



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

# **BURBUJAS ECONÓMICAS Y EL MERCADO DEL ARTE: POSIBLES RELACIONES**

Autor: Rodrigo de Miguel Herranz

Director: Mirco Soffritti

MADRID | Junio 2019



## **RESUMEN**

En el presente trabajo se analizan el concepto de burbuja económica o especulativa y se hace un breve estudio del funcionamiento del mercado del arte, todo ello con miras determinar la existencia o inexistencia de una burbuja económica en el mercado del arte. En un primer bloque se estudia el concepto de burbuja económica, con sus correspondientes fases, las diferentes aproximaciones de la doctrina al concepto, así como ejemplos significativos de las mismas en el pasado. En el segundo apartado se analizan los demandantes y oferentes en el mercado del arte, así como la distribución geográfica global de los primeros. En el tercer apartado se realiza un estudio matemático de los precios medios en el mercado del arte, a fin de determinar, junto con lo analizado en los apartados anteriores, la existencia de una burbuja especulativa en el mismo. La conclusión final es negativa.

## **PALABRAS CLAVE**

Burbuja económica, mercado del arte, línea de tendencia de precios, irracionalidad.



## **ABSTRACT**

In this paper we analyze the concept of economic or speculative bubble and we study the functioning of the global art market, with a view to determine whether there is or not an economic bubble in the global art market. The first block is dedicated to the study of the concept of economic bubble, with its different stages, the theories about it and examples of bubbles in the past. In the second block, we study the main bidders and suppliers of the global art market, as well as the geographical distribution of the first of them. Finally, in the third part of the paper, after a mathematical study of the situation, and together with the information presented previously, we determine that there is no bubble in the current global art market.

## **KEYWORDS**

Economic bubble, art market, prices trend line, irrationality.



## ÍNDICE

Introducción.....	7
Objetivos del presente trabajo.....	7
¿A qué responde la elección de este tema?.....	9
El concepto de burbuja económica.....	13
¿Qué es una burbuja económica? Doctrina al respecto .....	13
Valor fundamental.....	13
Valor de mercado .....	14
Fases en una burbuja especulativa .....	15
Tipos de burbujas .....	17
Ejemplos significativos de burbujas económicas en el pasado.....	21
Tulipomanía, la burbuja de los tulipanes en Holanda .....	21
South Sea Company, la burbuja de los mares del Sur.....	22
La burbuja de las Dot Com .....	24
La burbuja del mercado inmobiliario americano de 2008.....	26
El mercado del arte contemporáneo. Agentes y situación actual .....	29
Principales agentes del mercado del arte contemporáneo.....	30
Los demandantes .....	30
Marchantes y galerías de arte .....	33
Ferias de arte .....	35
Casas de subastas .....	37
Museos .....	39
Distribución geográfica de la demanda en el período 2007-2017 .....	41

¿Nos encontramos, pues, ante una burbuja especulativa en el mercado del arte?....	43
Análisis matemático de la cuestión.....	43
Conclusión. ¿Estamos o no ante una burbuja especulativa en el mercado del arte contemporáneo?.....	47
Bibliografía.....	49

## INTRODUCCIÓN

### Objetivos del presente trabajo

Desde el último cuarto del siglo XX hasta la actualidad se viene observando aparentemente en el mercado del arte contemporáneo una escalada de los precios de las obras que parece no tener fin. No sólo los precios que alcanzan determinadas obras en famosas y pomposas subastas son increíbles, o en ventas privadas de cuyo conocimiento el público tarda en tener constancia; las ferias de arte (especialmente las cuatro más importantes: Miami, Basilea, Londres y Maastricht) son igualmente escenario de este hecho<sup>1</sup>. Ejemplos de esto que comentamos son, sin ir más lejos, las ventas de “*Interchange*”, de Willem de Kooning (adjudicada en venta privada por 300 millones de dólares en 2015) o “*Femmes d’Argel*”, de Pablo Picasso (adjudicada mediante subasta en Christie’s en 2015 por casi 180 millones de dólares). Sin embargo, esto, lejos de ser la excepción, *parece* en ocasiones la regla general.

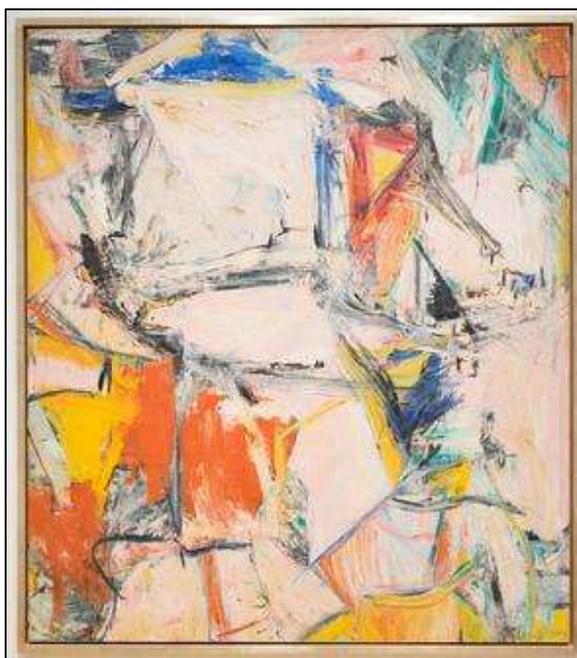


Figura 1. “*Interchange*” (1955), de Willem de Kooning.

---

<sup>1</sup> En el reporte anual *The Art Market 2018* de Art Basel & UBS, se afirma que “Dealers reported that they made 46% of their sales at art fairs in 2017”. No obstante, conviene tener en cuenta lo siguiente: “[w]hile the gallery has traditionally been the most important sales channel for dealers, the share of gallery-based sales has fallen over the last ten years”. Parece que de cara al futuro las ventas online tendrán cada vez más relevancia.

El grueso del público, mientras tanto, ve el fenómeno con estupor, curiosidad y, unos pocos, con indignación. Estupor por precios que fácilmente superan las siete cifras cuando muchas de las obras son, a priori, fácilmente replicables y en esencia (muchos afirmarían que) poco únicas.

Por otra parte, la curiosidad por este fenómeno se plasma en el éxito mediático que alcanzan algunos de estos autores, que cuando no se convierten en auténticos personajes de culto (Warhol, Pollock...), devienen en figuras controvertidas y polémicas, que llegan incluso a jactarse de aprovecharse del sistema (especialmente provocativos son, en este sentido, Jeff Koons y Damien Hirst).<sup>2</sup> Esta curiosidad provoca que las retrospectivas de estos autores en grandes museos muevan a las masas con sorprendente facilidad, en comparación con exposiciones de grandes maestros de épocas anteriores, que únicamente logran movilizar a apasionados del arte, alcanzando rara vez al público general.

En este trabajo trataremos de dar respuesta a la frecuentemente planteada cuestión de una posible existencia de una burbuja especulativa en el mercado del arte. Para ello, analizaremos el fenómeno especulativo, el mercado del arte y, finalmente, la posibilidad de un fenómeno especulativo *en* el mercado del arte.

En las siguientes páginas se apreciará una estructura correspondiente a tres bloques: en el primero de ellos, analizaremos el concepto de burbuja especulativa, las principales teorías económicas en torno al fenómeno y algunos de los ejemplos de burbuja más relevantes del pasado; seguidamente estudiaremos el peculiar funcionamiento del mercado de arte contemporáneo a través del estudio de sus diferentes agentes (analizando incidentalmente el bien objeto de transacción), y veremos la distribución geográfica de la demanda de arte a nivel global;<sup>3</sup> finalmente, en el tercer bloque, trataremos de determinar si nos encontramos o

---

<sup>2</sup> En este sentido, Damien Hirst, por ejemplo, ha llegado a decir tras una subasta de obras suyas que “cuando hice mi subasta, cuando hice todo aquel dinero, todo cambió para mí, y lo hice en un corto periodo de tiempo”.

<sup>3</sup> Un punto de gran relevancia será el análisis de los intereses en juego dentro de este mercado. Lejos de dejarnos llevar por apriorismos, el estudio que se realizará de la cuestión será riguroso y debidamente fundamentado.

no realmente ante una burbuja especulativa en el mercado del arte actual a partir de las informaciones expuestas en los apartados primero y segundo, pasando previamente por un somero análisis matemático de la cuestión, sin perjuicio de que se afronte la cuestión desde un punto de vista multidisciplinar. La pregunta que se plantea en última instancia es si realmente el arte contemporáneo es un bien deseado (necesitado, podríamos llegar a decir) por la sociedad o si, por el contrario, es un mero producto especulativo.

Por último, conviene resaltar que la cuestión objeto de este estudio no es banal, al menos desde un punto de vista cuantitativo. En el año 2017 el mercado del arte y antigüedades movió a nivel global la nada desdeñable cantidad de 63.700 millones de dólares, o lo que es lo mismo, un 4.8% del PIB español de ese mismo año, experimentando un crecimiento respecto a 2016 del 12%, según fuentes internas del sector.

### **¿A qué responde la elección de este tema?**

Hace apenas dos años volví, tras años sin pisarla, a la casa de una amiga de mis padres, en cuyo salón tenía (y tiene) una reproducción en tamaño Din A4 de uno de los estudios que Francis Bacon hizo sobre el retrato de Inocencio X, de Velázquez.

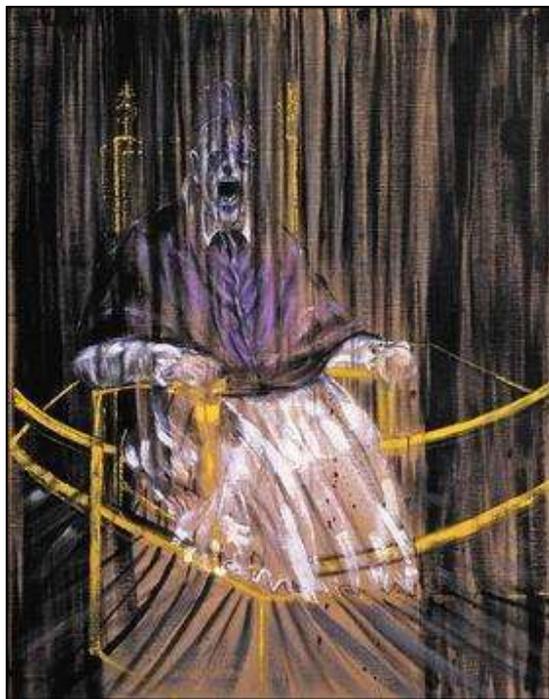


Figura 2. “Estudio del Retrato del Papa Inocencio X de Velázquez”, Francis Bacon (1953)

Aquella imagen, que me resultaba familiar por haberla visto previamente en mi infancia, me causó en esta ocasión una impresión más profunda que con anterioridad. La tétrica figura del Papa, que parece estar siendo torturado, me empujó a querer saber más sobre el autor. Como ya sospechaba antes incluso de indagar en su vida, Francis Bacon había tenido una vida tormentosa, marcada por una homosexualidad nada bien vista y una vida amorosa a lo largo de todo el s. XX con tintes trágicos, incluido el suicidio de un amante. Todo ello me llevó, tras largos ratos de reflexión, a concluir que sin herida no puede darse lo que yo considero que es verdadero arte.

Por otra parte, durante mis indagaciones descubrí que Bacon había batido en 2013 el récord a la obra más cara jamás vendida, con su tríptico-retrato de su amigo Lucien Freud, que alcanzó en subasta la nada despreciable suma de 142.500.000\$. En este momento entró en acción mi gusto por los Top3, Top10, Top100..., y para mi sorpresa, junto con cuadros cuyo precio podía llegar a explicarme (de Bacon, Renoir, Picasso o Cézanne, entre muchos otros), encontré obras de Mark Rothko, Jackson Pollock, Willem de Kooning, Cy Twombly, On Kawara<sup>4</sup> Damien Hirst o Jeff Koons. Aquello no solo me causó estupor; me sentía profundamente indignado: ¿cómo podían equipararse, aunque fuera tan solo a nivel económico, a empresarios (a mi parecer)<sup>5</sup> con auténticos artistas? Para responder a esta pregunta leí el libro *El tiburón de los 12 millones de dólares*, de Don Thompson, reputado economista y estudioso del mercado del arte. Esta lectura me iluminó algo sobre la materia, haciéndome ver que si bien no todo era tan sencillo como yo lo imaginaba, en el mercado del arte el interés último parecía ser el propio arte.

Con la elección del presente Trabajo de Fin de Grado busco dar una respuesta fundada a la pregunta de si hay o no en el mercado del arte contemporáneo una burbuja especulativa, lo cual de ser cierto sosegaría mi conciencia, con la esperanza de que algún día, con la explosión de la hipotética burbuja, viniera el restablecimiento del orden en el *panteón* de los

---

<sup>4</sup> Especialmente llamativa resulta la obra de este artista, cuya pieza más importante es la serie de pinturas *Today*, que básicamente consiste en lienzos con la fecha en que fueron realizados inscrita en ellos. Algunas de estas piezas han llegado a venderse por 300.000 dólares.

<sup>5</sup> No únicamente a mi parecer. Damien Hirst es calificado en la nada fiable (aunque extendida en su uso) Wikipedia como “empresario y coleccionista de arte”. Nada se dice de su faceta de artista.

artistas, purgando a los que injustamente desde mi punto de vista se han colado ahí a golpe de marketing y otros intereses ajenos al meramente artístico. En caso de no ser así, se intentaría dar una razón justificada de qué motiva semejantes precios.

Dicho todo lo anterior, el presente trabajo se realizará indudablemente desde una óptica objetiva e insesgada, fundamentando cuantas conclusiones o afirmaciones se realicen.



## EL CONCEPTO DE BURBUJA ECONÓMICA

### ¿Qué es una burbuja económica? Doctrina al respecto

La doctrina económica clásica normalmente se encuentra con un importante escollo a la hora de explicar las burbujas económicas. No resulta fácil justificar por qué en un momento dado los precios de un bien comienzan a ascender descontroladamente, en una euforia aparentemente irracional de los demandantes que, más temprano que tarde, acaban cayendo a niveles iguales o incluso inferiores que al comienzo.

De acuerdo con la Hipótesis del Mercado Eficiente, formulada por Milton Friedman (1953), y posteriormente desarrollada por Eugene Fama (1963), los agentes del mercado, gracias a la información de que disponen, mueven los precios de los activos hasta que llegan al punto de equilibrio, en que el precio se iguala con el valor fundamental del activo. Esta hipótesis parte de dos asunciones: la racionalidad potencial y de acto de los agentes del mercado, y la posibilidad de arbitraje de precios sin restricciones (lo que implica que el bien siempre tendrá el valor exacto que, en un momento dado, *debe* tener de acuerdo con lo que el mercado *necesita*). Sin embargo, esta teoría no logra explicar las burbujas especulativas, en las que el precio sube irracionalmente incluso por encima del valor fundamental del activo, y los agentes, aún a sabiendas de que ello ocurre, siguen invirtiendo en dicho activo, fundándose su decisión normalmente en razones poco racionales (valga la redundancia), como el tradicional “*tonto el último*”. Todo ello con el fin último, obviamente, de enriquecerse a costa de ese “último”.

Antes de continuar con nuestro análisis, entraremos a analizar el concepto de valor fundamental, en tanto que su comprensión es fundamental para entender el fenómeno especulativo.

### **Valor fundamental**

El valor fundamental de un activo determinado es considerado como el valor de utilidad real que dicho activo reporta a quien lo adquiere, esto es, el valor de los beneficios actuales y futuros que dicho activo puede llegar a dar. El concepto de valor fundamental gira básicamente en torno a dos consideraciones previas:

- 1) El capital es más valioso cuando más disponible está. Por ello, es preferible tener 100€ hoy que 100€ mañana (es decir, 100€ hoy son más valiosos que 100€ mañana). Matemáticamente esto se refleja mediante la ecuación de capitalización:

$$*PV = C/(1+r)^t$$

\*PV: Valor Presente; C: Capital;  $r$ : tipo de interés;  $t$ : tiempo.

- 2) El riesgo (reflejado en el tipo de interés,  $r$ ) es directamente proporcional al rendimiento de un activo. A mayor riesgo de un activo, mayor rendimiento nos dará, y a la inversa. El mercado recompensa la asunción de riesgos.

Con base en las dos premisas anteriores, si calculamos todos los rendimientos futuros de un activo para calcular el valor presente de dicho activo, el valor fundamental de tal activo coincidirá con su valor presente de todos los flujos de caja futuros, que será:

$$PV = \sum C_t/(1+r)^t, \text{ para todo } t \text{ comprendido entre } 0 \text{ e infinito.}$$

Existen otras teorías acerca del valor de un activo dado, como el valor social, valor táctico o el valor afectivo<sup>6</sup>. No obstante, por ahora nos limitaremos a la teoría expuesta, por ser la teoría más generalmente aceptada por la doctrina a la hora de valorar activos.

### Valor de mercado

Por otra parte, junto al valor fundamental nos encontramos el valor de mercado que pueda tener ese activo. Idealmente, valor fundamental y valor de mercado deberían coincidir, de acuerdo con la Hipótesis del Mercado Eficiente. Sin embargo, no es infrecuente que ambos difieran, ya sea por asimetrías en la información que tienen los agentes o por la intervención de otros factores en las transacciones (motivaciones emocionales o psicológicas, por ejemplo).

---

<sup>6</sup> El valor social del activo se basaría en la capacidad de este para satisfacer necesidades de interés general de la sociedad; el valor táctico del activo valoraría el mismo según sus capacidades para establecer sinergias con otros activos en cuyo entorno se integraría; por último, el valor afectivo emplearía para el cálculo de valor la carga emocional que supone para el sujeto la disposición de ese bien (es la valoración de activos más subjetiva que se puede dar, y se da mucho más frecuentemente de lo que *a priori* pudiéramos pensar).

Dicho lo anterior, se da una burbuja especulativa cuando el valor de mercado del activo sube muy por encima de su valor fundamental. Tal discrepancia no se da repentinamente, sino que normalmente sigue unas fases determinadas, que pasamos a detallar a continuación.

### **Fases en una burbuja especulativa**

Hyman Minsky, profesor de la Universidad de Harvard, identificó cinco fases que se dan en la mayor parte de las burbujas:

- 1) *Innovación*: una nueva tecnología, procedimiento, producto o servicio sale al mercado. El mercado espera grandes rendimientos de esa innovación, aunque todavía no hay conocimientos suficientes para precisar el alcance de los mismos. Tales rendimientos son una mera expectativa, pues el activo todavía no ha demostrado su capacidad de generarlos. En tres de los 4 ejemplos que expondremos con posterioridad en este trabajo se observará cómo en el origen de las burbujas se hayan innovaciones: flores nunca vistas en Europa (tulipomanía), acciones de una nueva compañía comercial prometedora (South Sea Company) y acciones de empresas tecnológicas nunca antes vistas (empresas Dot Com).
- 2) *Boom*: la inversión en el activo aumenta por las buenas perspectivas que una parte mayoritaria del mercado tiene sobre el mismo, a la par se da una expansión crediticia para apoyar tal inversión y los precios del activo comienzan a aumentar como consecuencia del aumento de la demanda. En este primer momento el aumento de precios es moderado, aunque ya es superior al aumento de precios que cabe esperar de un activo que no está experimentando un proceso de burbuja.
- 3) *Euforia*: cada vez más y más inversores comienzan a invertir en el activo, con la consecuente subida de precios. En este momento los inversores que realmente creen en la potencialidad futura del activo coexisten con inversores que sobrevaloran el activo con la esperanza de venderlo en el futuro a un precio mayor (esto es, inversores que son meramente especuladores y que no necesariamente ven potencial real al activo). De esta forma, Minsky diferencia en este punto dos tipos de inversores:

- a. Los que son conscientes de la posible situación de burbuja, pero apuestan por que no estalle mientras ellos mantengan la inversión. Sus planes son retirar la inversión en el corto o medio plazo, y algunos de ellos lograrán salirse de la burbuja a tiempo y, con ello, beneficiarse.
  - b. Los que consideran que el activo está infravalorado (realmente creen en el potencial del activo) y confían en beneficiarse del arbitraje de precios. Estos mantendrán su inversión en el largo plazo y serán los que mayoritariamente paguen las consecuencias del estallido de la burbuja.
- 4) Recogida de beneficios: los inversores mejor informados (o formados) comienzan a reducir su participación en la burbuja, recogiendo los beneficios que ello les pueda reportar. En un primer momento, puede que la demanda sea suficiente para mantener la ilusión de la burbuja, pero llegado un determinado momento los precios necesariamente comenzarán a bajar.
- 5) Pánico: tras la recogida de beneficios, los precios comienzan a bajar. Rápidamente, los partícipes de la burbuja menos informados se dan cuenta de ello y comienzan a vender masivamente. Ello va seguido de un desplome de los precios. Si la burbuja fue financiada con crédito, los efectos negativos de la burbuja pueden extenderse más allá de sus “fronteras” naturales, extendiéndose al sector financiero (como por ejemplo ocurrió en la reciente crisis global del 2008).

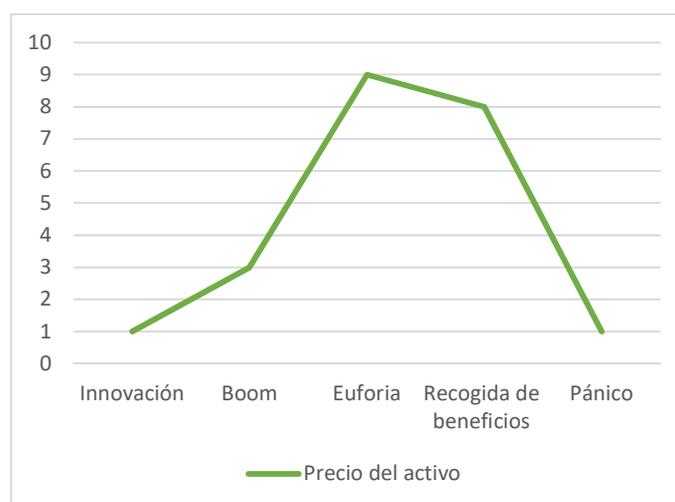


Figura 3. Etapas de desarrollo de una burbuja.

Una vez establecido el marco básico de definición de las burbujas, pasaremos a analizar las diferentes explicaciones que la doctrina ha dado históricamente al fenómeno de las burbujas.

## **Tipos de burbujas**

### *Burbujas racionales*

La explicación de las burbujas económicas como un fenómeno racional es, aún a día de hoy, la forma dominante en que los economistas tratan de explicar estos sucesos. El punto de partida de esta teoría es la concepción de los agentes del mercado como racionales: a partir de ahí tratan de justificar mediante argumentos lógicos cómo el juego de la oferta y la demanda actúa erróneamente (o anómalamente) en la determinación de los precios. Como se puede intuir, estas teorías se elaboran dentro del marco de la Hipótesis del Mercado Eficiente de Friedman y Fama. Los principales responsables del desarrollo de la teoría de las burbujas racionales, no obstante, son Blanchard y Watson.

En *Bubbles, Rational Expectations and Financial Markets*, Blanchard y Watson (1983) proponen descomponer el valor de un activo en dos partes: de un lado, el valor fundamental de dicho activo (ya explicado anteriormente); de otro, un componente de burbuja, que sería el responsable de justificar anomalías exageradas en los precios del activo. De esta forma tendríamos que:

$$P_{\text{activo}} = PV + \text{Componente Burbuja}$$

Habiendo explicado ya el concepto de Present Value de un activo y su correspondencia con el valor fundamental del mismo, conviene aclarar ahora qué es ese “Componente Burbuja”. Pese a las diversas aproximaciones que hacen diversos autores, la mayormente aceptada por la doctrina es la de Froot y Obstfeld (1989), según los cuales el Componente Burbuja es una variable independiente del tiempo, y en todo caso puede encontrarse cierta relación (empírica en todo caso, que no lógica *per se*) con los flujos de caja futuros. Según estos autores, la dificultad de determinar dichos flujos de caja futuros es lo que determina la aparición eventual en determinados activos del Componente Burbuja y con ello, de las burbujas en sí.

### *Burbujas por creencias heterogéneas*

Estos modelos, más recientes en el tiempo que los racionales, plantean que las burbujas surgen por discrepancias entre los diferentes inversores en torno al valor fundamental del activo. Durante un período de tiempo prevalece una opinión errónea sobre dicho valor fundamental (etapas de boom y euforia), para finalmente imponerse la valoración más próxima al valor fundamental (recogida de beneficios y pánico).

Las diferentes creencias en torno al valor del activo de los inversores se deben a que tienen una distribución *apriorística* de prioridades diferente. Wei Xiong (2013), de la Universidad de Princeton, identifica como principales motivos de este hecho los siguientes:

- a) Asimetrías de la información: cada inversión tiene una información distinta (en cantidad y/o en calidad) a aquella del resto de inversores. Ello hará que la disposición de unos y otros respecto al precio de compra del activo sea diferente.
- b) Diferentes apriorismos: cuando no hay información sobre algo nuevo en el mercado los conocimientos previos y experiencia de cada inversor provocarán divergencias en la valuación del activo. Ello está relacionado en gran medida con el hecho de que, como ya se ha explicado, en la raíz de muchas burbujas encontramos una innovación poco conocida causante de la misma.
- c) Exceso de confianza: las personas tendemos a pensar que nuestro conocimiento es más preciso de lo que realmente es. Este hecho empujará a cada uno de los inversores a intentar justificar en el mercado (comprando) su valoración del activo. En un reciente estudio llevado a cabo por Ben David, Graham y Harvey (2010), se preguntaba a los CFO's de varias empresas cotizadas en el S&P 500 por sus expectativas de ganancias con un intervalo de confianza del 90%. Tales ganancias sólo se materializaron en un 33% de los casos. Así pues, el exceso de confianza puede llevar a los inversores a calcular erróneamente el valor fundamental de un activo.
- d) El sesgo en la transmisión de la información: en muchas ocasiones los asesores financieros ven sus recomendaciones sometidas a presión externa, como mantener su reputación u otros tipos de conflictos de intereses. En consecuencia, diferentes presiones generarán diferentes creencias sobre el valor fundamental de un activo.

A todo lo anterior habría que sumar el hecho de que, en el caso concreto de una burbuja económica, mientras que los optimistas siguen empujando el precio del activo hacia arriba, los pesimistas abandonan poco a poco el mercado, imposibilitando en las primeras fases de la burbuja el restablecimiento del equilibrio del mercado augurado por la Hipótesis del Mercado Eficiente. Mientras tanto, el precio sigue subiendo por la confusión generada por la falta de consenso en torno al valor real del activo.

### *Burbujas conductuales*

Estas explicaciones del fenómeno de las burbujas aparecen a comienzos del s. XX, las cuales son fruto de la creciente tendencia en la doctrina económica a considerar a algunos (cuando no a todos) de los agentes del mercado como no plenamente racionales. Básicamente estas teorías buscan explicaciones puramente psicológicas en la formación de estos episodios especulativos. Se incluirían aquí motivaciones tales como el sentimiento de pertenencia a un grupo admirado o aceptación social, entre otros. Especialmente relevantes en este sentido son las aportaciones del Premio Nobel de Economía del año 2013, Robert J. Shiller.

Shiller (2001) considera que la diferencia entre el valor fundamental y el valor de mercado de un activo que está experimentando un proceso de burbuja puede venir dada por uno o varios de los siguientes factores:

- a) Espirales de *feedback* positivo: la subida de precio del activo aumenta el entusiasmo del inversor, que a su vez aumenta la demanda (no solo él, sino también nuevos inversores curiosos por el fenómeno), provocando subidas de precio en un descontrolado círculo vicioso. Cuando la subida de precios se paraliza y los precios comienzan a bajar, se produce el mismo proceso, pero en sentido contrario y con mayor intensidad (lo cual justifica el ya comentado desplome de precios).
- b) Confianza excesiva del inversor en su intuición: en un estudio llevado a cabo por el propio Shiller en 1987, preguntaba a distintos inversores sobre el comportamiento de un activo en el mercado, en un contexto de incertidumbre. Cerca de un 30% de inversores justificó su respuesta basándose en su intuición.
- c) El sesgo de optimismo ilusorio: este factor puede resumirse en la frase de Terencio “*Homines libenter quod volunt credunt*” (“Los hombres creen en lo que quieren

creer”). En el caso que nos ocupa, si un inversor desea ver potencialidad en un activo, cosa que frecuentemente ocurre, ello le podrá llevar a minusvalorar inconscientemente la información que le llega de la realidad para satisfacer su deseo de ver sus sospechas hechas realidad. Igualmente se dará esta situación en el caso de un inversor que, teniendo ya una participación en dicho activo, desee ver en el mismo un potencial que no hay y siga invirtiendo, agravando así su situación futura cuando llegue el Boom.

- d) El comportamiento de rebaño: numerosos estudios respaldan la idea de que, entre profesionales de categoría similar, desviarse del consenso grupal resulta tremendamente difícil para un individuo que pertenezca al colectivo, pues ello pone en riesgo su relevancia en dicho grupo.<sup>7</sup> Ello lleva a situaciones un tanto contradictorias, en las que son varios los agentes del mercado que tienen conocimiento del riesgo de la situación y no sólo no avisan al resto, sino que no se apartan ellos del mismo peligro por miedo a estar equivocados y no participar de unos hipotéticos beneficios futuros a repartir entre todos.

Como se puede comprobar, estos modelos comparten hasta cierto punto rasgos de los modelos de burbujas por creencias heterogéneas, pues ambos, al contrario que el de burbujas racionales, asumen la imperfección del proceder de los agentes del mercado. El principal defecto que gran parte de la doctrina achaca a estos modelos es que difícilmente se pueden formular de forma matemática, o contrastar sus enunciados empíricamente con datos.

Por último, no nos gustaría finalizar el análisis de los modelos teóricos de aproximación al fenómeno de las burbujas sin mencionar el modelo *Log-Period Power Law model*. Este modelo, formulado por Didier Sornette (2008), ha demostrado en varias ocasiones (Forró, 2015) su capacidad para predecir con cierto éxito el nacimiento y estallido de burbujas. Básicamente junta lo mejor de los modelos matemáticos (verificabilidad

---

<sup>7</sup> En un interesante ejemplo en su texto, Shiller explica cómo la administración del presidente americano Lyndon B. Johnson gestionó deficientemente determinados aspectos de la Guerra de Vietnam. Los primeros en disentir sobre las decisiones del presidente fueron ridiculizados y perdieron poder y voz dentro del Ejecutivo. El temor a esta reacción nada extraña de los líderes motiva en muchos casos el comportamiento de rebaño.

empírica) con lo mejor de los modelos conductuales (pues prevé la posibilidad de una reversión repentina de una tendencia inequívoca, llegado a un punto determinado). Las razones por las que no emplearemos este modelo en el presente trabajo son dos: primero, por exceder sobradamente nuestro propósito de describir el mercado del arte global y, desde una aproximación *holística*, determinar la existencia o no de una burbuja; segundo, porque como se verá en partes posteriores del trabajo, los datos del mercado del arte no ofrecen duda alguna sobre la existencia o no de una burbuja.

### **Ejemplos significativos de burbujas económicas en el pasado**

#### **Tulipomanía, la burbuja de los tulipanes en Holanda**

A mediados del s. XVI, llegó desde Turquía una bella y desconocida flor conocida como tulipán (del turco otomano, *tülbend*). Pronto se extendió por Europa occidental, adornando los jardines de los más pudientes. Desde un primer momento, los holandeses se hicieron con el dominio del mercado de los bulbos de tulipanes en Europa, explotando las especies más comunes y creando nuevas y exóticas variedades al infectar esos ejemplares ordinarios con el virus del mosaico.<sup>8</sup>

En la década de 1630, individuos no profesionales en la cuestión (aficionados al cultivo de tulipanes, e incluso simples especuladores) entraron en el mercado, aumentando la demanda de bulbos y, consecuentemente, sus precios. Los precios de los bulbos convencionales se dispararon, llegando a multiplicarse por 20 en el punto álgido de la burbuja (en el año 1637). Por otro lado, las unidades más exclusivas alcanzaban precios astronómicos: un bulbo de *Semper Augustus* se vendió en 1634 por 5500 *guilders*, equivalente a en torno a 200.000\$ a día de hoy (como dato curioso, con esa cantidad de dinero podría haberse comprado en la época la célebre obra *La Ronda de Noche*, de Rembrandt). No obstante, y paradójicamente, estos precios exorbitados podían llegar a estar justificados, por la escasez del bien en cuestión (estos bulbos infectados solo podían reproducirse por apareamiento, y

---

<sup>8</sup> El virus del mosaico del tabaco (TMV por sus siglas en inglés) es un virus que infecta a determinadas plantas (entre ellas, los tulipanes) y cuyos principales síntomas son la aparición de manchas de diferentes formas en las hojas o pétalos de las plantas que infecta, dando lugar frecuentemente a patrones vistosos.

no por semillas); no así los precios de los bulbos corrientes, cuyo aumento de precio no estaba bajo ninguna circunstancia justificado.

Desde finales de 1636, los precios siguieron subiendo y subiendo, sin explicación racional aparente. En febrero de 1637, era innegable la evidencia de que quienes compraban lo hacían con el único propósito de vender a un precio superior, y que por ende la demanda era completamente artificial (el bien no satisfacía, *per se*, ninguna necesidad real). Fue en este momento cuando reventó la burbuja, cayendo los precios en los sucesivos meses hasta en un 95%, según la variedad de tulipán de que se tratase. La tulipomanía se convirtió así en el primer y más celebre ejemplo de los peligros que entraña todo mercado especulativo.

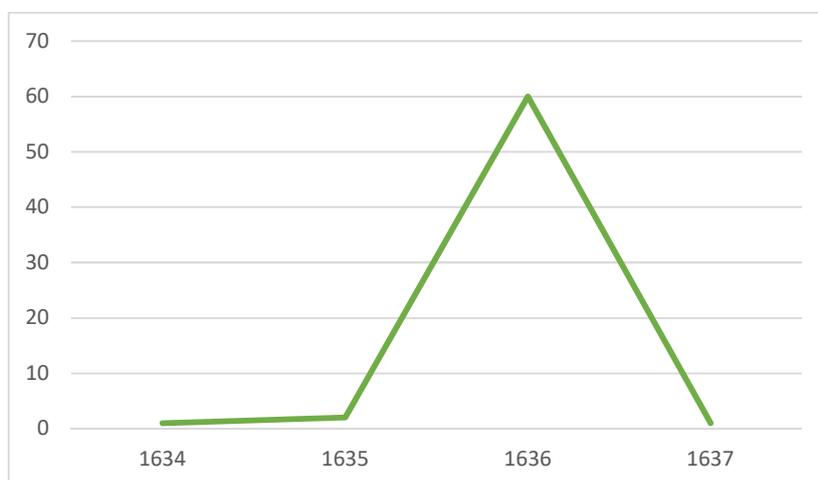


Figura 4. Evolución aproximada de los precios de un bulbo de tulipán Gouda en guilders (1634-37)

### **South Sea Company, la burbuja de los mares del Sur**

A finales de la primera década del s. XVIII, cuando la Guerra de Sucesión española llegaba a su fin, y ante la expectativa de mayores oportunidades con los Mares del Sur (Sudamérica) por los problemas que atravesaba el Estado Español para explotarlos, el estado británico creó la *South Sea Company* en 1711. Durante sus primeros años, la empresa apenas tuvo actividad. Para 1719, sin embargo, ello iba a cambiar: un nuevo esquema de financiación se creó para la empresa, convirtiendo a los titulares de deuda ordinaria del Estado en accionistas de dicha empresa. Así pues, los intereses de la anterior deuda pasarían a la *South*

*Sea Company*, en lugar de a los deudores. Algunos de los problemas que planteó esta conversión fueron:

- La ratio de conversión deuda-acciones no era fijo. Un día unos bonos del estado por valor de 100 compraban 100 acciones, y al poco tiempo ese mismo valor en bonos era capaz de comprar sólo 50 acciones. En sentido inverso, ello implicaba que con el mismo número de acciones se podía adquirir más deuda del Estado al poco tiempo (es decir, las acciones se estaban revalorizando sin razón aparente). Esta razón impulsó la compra de acciones por los particulares, extendiéndose así los potenciales efectos de la burbuja desde los acreedores del Estado a la totalidad del mercado.
- La compra de nuevas acciones se financiaba en muchos casos con deuda financiera, de fácil acceso para este tipo de inversiones en aquel momento (ello extendería los efectos de la burbuja, a menor escala eso sí, a empresas como la *East India Company* o el *Bank of England*).
- La corrupción de muchos de los agentes implicados (responsables políticos, mayormente), retroalimentaba el proceso. Esta burbuja es un raro ejemplo de burbujas cuyo origen tiene lugar no en agentes privados del mercado, sino en el Estado mismo.

Estando las cosas así, más y más compradores entraron al mercado, con la expectativa de adquirir un activo *milagroso* pues, como hemos mencionado, su valor ascendía de forma irracional. Para marzo de 1720, el precio de estas acciones había aumentado un 100% respecto a finales de 1719. Hacia junio del mismo año, los precios habían subido un 493%, y durante el verano, un 612% respecto de la referencia de 1719. En septiembre, los precios cayeron bruscamente, pues el comportamiento irracional de los agentes era insostenible; no obstante, algunos autores defienden que éste fue un comportamiento racional, como Peter Garber, que argüía que los agentes detectaron erróneamente un cambio de paradigma en el mercado, véase más oportunidades de las razonablemente esperables en los Mares del Sur.

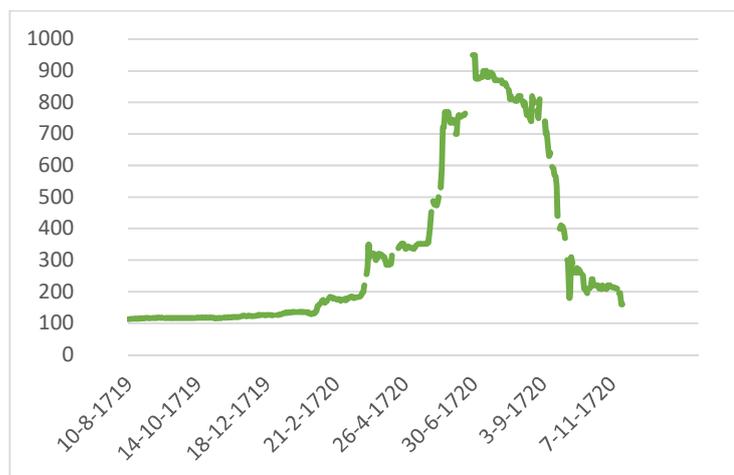


Figura 5. Cotización diaria de las acciones de la South Sea Company (1719-20)

Las consecuencias más notables de esta burbuja, aparte obviamente de las económicas, fueron principalmente políticas. Algunas figuras notables en el proceso, como el máximo responsable de la Cámara de Cuentas británica, fueron removidos de su cargo y encarcelados. Igualmente, en junio de 1720 se aprobó en el Parlamento Británico la *Bubble Act*, limitando de cara a futuro la creación por parte del Estado de esquemas similares al que aquí nos ocupa.

### La burbuja de las Dot Com

Considerada como la mayor burbuja del s. XX, la burbuja de las Dot Com tiene lugar a mediados de la década de 1990, con la expansión de Internet, cuando las inversiones en empresas tecnológicas comienzan a aumentar. Las potenciales ganancias en este segmento eran enormes (como posteriormente ha confirmado el trascurso del tiempo), lo cual animaba a los inversores a comprar acciones de la “próxima compañía exitosa”. Los potenciales efectos de red (futuras sinergias entre las partes del sistema), el potencial crecimiento global, la facilidad para preservar las *first-mover advantages* y el control de futuros monopolios o cuasi monopolios<sup>9</sup> se encontraban en la base de estas expectativas de los inversores.

<sup>9</sup> Piénsese, sin ir más lejos, en la preminencia que tienen su competencia directa (si es que la hay) a día de hoy empresas nacidas en este momento tales como Facebook o Amazon.

Sin embargo, las expectativas, pese a estar fundadas en algunos casos (Amazon, por ejemplo, con el tiempo ha demostrado el buen ojo o la buena fortuna de aquellos que apostaron por ella), en otros tantos sobreestimaron el potencial de la realidad. Envueltos en una espiral de irracionalidad, las Ofertas Públicas de Ventas de acciones de empresas recién creadas comenzaron a ser sujetos de esta especulación, agrandando así el problema desde la base. El índice NASDAQ<sup>10</sup> en apenas dos años (1998-2000) vio cómo las cotizaciones de las empresas presentes en él se quintuplicaron (pasó de algo menos de 1420 puntos a un punto máximo de 7068 puntos), algo que en absoluto se correspondía con el crecimiento real.

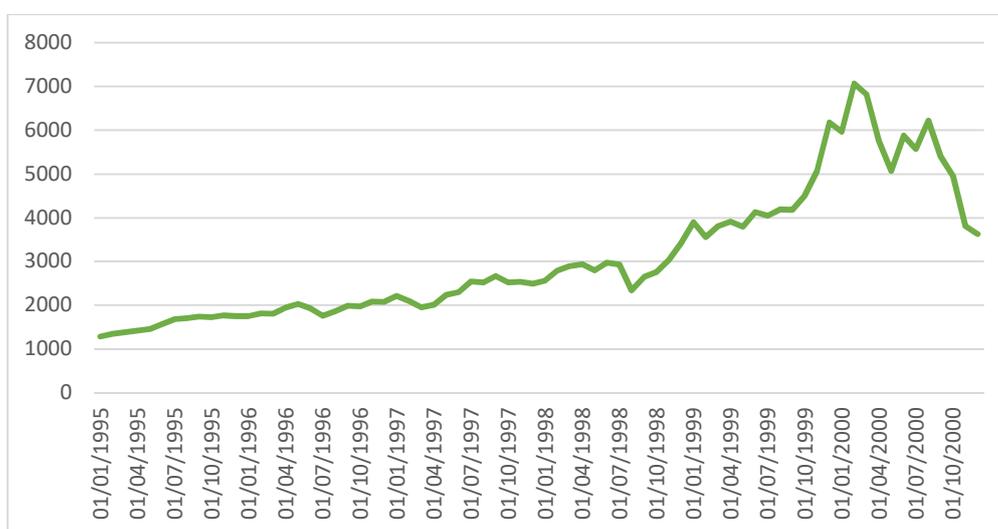


Figura 6. Cotización seminal del índice NASDAQ (1995-2000)

Para hacernos idea de la magnitud de la cuestión, en febrero del año 2000, el 6% del valor de los mercados financieros correspondía a empresas Dot Com, y ese porcentaje subía al 20% de las acciones cotizadas en bolsa de todo el mercado americano. Todo ello, con empresas que en su mayoría, sobre el papel, no daban beneficios en aquel momento.

Al igual que en todos los ejemplos precedentes, el estallido de la burbuja no respondió a un suceso concreto. Cuando un grupo lo suficientemente grande se dio cuenta del peligro de la situación a la que se había llegado, las cotizaciones se desplomaron, perdiendo en los dos años siguientes a marzo de 2000 en torno al 75% de su valor (y aún hay ejemplos más

<sup>10</sup> *National Association of Securities Dealers Automated Quotation*; bolsa en que cotizan empresas tecnológicas de informática, electrónica, telecomunicaciones y biotecnología, entre otras.

dramáticos; una acción de Yahoo! a comienzos del año 2001, poco después del estallido de la burbuja, cotizaba a menos de 15\$, cuando en el momento álgido de la burbuja lo hacía a 237\$).

### **La burbuja del mercado inmobiliario americano de 2008**

La peor recesión económica en los últimos 80 años se fragua en EE. UU. y Europa a finales del s. XX y durante la primera década del s. XXI. Pese a que son múltiples las causas de este fenómeno (exceso de ahorro que produjo bajadas de interés; desmedida toma de riesgo por parte de las instituciones financieras, consecuencia de los bajos tipos de interés; permisividad de los bancos centrales y otras entidades reguladoras; etc.), nos centraremos en una parte razonablemente importante de ella: la burbuja del mercado inmobiliario americano (que se replicó, a menor escala, en muchas otras economías desarrolladas, entre ellas la española).

Los bancos, en su búsqueda por obtener beneficios a toda costa en un mercado en que imperaban los bajos intereses, comenzaron a conceder hipotecas a deudores de dudosa solvencia. Estos deudores *subprime* se encontraban con la siguiente situación: un banco les daba un préstamo a un precio que en absoluto se correspondía con la realidad. Un deudor con riesgo alto de impago podía acceder a un préstamo pagando intereses propios de un deudor de bajo riesgo. Como consecuencia de ello, más y más personas querían entrar en este mercado, en que *de facto* se obtenía un activo más valioso que el dinero que por él se pagaba. La burbuja ya estaba creada: el precio de la vivienda comenzó a aumentar por un exceso de demanda que no se correspondía con la realidad: habían entrado en el mercado agentes que, por su solvencia, no deberían estar capacitados para comprar.

Posteriormente, el problema se traspasaría al sector financiero (encargado de *blanquear* este riesgo a través de técnicas de ingeniería financiera, principalmente los CDO's), donde finalmente reventaría en 2008 con la quiebra de Lehman Brothers, cuando el mundo comprendió que se habían asumido excesivos riesgos, y se habían comprado deudas de alto riesgo a precio de deudas triple-A.

Al contrario que en los casos descritos anteriormente, esta burbuja generó (en colaboración con otros factores) una crisis económica mundial, que posteriormente incluso

afectaría a la estabilidad del Euro (extendiéndose sus consecuencias de lo financiero a lo monetario).



## EL MERCADO DEL ARTE CONTEMPORÁNEO. AGENTES Y SITUACIÓN ACTUAL

En este capítulo analizaremos el papel de los principales agentes del mercado del arte contemporáneo. Primeramente, analizaremos el heterogéneo colectivo compuesto por los compradores de este mercado, cuya composición y distribución geográfica ha experimentado un importante cambio durante el presente siglo. A continuación, en el lado de la oferta, nos centraremos en el relevante papel que desempeñan marchantes, ferias de arte, casas de subastas y museos en el posicionamiento en el mercado de artistas y en la determinación de los precios de sus obras. Respecto a la inclusión de los museos como oferentes de arte debemos admitir que la misma es, cuanto menos, chocante. Justificaciones más profundas aparte (hechas en el apartado siguiente), baste por ahora decir que consideramos suficiente su influencia sobre los precios del mercado del arte como para considerarlos parte de este grupo de oferentes *lato sensu*. En una segunda parte de este capítulo, analizaremos la distribución geográfica de la demanda, con sus diferentes valores, en el período comprendido entre 2007 y 2017.

Sin embargo, antes de entrar en materia debemos diferenciar los dos nichos de mercado en que se divide el mercado del arte general:

1. Mercado primario: es el lugar en el que el artista vende directamente sus creaciones. Si la reputación del artista viene dada por el marchante o la galería con la que colabora, normalmente venderá a través de ésta y remitirá a sus posibles compradores (particulares/museos) a la misma para que adquieran su obra. Si, de otra forma, la relevancia del artista es prácticamente nula en el mercado o, por el contrario, es muy grande (por ejemplo, Damien Hirst, que es junto con Jeff Koons el artista más valorado a día de hoy<sup>11</sup>, logró vender la totalidad de lotes en una subasta organizada por él mismo, en el año 2008), se puede llegar a prescindir de la galería para la comercialización de la obra. No obstante, esto último es la excepción, antes que la regla general.

---

<sup>11</sup> Su valor neto como artista asciende a 350 millones de dólares, según Wealth-X.

2. Mercado secundario: en este mercado se transacciona con obras ya vendidas previamente en el mercado primario a particulares o museos. Es una suerte de mercado *de segunda mano* de arte, con la peculiaridad de que normalmente es en éste donde se alcanzan los mayores precios de obras.<sup>12</sup> Es aquí donde tienen gran relevancia tanto los marchantes y galerías de arte como las casas de subasta.

### **Principales agentes del mercado del arte contemporáneo**

A continuación, comenzaremos el análisis de los diferentes agentes del mercado, empezando por los demandantes.

#### **Los demandantes**

Para el estudio de la demanda en el mercado del arte hemos considerado conveniente realizar una aproximación psicológica, en la línea planteada por Thaler y otros economistas conductuales recientes (FORRÓ, 2015). Ello se debe a la dificultad que presentan, desde el punto de vista puramente racional, los precios que alcanzan muchas de las obras de arte que se venden a día de hoy. Por ejemplo, una *spot painting* de Damien Hirst puede llegar a venderse por más de un millón de libras, siendo un cuadro fácilmente replicable y que se produce en serie (se calcula que hay más de mil *spot paintings* en manos de coleccionistas). ¿Qué argumento puramente racional puede justificar semejante adquisición? Probablemente ninguno; sin embargo, la psicología puede encontrar (y frecuentemente encuentra) explicación a fenómenos como el descrito.

Marx y Galbraith, entre otros, ya hicieron notar en su momento que los deseos y demandas de los agentes de un mercado están fuertemente influidos por las sociedades en que estos viven. Es aquí donde surge el concepto de “bien posicional”, un bien cuyo consumo (y cuya utilidad incluso, podríamos afirmar) depende negativamente del consumo de otros agentes del mercado. Esto es, cuanto menos consumen (o pueden consumir) otros agentes

---

<sup>12</sup> Sin ir más lejos, recientemente la obra “*Rabbit*” de Jeff Koons se vendió por 91 millones de dólares, y en 2018 la obra atribuida (aunque no de forma definitiva) a Leonardo Da Vinci, “*Salvator Mundi* ” fue subastada por 450 millones de dólares, convirtiéndose así en la obra más cara jamás vendida.

del bien posicional, más interés tengo yo en consumirlo. Hirsch diferencia básicamente dos tipos de bienes posicionales:

1. Bienes posicionales por naturaleza: son bienes necesariamente posicionales por encontrarse de forma limitada en el mercado, como consecuencia de su naturaleza. Por ejemplo, un terreno en una zona exclusiva de una determinada ciudad encajaría en este tipo de bien posicional, pues resulta imposible replicar las condiciones exactas de dicho terreno. En este grupo también puede incluirse un número cada vez más pequeño de obras de arte: aquellas muy limitadas en su producción (por ejemplo, las obras de Da Vinci, las cuales se estima que hay menos de 30 autenticadas en el mundo).
2. Bienes posicionales por aquello que representan: son bienes cuya posicionalidad se deriva del hecho de que representan estatus, poder o riqueza. En este grupo se encontrarían bienes de lujo, así como la inmensa mayoría de los bienes con que se negocia en el mercado del arte (muchos autores, incluso Grandes Maestros, tienen una producción de obra lo suficientemente amplia como para considerar las piezas que componen la misma como bienes posicionales por lo que representan socialmente).

En opinión de Hirsch, la posicionalidad de un bien dado viene determinada por dos factores: de un lado la rivalidad que hay entre los agentes por hacerse con dicho bien, y de otro la exclusividad (entendida en un sentido muy amplio) del bien. El bien menos exclusivo y por el que menos rivalidad hay es el bien público. Un bien algo más exclusivo (en el sentido de propiedad exclusiva) y con algo más de rivalidad sería un bien privado. Un bien muy exclusivo (tanto desde el punto de vista de la propiedad como desde el de la escasez) y con mucha rivalidad sería un bien posicional.

Tras haber comprendido el tipo de bien que se consume, estamos en condiciones de *entender* al consumidor que lo adquiere. El primero de los factores que influyen en la adquisición de los coleccionistas es el conocido como “efecto dotación”: de acuerdo con esta hipótesis, un potencial consumidor de un bien X lo valorará más si considera que puede llegar a ser su propietario. Esto justifica el precio desorbitado de muchas obras de arte, al cual se llega por la sola acción de la vanidad de dos o más postores que sólo paran de pujar por dicho

bien cuando el precio excede ese valor aumentado por el deseo de poseerlo. Esto a su vez nos lleva a la “maldición del ganador”, según la cual en las subastas (aunque en nuestro caso también es aplicable a las transacciones en galerías de arte, donde también se puede competir contra otros coleccionistas por determinadas obras) el ganador acaba pagando de más por el simple hecho de haber competido contra otros en este perverso juego de vanidades.

Después de haber establecido someramente las motivaciones que mueven al coleccionista o demandante en su compra, hemos de matizar que éste rara vez tiene conocimientos técnicos sobre aquello que compra; consecuencia de ello será el enorme poder que sobre los gustos del mercado tienen agentes que se integran antes en la oferta que en la demanda, como veremos en los sucesivos apartados (nos referimos aquí a marchantes y galeristas, principalmente).

En lo que se refiere al perfil del coleccionista, normalmente se trata de HNWI's (*High Net Worth Individuals*, individuos cuyos activos totales ascienden a un millón de dólares o más),<sup>13</sup> residentes en grandes ciudades (Nueva York y Londres son las dos principales, y de hecho son estas dos ciudades donde más vida artística hay) y con edades que van desde los 30 años en adelante. Según una encuesta del UBS and Arts Economics Report de 2017, el 79% de estos individuos adquieren obras por un valor inferior a 5000 dólares; un 14% compra obras comprendidas entre los 5000 y los 50.000 dólares; un 6% compra obras por debajo del millón; y algo menos del 1% compra obras cuyo precio supera el millón de dólares. El principal canal de compra empleado, acaparando un 66% de las compras totales del mercado, es el de las galerías de arte. Por último, y no por ello menos importante, conviene resaltar el relevante papel que las economías emergentes tradicionales (los conocidos como BRICS<sup>14</sup>) y otros países no tan potentes (pero también en desarrollo) tienen en la “creación” de nuevos

---

<sup>13</sup> Según la publicación “*High Net Worth Handbook 2019*” de la compañía Wealth-X, se calcula que actualmente en el mundo hay alrededor de 540.000 individuos con activos valorados en más de un millón de dólares.

<sup>14</sup> Con estas siglas se hace referencia en economía internacional a las principales economías emergentes que, supuestamente, hacia 2050 se prevé que superen a las economías tradicionales. Estos países son Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica (conviene resaltar que éste último es un país frecuentemente excluido de esta relación de países emergentes y con elevado potencial).

coleccionistas de arte: Nigeria, Egipto, Bangladesh, Vietnam o Polonia encabezan la lista de estados que más HNWI's "crean" al año, en términos relativos.

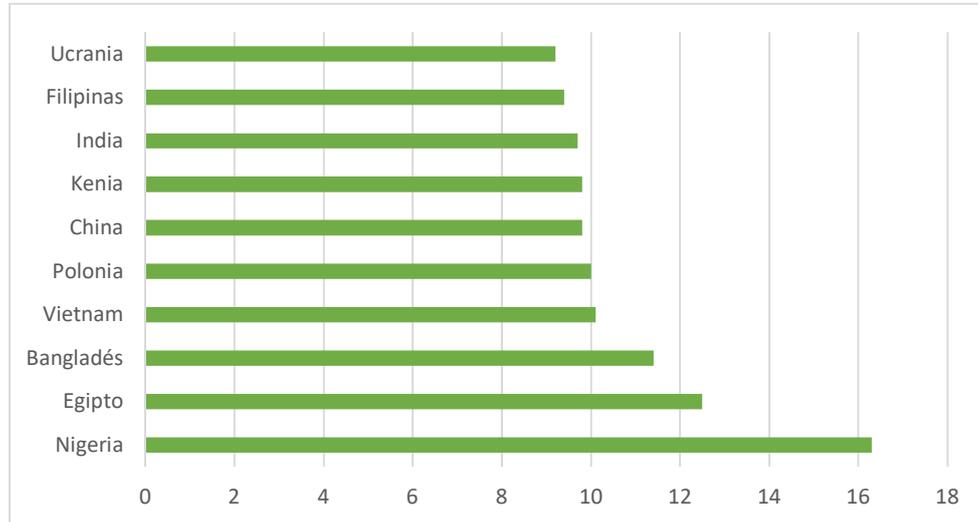


Figura 7. Crecimiento de HNWI's en puntos porcentuales (2018)

### Marchantes y galerías de arte

Los marchantes son, en palabras de Don Thompson (2009) el “lugar donde nacen y se incuban las marcas de los artistas”. Los marchantes introducen, a través de sus galerías de arte, a los creadores de éste en el mercado, de ahí su elevadísima importancia.

En primer lugar, hemos de destacar el hecho de que en ningún país de nuestro entorno la figura del marchante está regulada legalmente, al contrario de lo que ocurre con otras profesiones liberales (abogados, médicos, contables...). Esto nos sirve para perfilar la imagen del marchante medio: es un comercial más, de forma que su importancia dentro del mercado no se debe tanto a su conocimiento del arte en sí (que también), sino a sus contactos y a su habilidad para localizar artistas con un gran desarrollo *comercial* potencial (lo cual no está necesariamente relacionado con la calidad de las obras). Así, podemos concluir que el marchante es un comercial sofisticado, que hace del proceso de compra toda una experiencia y que tiene como mercado objetivo un colectivo de alto poder adquisitivo y pocos conocimientos técnicos sobre la materia.

Como ejemplo de algunos de los marchantes más destacados a lo largo de la historia, podemos citar al primero de ellos Joseph Henry Duveen (1854-1919), Ambroise Vollard

(1866-1939), Leo Castelli (1907-1999) y el más reciente y relevante a efectos del presente trabajo, por ser quien ha vivido íntegramente el auge de precios del arte en las últimas décadas, Larry Gagosian (1945). Tradicionalmente, y aun a día de hoy, los marchantes operan en las principales ciudades en que arte y dinero se dan en abundancia: Nueva York y Londres concentran a la mayoría de ellos y, en menor medida, otras grandes ciudades como Berlín, Los Ángeles, Chicago, Frankfurt y Toronto. Igualmente, la expansión internacional de las galerías de arte en busca de nuevos mercados les ha llevado a abrir nuevas sedes en ciudades tales como Pekín (Gagosian), Hong Kong (White Cube) o Seúl (Steve Sacks).

Los marchantes son la principal fuente de obras en el mercado primario, si bien es cierto que su principal fuente de ingresos viene de sus operaciones en el mercado secundario. La razón de ello es doble. De un lado, el público objetivo en el mercado secundario es mucho más amplio que en el primario. Ello se debe a que, con el objetivo de mantener la reputación de exclusividad de un artista, es frecuente limitar la venta *primaria* de las obras del mismo a coleccionistas de cierto renombre. Esta restricción desaparece en el mercado secundario, donde aunque es cierto que no puede comprar cualquiera (un marchante puede evitar vender a un individuo si ello va a perjudicar al valor del artista, por la razón que sea), hay menos restricciones a la venta. Por otro lado, la segunda razón de que haya más volumen de negocio en el mercado secundario que en el primario es la circunstancia de que hay muchas más obras ya adquiridas que obras de creación reciente.

Hemos de hacer notar llegados a este punto que uno de los activos más valiosos en el mundo del arte, si no el que más, es el de la marca que uno consigue crear en torno a sí y a su producto. La marca de un marchante, y en general, la de cualquier oferente en este mercado, es una suerte de “sello de calidad” a todo aquello que vende. Los compradores, ante su ya citada ignorancia sobre la materia, necesitan algún tipo de seguridad sobre aquello que van a comprar.<sup>15</sup> Es en este momento donde entra en juego la marca; de hecho, no es infrecuente hacer referencia a una obra recién comprada no tanto por el artista artífice de la misma, sino por el marchante, galería o casa de subastas a quien se adquirió dicha obra.

---

<sup>15</sup> Es ilustrativa la visión de Don Thompson (2018), que opina que “los coleccionistas confían en su marchante del mismo modo que confían en su asesor de inversiones”.

En cuanto al funcionamiento de la relación entre artista y marchante, ésta discurre por los siguientes cauces: normalmente el marchante acepta la obra del artista en depósito, pone la obra a la venta y, si consigue venderla, cobrará al artista una comisión que normalmente se sitúa en torno al 50% del precio de venta. El poder negociador del artista, como se puede ver, es muy bajo, excepto en casos muy contados de artistas de éxito que ya son en sí una marca y no dependen del marchante para colocar sus obras en el mercado.

Por último, hemos de mencionar una figura *sui generis* dentro del colectivo de los marchantes: el asesor de arte o marchante privado. Normalmente se trata de especialistas retirados procedentes de alguna casa de subastas, comisarios o académicos, con un estrecho vínculo con la primera línea del arte mundial. Sus principales puntos fuertes son una amplia red de contactos (determinante en el funcionamiento de este mercado), su buen juicio sobre el potencial desarrollo de jóvenes artistas y, muy especialmente, el hecho de que se deba por completo al comprador del arte, y no al productor de arte, lo cual garantiza que asesora con una razonable independencia sobre la compra, al contrario que los marchantes, que al situarse entre el artista y el comprador y tener intereses para con ambos, rara vez actuará desinteresadamente y en beneficio exclusivo del comprador.<sup>16</sup>

### **Ferias de arte**

Las ferias de arte son muestras comerciales en las que multitud de marchantes (normalmente más de cien) exponen su muestrario de obras al público en general. La calidad de las obras puede llegar a ser la misma que en una subasta en Christie's o Sotheby's, por lo que el fenómeno de las ferias de arte es digno de ser estudiado aparte. De igual forma, las ferias merecen un estudio aparte al de los marchantes porque no son una mera aglomeración de los mismos: las ferias escogen con mucha exigencia a los marchantes que pueden asistir y con ello, son capaces de configurar por sí mismas los gustos del mercado.

---

<sup>16</sup> Como muestra de hasta qué punto el marchante es parte interesada en todo el proceso aquí descrito, no es infrecuente el hecho de que un marchante puje en una subasta del mercado secundario por la obra de un artista patrocinado por él mismo, con el objetivo de que el precio de la obra de dicho artista no baje más de lo deseado.

Las principales ferias de arte actualmente son cuatro. La más destacada de ellas es la European Fine Art Foundation Fair (TEFAF, más comúnmente conocida como Feria de Maastricht). Por detrás de ella se sitúan Art Basel (celebrada en Basilea), Art Basel Miami Beach (Miami) y London's Frieze (Londres). Pese a que todavía ninguna feria de relevancia mundial se celebra en países emergentes, sí es evidente el mimo y cuidado que se les tiene; sin ir más lejos, la última Feria de Maastricht estuvo dedicada al mercado del arte chino.

En cuanto a las razones que justifican la existencia de las ferias de arte, podemos identificar básicamente cuatro diferentes circunstancias.

La primera de ellas es el deseo de las galerías de competir con las casas de subastas por el mercado de más alto nivel adquisitivo. Si las casas de subastas fuesen las únicas en reunir un número elevado de obras de alto nivel en un mismo lugar y en un mismo momento, las galerías acabarían siendo relegadas al mercado de arte de segundo nivel, ofreciendo si acaso muy puntualmente productos de la más alta calidad. Así, al reunirse por medio de ferias de arte consiguen erigirse como dignos competidores de las casas de subastas.

La segunda razón de la existencia de las ferias de arte es lograr la legitimación y continuación del mercado del arte en sí. La feria favorece la psicología de rebaño y, en consecuencia, mitiga todo atisbo de duda que pueda tener un coleccionista en torno a la seguridad del activo que está comprando. Al estar rodeado de gente de similar poder adquisitivo que adquiere obras a precios desorbitados con total normalidad, esta actividad llega a resultar normal y hasta deseable para uno mismo.

La tercera razón que explica el porqué de las ferias de arte es la explotación que los marchantes hacen de la atmósfera de “última oportunidad” del ambiente. Es fácil percibir yendo a una feria de arte (como la reciente muestra de ARCOmadrid) un ambiente de centro comercial que invita a consumir. Además, al tratarse de bienes únicos, los coleccionistas se ven en cierto modo “presionados” a comprar con celeridad. Prueba de ello es que, en promedio, en las grandes ferias de arte en torno a un cuarto de las ventas totales se cierra en el primer cuarto de hora de apertura de la feria, llegando a la mitad de las ventas en la primera hora (Thompson, 2008).

Por último, por el enorme flujo de público, las ferias de arte representan una fantástica oportunidad de venta para los marchantes. De hecho, no es infrecuente que algunos marchantes hagan hasta el 70% de su facturación anual en una misma feria<sup>17</sup>.

### Casas de subastas

Las casas de subastas son, junto con los marchantes, el elemento nuclear de la oferta en el mercado del arte. A nivel global, podemos identificar cuatro grandes casas de subastas: Christie's, Sotheby's, Bonhams y Phillips de Pury. Christie's y Sotheby's son las casas de subastas más importantes por volumen de ventas, lo cual no en pocas ocasiones les ha supuesto acusaciones por parte de los organismos antitrust europeos y americanos<sup>18</sup>.

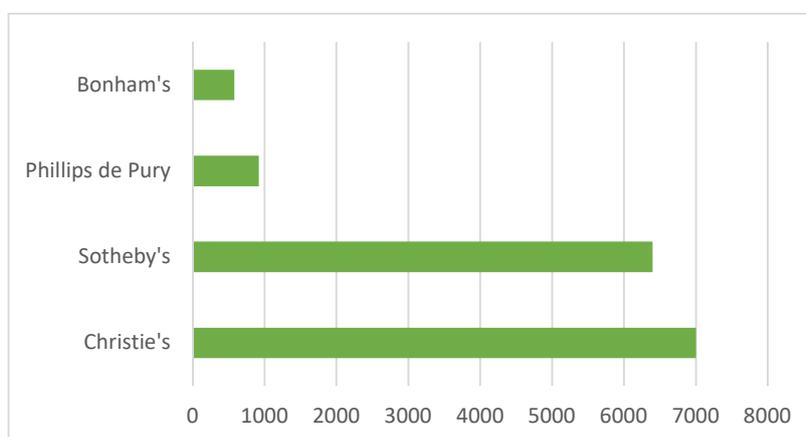


Figura 8. Ingresos de las casas de subasta en millones de euros (2018)

Para la determinación del precio de bienes cuyo valor es, en último término, subjetivo, las casas de subastas recurren al sistema inglés o de precio ascendente, en el cual se adjudica la obra al mejor postor<sup>19</sup>. En cuanto a la estrategia comercial de estas casas de subasta, cada cual sigue su propia estrategia: Sotheby's vende principalmente arte de alta gama para mantener su marca, aunque ello le suponga unos menores beneficios en el corto

<sup>17</sup> Normalmente en la Feria de Maastricht, que es la que más volumen de negocio mueve.

<sup>18</sup> A comienzos del presente siglo ambas casas de subastas acordaron pagar a prorrata entre los dos 512 millones de dólares a las autoridades anticolusivas americanas para archivar las acusaciones abiertas contra ambas casas de subastas.

<sup>19</sup> Subasta, *auction* en inglés, viene del latín *auctio*, y éste a su vez de *augere* o ascender.

plazo; Christie's se centra tanto en el mercado de gama alta como en el de gama media, con el fin de garantizarse unos costes operativos fijos bajos en el corto plazo y lograr elevados ingresos (como puede verse en la Figura 8); Bonham's se centra en la venta de antigüedades; y Phillips de Pury opera mayormente en el mercado de arte de moderno actual (menos de cinco años desde su creación). Como se puede ver, Bonham's y Phillips de Pury ocupan aquellos nichos de mercado más descuidados por Christie's y Sotheby's.

El funcionamiento de las casas de subasta es sencillo. Hemos de partir de que el principal objetivo de las casas de subastas es buscar consignaciones de obras únicas y muy caras (cuanto más, mejor). El principal instrumento para conseguir la consignación de una obra de estas características es el ofrecimiento de una garantía para la obra consignada: se ofrece al consignador o vendedor una cantidad determinada, de forma tal que, si la obra no alcanza el precio garantizado, se queda con la garantía; si se supera el precio de la garantía, la casa de subastas cobra una comisión sobre el exceso.

Una vez la obra ha sido consignada, se procede a desplegar toda una campaña de marketing para dar a conocer la obra y atraer a los mejores postores. Son frecuentes acciones de marketing tales como recepciones privadas de grandes coleccionistas para que vean la obra en solitario, exposición de la obra a grupos reducidos en diferentes partes del mundo, edición de un catálogo enalteciendo la obra y (lo que es más importante) su proveniencia, etc.

El interés de la casa de subastas por la consignación de una obra maestra no reside tanto en el precio que pueda obtener de ésta, pues al tener el consignador un alto poder de negociación por la exclusividad de la obra, rara vez se obtiene de estas obras un elevado beneficio para la casa de subastas (las comisiones por la venta pueden incluso llegar a ser nulas). El interés de la casa reside más bien en que la presencia de dicha obra atraerá a posibles compradores que, de no lograr comprar ese bien, pujarán entonces por otros lotes de la subasta, elevando así el precio medio de adjudicación en la misma.

El siguiente paso es la subasta en sí, lo cual esconde más ciencia de lo que a primera vista pueda parecer. En toda subasta se venden multitud de obras en lo que se conoce como "lotes". Como hemos adelantado, es importante que en toda subasta haya unos pocos lotes de mucha relevancia para atraer al público. En segundo lugar, resulta conveniente espaciar

adecuadamente estos lotes de mucha relevancia: si están muy juntos, los lotes más alejados de ellos perderán el efecto “ganga”<sup>20</sup> y la casa de subastas perderá dinero con esas pujas bajas; si están muy separados, los precios pueden desplomarse en los lotes intermedios.

Por último, cuando la obra ha sido adjudicada a un postor determinado, se procurarán al comprador todas las facilidades de pago que procedan, con el fin de asegurarlo. Es frecuente, por ejemplo, realizar préstamos por parte de la casa de subastas o de socios suyos (normalmente bancos), tomando como aval la obra adjudicada. No obstante, los principales ingresos de las casas de subastas no vienen de estos servicios, sino de las comisiones que se cobran al vendedor de la obra<sup>21</sup> y, de otra parte, la prima que el comprador está obligado a pagar por el servicio comercial que presta la casa.

## **Museos**

Los museos son una parte elemental del mercado del arte porque tradicionalmente se les suponía como sujetos independientes del proceso del mercado. En consecuencia, su opinión sobre la obra de un artista (plasmada principalmente a través de compras puntuales de la misma y la organización de antológicas o retrospectivas sobre un autor) rara vez era (y es) cuestionada. No obstante lo anterior, en este trabajo consideramos conveniente tratar a los museos como agente del mercado. En primer lugar, porque a partir de un determinado nivel (museos de primera línea) los museos también dependen en cierta forma de los artistas; esto es, deben incluir determinados artistas bien acogidos por el mercado, independientemente de la calidad artística de los mismos.

Por otra parte, no se puede obviar que los fondos de que se nutren los museos provienen no pocas veces de donaciones que frecuentemente presentan como condición la obligación al museo de exponer el cuadro. En pocas palabras, la opinión de los comisarios

---

<sup>20</sup> Esto es, la consideración de ser baratos en comparación con los lotes más caros.

<sup>21</sup> Para obras de arte de reducido precio (por debajo del millón de dólares) la comisión oscila entre un 10% y un 20%; para obras por encima de ese precio y hasta cinco millones de dólares, se reduce la comisión; las obras de arte con un valor superior a los cinco millones de dólares normalmente carecen de comisión (la casa tiene especial interés en tener dicho lote en la subasta, por el efecto llamada sobre potenciales coleccionistas de alto poder adquisitivo).

de los museos, a priori objetiva y desinteresada, se “contamina” con los deseos del público (deseosos de ver artistas exitosos en el mercado) y con las donaciones de los coleccionistas<sup>22</sup> y de marchantes, produciéndose en este segundo caso una situación susceptible de ser considerada como un conflicto de interés<sup>23</sup>.

Pese a lo anterior, los museos no son meros títeres en el proceso de determinación de los precios en el mercado del arte. Los museos tienen criterio propio al respecto, sin perjuicio de puntuales interferencias que pueda haber en sus decisiones. Consecuencia de ello es que los museos más relevantes, solo por el hecho de poseer parte de la obra de un artista, revalorizan toda la obra del mismo. Es relevante en este sentido lo que Don Thompson considera al respecto: “El museo que compra y exhibe la obra [de un artista] proporciona legitimidad al artista (...) [coloca] un sello de aprobación tanto a la obra (...) como a sus precios”. Dentro de estos museos de primera línea consideramos que se encuentran: el MoMA (Museum of Modern Art, Nueva York), el Metropolitan (Nueva York), la National Gallery (Washington), el Louvre (París), el Prado (Madrid), la National Gallery (Londres), El Tate Modern (Londres), la Tate Gallery (Londres) y el Rijksmuseum (Ámsterdam).

Actualmente, los museos se encuentran ante un dilema de difícil solución: ellos mismos han colaborado con su comportamiento a la subida de precios del mercado del arte; por otra parte, sus limitados recursos imposibilitan que, en un futuro cercano, puedan adquirir por sí mismos obras con tales precios<sup>24</sup>. Ello parece condenarlos a resignarse a recibir donaciones, con el peligro que ello supone para su tradicional imparcialidad en el proceso.

---

<sup>22</sup> Consideración aparte, y aunque ajena al objeto del presente trabajo no está de más mencionarla, es el hecho de que en muchos países estas donaciones persiguen lograr deducciones fiscales.

<sup>23</sup> Si el marchante dona al museo, ¿lo hace con un *animus donandi* libre, o persigue intereses más terrenales como revalorizar la obra de dicho artista que mantendrá en su propiedad tras la donación?

<sup>24</sup> De los museos mencionados, el presupuesto anual para la adquisición de obras en ningún caso supera los 170 millones de euros. El único museo (o grupo de museos) que podría valerse únicamente de sus adquisiciones (y no de donaciones) para nutrir sus fondos es la Qatar Museums Authority, que se estima que cuenta con un presupuesto para nuevas adquisiciones de 1000 millones de euros anuales.

Como conclusión de este punto, consideramos que no es arriesgado afirmar que, si bien antaño los museos podían considerarse “guardianes” de la calidad del arte mundial, con los hechos descritos previamente se han convertido cada vez más en cómplices necesarios del mercado. Ahora los museos dependen del mercado tanto o más como éste depende de aquellos, resultando así cuestionable los dictados que hagan sobre la calidad o relevancia del arte en circulación.

### **Distribución geográfica de la demanda en el período 2007-2017**

A continuación, analizaremos la distribución geográfica de la demanda en el mercado de arte global. Ello sirve a dos propósitos. Por un lado, nos permitirá conocer mejor el funcionamiento del mercado objeto de análisis. Por otro lado, resulta relevante a efectos de una hipotética determinación de la existencia de una burbuja el hecho de que en la demanda participen volátiles (a la par que poderosas) economías emergentes, o no.

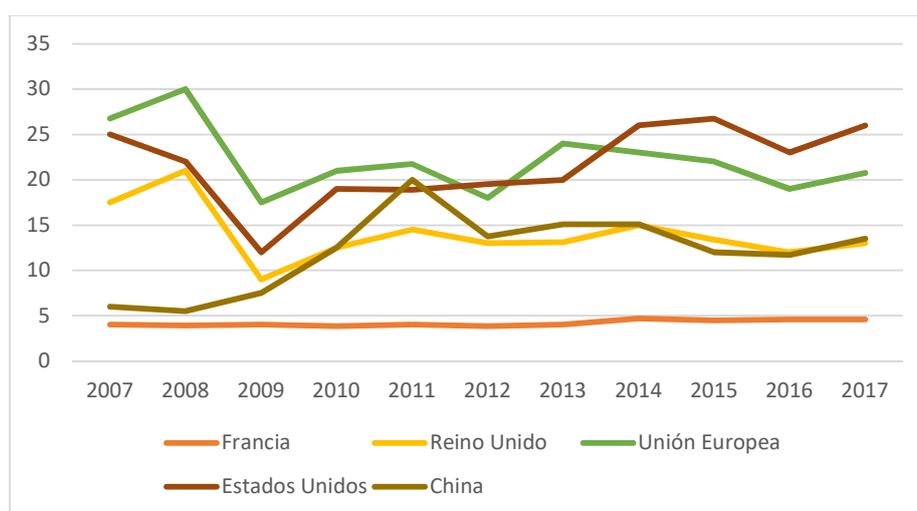


Figura 9. Volumen de ventas por área geográfica (en miles de millones de dólares)

Los países o zonas geográficas más relevantes a efectos de la demanda en el período 2007-2017 fueron, por este orden: Estados Unidos, Unión Europea, China, Reino Unido y Francia. De todos estos mercados, la demanda se muestra constante e invariable a lo largo del tiempo sólo en Francia. En el resto de los países, es posible apreciar cómo las compras de arte están muy relacionadas con el desarrollo cíclico de la economía. De hecho, como se puede apreciar en la Figura 9, la demanda en Estados Unidos, la Unión Europea y en Reino Unido cayó en picado tras la crisis económica de 2008, mientras que en China creció. Pese a

que China también sufrió las consecuencias de la crisis, éstas no tuvieron el calado que sí tuvieron en las otras tres zonas geográficas mencionadas. Posiblemente fue esta circunstancia la que motivó el aumento de la demanda en China, pues como se puede ver en el gráfico de los precios medios (Figura 11), en esos años el precio medio por obra de arte disminuyó, motivando así un aumento de la demanda china.

Por último, y como eventos destacables en este análisis, tras la crisis económica global de 2008, la demanda de obras de arte experimentó un elevado crecimiento hasta 2012. Desde 2012 a 2016 volvieron a estancarse nuevamente las ventas, principalmente por la caída de ventas en la Unión Europea y China. Actualmente nos encontramos en otra nueva fase expansiva del mercado. Sin perjuicio de lo anterior, conviene destacar que las variaciones aquí descritas no representan eventos fuera de lo normal, lo cual puede ir ya dándonos ciertas pistas sobre la no existencia de una hipotética burbuja especulativa en el mercado del arte.

## **¿NOS ENCONTRAMOS, PUES, ANTE UNA BURBUJA ESPECULATIVA EN EL MERCADO DEL ARTE?**

A continuación, procedemos a realizar la tercera y última parte del presente trabajo. A modo de recapitulación, en la primera parte hemos analizado el concepto de burbuja económica, las diferentes teorías para explicarla y algunos de los ejemplos más destacados a lo largo de la historia. En un segundo punto, hemos estudiado el mercado del arte actual, mediante el análisis de los distintos agentes que intervienen en el mismo y sus posibilidades de influenciar (o no) en los precios.

En esta parte del trabajo haremos, a partir de las informaciones contenidas en los dos apartados previos, una reflexión sobre si el mercado del arte se encuentra actualmente experimentando una burbuja especulativa o, por el contrario, el aumento de precios en el mismo es algo justificable desde el punto de vista del mercado.

En cuanto a la metodología a emplear, haremos un somero análisis matemático de los precios en el mercado del arte en los últimos años. Los datos que obtengamos los compararemos con los de otros episodios especulativos que hayan tenido lugar con anterioridad. Con base en ello, estableceremos una conclusión no definitiva sobre la existencia o no de una burbuja especulativa en el mercado del arte. Seguidamente, y basándonos en lo anterior, y teniendo en cuenta el funcionamiento y situación del mercado del arte actualmente, estableceremos nuestra decisión definitiva sobre la posible existencia de una burbuja y elaboraremos *in extenso* una conclusión al respecto.

### **Análisis matemático de la cuestión.**

El análisis matemático que realizaremos partirá de un estudio de la evolución de los precios medios por obra de arte en el período 2007-2017. Seguidamente, en función de los mismos, extraeremos una recta de tendencia de dichos precios, y compararemos la recta que obtengamos con las líneas de tendencia de precios de activos en momentos anteriores al Boom de sus respectivas burbujas. Comenzando con los datos numéricos, en la siguiente tabla podemos ver la mencionada evolución de los precios en el mercado global del arte, así como el volumen total de transacciones anuales de arte. Igualmente, hemos acoplado las líneas de tendencia correspondientes a tales variables, con el fin de poder ver la evolución de

ambas. Este aspecto es especialmente importante, pues si la línea de tendencia de valor de las ventas globales mostrase una tendencia alcista que no apreciásemos en la línea de tendencia de ventas, ello podría darnos pistas sobre la posible gestación de una burbuja especulativa. Sin embargo, como vemos en el gráfico en cuestión, ambas líneas muestran una tendencia similar, de lo cual extraeremos conclusiones en el momento oportuno.

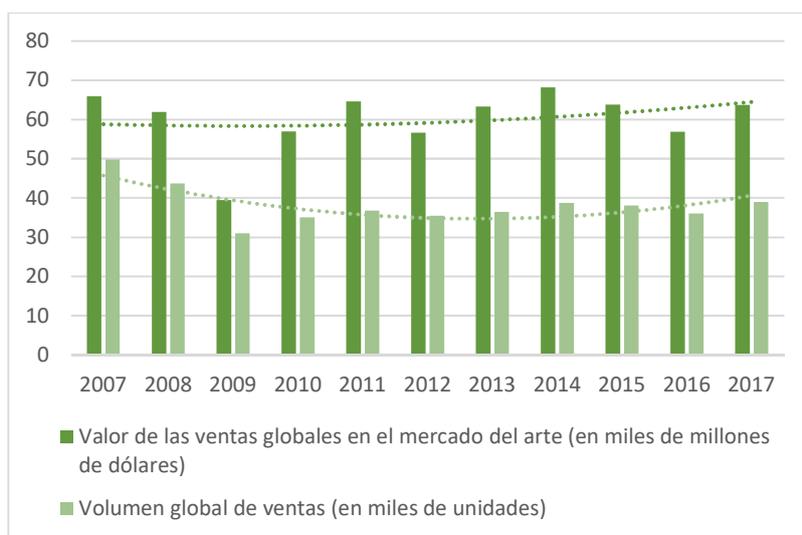


Figura 10. Valor y volumen de las ventas globales en el mercado del arte (2007-17)

A partir de esos mismos datos, podemos obtener el precio medio por obra de arte vendida en este periodo. Igualmente, obtendremos en esta misma gráfica la línea de tendencia de dicho precio a lo largo del tiempo, pues ésta nos indicará la evolución de precios promedia del activo analizado, y a la par nos permitirá compararla con líneas de tendencia de activos que sí han experimentado un episodio especulativo.

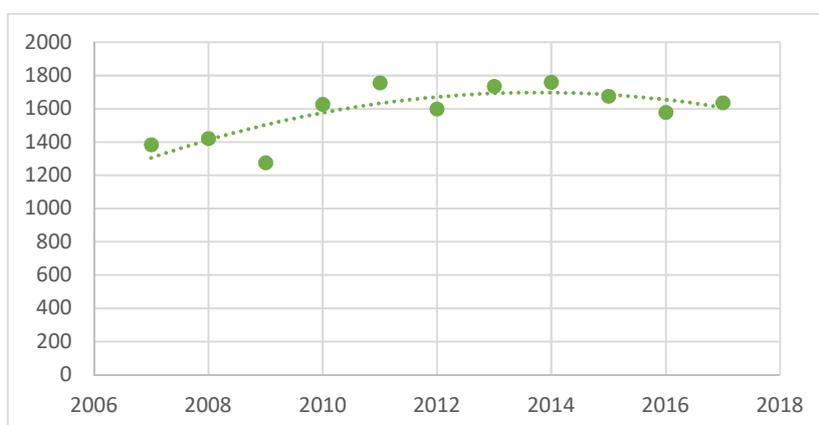


Figura 11. Precio medio por obra de arte (2007-17)

Como podemos observar en la gráfica arriba representada, la tendencia de precios en los últimos diez años no tiene la pendiente (ascendente) que típicamente presenta la valoración de un activo en las fases previas al Boom de una burbuja especulativa. Es más, el precio medio por obra de arte parece seguir actualmente una tendencia descendente, si bien es cierto que no es una tendencia acusada, sino que son cambios que más bien se deben a situaciones coyunturales del sistema.<sup>25</sup> Es por ello que en este punto nos parece erróneo siquiera sugerir la posibilidad de que haya una burbuja en el mercado del arte.

A efectos de demostración de lo concluido en el párrafo anterior, a continuación, pasamos a reproducir dos gráficas que representan la evolución de precios de activos que, en su momento, sí que experimentaron un proceso especulativo. En las mismas aparecen igualmente las líneas de tendencia de dichos precios, que como podrá comprobarse muestran pendientes claramente ascendentes. Estos ejemplos son los más arriba desarrollados de las acciones de la South Sea Company y la cotización del índice bursátil NASDAQ.

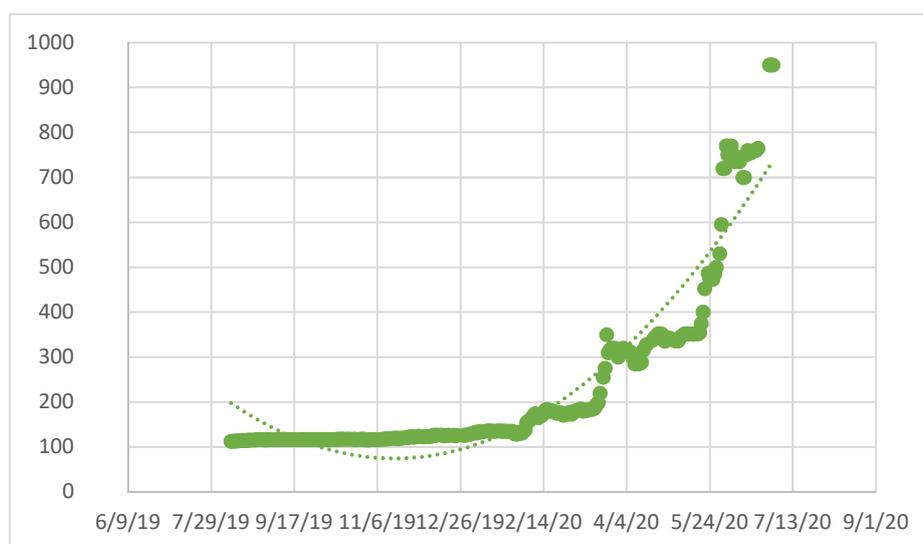


Figura 12. Cotización diaria de las acciones de la South Sea Company (1719-20)

<sup>25</sup> En este sentido, el The Art Market Report 2018 de UBS y Art Basel apunta como posibles causas de esto el descenso algo más acusado de lo normal que se está dando desde 2016 en la oferta de arte en Europa y en un mercado emergente tan importante y potente como es el chino. No obstante, se vincula este hecho con el ciclo normal de la economía, que en los últimos años viene desacelerándose ligeramente.

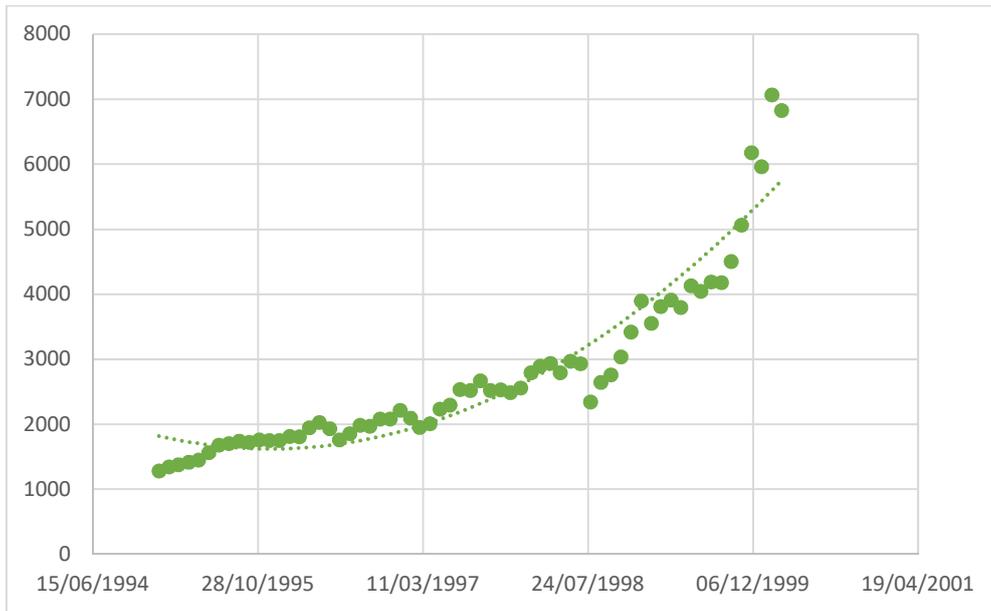


Figura 13. Cotización semanal NASDAQ 100 (1994-2001)

Llegados a este punto, parece claro que podemos proceder ya a sacar conclusiones y, lo que es más importante, justificar las mismas.

## **CONCLUSIÓN. ¿ESTAMOS O NO ANTE UNA BURBUJA ESPECULATIVA EN EL MERCADO DEL ARTE CONTEMPORÁNEO?**

Los datos del apartado anterior nos sugieren que el mercado del arte a día de hoy no está experimentando en absoluto un episodio de burbuja especulativa. Ello podemos concluirlo, en primer lugar, a partir de las líneas de tendencia del valor y el volumen de ventas de arte en el mercado global, que como se ha visto tienen tendencias parejas. En segundo lugar, la tendencia de precios que se da típicamente en procesos de burbuja (Figuras 12 y 13) no se aprecia en absoluto en la tendencia actual de precios medios en el mercado del arte, que se mantiene razonablemente estable en el tiempo.

Sin embargo, cada poco tiempo en los medios de comunicación aparecen noticias que nos informan de nuevos récords de precios pagados por una obra de arte. Siendo esto así, ¿cómo podemos justificar que no hay una cierta tendencia a la especulación (y por ende, a una potencial burbuja) en este mercado? Son diferentes las razones que podemos aducir para justificar esto.

En primer lugar, conviene hacer notar que en el presente trabajo se analiza la totalidad del mercado del arte que, si bien es cierto que comprende ventas de obras de cientos de millones de euros, está compuesto en su mayoría por transacciones cuyo precio no rebasa los 5.000 dólares (cerca del 80% de transacciones que se realizan están por debajo de este umbral). Así, mientras que los precios en las capas más altas del mercado sí podrían sugerirnos la existencia de una burbuja, la realidad es que la generalidad del mercado del arte no se mueve en esa dirección.

En segundo lugar, una segunda circunstancia que nos permite explicar el hecho de que en este mercado no exista a día de hoy una burbuja especulativa es la naturaleza del bien en cuestión. En efecto, la obra de arte como tal, y dada su naturaleza de bien posicional (explicada anteriormente) cumple *per se* una función que a ojos del mercado ha de ser recompensada con precios frecuentemente incomprensibles por agentes ajenos a este mercado. Esta función que cumple el arte como bien posicional es múltiple: de un lado, procura a quien lo compra satisfacción emocional, no solo por la satisfacción de consumir algo que pocos pueden permitirse, sino también por legitimar a quien lo compra como miembro de un grupo de compradores cuya pertenencia se reputa, en determinadas esferas,

como deseable. Por otro lado, como segunda función de este bien podemos señalar su carácter de valor seguro a largo plazo. Si bien es cierto que difícilmente ofrece rendimientos equiparables siquiera a aquellos de un depósito de renta fija (Thompson, 2018), es un activo que raramente pierde valor nominal. Ello, en una situación como la actual, en que la inflación se ve con pavor (muy especialmente con Europa), puede resultar relevante a la hora de considerar el arte como un activo más en que diversificar los fondos de los más pudientes.

Como conclusión global y holística de la cuestión aquí planteada, y quizás excediendo el ámbito estrictamente académico, podemos decir que, aunque los precios del arte a día de hoy nos puedan parecer exagerados, ello no es consecuencia de la especulación. Tampoco, por otra parte, es consecuencia de que el valor intrínseco del bien objeto de transacción sea elevado. Los precios del arte muy probablemente, y a la vista de lo aquí expuesto, responden a cuestiones mayormente emocionales, relacionadas con el deseo de pertenencia al grupo, de aceptación por los pares, de ensalzamiento propio y análogos. En tanto en cuanto la satisfacción de estos deseos siga siendo prioritaria para los agentes demandantes de este mercado, el mismo tendrá futuro. No obstante, de darse un cambio de prioridades, será cuestión de tiempo la caída del mercado del arte. Podemos afirmar que el mercado del arte pende de un hilo (la satisfacción muy concreta de un deseo), pero desconocemos por completo la resistencia o falta de la misma de dicho hilo; por ahora, eso sí, no ha cedido.

## **BIBLIOGRAFÍA**

- BLANCHARD, O.J. y WATSON, M.W.: *Bubbles, Rational Expectations and Financial Markets*, NBER Working Paper Series, Cambridge, 1983.
- BRUNNERMEIER, M.K. y OEHMKE, M.: “Bubbles, Financial Crises and Systemic Risk”, NBER Working Paper Series, Cambridge, 2012.
- FORRÓ, Z.: *Detecting Bubbles in Financial Markets: Fundamental and Dynamical Approaches*, ETH Zürich, 2015.
- FREHEN, R.; GOETZMANN, W. y ROUWENHORST, G.: “New Evidence on the First Financial Bubble”, Yale School of Management, Connecticut, 2013.
- FROOT, K.A. y OBSTFELD, M.: “Intrinsic Bubbles: The Case of Stock Prices”, NBER Working Paper Series, Cambridge, 1989.
- GUSTAVSSON, M. y LÉVEN, D.: *The Predictability of Speculative Bubbles*, Linköpings Universitet, Linköping, 2015.
- KAIZOJI, T. y SORNETTE, D.: *Market Bubbles and Crashes*, International Christian University & ETH Zurich, 2008.
- KINDLEBERGER, C.P. y ALIBER, R.Z.: *Manias, Panics and Crashes. A history of Financial Crisis*, 5ª edición, John Wiley & Sons, Nueva Jersey, 2005.
- MCANDREW, C.: *The Art Market 2018*, An Art Basel & UBS Report, Basilea, 2018.
- SHILLER, R.J.: “Bubbles, Human Judgement and Expert Opinion”, *Cowless Foundation Discussion Paper No. 1303*, 2001.
- The Economist (2013). The origins of the financial crisis. *The Economist*. Obtenida el 5/2/2019 de <https://www.economist.com/schools-brief/2013/09/07/crash-course>
- The Economist (2000). From dot.com to dot.bomb. *The Economist*. Obtenida el 5/2/2019 de <https://www.economist.com/leaders/2000/06/29/from-dotcom-to-dotbomb>
- The Economist (2017). What makes a work of art valuable? *The Economist*. Obtenida el 5/2/2019 de <https://www.economist.com/the-economist-explains/2017/01/06/what-makes-a-work-of-art-valuable>
- The Wall Street Journal (2000). Christie's, Sotheby's Agree to Pay \$512 Million Collusion Settlement. *The Wall Street Journal*. Obtenida el 8/3/2019 de <https://www.wsj.com/articles/SB969829620926708015>

- THOMPSON, D.: *El tiburón de 12 millones de dólares. La curiosa economía del arte contemporáneo y las casas de subastas*, Ariel, Madrid, 2009.
- , *The orange balloon dog. Bubbles, turmoil and avarice in the contemporary art market*, Aurum Press, Londres, 2018.
- VARIOS AUTORES: *The New Palgrave Dictionary of Economics*, 2ª edición, Palgrave Macmillan, Londres, 2008.
- VATIERO, M.: “The Institutional Microeconomics of Positional Goods”, University of Lugano, 2015.
- XIONG, W.: “Bubbles, Crises, and Heterogeneous Beliefs”, NBER Working Paper Series, Cambridge, 2013.