

# ¿CUÁN RENTABLE ES INVERTIR EN ARTE?

## LOS CASOS DE JESÚS SOTO Y CARLOS CRUZ-DIEZ

El mercado mundial del arte ejerce una creciente atención entre coleccionistas tradicionales, museos e inversionistas individuales e institucionales. Los índices de precios de las obras de dos maestros del arte cinético, y su evolución comparada con las de otros instrumentos financieros, revelan el extraordinario desempeño de la inversión en estas obras.

Urbi Garay,  
Manuel Gómez  
y Juan Zambrano

EL MERCADO MUNDIAL del arte atrae una creciente atención, no solo entre los coleccionistas tradicionales y los museos, sino también entre inversionistas (individuales e institucionales) que se han acercado a este mercado con la esperanza de obtener rendimientos potencialmente altos y diversificar su patrimonio. En el mercado mundial de obras de arte se negociaron 66 millardos de dólares en 2013, según el informe anual de la Fundación Europea para las Bellas Artes (TEFAF, por sus siglas en inglés) (McAndrew, 2014).

La inversión en arte, aparte de la satisfacción estética que pueda ofrecer, tiende a reducir el riesgo de una cartera integrada únicamente por acciones y bonos, debido a que la correlación entre los rendimientos de las obras de arte y los de las acciones y los bonos es relativamente baja. Además, la inversión en obras de arte puede proteger a los inversionistas de los efectos de la inflación. Más aun, desde la Segunda Guerra Mundial la rentabilidad ofrecida por la inversión en obras de arte es comparable a la ofrecida por la inversión en acciones de empresas norteamericanas (Mei y Moses, 2002).

El contexto económico venezolano de control de cambios, vigente desde 2003, ha motivado el interés de los inversionistas locales en el arte, debido a la escasez de oportunidades de inversión en bolívares capaces de ofrecer rendimientos superiores a la inflación. Un ejercicio de cálculo del riesgo y el retorno del arte en Venezuela, mediante la construcción de índices de precios de dos artistas cuyas obras han sido subastadas durante los últimos quince años (los maestros del arte cinético Carlos Cruz-Diez y Jesús Soto), permite comparar los atributos del arte nacional como inversión con los de otras inversiones tradicionales y determinar la validez de su uso como protección contra la inflación y la devaluación.

Urbi Garay, profesor del IESA. Manuel Gómez y Juan Zambrano, egresados de la Maestría en Finanzas del IESA.

## Obras negociadas de Carlos Cruz-Diez en ventas repetidas

Título de la obra (año)	Medidas (pulgadas)
Sin título (1953)	12,62 x 8,62
Physichromie 119 (1964)	48 x 42,87
Physichromie (1964)	4,75 x 7,5
Physichromie 122 (1964)	12 x 24
Transchromies (1965)	7,5 x 7,5
Physichromie 297 (1966)	24 x 32,62
Physichromie 337 (1967)	24 x 47,62
Physichromie 377 (1968)	24 x 24,37
Chromo Interference Mécanique (1970)	23,62 x 23,62
Physichromie 623(1972)	27,5 x 47,25
Physichromie 656 (1973)	28,16 x 28,16
Physichromie 233 (1966)	24,25 x 40,16
Color Aditivo Permutable (1982)	23,62 x 23,62 x 23,62
Chromointerférence Manipulable (1989)	9,87 x 9,87
Composition «pour le centenaire des jeux olympiques» (1992)	26 x 35,37

Fuente: artprice.com.

## El arte como alternativa de inversión

En Venezuela los inversionistas cuentan con instrumentos tradicionales de inversión, tales como instrumentos de renta fija (cuentas de ahorro, depósitos a plazo, letras del tesoro, bonos de la deuda pública nacional, instrumentos emitidos por el gobierno en mercados internacionales, papeles comerciales y fondos mutuales de renta fija) e instrumentos de renta variable (acciones, fondos cotizados en mercados externos y fondos mutuales de renta variable, entre otros). Entre las inversiones alternativas se encuentran los inmuebles y las obras de arte. En vista de que la inflación en Venezuela fue 31,2 por ciento promedio anual entre 2007 y 2013, colocar el dinero en instrumentos de renta fija a tasas de interés controladas por debajo de la inflación no ha sido rentable.

Uno de los primeros estudios académicos sobre el arte como alternativa de inversión mostró que el desempeño de este mercado era marcadamente volátil, y sugirió que invertir en arte como estrategia financiera no era la mejor decisión (Baumol, 1986). Goetzmann (1993) fue uno de los pioneros en estudiar la relación entre el arte y los mercados de acciones, y elaboró un índice de retorno del arte, con la finalidad de analizar las fluctuaciones de los precios de las obras de arte y compararlas con las fluctuaciones de los mercados de acciones. Al emplear el método de regresión de ventas repetidas (RSR, por sus siglas en inglés) limitó su trabajo a datos de operaciones de compra y venta, materializadas en casas de subastas reconocidas. Una «venta repetida» ocurre cuando una obra de arte específica es negociada dos o más veces durante un determinado período. De acuerdo con su estudio, el rendimiento de las inversiones en obras de arte supera en el largo plazo a la inflación y tiene un desempeño similar al de las acciones.

Pesando (1993) describió el «efecto de las obras maestras» al citar la práctica de un vendedor de obras: «Es mejor tener una obra de diez mil dólares que tener diez obras de mil». Esto significa que las inversiones en obras maestras

## Obras negociadas de Jesús Soto en ventas repetidas

Título de la obra (año)	Medidas (pulgadas)
Perceptions (1960)	36 x 36
Spirales (1955-1967)	13,37 x 13,37 x 7,12
Black and white square (1959)	23,62 x 23,62 x 11,75
Vibration (1960-1969)	19,62 x 13 x 7,12
L'oeil de boeuf (1963)	27,5
Le rectangle bleu (1964)	20,12 x 40,37 x 5,12
(*)Tiratura 45, No. 5 (1966)	25,5 x 6,75 x 6,75
Incliné bleu et noir (1966)	16,87 x 15
Untitled (1967)	34,5 x 24,37 x 32,25
Vibration (1967)	16,5 x 11,25 x 3,87
Vibration (1967)	11 x 16,5
Tige Vibrante (1967)	20,12 x 9,5
Tige vibrante (1967)	19,62 x 9,5 x 5,87
Estructura cinética, from the Sotomagic Portfolio (1967)	13,37 x 13,37 x 7,12
La Boite (1967)	13,75 x 13,75 x 4,33
Blanc et citron (1968)	60,25 x 60,25
Vibration (1969)	6,5 x 21,62 x 4,75
Vibration bleue et jaune (1969)	21,25 x 25,16 x 17,33
La spirale (1969)	19,62 x 19,62 x 10,37
Ohne Titel (Vibration) (1969)	6,75 x 21,25 x 4,75
Anello (1971)	16 x 23,62 x 12,16
Tiges bleues et blanches (1974)	56,33 x 52 x 9,87
Permutation (1955-1978)	8,25 x 5,87 x 3,87
Escritura rosa panta (1976)	45,25 x 45,25
Escritura a centro Negro (1977)	49,25 x 72,5 x 9,87
Amb. 44 (1984)	40,16 x 40,16 x 6,33
Esfera Theospacio (1989/2008)	21,12 x 13,62 x 15,75
Mémoire de la liberté (1990)	22,5 x 10 x 6,5
Sans titre (c. 1990)	11,75
Composition cinétique (1991)	22,5 x 10 x 6,5
Pour le centenaire des jeux olympiques (1992)	24,75 x 35,37
Vibration blanche (1995)	37,37 x 45,25 x 6,75
Vibration bleue (2001)	7,12 x 4,33 x 1,62
Espace virtuel 2000 (2005)	19,62 x 19,62 x 1,16
Spirales 1955, from the Sotomagic Portfolio (1967)	13,37 x 13,37 x 7,12

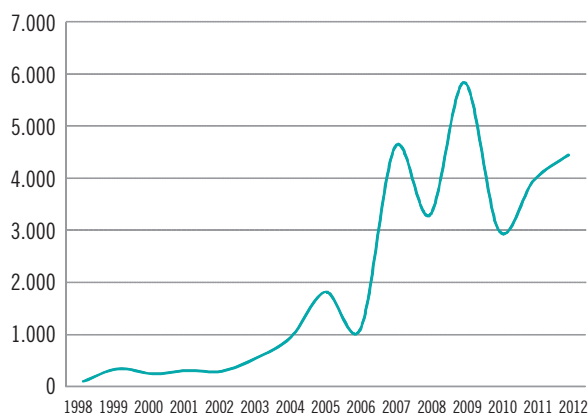
Fuente: artprice.com.

(costosas) deberían superar consistentemente el desempeño de la cartera. Al aplicar el método RSR, el autor no encontró apoyo para esta hipótesis. Pero mostró que existen casas de subastas en las que las obras de arte se venden a precios mayores (en promedio) que en otras.

En la negociación de obras de arte participan no solo las casas de subastas sino también diferentes intermediarios:

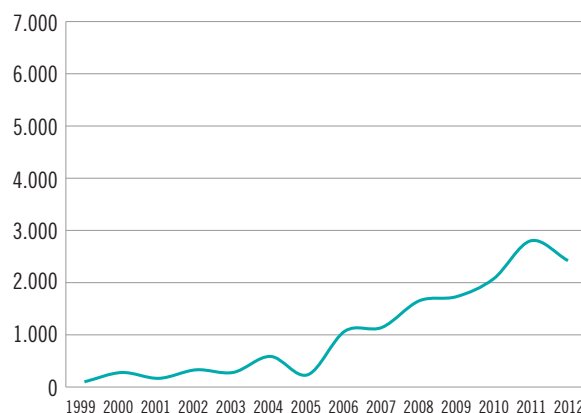
### Índice Cruz-Diez

(1998=100)



### Índice Soto

(1999 = 100)



Fuente: artprice.com.

Nota: la descripción de la regresión de ventas repetidas a partir de la cual se elaboró el índice se encuentra en Gómez y Zambrano (2014).

galeristas, fundaciones, ferias, fondos de inversión y el mercado continuo. La gran ventaja que ofrece la existencia de precios de obras negociados en subastas es que están disponibles de manera objetiva para el público y para los investigadores; además, es posible construir series de datos para períodos largos.

Campbell (2008) elaboró un excelente resumen de los cuatro métodos existentes para construir un índice de precios del arte y concluyó que el arte tiene bajas correlaciones con otros activos, lo cual hace atractivo para los inversionistas mantener al menos una inversión pequeña dentro de su cartera, para diversificarla. Renneboog y Spaenjers (2013) compararon el método RSR con otros métodos e investigaron los determinantes de los precios y el rendimiento histórico del arte por medio de una regresión hedónica, con una muestra de 1,1 millones de obras de arte y más de 10.000 artistas. El retorno obtenido fue inferior al publicado por otros autores, como Goetzmann (1993) y Mei y Moses (2002), quienes utilizaron el RSR con muestras más pequeñas.

El retorno documentado por Renneboog y Spaenjers (2013) fue 3,97 por ciento anualizado en dólares entre 1957 y 2007. Encontraron que períodos específicos de aumento en la demanda de bienes de consumo de lujo y de movimientos estéticos en el mercado del arte determinaban grandes apreciaciones del arte correspondiente a algunos movimientos (específicamente, los de posguerra como el arte abstracto, el expresionismo y el arte pop). Concluyeron que la relación riesgo-retorno de la inversión en arte era mucho menos atractiva que la de otros tipos de activos financieros, los cuales ofrecen además una liquidez mucho mayor que la de las obras de arte.

### Precios de obras de artistas contemporáneos venezolanos

En los últimos años ha crecido el interés, tanto en Venezuela como en el resto del mundo, por artistas venezolanos como Carlos Cruz-Diez, Jesús Soto, Armando Reverón, Arturo Michelena, Gego, Oswaldo Vigas y Alejandro Otero, entre otros. Este creciente interés ha llevado a que sus obras se coticen cada vez más en los mercados internacionales. Venezuela cuenta actualmente con 121 galerías de arte, distribuidas en catorce estados. El distrito Capital agrupa el mayor número de galerías (84), seguido por los estados Zulia (11) y

Miranda (8). Venezuela cuenta en la actualidad con una casa de subastas para obras de arte: Odalys Galería de Arte. Hasta los años noventa, las principales subastas se llevaban a cabo en la Sala Mendoza.

La información disponible permitió construir dos índices de precios: uno para las obras del maestro Carlos Cruz-Diez (basado en 22 observaciones o pares de ventas repetidas, en el período 1998-2012) y otro para las obras del maestro Jesús Rafael Soto (basado en 51 pares de ventas repetidas, en el mismo período).

#### Índice de precios de obras de Carlos Cruz-Diez

El rendimiento promedio geométrico anual de las obras de este gran maestro fue un impresionante 31 por ciento en dólares (1998-2012). Para poner en perspectiva el significado de este elevado rendimiento considere un caso particular de una venta repetida. La obra *Psychromie 122* se negoció en libras esterlinas al equivalente de 2.964 dólares en la casa Christie's de Londres el 3 de julio de 1998. La misma obra se vendió posteriormente en Sotheby's de Londres en libras esterlinas al equivalente de 106.494 dólares el 11 de febrero de 2010 (ambos precios no incluyen las comisiones de las casas de subastas, las cuales rondan el veinte por ciento por cada operación de compra y venta). Esto representa un rendimiento interanual de 34,8 por ciento, similar al obtenido para todas las ventas repetidas de Cruz-Diez consideradas en este estudio. De los catorce años de rendimientos, nueve reflejan rendimientos positivos. Se destacan los años 1999 y 2007, en los que el índice muestra retornos extraordinarios: 241,8 y 316,3 por ciento, respectivamente. Entre los cinco años en los cuales el rendimiento del índice fue negativo se destacan 2006 (-39,2 por ciento) y 2010 (-48,8 por ciento).

#### Índice de precios de obras de Jesús Soto

El rendimiento promedio geométrico anual de las obras de este gran maestro fue un también impresionante 28 por ciento en dólares (1999-2012). De los trece años de rendimientos, nueve reflejan rendimientos positivos. Los «picos» o variaciones positivas más llamativas del índice se observan en los años 2000 (178,3 por ciento), 2004 (109,3 por ciento) y 2006 (355 por ciento). El fallecimiento de Soto a finales de 2005 explica, en buena medida, el extraordinario incremento de precios experimentado por sus obras en 2006.

## MÉTODO PARA LA CONSTRUCCIÓN DE LOS ÍNDICES DE PRECIOS

Se utilizó el método de regresión de ventas repetidas (RSR, por sus siglas en inglés). Este método permite controlar la calidad de la obra (dado que se refiere a una misma obra de arte negociada en dos o más momentos) y evita el problema de explicar las diferencias de precios de obras con diferentes características. Además, el método permite controlar los sesgos de estimación por cambios composicionales y ofrece la ventaja de ser construido solamente con información de precios y fechas de ventas.

Para la construcción de los índices se utilizó una base de datos de obras de artistas contemporáneos venezolanos que han sido transadas al menos dos veces en subastas realizadas durante los últimos veinte años. Luego se verificaron los precios indicativos y las monedas objeto de las transacciones, así como las fechas de las negociaciones y las características de las obras (sus medidas). Se usó como moneda-base el dólar. Al validar los datos de las transacciones se verificó que realmente se materializara la venta; pues puede suceder que en las subastas, aunque una obra alcance un precio subastado (o «precio de martillo»), la obra no sea vendida. Esto se debe, principalmente, a que el precio está por debajo del «precio de reserva»: el precio mínimo al cual el vendedor está dispuesto a ceder la obra (sin incluir las comisiones). Se excluyó este tipo de transacciones de la muestra de datos, pues no brinda información concreta de valoración y, además, algunas casas de subastas ofrecen información sobre el precio de reserva y otras no.

El período específico para el estudio de las transacciones comenzó con la primera obra subastada para la cual se consiguió una venta subsecuente de la misma obra en una fecha posterior. Seleccionadas las fechas de corte entre el 21/11/1989 y el 6/12/2012, se verificaron todas las obras con precio de remate o «martillo». De cada una se obtuvo la siguiente información:

- Nombre del artista
- Título y año de la obra
- Medidas de la obra
- Casa de subastas
- Precio de martillo o remate
- Fecha de la transacción
- Tipo de obra (pintura, escultura, fotografía, dibujo, ilustración)
- Tasa de cambio oficial y tasa referencial de mercado alternativo del dólar (para el caso de las obras transadas en bolívares)

Durante la construcción de la muestra se pudo observar que la «Serie Jai-Alai» de Jesús Soto presentaba varias versiones, con diferentes tipos de esculturas y pinturas, y diferentes colores y composiciones. Al verificar que las descripciones de los datos de las obras transadas no eran explícitas se tomó la decisión de excluir estas obras, para evitar el error de utilizar información que no constituyera pares de transacciones de obras iguales. También se pudo observar que la obra «Sin título» (1968), de Jesús Soto, presentaba cotizaciones en dos días consecutivos, una el 1 de junio de 2010 por 5.536 dólares y otra el 2 de junio de 2010 por 10.393 dólares, lo cual generaba un retorno de 87,73 por ciento en el transcurso de una noche. Por considerar que esta transacción representaba una distorsión importante de los datos, también fue excluida.

### Número de obras subastadas y casas de subastas

	Carlos Cruz-Diez	Jesús Soto
Número	16	43
Fechas	24/11/1992 - 6/12/2012	16/5/1991 - 20/11/2012
Casas	Artcurial, París Christie's, Londres y Nueva York Christophe Joron-Derem, París Cornette de Saint-Cyr, París Coutau-Bégarie, París FAAM-Fine Art Auctions, Miami Germann Auktionshaus, Zúrich Granville Enchères, París Ketterer, Hamburgo Lempertz, Colonia Lombail Teucquam, París Louiza Auktion, Bruselas Meeting Art, Vercelli Millon & Associés, París Nagel, Stuttgart Neumeister, Múnich Odalys, Caracas Palais Des Beaux-Arts-Servarts, Bruselas Piasa, París Pierre Berge & Associates, Bruselas Sotheby's, Ámsterdam, Londres, Milán y Nueva York Sturies Andreas, Dusseldorf Tajan, París Van Ham Kunstauktionen, Colonia	Artcurial, París Bloomsbury Auctions, Londres Bonhams & Butterfields, Los Ángeles Bukowskis, Estocolmo Christie's, Londres, Nueva York y París Cornette de Saint-Cyr, París De Vuyst, Lokeren Dorotheum, Viena Est-Ouest Auctions, Hong Kong FAAM-Fine Art Auctions, Miami Fineart, Milán Galleria Pananti Casa d'Aste, Florencia Granville Enchères, París Hampel Kunstauktionen, Múnich Hodgins, Calgary Ketterer Kunst GmbH, Múnich Koller, Zúrich Lempertz, Colonia Louis C. Morton, México Meeting Art, Vercelli Odalys, Caracas y Madrid Phillips de Pury, Nueva York Piasa, París Quittenbaum, Múnich Sala Retiro, Madrid Schuler Auktionen, Zúrich Sloan's Gallery, Miami Sotheby's, Ámsterdam, Londres, Milán y Nueva York Subastas Segre, Madrid Tajan, París Treadway-Toomey Gallery, Cincinnati Van Ham Kunstauktionen, Colonia Villa Grisebach, Berlín Von Zezschwitz Kunst und Design, Múnich Wannenes, Génova Wright Auction, Chicago

Fuente: artprice.com.

### Rendimiento y riesgo de los índices de precios de obras de Cruz-Diez y Soto comparados con índices tradicionales (porcentajes)

	Rendimiento (media)	Riesgo (desviación estándar)
Soto	27,78	111,35
Cruz-Diez	31,13	106,09
SPXT	4,74	18,90
T10Y	-2,53	30,81

Nota: SPXT significa Standard & Poor's 500 Total Return y T10Y significa letras del Tesoro de Estados Unidos a diez años.  
Fuente: artprice.com.

### Rendimiento y riesgo

Los rendimientos anuales calculados, a partir de los dos índices de ventas repetidas, fueron comparados con índices de instrumentos de inversión tradicionales: la media de los retornos de acciones de empresas de Estados Unidos por medio del Índice Standard & Poor's 500 Total Return (4,74 por ciento) y la media del retorno anualizado de las letras del Tesoro de Estados Unidos a diez años (-2,73 por ciento). Tanto el índice Cruz-Diez (31 por ciento) como el índice Soto (28 por ciento) mostraron mayor rentabilidad anual para el período comprendido entre 1998 y 2012.

Los índices de precios de las obras de estos dos artistas venezolanos superaron con creces la rentabilidad de otros indicadores financieros durante el período de estudio. También el riesgo — volatilidad medida con la desviación estándar de cada índice— fue significativamente mayor para las obras de Cruz-Diez y Soto que para el Standard & Poor's 500 Total Return y las letras del Tesoro de Estados Unidos a diez años, durante el mismo período.

### Correlaciones

En el caso del índice de precios de las obras de Soto se puede observar una correlación ligeramente negativa con instrumentos de inversión tradicionales, similar a la encontrada en otros trabajos, en los cuales el desempeño del arte suele tener una correlación baja o negativa con los mercados de renta variable y renta fija. Por su parte, la correlación de los rendimientos de las obras de Cruz-Diez con los instrumentos tradicionales es positiva, aunque baja. La inversión en índices que reflejen el desempeño de la cotización de las obras de ambos maestros puede ser favorable desde el punto de vista de la diversificación de una cartera, si se tiene en cuenta su alta rentabilidad y correlación negativa o baja con instrumentos tradicionales, sin perder de vista la volatilidad de esta opción de inversión.

La correlación negativa, aunque baja, entre los índices Soto y Cruz Diez es un tanto sorprendente, pues ambos artistas

### Correlaciones entre los índices Cruz-Diez y Soto, y los índices tradicionales

	Soto	Cruz-Diez	SPXT
Soto			
Cruz-Diez	-0,38		
SPXT	-0,04	0,34	
T10Y	-0,08	0,34	0,70

Nota: SPXT significa Standard & Poor's 500 Total Return y T10Y significa letras del Tesoro de Estados Unidos a diez años.  
Fuente: artprice.com.

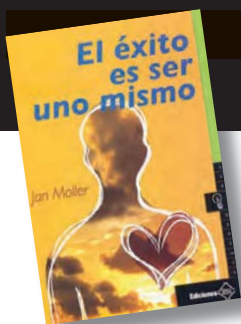
pertencen a la corriente cinética y su ascenso suele considerarse simultáneo en el mundo de las artes. En todo caso, la marcada tendencia al alza de los precios de las obras de ambos artistas es muy similar.

### Una nota de cautela

Los resultados de este trabajo pueden ofrecer un panorama exagerado de los beneficios de la inversión en arte. Ello se debe a que la información se refiere a dos artistas mundialmente reconocidos y cuyas cotizaciones han estado en franco ascenso, particularmente desde mediados de los años noventa. El escaso número de obras negociadas en subasta de otros artistas venezolanos no permite construir índices representativos de esos artistas. Además, los rendimientos reportados no incluyen las comisiones por negociar obras en subastas ni cualquier impuesto que pueda ser aplicado. **■**

### REFERENCIAS

- Baumol, W. (1986): «Unnatural value: or art investment as floating crap game». *American Economic Review*. Vol. 76. No. 2.
- Campbell, J. (2008): «Art as a financial investment». Papel de trabajo inédito. Rotterdam: Maastricht University.
- Goetzmann, W. (1993): «Accounting for taste: art and the financial markets over three centuries». *American Economic Review*. Vol. 83. No. 5.
- Gómez, M. y Zambrano, J. C. (2014): «Construcción de un índice de precios de artistas contemporáneos venezolanos». Trabajo presentado para la obtención del grado de Magister en Finanzas. Caracas: IESA.
- McAndrew, C. (2014): «TEFAF Art Market Report 2014». Maastrich: The European Fine Art Foundation.
- Mei, J. y Moses, M. (2002): «Art as an investment and the underperformance of masterpieces». Papel de trabajo inédito. Nueva York: Stern School, New York University.
- Pesando, J. (1993): «Art as an investment: the market for modern prints». *American Economic Review*. Vol. 83. No. 5.
- Renneboog, L. y Spaenjers, C. (2012): «Buying beauty: on prices and returns in the art market». *Management Science*. Vol. 59. No. 1.



## EL ÉXITO ES SER UNO MISMO

JAN MOLLER



0212-555.42.63  
ediesia@ies.edu.ve

Si todo ser humano desea una vida de bienestar y felicidad, ¿por qué hay tanta insatisfacción? ¿Estamos condenados a ser testigos del declive de nuestra calidad de vida, o podemos erigirnos en promotores de cambios profundos, tanto en nuestro contexto personal como en nuestro entorno colectivo? Con una lógica irrefutable, Jan Moller expone sus «interpretaciones del misterio». Poco menos que imposible no identificarse con las situaciones planteadas en este libro.