---

<sup>21</sup> Esta comparación de artistas es únicamente para ejemplificar el argumento, pues como es generalmente conocido Peter Paul Rubens fue un artista holandés del siglo XVI/XVII que hoy tiene una enorme trascendencia histórica y sus obras son consideradas como piezas de belleza y técnica excepcionales. Por otra parte, aunque no se desea minimizar la importancia del artista británico Francis Bacon, lo reciente de su trabajo y la novedad de su técnica no hace posible que sea hoy en día considerado como un gran maestro de la historia.

financieros. En suma, los estudios mediante modelos estadísticos que imperan en la economía del arte tienen un análisis muy sesgado y no explican la totalidad de factores en torno a las obras de arte que las podrían hacer fungir como activos de inversión.

Por lo anterior, el estudio empírico del mercado de arte y la información obtenida a través de las entrevistas hace posible tener un panorama más amplio en relación al arte como inversión financiera. Lo que se puede concluir de este estudio es que al tener los precios de las obras de arte una tendencia creciente, estas piezas pueden ser utilizadas con el fin de incrementar el patrimonio en el largo plazo. Sin embargo, el incremento del valor monetario de la obra dista de ser constante y no es posible calcularlo con precisión, por lo que los agentes que deciden adquirirlas como inversión deben tener un gusto particular por el arte y en especial por la pieza que adquieren, seleccionar obras de artistas reconocidos que tengan asegurada la demanda futura, considerar que son objetos de inversión de largo plazo y no esperar un rendimiento financiero mayor al de otros valores. De esta forma, las obras de arte pueden fungir como inversión financiera de largo plazo, característica que se relaciona más con su función de reserva de valor.

De la discusión de las obras de arte como alternativa de inversión financiera surge la hipótesis de que el incremento exagerado de los precios de las obras de arte en los últimos años puede estar fundado en que se está gestando una burbuja especulativa con obras de arte, tema que puede ser estudiado con mayor cautela en investigaciones posteriores. Adicionalmente, la afirmación de diferentes autores de que las obras de arte presentan grandes rendimientos financieros puede estar relacionada con este fenómeno especulativo que se está presentando en el mercado de arte, por lo que es también un aspecto que puede ser retomado en estudios futuros. Entre otros temas actuales que requieren investigaciones detalladas se encuentra el estudio de los fondos de inversión en arte, pues ninguno de ellos ha concluido su periodo de inversión y es posible que muchos de ellos presenten resultados interesantes.

Así, el análisis del mercado de arte como inversión está estrechamente relacionado con el cuarto cuestionamiento, que es acerca de la capacidad de las obras de arte de resguardar valor con el tiempo. Como se discutió en el capítulo cuatro, las obras de arte poseen un conjunto de características como unicidad, durabilidad, demanda, mercados secundarios

bien organizados, trascendencia histórica, entre otras, que las hacen ser objetos que resguardan valor.

Cabe destacar que el concepto de reserva de valor de las obras de arte no se puede generalizar para la totalidad de las piezas, pues esta propiedad es identificada habitualmente en obras de artistas altamente reconocidos a nivel internacional, generalmente que ya han muerto, y cuyas obras tienen una importancia histórica y artística que las hacen formar parte del patrimonio cultural. Este tipo de piezas conocidas como obras maestras siempre tendrán una demanda latente, pues existen individuos, instituciones, museos y fundaciones que estarán dispuestas a adquirirlas. Además, el fetiche que se crea en torno a estas piezas provoca que los precios incrementen constantemente, por lo que no pierden su valor monetario. Por ello, es posible identificar que las obras de arte que cumplen con dichos requisitos tienen la facultad de fungir como reserva de valor o inversión de largo plazo que, más que otorgar beneficios financieros, hacen posible la creación de un patrimonio que mantenga su valor con el tiempo.

Un quinto tema de estudio relacionado con esta investigación es si las obras de arte pueden ser concebidas como objeto de especulación. Como se hizo referencia anteriormente, la fijación de precios de las obras de arte y su comportamiento creciente propician que éstas se conviertan en objetos de especulación financiera. Si bien las obras de arte de artistas reconocidos que fungen como reserva de valor pueden presentar incrementos enormes de precios, lo cual genera mayores ganancias especulativas, son las obras de arte contemporáneo las que han tomado una posición más especulativa por la manipulación de precios de las que son sujeto así como la oferta ilimitada de los artistas.

Por lo tanto, el incremento acelerado de los precios de las obras de arte contemporáneo presenciado actualmente está estrechamente relacionado con la especulación con éstas, motivo por el cual obras de artistas vivos como Takashi Murakami o Jeff Koons han

alcanzado precios mayores a obras de grandes pintores como Anton Van Dyck<sup>22</sup>. La proliferación de actividades especulativas en el mercado de arte se debe a diferentes factores. Por un lado, el surgimiento de una nueva oligarquía en países emergentes como China, Rusia e India ha fomentado que los individuos con altos ingresos destinen sus recursos a las obras de arte, lo cual se ve reflejado también en el aumento de artistas de dichas nacionalidades que rápidamente adquieren un reconocimiento internacional. Aunque esta nueva élite económica adquiriera las obras de arte con el fin de asentar un estatus social o por intereses personales en el arte, el incremento de la demanda se refleja en un aumento de los precios.

Asimismo, la inserción de agentes de los mercados financieros en el mercado de arte ha dado lugar a la aplicación de una serie de estrategias publicitarias para el aumento del reconocimiento de distintos artistas, lo que a su vez aumenta los precios de sus obras. Un ejemplo emblemático es el publicista Charles Saatchi, que apoya a algunos artistas emergentes y les forja un nombre y una fama internacional.

Del mismo modo, la financiarización de las obras mediante la creación de fondos de inversión en arte que utilizan a las piezas como subyacente para la obtención de rendimientos con su apreciación ha sido de gran importancia para la expansión de la especulación con arte. Al estar basado el rendimiento de los fondos de inversión en arte en el incremento del precio de las obras, estas instituciones llevan a cabo diferentes tipos de actividades publicitarias que fomenten su apreciación. Esto también promueve las actividades fraudulentas o de inflación artificial de precios.

Entonces, los factores antes mencionados son algunos de los causantes de que los precios de las obras de arte hayan presenciado aumentos extraordinarios en los últimos años, lo que da pie a la especulación. En suma, la expansión de las actividades especulativas en este sector da indicios de que el mercado de arte se encuentra inmerso en una burbuja especulativa que, como cualquier otra manía, eventualmente tendrá que

---

<sup>22</sup> Anton van Dyck fue un pintor flamenco del siglo XVII, discípulo de Hendrick van Balen y de Rubens, especialmente conocido por sus elegantes retratos de la nobleza.

estallar. Empero, como se mencionó anteriormente, es una hipótesis que debe ser constatada en futuras investigaciones.

La especulación con obras de arte de la última década coincide además con los fenómenos económicos que se han presentado a nivel global. El incremento de precios de las obras que comenzó a partir del año 2001, al mismo tiempo que se gestaban otras burbujas financieras, como la inmobiliaria, en respuesta al periodo de auge económico. Por ello, es posible concluir que el periodo de euforia que se suscitó en la década de los 2000 y terminó con el estallido de la crisis del 2008 influyó en el funcionamiento del mercado de arte y, en particular, en el incremento acelerado de los precios. No obstante, con el estallido de la crisis, el mercado de arte no sufrió los mismos efectos que otros mercados. Pese a que las transacciones de arte se frenaron momentáneamente en el 2009, el mercado de arte retomó su curso en los años siguientes e incluso se superaron precios que los alcanzados en el punto cúlmine de la especulación en arte, que fue en 2007.

La observación de ese fenómeno dio lugar al sexto cuestionamiento, que se refiere al comportamiento del mercado de arte en tiempos de crisis, así como la diferencia entre dicha conducta y la que se está presenciando en la crisis actual.

Durante una crisis financiera, el mercado de arte presenta comúnmente dos fenómenos principales. Por una parte, los precios en el mercado primario se estancan, especialmente los de las obras de artistas emergentes, y las galerías se ven perjudicadas por la caída de las ventas. Por otro lado, el mercado secundario presencia un exceso de oferta por la necesidad de liquidez de algunos propietarios, lo que se convierte en una excelente oportunidad para adquirir obras de artistas reconocidos, que se vuelven altamente demandadas por su función de reserva de valor ante la mayor inestabilidad de los mercados financieros. Si bien cada periodo de crisis tiene características diferentes y, por tanto, el comportamiento del mercado de arte difiere, los agentes del mercado de arte entrevistados coinciden en que esos son fenómenos comunes al estallido de una crisis.

Empero, con el estallido de la crisis actual en el 2008 se ha presenciado un comportamiento distinto en el mercado de arte internacional. A diferencia del mercado

primario, que sufrió un estancamiento momentáneo, al igual que en la mayoría de las crisis, y se ha venido recuperando lentamente en los últimos años; el mercado secundario frenó momentáneamente y no sólo presencié una acelerada recuperación, sino que superó en transacciones y precios la etapa de auge previa a la crisis. Aunque una parte de esa expansión de las ventas mediante las casas de subasta se debe a la adquisición de obras de arte como reserva de valor, la mayor parte de las transacciones registradas son con obras de arte contemporáneo, que por ser generalmente de artistas vivos que todavía no han forjado una importancia histórica no son piezas comúnmente utilizadas para resguardar valor.

De ahí que se infiera que la rápida recuperación y expansión del mercado secundario está relacionada con las actividades especulativas antes mencionadas. En especial, la especulación con arte contemporáneo ha sido especialmente llamativa pues, como se mencionó en el capítulo cuarto de la tesis, algunos artistas vivos han cuadruplicado el precio de sus obras en los últimos cinco años.

En conclusión, el mercado de arte ha presenciado una transformación en su funcionamiento en la última década, misma que está altamente relacionada con los cambios en el sistema financiero internacional y la importancia que han cobrado las finanzas actualmente en el funcionamiento del sistema económico, conocida como etapa de financiarización. Así, la incursión de fenómenos financieros en el mercado de arte se convierte en un importante tema de estudio económico, que requiere un análisis más extensivo.

## Bibliografía

- ADAMOWSKA, W. (2008). *Is art such a good investment? Investing in fine art on the international and Polish auction market*. Master of Cultural Economics Thesis, Erasmus University Rotterdam. Rotterdam, Holland.
- AGLIETTA, M. (2000). *Macroeconomía Financiera*. Abya-Yala, Ecuador.
- ASHENFELTER, O. (2008). Predicting the Quality and Prices of Bordeaux Wines. *Economic Journal*, Vol.118, No. 529, pp. F174-F184.
- ASHENFELTER, O. & GRADDY, K. (2002). Art Auctions: A survey of empirical studies. *Cambridge University*, Working Paper 8997.
- ASHENFELTER, O. & GRADDY, K. (2003). Auctions and the Price of Art. *Journal of Economic Literature*, Vol. XL., 763-786.
- ASHENFELTER, O. & GRADDY, K. (2005). Anatomy of the Rise and Fall of a Price-Fixing Conspiracy: Auctions at Sotheby's and Christie's. *Journal of Competition Law and Economics*, Vol. 1, No. 1, 3-20.
- ASHENFELTER, O. & GRADDY, K. (2010). Art Auctions. *CEPS*, Working Paper 203.
- ASHENFELTER, O. & GRADDY, K. (2011). Sale Rates and Price Movements in Art Auctions. *CEPS*, Working Paper 214.
- ATUKEREN, E. & SECKIN, A. (2007). On the valuation of psychic returns to art market investments. *Economics Bulletin*, Vol. 26, No. 5, 1-12.
- BAUMOL, W. (1995). The Case for Subsidizing the Arts. *Challenge*, Vol. 38, No.5, 52-56.
- BAUMOL, W. (1996). Unnatural Value: Or Art Investment as Floating Crap Game. *The American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, 10-14.
- BENJAMIN, W. (2003 [1936]). La obra de arte en la época de su reproductibilidad técnica. Trad. Andrés E. Weikert. Editorial Itaca, México.

- BRYAN, M. (1985). Beauty and the Bulls: The Investment Characteristics of Paintings. *Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Review*.
- CAMPBELL, R. (2005a). The 'Art' of Portfolio Diversification. *University of Maastricht, Working Paper*.
- CAMPBELL, R. (2005b). Art as an Alternative Asset Class. *University of Maastricht, Working Paper 40*.
- CHANEL, O. & GINSBURGH, V. (1996). The relevance of hedonic price indices: The case of paintings. *The Journal of Cultural Economics*, Vol. 20, 1-24.
- CHICK, V. (1987). Speculation, the rate of interest and the rate of profit. *Journal of Post Keynesian Economics* Vol. X No.1.
- COSLOR, E. (2009). Art Investment Collections: A New Model for Museum Finance?. *University of Chicago, Working Paper, Verano 2009*.
- DAVIDSON, A. (2012). How the art market thrives on inequality. *New York Times Sunday Magazine* Vol. 3.
- DAVIDSON, P. (1965). Keynes's Finance Motive. *Oxford Economic Papers*, New Series, Vol. 19, No. 2, pp. 245-253.
- DAVIDSON, P. (1967). The Importance of the Demand for Finance. *Oxford Economic Papers*, New Series, Vol. 17, No. 1, pp. 47-65.
- DAVIDSON, P. (1969). A Keynesian View of the Relationship Between Accumulation, Money and the Money Wage-Rate. *The Economic Journal*, Vol. 79, No. 314, pp. 300-323.
- DAVIDSON, P. (1972). *Money and the real world*. Macmillan Press LTD, Gran Bretaña.
- DAVIDSON, P. (1986). Finance, Funding, Saving and Investment. *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 9, No. 1, pp.101-110.



- DAVIDSON, P. (2007). *John Maynard Keynes*. Palgrave Macmillan, Gran Bretaña.
- FISHER, I. (1933). The Debt-Deflation Theory of Great Depressions. *Económica*, Vol. 1, No. 4, pp. 337-357.
- FREY, B. (1999). Art Fakes-What Fakes?: An Economic View. *University of Zurich*, Working Paper 014.
- FREY, B. (2005). What Values Should Count in the Arts? The Tension between Economic Effects and Cultural Value. *University of Zurich*, Working Paper 253.
- FREY, B. (2006). Ich Bin Auch en Lemming: Herding and Consumption Capital in Arts and Culture. *University of Zurich*, Working Paper 270.
- FREY, B. & EICHENBERGER, R. (1995). On the rate of return in the art market: Survey and evaluation. *European Economic Review*, Vol. 39, 528-537.
- GALBRAITH, J. K. (1985) [1954]. *El crac del 29*. 3ra. Edición. Editorial Ariel, Barcelona.
- GASCA, L. (2012). El inestable camino del negocio del arte. *El Economista*. Febrero, 2012.
- GINSBURGH, V. (2000). The Economics of Art and Culture. *International Encyclopedia of the Social and Behavioural Sciences*, Amsterdam.
- GOETZMANN, W., RENNEBOOG, L. & SPAENJERS, C. (2009). Art and Money. *Yale School of Management*, Working Paper amz2426.
- GRANET, D. & LAMOUR, C. (2010). *Grands et petits secrets du monde de l'art*. Librairie Arthème Fayard, Francia.
- GUETZHOW, J. (2002). How the Arts Impact Communities: An introduction to the literature on arts impact studies. June 7, Princeton University, USA. Recuperado de [www.econpapers.com](http://www.econpapers.com)
- GUTTMAN, R. (2009). Asset Bubbles, Debt Deflation, and Global Imbalances. *International Journal of Political Economy*.

- HEILBRUN, J. & GRAY, C. (1993). *The Economics of Art and Culture*. Cambridge University Press, USA.
- HILFERDING, R. (1971[1910]). *El Capital Financiero*. Capítulo XVI “Las condiciones generales de la crisis”, Capítulo XVII “Las causas de la crisis”, Capítulo XVIII “EL crédito en el desarrollo del ciclo”. Editorial de Ciencias Sociales, Cuba.
- JUREVICIENE, D. & SAVICENKO, J. (2012). Art Investments for Portfolio Diversification. *Intellectual Economics*, Vol. 6, No. 2, 41-56.
- KEYNES, J. M. (1930). *A Treatise on Money*. Vol I. The Pure Theory of Money. Macmillan & Co LTD, Gran Bretaña.
- KEYNES, J. M. (1943). *Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero*. Fondo de cultura económica, México.
- KINDLEBERGER, C. (1978). Manias, Panics and Rationality. *Eastern Economic Journal* Vol. 4, No. 2.
- KINDLEBERGER, C. (1989). *Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises*. Basic Books, USA.
- KRAEUSSEL, R. & LEE, J. (2010). Art as an Investment: The Top 500 Artists. *University of Amsterdam*, Working Paper. Recuperado de:  
<http://artmarketanalyses.com/uploads/publications/pdf/Kraeussel%202.pdf>
- KREGEL, J. (2007). The Natural Instability of Financial Markets. *Levy Economics Institute*, USA. Recuperado de <http://www.levyinstitute.org>
- LANDES, W. (1999). Winning the Art Lottery: The Economic Returns to the Ganz Collection. *The University of Chicago*, Working Paper 76.
- LAVOIE, M. (1992). *Foundations of Post-Keynesian Economic Analysis*. Edward Elgar Publishing Company, USA.

- LAVOIE, M. (2006). *Introduction to Post-Keynesian Economics*. Palgrave Macmillan, USA.
- LEVENKRON, H. (2011). *There's more than meets the eye: looking at art as an alternative investment*. Bachelor of Arts Thesis, Emory University. Atlanta, USA.
- LIU, H. (2004a). Money, Power and Modern Art I. Ruthless Empire Builders. *Asia Times Online*. Recuperado de: <http://henryckliu.com/page70.html>
- LIU, H. (2004b). Money, Power and Modern Art II. A Monetary Coup D'etat. *Asia Times Online*. Recuperado de: <http://henryckliu.com/page70.html>
- LIU, H. (2004c). Money, Power and Modern Art III. The Year of Contradictions. *Asia Times Online*. Recuperado de: <http://henryckliu.com/page70.html>
- LIU, H. (2004d). Money, Power and Modern Art IV. Modern Art and Socialism. *Asia Times Online*. Recuperado de: <http://henryckliu.com/page70.html>
- LIU, H. (2004e). Money, Power and Modern Art V. Modern Art and Freedom of Expression. *Asia Times Online*. Recuperado de: <http://henryckliu.com/page70.html>
- LUXEMBURG, R. (1933). *La acumulación de capital: Estudio sobre la interpretación económica del imperialismo*. Cénit, Madrid.
- MACKAY, C. (2008 [1841]). *Memoirs of Extraordinary Popular Delusions*. (ebook) Office of the National Illustrated Library.
- MAMARBACHI, R., DAY, M. & FAVATO, G. (2008). Art as an Alternative Investment Asset, Working Paper, March 2008.
- MANDEL, B. (2009). Art as an Investment and Conspicuous Consumption Good. *American Economic Review*. Recuperado de: <http://www.aeaweb.org/articles.php?doi=10.1257/aer.99.4.1653>
- MARX, K. (1976[1867]). *El Capital. Crítica de la economía política*. Tomo I-III. Fondo de Cultura Económica, México.

- MARX, K. (1976[1885]). *El Capital. Crítica de la economía política*. Tomo II. Fondo de Cultura Económica, México.
- MARX, K. (1976[1894]). *El Capital. Crítica de la economía política*. Tomo III. Fondo de Cultura Económica, México.
- MAURICE, S. & NOEL, L. (2012). Profitability of investments in art: results and perspectives. *Audencia Nantes*, Working Paper.
- MEI, J. & MOSES, M. (2002a). Are Investors Credulous? Some Preliminary Evidence from Art Auctions. *New York University*, Working Paper.
- MEI, J. & MOSES, M. (2002b). Art as an Investment and the Underperformance of Masterpieces. *The American Economic Review*, Vol. 92, No. 5, 1656-1668.
- MEI, J. & MOSES, M. (2005). Vested Interest and Biased Price Estimates: Evidence from an Auction Market. *The Journal of Finance*, Vol. 60, No. 5, 2409-2435.
- MELNIK, A. & PLAUT, S. (2008). Art as a Component in Investment Portfolios. *Journal of European Financial Management Association*. Recuperado de:  
[http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2009-milan/EFMA2009\\_0422\\_fullpaper.pdf](http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2009-milan/EFMA2009_0422_fullpaper.pdf)
- MILL, J. (2004 [1848]). *Principles of political economy with applications to social philosophy*. Hackett Publishing Company, Inc, Indianapolis.
- MINSKY, H. (1977). The Financial Instability Hypothesis: An interpretation of Keynes and an Alternative to "Standard" Theory. *Challenge* Vol. 20, No.1.
- MINSKY, H. (1982). *Can "it" happen again?. Essays on instability and finance*. M.E. Sharpe, USA.
- MINSKY, H. (1986). *Stabilizing an unstable economy*. McGraw-Hill, USA.

- MINSKY, H. (1992). The Financial Instability Hypothesis. *Jerome Levy Institute of Bard College*, Working paper No. 74.
- MINSKY, H. (1993). Finance and Instability: The Limits of Capitalism. *Jerome Levy Institute of Bard College*, Working paper No. 93.
- MOORE, H. (Enero 10, 2010). Can't Afford a Picasso? How About a Piece of One?. *The New York Times*. Recuperado de <http://dealbook.nytimes.com/2011/01/10/cant-afford-a-picasso-how-about-a-piece-of-one/>
- NAZANOV, G. (2010). *Noble's Secrets of Art Funds and Art Investing*. Artbank & Lulu, Inc., USA.
- PESANDO, J. (1993). Art as an Investment: The Market for Modern Prints. *The American Economic Review*, Vol. 83, No. 5, 1075-1089.
- PESANDO, J. & Shum, P. (2007). The law of one price, noise and "irrational exuberance": the auction market for Picasso prints. *Journal of Cultural Economics*, Vol. 31, No. 2, 63-277.
- PLATTNER, S. (1998). A Most Ingenious Paradox: The Market for Contemporary Fine Art. *American Anthropologist*, Vol. 100, No. 2.
- MAMPATTA, S. (2013). Sebi orders Osian's Art Fund to Wind Up. *Business Standard*. June, 19<sup>th</sup> 2013. [http://www.business-standard.com/article/markets/sebi-orders-osian-s-art-fund-to-wind-up-113041600569\\_1.html](http://www.business-standard.com/article/markets/sebi-orders-osian-s-art-fund-to-wind-up-113041600569_1.html)
- PUU, T. (2006). *Arts, Sciences and Economics*. Springer, Germany.
- RALEVSKI, O. (2008). *Hedging the Art Market: Creating Art Derivatives*. Master of Business Administration Thesis, University of Edinburgh. Edinburgh, Scotland.
- RAY, K. (1994). Crises, Crashes and Speculation: Hegemonic Cycles of Capitalist World-Economy and International Financial System. *Economic and Political Weekly*, Vol. 29, No. 31, pp. PE86-PE104.

REYBURN, S. (2009). Koons, Hirst Prices Drop 50%; May take Next Decade to Recover. *Bloomberg magazine*.

[www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aDeSqB\\_txtGI](http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aDeSqB_txtGI)

RYAN, J. (1992). The Ethics of Speculation. *The University of Chicago Press*, USA.

SINGER, L. (1978). Microeconomics of the art market. *Journal of Cultural Economics*, Vol. 2, No.1, 20-40.

SINGER, L. (1981). Rivalry and externalities in secondary art markets. *Journal of Cultural Economics*, Vol. 5, No. 2, 39-57.

SMITH, A. (1958) [1776]. *Investigación sobre la naturaleza y causas de la riqueza de las naciones*. 2 ed. En español. Fondo de Cultura Económica, México.

THORNTON, S. (2008). *Seven Days in the Art World*. W. W. Norton & Company, Inc., USA.

TOPOROWSKI, J. (2005). *Theories of Financial Disturbance*. Edward Elgar Publishing, Gran Bretaña.

VEBLEN, T. (1904). *The Theory of Business Enterprise*. Charles Scribner's Sons, New York.

VOYTOV, I. (2005). Auction Price Variance and Estimate Credibility. *Duke University*, Working Paper, May 2005.

WRAY, R. (2012). Introduction to an Alternative History of Money. *Levy Economics Institute*, USA. Recuperado de <http://www.levyinstitute.org>

## Referencias de la Web

## Casas de subasta

CHRISTIE'S (2012-2013). Casa de subastas Christie's. <http://www.christies.com>

SOTHEBY'S (2012-2013). Casa de subastas Sotheby's. <http://www.sothebys.com>

MORTON SUBASTAS (2012-2013). Casa de subastas mexicana.  
[http:// www.mortonsubastas.com](http://www.mortonsubastas.com)

CASA DE SUBASTAS RAFAEL MATOS (2012-2013). Casa de subastas mexicana.  
[http:// www.matoscasadesubastas.com](http://www.matoscasadesubastas.com)

### **Galerías**

GALERÍA ARVIL (2012). Galería mexicana de arte. [www.arvil.com.mx](http://www.arvil.com.mx)

GALERÍA MISRAQUI (2012). Galería de arte mexicano. [www.misrachi.com.mx](http://www.misrachi.com.mx)

GALERÍA ARTE MEXICANO (2012). Galería mexicana de arte.  
[www.galeriadeartemexicano.com](http://www.galeriadeartemexicano.com)

GALERÍA NINA MENOCA (2012). Galería mexicana de arte. [www.ninamenical.com](http://www.ninamenical.com)

GALERÍA CASA LAMM (2012). Galería mexicana de arte. [www.galeriacasalamm.com.mx](http://www.galeriacasalamm.com.mx)

GALERÍA TRAEGER & PINTO (2012). Galería de arte mexicano. [www.traeger-pinto.com](http://www.traeger-pinto.com)

GALERÍA ETHRA (2012). Galería mexicana de arte. [www.galeriaethra.com](http://www.galeriaethra.com)

### **Artistas**

DAMIEN HIRST (2013). Artista británico de arte contemporáneo.  
<http://www.damienhirst.com/>

FERNANDO GARCÍA CORREA (2013). Artista mexicano abstraccionista.  
<http://www.fernandogarciacorrea.com/>

GERHARD RICHTER (2013). Artista alemán de arte abstracto.

JEFF KOONS (2013). Artista estadounidense de arte contemporáneo.  
<http://www.jeffkoons.com/site/index.html>

SEBASTIÁN (2012). Escultor mexicano. <http://www.sebastianmexico.com/>

TAKASHI MURAKAMI (2013). Artista japonés de arte contemporáneo.  
<http://www.takashimurakami.com/>

### **Fondos de inversión en arte**

ARTEMUNDI GLOBAL FUND (2012). Fondo de inversión en arte.  
<http://artemundiglobalfund.com>

THE ART FUND ASSOCIATION (2012). Asociación relacionada con la industria de fondos de inversión en arte. <http://www.artfundassociation.com>

THE FINE ART FUND GROUP (2012). Fondo de inversión en arte.  
<http://www.thefineartfund.com/>

### **Reportes acerca del Mercado de Arte**

ARTNET (2013). Revista acerca de precios, novedades y acontecimientos el mercado de arte internacional. <http://www.artnet.com/>

BLOUIN ARTINFO (2013). Revista de información acerca del mercado de arte internacional, galerías, ferias, artistas, etcétera. <http://www.blouinartinfo.com>

BLOUIN ART SALES INDEX (2013). Índice de ventas y precios de obras de arte de diversos artistas. <http://artsalesindex.artinfo.com>

REPORTE DEL MERCADO DE ARTE EN MÉXICO (2012). Reporte del Mercado de Arte en México. Creado por El Economista. Consultado en  
<http://eleconomista.com.mx/infografias/2012/05/06/mercado-arte-mexico-2012>



TEFAF ART MARKET REPORT 2013 (2013). Reporte del Mercado de arte global, con un enfoque en China y Brasil. Elaborado por Dr. Clare Mc Andrew en Maastricht. Recuperado de [http://www.tefaf.com/media/tefafmedia/TEFAF%20AMR%202013%20binnen%20V4%20DEF\\_LR.pdf](http://www.tefaf.com/media/tefafmedia/TEFAF%20AMR%202013%20binnen%20V4%20DEF_LR.pdf)

THE ART & FINANCE REPORT 2011 (2011). Reporte acerca del comportamiento del Mercado de arte internacional. Creado por Deloitte Luxemburgo & ArtTactic. Recuperado de <http://www.arttactic.com>

THE ART & FINANCE REPORT 2013 (2013). Reporte acerca del comportamiento del Mercado de arte internacional. Creado por Deloitte Luxemburgo & ArtTactic. Recuperado de <http://www.arttactic.com>

### **Otros sitios Web**

CONACULTA (2012-2013). Consejo Nacional de la Cultura y las Artes. [www.conaculta.gob.mx](http://www.conaculta.gob.mx)

ARTPRICE (2012-2013). Revista especializada en el mercado de arte. <http://www.artprice.com/>

### **Entrevistas**

Pintor 1. (Agosto 2012). Pintor mexicano.

Pintor 2. (Septiembre 2012). Pintor mexicano.

Pintor 3. (Octubre 2012). Pintor mexicano.

Galería A. (Mayo 2012). Galería de arte mexicana.

Galería B. (Mayo 2012). Galería de arte mexicana.

Galería C. (Mayo 2012). Galería de arte mexicana.

Galería D. (Septiembre 2012). Galería de arte mexicana.

Dealer 1. (Julio 2013). Coleccionista y Dealer británico.

Coleccionista X. (Mayo 2012). Coleccionista mexicano.

Coleccionista Y. (Mayo 2012). Coleccionista mexicano.

Académico 1. (Agosto 2012). Académico mexicano.

Académico 2. (Marzo 2012). Académico mexicano.

Académico 3. (Noviembre 2012). Académico y crítico mexicano.

Casa de subastas A. (Septiembre 2012). Casa de subastas británica en México.

Casa de subastas B. (Mayo 2012). Casa de subastas británica en México.

Casa de subastas C. (Agosto 2012). Casa de subastas mexicana.

Casa de subastas D. (Julio 2013). Casa de subastas británica.

Casa de subastas E. (Julio 2013). Casa de subastas británica.

Casa de subastas F. (Julio 2013). Casa de subastas británica.