Università
Ca'Foscari
Venezia

Corso di Laurea Magistrale

in Economia e Gestione delle Arti e delle Attività Culturali

Tesi di Laurea

Ca' Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

Investimenti nel mercato dell'arte: analisi di alcuni aspetti relativi al rendimento, rischio e bolle speculative

Relatore
Ch. Prof.ssa Stefania Funari

Correlatore
Ch. Prof. Salvatore Russo

Laureanda
Sonia Revel
Matricola 855526

Anno Accademico
2015 / 2016

Un ringraziamento speciale è indirizzato alla professoressa Stefania Funari che mi ha attentamente seguita nella scrittura della tesi.

Un sincero grazie va inoltre alla mia famiglia, agli amici e ai colleghi che mi hanno incoraggiato nel mio percorso di studi.

INDICE

INTRODUZIONE **4**

CAPITOLO 1: ARTE E INVESTIMENTI **7**

1.1. Indici per la valutazione degli investimenti in arte 7

1.2. Analisi del rendimento degli investimenti nel mercato dell'arte 10

1.3. Investimento in arte e diversificazione del portafoglio 19

1.4. Indici azionari 24

APPENDICE 27

CAPITOLO 2: CRESCITA ECONOMICA E MERCATO DELL'ARTE ... **29**

2.1. Le variabili che possono influenzare il mercato dell'arte 30

2.2. Mercato dell'arte e sviluppo economico-finanziario a confronto 32

CAPITOLO 3: LA DOMANDA SPECULATIVA **44**

3.1. Le diverse tipologie di domanda collezionistica 45

3.2. La domanda speculativa 47

3.3. Prezzi di aggiudicazione e categorie di acquirenti 50

3.4. Gli attori della domanda speculativa 51

CAPITOLO 4: BOLLE SPECULATIVE **59**

4.1. Definizione 60

4.2. Variabili che influenzano la formazione di bolle speculative 63

4.2.1. Fattori non razionali 65

4.2.2. Fattori psicologici e istintivi che contraddistinguono gli investitori ... 67

4.2.3. Fattori strutturali e culturali 71

4.3. Metodi di rilevazione delle bolle speculative 72

4.4. Le Serie Storiche e i Test di radice unitaria 75

4.4.1. Il Test di Dickey e Fuller (DF) 78

4.4.2. Test di Dickey-Fuller aumentato (ADF)..... 79

4.4.3. Il Test Sup-Dickey- Fuller aumentato (SADF)..... 80

4.5. Bolle Speculative nella storia..... 81

4.5.1. La Bolla dei Tulipani 84

CAPITOLO 5: BOLLE SPECULATIVE NEL MERCATO DELL'ARTE . 88

5.1. Prezzi e volumi..... 89

5.2. Alcuni studi empirici sulle relazioni fra prezzo e volumi 92

5.2.1. L'analisi di Julien Penasse e Luc Renneboorg «Bubbles and trading frenzies: evidence from the art market» (2014)..... 93

5.3. Rilevazione delle bolle speculative nel mercato dell'arte 99

5.3.1. Lo studio di Kräussl, Lehnert e Martelin «Is there a bubble in the art market?» (2014)..... 101

5.4. Analisi storica: le principali bolle speculative nel mercato dell'arte 109

5.4.1. La bolla speculativa Giapponese [1986-1991] 112

5.4.2. La bolla delle Dot-com [1997-2000] 117

5.4.3. La Grande Recessione [2007-2008] 120

5.5. Il caso di Damien Hirst: un artista in bolla?..... 127

5.6. Situazione attuale: «Is there a bubble in the art-market?» 131

CAPITOLO 6: SOTHEBY'S COMMON STOCK..... 143

6.1. La casa d'aste Sotheby's 143

6.2. Sotheby's Common Stock Index..... 145

6.3. Sotheby's Common Stock, S&P 500, Nasdaq Composite: un confronto 148

CONCLUSIONI **154**

BIBLIOGRAFIA **158**

SITOGRAFIA **166**

INTRODUZIONE

Da oggetto da collezione a bene rifugio, l'opera d'arte nel corso del tempo si è evoluta in un *asset* di investimento che, almeno in un primo momento, era riservato esclusivamente alle élite, soprattutto per le ingenti somme che richiedeva. Tuttavia, a differenza di quanto si pensi, l'arte non è da considerare esclusivamente un bene di lusso riservato ai pochi, in quanto moltissimi sono i piccoli investimenti in questo campo. Dunque, non bisogna farsi influenzare dai cosiddetti '*record price*', poiché sempre più l'arte attira maggiori persone, grazie anche alle iniziative promosse dalle banche con l'apertura di fondi di investimento e l'introduzione della figura dell'*art advisor*; quasi il 90 % delle banche, infatti, considera oggi l'arte un focus strategico che incide in maniera sempre più considerevole sulla gestione del patrimonio dei propri clienti[1].

Tuttavia, ciò non vuol dire che l'arte sia un investimento sicuro al 100 %. In particolare, come succede nel caso di *asset* finanziari, il suo andamento è caratterizzato da numerosi alti e bassi che ne alterano i rendimenti e lo rendono un segmento soggetto a volatilità e ad un rischio elevato[2]. Ciò è dovuto a particolari variabili che, in determinati periodi, possono condurre ad un'alterazione sia dei rendimenti sia dell'andamento del mercato artistico. Tali fenomeni, come accade nei mercati più tradizionali, possono essere sintomo della formazione di bolle speculative. Spesso, infatti, le opere d'arte vengono a costare di più del loro effettivo valore; questa rapida crescita, sia di prezzi sia di volumi, che caratterizza ciascuna bolla è seguita da una repentina caduta con possibili effetti devastanti per il portafoglio.

La ricerca di un guadagno facile e veloce rappresenta di frequente una possibile causa del verificarsi di questi fenomeni che sta crescendo sempre di più tra i nuovi investitori.

---

[1] http://www.collezionedatiffany.com/arte-da-bene-rifugio-a-investimento/

[2] Si veda R. KRÄUSSL, T. LEHNERT, N. MARTELIN, *Is there a bubble in the art market?*, Luxembourg School of Finance, University of Luxembourg, Maggio 2014.

Il fenomeno delle bolle speculative, proprio per la sua grossa portata, negli ultimi quarant'anni è stato oggetto di grande interesse; esso si può manifestare anche nel mercato artistico, settore poco studiato da questa prospettiva, ma importante per le possibilità di diversificazione offerte dallo stesso agli investitori.

Volgendo l'attenzione al mondo dell'arte, nell'elaborato si è voluto inquadrare il fenomeno della bolla speculativa, esaminando le diverse modalità e tempistiche con cui esso si è verificato e attuando un confronto tra il mercato artistico e quello finanziario.

Lo studio vuole dapprima concentrare la propria attenzione sugli strumenti utili ad analizzare l'andamento dei mercati, quali gli indici dei prezzi, e successivamente approfondire le relazioni tra i due mercati considerati, evidenziando in ciascuno gli alti e i bassi, per poi studiarne le reciproche dipendenze.

In particolare, la tesi si concentra su alcune variabili che incidono maggiormente su questi fenomeni esplosivi, prendendo in esame, oltre che i fattori macroeconomici e fiscali, anche gli elementi psicologici e istintivi promotori di comportamenti irrazionali da parte degli investitori, nonché di atteggiamenti speculativi che spesso in queste circostanze si generano nella domanda.

Trattati questi aspetti, la tesi cerca di approfondire l'argomento della rilevazione delle bolle speculative, prima focalizzandosi sui mercati finanziari, e dopo sul mercato dell'arte. L'analisi sarà condotta, da una parte, guardando agli strumenti statistico-matematici promossi da diversi studi; dall'altra, prendendo in esame strumenti quali, ad esempio, il Sotheby's Common Stock, ovvero l'indice azionario della casa d'aste Sotheby's, valutando se, ed eventualmente in che misura, esso possa costituire un valido indicatore dell'andamento dei mercati oggetto di indagine.

L'obiettivo che si pone l'elaborato è quello di analizzare alcuni aspetti legati all'investimento in arte, cercando, in particolare, di comprendere se e come i fenomeni relativi al rischio e alle bolle speculative possano ripercuotersi sui rendimenti che tale investimento può generare.

Si analizzeranno, pertanto, le cronologie, le cause e gli attori delle bolle speculative, ponendo in relazione tra loro il mercato dell'arte e il mercato finanziario, evidenziandone le affinità e le differenze. Particolare attenzione sarà prestata, infine, allo studio "Is there a bubble in the art market?" (Kräussl et al. 2014), giacché adatta un test di rilevazione, il SADF, nato in ambito finanziario, all'ambito artistico, allo scopo di analizzare anche i più recenti segnali di una bolla speculativa nel mercato artistico, ovvero quelli relativi al biennio 2011-2012.

La tesi si struttura in sei capitoli. Il primo è dedicato all'investimento in arte e, partendo da uno studio sui vari metodi di costruzione dei principali indici, si concentra in modo particolare sugli indici di prezzo per la valutazione del rendimento ottenuto da questo investimento, comparando i risultati con quelli del mercato finanziario e calcolando la correlazione con alcuni indici azionari. Il secondo capitolo, invece, si concentra sulle variabili che influenzano il mercato dell'arte e soprattutto sulla crescita economica, analizzando se i boom e i crolli dell'economia e dei mercati finanziari abbiano risvolti sull'evoluzione del mercato artistico. Nel terzo capitolo si parla delle diverse tipologie di domanda collezionistica, e in particolare di quella speculativa, ovvero quella maggiormente attenta all'andamento dell'economia. Analizzandone i principali attori si vedrà come alcuni di essi, spesso, seguano la formazione e la crescita di bolle speculative traendone benefici o talvolta, come più spesso succede a causa di queste, cadono in bancarotta. Nel quarto capitolo si analizza il fenomeno della bolla speculativa, più specifico del mercato finanziario, studiando i principali test utili alla rilevazione e alla datazione di bolle nel mercato finanziario. L'argomento della bolla speculativa nel mercato dell'arte viene approfondito nel quinto capitolo, attraverso un'analisi delle principali bolle, delle cause e delle tempistiche che hanno segnato l'evoluzione di questo mercato. Nel sesto e ultimo capitolo, infine, si analizza l'indice azionario della casa d'aste Sotheby's, il Sotheby's Common Stock, e se ne studia l'andamento, comparando l'indice considerato con alcuni indici finanziari e artistici.

CAPITOLO 1

ARTE E INVESTIMENTI

In questo capitolo si analizzeranno i principali indici di valutazione dell'investimento in arte, nonché gli aspetti relativi al rendimento e al rischio che tale forma di investimento può generare. Inoltre, verranno posti in relazione tra loro gli indici di prezzo del mercato artistico e quelli propri del mercato finanziario, valutandone altresì la correlazione sussistente alla luce dei principali studi condotti a riguardo.

1.1. Indici per la valutazione degli investimenti in arte

La volontà di valutare l'investimento in arte ha portato negli ultimi anni all'elaborazione di numerosi indici che cercano di monitorare il mercato e di valutare il rendimento dell'investimento. Questi indicatori sono utili per misurare le oscillazioni medie dei prezzi, per studiare le tendenze di lungo periodo e, infine, per confrontare il mercato dell'arte con quello azionario, obbligazionario ed immobiliare.

Per la costruzione di indici di prezzo del mercato dell'arte sono stati utilizzati diversi metodi:

- *Il metodo delle vendite ripetute* considera per ciascuna opera solo le variazioni di prezzo subite in più passaggi d'asta nel corso di un dato periodo di tempo. Una vendita ripetuta, dunque, si riscontra quando un'opera d'arte registra più transazioni sul mercato. Si calcola il prezzo relativo dato dalla differenza tra il logaritmo del prezzo della seconda vendita e quello della prima vendita e lo si regredisce su un insieme di variabili *'dummy'*, poste uguale a +1 nel momento della seconda vendita, e pari a -1 nel momento della prima vendita[3]. Con il metodo delle vendite ripetute, tuttavia, si

[3] Si veda A. ZORLONI, *L'economia dell'arte contemporanea. Mercati, strategie e star system*, Franco Angeli, Milano 2011.

utilizza solo una minima parte dei dipinti venduti sul mercato[4]; ad esempio, tra coloro che hanno utilizzato il metodo, R. C. Anderson, utilizzando il catalogo Reitlinger, ha ricavato solo 1739 dati di vendite ripetute su un campione di 13000 transazioni effettuate tra il 1653 e il 1970[5]. Vi è dunque una perdita di informazione elevata rispetto al numero di osservazioni disponibili iniziali tanto che risulta evidente l'impossibilità del mercato artistico di essere descritto dal solo e limitato sottoinsieme dei dipinti venduti almeno due volte[6]. Un'altra importante analisi effettuata con questo metodo è quella di Frey e Pommerehne[7], in cui sono state prese in esame le opere dei 'pittori più famosi del mondo', secondo l'elenco stilato da Reitlinger[8].

- *Il metodo del dipinto medio* si basa sulla considerazione che, ponendo come simili tutti i dipinti che rispecchiano un certo criterio, è possibile trarre da essi un prezzo medio[9], con cui poi si costruisce un indice dei prezzi. Ne è un esempio l'indice creato da Stein, il quale ha egli ha considerato esclusivamente le opere di artisti deceduti al momento della transazione[10].
- *Il metodo del dipinto rappresentativo* non è altro che un affinamento del metodo precedente, in cui viene identificato in modo oggettivo un campione rappresentativo dell'intero mercato, sulla base della struttura dei prezzi e

[4] R. KRÄUSSL, *Art Price Indices*, in C. MCANDREW, *Fine Art and High Finance*, Wiley, NJ 2010, p. 66.
[5] R. C. ANDERSON, *Paintings as an Investment*, Economic Inquiry, Vol.12, N. 1, 1974, pp. 13-26.
[6] G. CANDELA, A. E., SCORCU, *Economia delle Arti*, Zanichelli, 2004, p. 296 sg.
[7] B. FREY, W. POMMEREHNE, *Muse e Mercati. Indagine sull'economia dell'arte*, Il Mulino, Bologna 1991.
[8] Si veda G. RETLINGER, *The Economics of Taste, Vol. III: the Art Market in the 1960s*, Holt, Reinhart and Winston, New York 1970.
[9] A. ZORLONI, *L'economia dell'arte contemporanea. Mercati, strategie e star system*, Franco Angeli, Milano 2011, p. 184.
[10] J. STEIN, *The Monetary Appreciation of Paintings* in Journal of Political Economy, Vol. 2, N. 1, 1977, pp. 21-40.

non delle caratteristiche artistiche Un indice creato attraverso questo metodo è quello di Candela e Scorcu[11].

- *Il metodo della regressione edonica*, nato nell'ambito dell'economia agraria[12], venne applicato per la prima volta al settore artistico da Chanel nel 1995[13]. Si ipotizza che la dinamica del prezzo di un dipinto sia costituita dall'andamento complessivo del mercato aggiustato per l'effetto esercitato da alcune caratteristiche del bene in questione. A ciascuna caratteristica, o quantitativa (come la dimensione dell'opera) o qualitativa (come il nome dell'artista, il soggetto, il materiale utilizzato, la tecnica pittorica, ecc.), viene attribuito un 'peso' monetario, la cui somma dovrebbe corrispondere al prezzo reale della transazione[14]. Questo metodo prende in considerazione le differenze qualitative dei dipinti ma mostra tuttavia alcuni limiti. Il principale è quello relativo alla difficoltà di individuare tutte le caratteristiche artistiche rilevanti nella determinazione del prezzo, poiché soggette a una valutazione soggettiva[15].

Le metodologie considerate sono utili, come anticipato, a creare indici di prezzo del mercato dell'arte. Questi indici possono valutare sia l'andamento generale del mercato sia quello di una specifica corrente artistica. Tali indici, pertanto, risultano essere un utile strumento di valutazione dei rendimenti ottenuti nell'investimento in arte, nonché una preziosa fonte di informazione nell'ottica di futuri investimenti e di un confronto col mercato finanziario.

---

[11] G. CANDELA, A. E. SCORCU *A Price Index for Art Market Auctions. An Application to the Italian Market of Modern and Contemporary Oil Paintings* in Journal of Cultural Economics, Vol. 21, N. 3, pp. 175-196.

[12] N. F. CAMPOS, R. L. BARBOSA, *Paintings and numbers: an econometric investigation of sales rates, prices, and return in Latin American art auctions* in Oxford Economic Paper, N. 61, 2009. p. 36.

[13] O. CHANEL, *Is art market behaviour predictable?* in European Economic Review, N. 39, 1995, pp. 529-537.

[14] Si veda R. KRÄUSSL, *Art Price Indices*, in C. MCANDREW, *Fine Art and High Finance*, Wiley, NJ 2010, p. 66.

[15] A. ZORLONI, *L'economia dell'arte contemporanea. Mercati, strategie e star system*, Franco Angeli, Milano 2011, p. 184.

Molti esperti, con l'aiuto degli indici da loro creati, hanno confrontato la redditività degli investimenti nel mercato artistico con quella degli investimenti nel mercato finanziario, facendone emergere le differenze.
Nel paragrafo seguente vengono presentati alcuni dei più importati studi che, a partire dal lavoro di Anderson, si sono rivelati utili per valutare la performance ottenuta dagli investimenti nel mercato dell'arte[16].

1.2. Analisi del rendimento degli investimenti nel mercato dell'arte

Le opere d'arte hanno caratteristiche molto diverse dalle azioni e dalle obbligazioni. Primo, a differenza di queste, le quali offrono un ritorno in termini di dividendi o di interesse, l'arte può essere classificata un bene di consumo il cui possesso fornisce un piacere estetico e un prestigio sociale. Secondo, le azioni e le obbligazioni sono oggetto di un commercio continuo, mentre la vendita e la rivendita di uno stesso dipinto può avvenire anche a distanza di un secolo. Inoltre, bisogna considerare che il possesso di un'opera d'arte, se confrontato con la proprietà di un titolo finanziario, può rivelarsi rischioso per alcuni fattori aggiuntivi pertinenti ai beni in possesso che possono essere rubati, danneggiati fisicamente e falsi. La più grande difficoltà che si incontra nello studio dei mercati dell'arte, specialmente di quelli contemporanei, è la comparazione con gli altri mercati, che l'economia considera omogenei[17].

Uno dei primi studi volti ad analizzare la performance dell'investimento in arte è stato quello condotto da Anderson nel 1974[18], il quale, per la costruzione di un indice di prezzo, si è servito sia del metodo della regressione edonica sia di quello delle vendite ripetute, applicandoli ad un campione di dati d'asta relativi al periodo che va dal 1780 al 1970. Adottando la prima metodologia, Anderson ha mostrato come l'arte abbia evidenziato un ritorno annuo del 3,3 %. Questo risultato si è

---

[16] Si veda R. KRÄUSSL, *Art Price Indices* in C. MCANDREW, *Fine Art and High Finance: Expert Advice on the Economics of Ownership*, Clare McAndrew, 2010.
[17] M. TRIMARCHI, *I mercati dell'arte contemporanea: preferenze individuali, azione pubblica e strategie private* in M. DE LUCA, a cura di, *Creazione Contemporanea: arte società e territorio tra pubblico e privato*, Sossella, Roma 2004, p. 23 sg.
[18] R. C. ANDERSON, *Paintings as an Investment* in Economic Inquiry, Vol. 12, N. 1, 1974, p. 13 sg.

rivelato tale in quanto la regressione edonica prende in considerazione molteplici caratteristiche associabili a ciascun dipinto quali in questo caso l'anno di vendita, il prezzo, le misure, l'anno, l'età dell'artista nel momento della realizzazione, se era vivo al momento della transazione e il luogo in cui essa è stata effettuata, in aggiunta al soggetto rappresentato, ai precedenti passaggi di proprietà dell'opera e alla reputazione dell'artista. La seconda metodologia, invece, applicata al medesimo arco temporale, ha condotto ad un differente risultato, un ritorno annuo del 3,7 %. Anderson, concludendo il suo studio, ha affermato che, rispetto agli altri tipi di investimento possibili, le opere d'arte non rappresentino un investimento di grande attrattiva dal punto di vista finanziario, a meno che non venga aggiunto, in accordo con quanto detto successivamente da Baumol, quello che viene definito il plusvalore estetico.

Stein nel 1977 è autore di uno studio, di poco successivo a quello di Anderson, che approfondisce l'argomento e crea un ulteriore indice del mercato[19]. Egli ha analizzato il mercato statunitense e quello britannico[20] nel periodo che va dal 1947 al 1968 e ha costruito i dati relativi ai dipinti transitati attraverso le vendite all'asta. Per creare l'indice, Stein ha escluso tutte le opere il cui autore non fosse deceduto prima del 1946[21] e le opere la cui autenticità risultasse incerta. Il calcolo è stato effettuato tramite il metodo del dipinto medio, rapportando dunque le medie geometriche dei prezzi di aggiudicazione registrati durante due sedute, il cui risultato è stato usato come indice dei prezzi. Per quanto riguarda l'investimento in arte, nel lasso di tempo considerato, Stein ha individuato un rendimento annuo del 10,5 % che confrontato con quello relativo al mercato azionario (14,3 %) risulta inferiore.

---

[19] J. P. STEIN, *The Monetary Appreciation of* Paintings in Journal of Political Economy, 1977, Vol. 85, N.5, pp. 1021-1035.

[20] Stein ha scelto di analizzare questi due mercati poiché l'84% delle vendite totali all'epoca si verificavano in questi paesi (il 16% rimanente riguardava il resto del mercato europeo).

[21] Egli ha voluto evitare che durante l'elaborazione dell'indice l'artista producesse nuovi lavori che avrebbero potuto modificare l'andamento del mercato e quindi anche l'indice dei prezzi. Si veda J. P. STEIN, *The Monetary Appreciation of* Paintings in Journal of Political Economy, 1977, Vol. 85, N. 5, pp. 1021-1035.

Baumol nel 1986 ha evidenziato come la redditività dei dipinti risulti inferiore quando comparata a quella degli *asset* tradizionali meno rischiosi. Egli, per creare il suo 'indice di rendimento', si è servito del campione stilato da Reitlinger, dal cui insieme ha estratto 640 transazioni di vendite ripetute relative al periodo che va dal 1652 al 1961. È importante sottolineare come Baumol, dalla sua analisi, non abbia voluto considerare le opere la cui seconda vendita fosse avvenuta in un periodo di tempo inferiore ai 20 anni, e quelle il cui prezzo (o della prima vendita o di quella successiva) non fosse certo. Sulla base di questa selezione e attraverso il metodo della doppia vendita per creare l'indice, lo studioso ha calcolato un tasso di ritorno medio annuo dello 0,55 % che, se confrontato con quello delle azioni (2 % annuo), risulta nettamente inferiore.
Come Anderson e Stein, Baumol ha ribadito che il rendimento dato dall'investire in arte, rispetto che in altri *asset*, è inferiore ma allo stesso tempo significativo per quanto riguarda il ritorno estetico che ne deriva dal possesso e dall'osservazione[22]. Altri studi hanno visto nell'investimento in arte risultati positivi e, molti di questi, hanno riscontrato in esso una bassa correlazione rispetto agli altri *asset*, aspetto che permette un'efficace diversificazione del rischio.

Ad esempio, Buelens e Ginsburgh nel 1993[23] hanno rilevato l'esistenza di intervalli di tempo in cui l'investimento in arte ha garantito una performance migliore rispetto alle azioni finanziarie. La loro ricerca rappresenta un approfondimento dello studio di Baumol; si è visto come Baumol abbia analizzato il tasso di ritorno dei dipinti nel periodo 1650-1960, trovando un tasso medio annuo pari allo 0,55 %, parecchio inferiore se confrontato con quello azionario (2 %). Questi risultati, però, appaiono in netto contrasto con quello che si è potuto osservare negli ultimi anni; per esempio, gli *Iris* di Van Gogh, venduti per 53,9 milioni di dollari nel 1987, hanno recato un guadagno del 12,5 % circa per il periodo 1948-1987; risultati simili si sono ottenuti con *Le nozze di Pierrette* di Picasso, vendute nel novembre del 1989 per 71 milioni di dollari, il *Ritratto del dottor Gachet* di Van Gogh, fino ad opere

---

[22] W. BAUMOL, *Unnatural Value: Or Art Investment as Floating Crap Game* in American Economic Review, Vol. 76, N. 2, 1986, pp. 10-14.
[23] N. BUELENS, E. V. GINSBURGH, *Revisiting Baumol's "Art as Floating Crap Game"* in European Economic Review, Vol. 37, 1993, pp. 1351-1371.

di arte contemporanea, da Jasper Johns, a Jeff Koons, a Maurizio Cattelan. Per costruire il loro indice, Baulens e Ginsburgh hanno ricostruito il database da cui era partito Baumol usando lo stesso campione di dati, ma prendendo in considerazione sia tutte le opere caratterizzate da una rivendita, sia quelle rivendute dopo almeno vent'anni dividendole in base alle scuole di provenienza e in quattro periodi (1700-1869, 1870-1913, 1914-1950 e 1951-1961). Attraverso il metodo delle vendite ripetute hanno ottenuto un indice generale il cui tasso di ritorno annuo è stato pari allo 0,65 %. Questi dati sono diversi da quelli di Baumol, il cui esito risultava essere fortemente influenzato dal periodo di crisi avvenuto dal 1912 al 1950, che anche in questo studi risulta negativo[24].

Goetzmann, sempre nel 1993, presenta uno studio[25] per la costruzione di un indice e il calcolo del rendimento dal 1715 al 1986. La metodologia scelta è stata quella dell'analisi delle vendite ripetute su un campione con 3329 coppie di prezzi, ovvero quelli di vendita e di rivendita, per un totale di 2809 opere diverse. Dall'insieme sono state escluse tutte le opere che hanno subito un aumento di valore significativo in seguito alla vendita oltre che i capolavori finiti in collezioni museali.
Da sottolineare, come Goetmann nella sua analisi abbia confrontato i risultati ottenuti per il mercato dell'arte con quelli delle azioni, dei titoli di stato e dell'inflazione (si veda la tabella 1.1).

Tabella 1.1. Rendimento medio e deviazione standard per l'investimento in arte e per altri investimenti

RENDIMENTO	MEDIA	DEVIAZIONE STANDARD
1716-1986 (tasso di rendimento decennale)		

[24] I dati relativi al rendimento dei dipinti ottenuti dall'analisi di Buelens e Ginsburgh sono generalmente positivi, ad eccezione del periodo 1914-1950. Gli autori spiegano come in realtà, in un periodo di crisi come quello della prima metà del XX secolo, essendo le opere d'arte dei "depositi portatili di valore", il loro tasso di ritorno sarebbe dovuto aumentare, contrariamente a quanto verificatosi. Una possibile spiegazione potrebbe essere data dalla presenza di opere di scarsa qualità sul mercato; oppure dal fatto che a causa della crisi i collezionisti erano obbligati a rimettere in commercio anche i loro beni più preziosi. Si veda N. BUELENS, V. GINSBURGH, *Revisiting Baumol's "Art as Floating Crap Game"* in European Economic Review, Vol. 37, 1993, p. 1355 sg.
[25] W. N. GOETZMANN, *Accounting for Taste: art and the financial markets over three centuries* in The American Economic Review, Vol. 83, N. 5, Dicembre 1993, pp. 1370-1376.

Inflazione	0,012	0,183
Tasso di rendimento della Bank of England	0,045	0,093
Titoli di stato inglesi	0,043	0,196
Azioni inglesi	0.015	0,196
Arte	0,032	0,565
1850-1986 (tasso di rendimento decennale)		
Inflazione	0,024	0,242
Tasso di rendimento della Bank of England	0,042	0,130
Titoli di stato inglesi	0,041	0,215
Azioni inglesi	0,026	0,260
Arte	0,062	0,650
1900-1986 (tasso di rendimento decennale)		
Inflazione	0,042	0,088
Tasso di rendimento della Bank of England	0,047	0,036
Titoli di stato inglesi	0,048	0,106
Azioni inglesi	0,049	0,219
Arte	0,175	0,528

Fonte: W. N., Goetzmann, Accounting for Taste: art and the financial markets over three centuries in The American Economic Review, Vol. 83, N. 5, Dicembre 1993.

Dalla tabella 1.1. tratta dallo studio di Goetzmann, emerge che, per il periodo preso in esame, il rendimento dei titoli di stato inglesi sia stato superiore a quello dell'arte: questo è dovuto principalmente al rendimento negativo che ha caratterizzato il mercato dell'arte nel primo periodo considerato, ovvero quello dal 1716 al 1986. Tuttavia è evidente che, già nel secondo lasso di tempo, l'arte abbia registrato invece un rendimento annuale maggiore rispetto ai titoli di stato e alle azioni: i prezzi nel mercato dell'arte sono cresciuti con un tasso del 6,2 %, mentre quello delle azioni del 2,6 %. Come sostiene lo stesso Goetzmann, la crescita, seppur impressionante, è stata accompagnata da una grande volatilità.

Anche se l'investimento in arte ha registrato in linea generale un andamento positivo, l'autore sostiene che l'arte non sia attrattiva quanto altre forme di investimento ma sia utile per la diversificazione, sempre a condizione che

l'investitore sia a conoscenza dei grossi rischi che questo investimento potrebbe implicare.

Mok et al.[26], nel 1993, ha analizzato il mercato cinese soffermandosi sui dipinti come *asset* di investimento. Gli autori dello studio, per creare il loro indice, hanno considerato un campione basato su 4000 transazioni all'asta al quale hanno poi applicato la metodologia d'analisi delle vendite ripetute.
Nel periodo che va dal 1980 al 1990, essi hanno trovato che il mercato dell'arte ha superato quello di altri *asset* registrando un rendimento pari a 52,90 %.

Pesando, il cui studio risale sempre al 1993[27], per costruire il suo indice non utilizza più i dipinti come riferimento, ma le stampe moderne; egli fa uso del metodo delle vendite ripetute per creare un indice dei prezzi a cadenza semestrale per il periodo 1977-1992, dividendo le stampe in Grandi Maestri (Rembrandt, Durer, ecc.), Moderne (Picasso, Mirò, Chagall) e Contemporanee (Johns, Stella, Hockey). Sulla base della metodologia da egli utilizzata, per ogni coppia di vendite l'autore ha calcolato la differenza tra il logaritmo del prezzo al momento della rivendita e il logaritmo del prezzo relativo alla prima vendita; i prezzi logaritmici così ottenuti sono stati regrediti attraverso variabili binarie (*dummy variables*), una per ogni osservazione dell'indice dei prezzi.
Confrontando il suo indice con quello di altri *asset* tradizionali, Pesando sostiene che il tasso di rischio dell'investimento in arte sia equivalente a quello degli altri segmenti. Tuttavia, com'è stato ribadito in altri studi, l'arte ha caratteristiche peculiari che la rendono un *asset* differente dagli altri. Basti pensare, ad esempio, alla bassa e irregolare frequenza con cui avvengono le transazioni di opere d'arte; questo è il primo dei motivi che hanno spinto Pesando a utilizzare il mercato delle stampe che, grazie alla maggiore commerciabilità, ha permesso di ottenere così un campione di dati più ampio. Infatti, se nel suo studio Baumol ha utilizzato un numero di 640 dati di coppie di vendite ripetute per un periodo di oltre tre secoli, Pesando ha costruito il suo indice su una base di 27961 coppie di dati per il periodo

[26] Si veda H. M. K. MOK, V. W. K. KO, S. S. M. WOO, K. Y. S. KWOK, *Modern Chinese paintings: An investment alternative?* in Southern Economic Journal, Vol. 59, N. 4, 1993, pp. 808-816.
[27] J. E. PESANDO, *Art as an Investment: the Market for Modern Prints* in American Economic Review, Vol. 83, N. 5, 1993, pp. 1075-1089.

1977-1992, considerando inoltre solo una parte degli artisti presenti nel mercato. Anche nello studio di Pesando lo scopo del lavoro è stato quello di confrontare il rischio e il rendimento che caratterizzano questo segmento del mercato dell'arte con quelli del mercato finanziario. I risultati vengono mostrati nella tabella 1.2.

Tabella 1.2. Rendimenti di un portafoglio composto da stampe moderne e da tradizionali asset finanziari, 1977-1992.

PORTAFOGLIO	MEDIA	DEVIAZIONE STANDARD
Stampe di tipo generale	1,51	19,94
Stampe di Picasso	2,1	23,38
Azioni (S&P 500)	8,14	22,47
Titoli di Stato (USA)	2,54	21,83
Buoni del Tesoro (USA)	2,23	3,43

Fonte: J. E. Pesando, Art as an Investment: the Market for Modern Prints in American Economic Review, Vol. 83, N. 5, 1993.

Se si considerano le stampe in generale, dai dati emerge un tasso di rendimento medio dell'1,51 %, inferiore rispetto a quello delle stampe del solo l'artista Picasso (2,10 %); entrambe le categorie, tuttavia, mostrano una deviazione standard considerevole, rispettivamente di 19,94 e di 23,84. Partendo dall'analisi di questi valori, Pesando afferma che il rendimento delle stampe moderne sia inferiore a quello finanziario; allo stesso tempo, però, sostiene che le stampe possano comunque essere un buon investimento se paragonate alle altre opere d'arte.

Non va dimenticato comunque che i costi di transizione per la compravendita delle stampe, e in generale di tutta l'arte, risultano essere maggiori di quanto non lo siano quelli del mercato azionario.

De la Barre et al.[28]e Chanel et al.[29]si sono serviti, a differenza degli studi precedenti, del metodo della regressione edonica per la costruzione di indici di prezzo. De la Barre et al. si sofferma su un periodo specifico, quello che va dal 1962 al 1991, entro il quale focalizza l'attenzione sui pittori europei nati dopo il 1830, escludendo la categoria Old Masters. In particolare, egli crea due campioni di dati relativi alle transazioni avvenute in quel periodo, il primo riguardante i pittori dell'impressionismo, dell'arte moderna e di quella contemporanea ("Great Masters"), il secondo contenente i dati dei restanti artisti ("Other painters").
Questo studio ha evidenziato come l'arte, e in particolare le vendite di opere rientranti nel primo campione di dati, abbia registrato un boom tra il 1987 e il 1990, provocando anche quella che è stata definita come Bolla degli Impressionisti[30].
Nello specifico è emerso che il rendimento dei "Great Masters" sia stato superiore a quello degli "Other painters" soprattutto dopo il 1967; tra il 1962 e il 1974 il tasso nominale di rendimento dei grandi nomi cresce annualmente del 12 % ca. mentre per gli artisti meno conosciuti dell'8 %. La speculazione tra il 1987 e il 1990 e il crollo che ne seguì saranno oggetto di approfondimento nei capitoli seguenti.

Chanel, come De la Barre et al., utilizza la regressione edonica come metodo per calcolare il rendimento ottenuto investendo in dipinti realizzati da pittori noti. Nel suo primo studio[31]ha analizzato un campione di dati proveniente da vendite tra il 1960 e il 1988 e ha selezionato ottanta tra i migliori artisti che hanno vissuto parte della propria vita in Francia, il cui rendimento ha visto un risultato del 6,7 %. Il secondo studio[32], applicato questa volta solo a 46 pittori dell'Impressionismo ma

[28] M. DE LA BARRE, S. DOCCLO, V. GINSBURGH, *Returns of Impressionist, Modern and Contemporary European Paintings 1962-1991* in Annales d'Economie et de Statistique, N. 35, 1994, pp. 143-181.
[29] O. CHANEL, L. GERARD-VARET, V. GINSBURGH, *Prices and returns on paintings: An exercise on how to price the priceless* in The Geneva Papers on Risk and Insurance Theory, N. 19, 1994, pp. 7-21.
[30] Si veda il Capitolo 5.4.1.
[31] O. CHANEL, *Is the art market behaviour predictable*? in European Economic Review, N. 39, 1995, pp. 538-548.
[32] O. CHANEL, V. A. GINSBURGH, L. GÉRARD-VARET, *The Relevance of Hedonic Price Indices. The Case of Paintings* in Journal of Cultural Economics, Vol. 20, N. 1, 1996, pp. 1-24.

riferito ad un periodo più ampio, dal 1855 al 1970, ha dato come risultato un rendimento del 4,9 %.

Candela e Scorcu nel 1997 hanno utilizzato, invece, il metodo del dipinto rappresentativo per creare una serie di indici volti ad analizzare il mercato artistico. Il loro studio[33] fa uso di un database costituito dalle transazioni di opere d'arte moderna e contemporanea di artisti italiani avvenute nelle tre sedi della casa d'aste Finarte, ovvero a Milano, Roma e Lugano, nel periodo 1983-1996. L'indice AMI (Art Market Index), com'è stato chiamato, si differenzia dagli altri indici in quanto esso non utilizza il metodo della doppia vendita, principalmente per motivi di disomogeneità temporale e geografica: l'indice è stato costruito tramite il metodo dell'osservazione media con lo scopo di calcolare il valore (e di conseguenza il rendimento) del dipinto rappresentativo commercializzato in ogni seduta d'asta, in uno specifico mercato. I risultati hanno evidenziato un progressivo incremento di valore del dipinto rappresentativo, soprattutto tra il secondo semestre 1988 e la primavera 1990, periodo caratterizzato come vedremo dalla presenza di una bolla speculativa. Dall'inizio del 1991, con la caduta dei prezzi e la scomparsa di questo fenomeno, l'indice riprende un corso in linea con quello del periodo iniziale e il tasso di rendimento medio che si registra è del 3,84 %.

Negli anni seguenti sono stati pubblicati altri studi e costruiti nuovi indici; uno dei più significativi è sicuramente quello elaborato da Mei e Moses, docenti di finanza alla Stern School of Business della New York University, che nel 2002 elaborano il Mei-Moses Art Index. Questo indice è stato costruito per mezzo dei dati sulle transazioni dei dipinti delle case d'asta Christie's e Sotheby's di New York registrati dal 1950 al 1999 e cercando di ricostruire, utilizzando i cataloghi archiviati presso la New York Library, i precedenti passaggi in asta di ciascuna opera; i due professori hanno costruito un database di 7.100 coppie di osservazioni (pari a oltre 14.200 transazioni) che coprono un arco temporale che va dal 1875 al 2000. Per ciascuna opera sono state prese in considerazione solo le variazioni di prezzo subite nei diversi passaggi d'asta nel periodo di tempo considerato

[33] G. CANDELA, A. E. SCORCU, *A price index for Art Market Auctions* in Journal of Cultural Economics, Vol. 21, 1997, pp. 175-196.

(utilizzando il cosiddetto metodo delle vendite ripetute). Sfruttando la mole dei dati raccolti, i due professori hanno poi esteso la loro analisi costruendo indici sottocomparti del mercato dedicati agli impressionisti, agli artisti americani e ai grandi maestri della pittura. Al contrario di quanto fatto emergere da Baumol[34], confrontando il rendimento dell'arte con le altre forme di investimento più tradizionali, Mei e Moses sostengono che i rendimenti delle opere d'arte siano più alti di questi ultimi, anche se i loro guadagni si caratterizzano per un'alta volatilità. La differenza tra i loro risultati può essere data dalla diversa composizione del campione e del metodo.
Mei e Moses, inoltre, hanno sottolineato come il rendimento dell'investimento in arte non differisca molto da quello dei titoli azionari. Ad esempio, nel periodo tra il 1950 e il 1999, l'arte ha ottenuto un ritorno dell'8,2 % che, confrontato all'8,9 % dato dall'indice Standard & Poor's 500, non si discosta molto.

In generale si può dire che la maggior parte degli studi visti, incentrati sul rendimento delle opere d'arte nel corso del tempo, confrontati con gli indici finanziari, ha evidenziato risultati differenti e variabili in base alle categorie e alle cronologie, oltre che sulla base della metodologia utilizzata e del periodo analizzato. Inoltre, allo stesso modo di altri strumenti per la valutazione degli investimenti che utilizzano dati passati (nel caso dell'arte i prezzi d'asta), questi indici non offrono nessuna indicazione riguardo gli andamenti futuri, anche se possono, in ogni caso, dare informazioni utili per comprendere come si è evoluto il mercato. Nella tabella 1.3. riportata nell'appendice a questo capitolo sono stati riassunti i diversi studi volti alla creazione di indici di prezzo per la valutazione del mercato dell'arte.

1.3. Investimento in arte e diversificazione del portafoglio

Harry Markowitz, economista americano, in uno dei suo studi ha formalizzato il concetto di «*not putting all your eggs in one baskets*» applicandolo con riferimento

[34] W. BAUMOL, *Unnatural Value: Or Art Investment as Floating Crap Game* in American Economic Review, Vol. 76, N. 2, 1986, pp. 10-14.

agli strumenti finanziari all'interno di un portafoglio d'investimento[35]. Il principio alla base della teoria di Markowitz si fonda sul fatto che occorre individuare una combinazione di titoli tale da minimizzare il rischio e massimizzare il rendimento complessivo del portafoglio. A tale fine, occorre che i titoli che compongono il portafoglio siano incorrelati o non perfettamente correlati. In altre parole ogni portafoglio deve essere caratterizzato da una bassa correlazione tra i rendimenti dei diversi *asset* per garantire l'abbassamento del rischio associato al portafoglio ('principio della diversificazione del rischio')[36].

Può essere quindi possibile abbassare il rischio complessivo del portafoglio, combinando una varietà di investimenti diversi, come azioni, titoli, obbligazioni e *asset* alternativi (l'arte ad esempio).

La diversificazione del rischio, ottenuta ricorrendo a forme d'investimento alternative come l'investimento in opere d'arte, può essere realizzata sia all'interno di un portafoglio tradizionale finanziario sia in uno di tipo artistico all'interno del quale si diversifica investendo in opere di artisti o correnti differenti tra loro, ognuna con il suo tasso di rischio.

I benefici dati dalla diversificazione tramite l'arte sono elevati; molti studi hanno evidenziato non solo che esistono molti generi artistici con tassi di correlazione bassi o addirittura negativi in rapporto ad azioni, titoli o altri *asset* sul lungo periodo, ma anche che particolari generi non sono correlati tra di loro.

Nel corso degli anni, molti ricercatori hanno studiato se l'inserimento di opere d'arte all'interno di un portafoglio caratterizzato da azioni contribuisca o meno alla diversificazione del rischio. Nelle diverse analisi sono emerse opinioni eterogenee riguardo la redditività dell'investimento in arte e gli effetti in termini di diversificazione del portafoglio.

Il risultato degli studi fatti, in linea generale, è stato in favore di una bassa correlazione tra l'arte e gli altri *asset* di tipo tradizionale, che ha permesso una diversificazione del portafoglio, e ha favorito la crescita dei fondi di investimento

[35] H. M. MARKOWITZ, *Portfolio Selection* in Journal of Finance, N. 7, 1952, pp. 77–91.
[36] C. MCANDREW, *Risk Basics* in Fine Art and Finance, Clare McAndrew, 2010, pp. 93-96.

indirizzati ai beni artistici nati, per la maggior parte dei casi, nel periodo post crisi 2007-2009.

Worthington e Higgs[37], ad esempio, hanno provato l'esistenza di una bassa correlazione tra l'arte e gli investimenti più tradizionali. Gli stessi studiosi sono partiti evidenziando come, in presenza di basse correlazioni tra i rendimenti di singoli artisti e intere categorie, una diversificazione può consentire agli investitori di abbassare il rischio del portafoglio mantenendo costante il rendimento previsto. Purtroppo, però, esistono pochi studi empirici che mettono a confronto i diversi mercati, specialmente il mercato artistico e quello finanziario.

Ginsburgh and Jeanfils[38] hanno analizzato la relazione presente tra tre categorie di dipinti in altrettanti mercati d'asta. Essi hanno trovato che, mentre i diversi segmenti artistici si muovono assieme e possono subire influenze di breve periodo da parte dei mercato finanziari, ciò non accade all'interno di un orizzonte temporale di lungo periodo.

Anche lo studio di Chanel nel 1995[39] ha concluso che i mercati finanziari esercitano un'influenza su quelli artistici, anche se con un ritardo di circa un anno.

Successivamente le ricerche condotte da Mei e Moses[40] hanno stimato una correlazione tra l'arte e gli altri *asset* tradizionali pari a 0,04 mentre Campbell[41] ha ricavato indici di correlazione tra lo 0 e il 5% a seconda del segmento dell'arte considerato.

---

[37] A. C. WORTHINGTON, H. HIGGS, *Art as an Investment: Short and Long-term Comovements in Major Painting Markets* in Empirical Economics, N. 28, 2004, pp. 649- 668.

[38] Si veda V. GINSBURGH, P. JEANFILS, *Long-term comovements in international markets for paintings* in European Economic Review, N. 38, 1995.

[39] Si veda O. CHANEL, *Is art market behavior predictable?* in European Economic Review, N. 39, 1995.

[40] J. MEI, M. MOSES, *Art as an Investment and the Undeperformance of Masterpieces* in American Economic Review, Vol. 82, N. 5, 2002, pp. 1656-68.

[41] R. CAMPBELL, *Art as Financial Investment*, Maastricht University Working Paper, 2007.

Nel 2013, Renneboog and Spaenjer[42] hanno calcolato una correlazione negativa di -0,03 tra il rendimento annuale del S&P 500 e quello di un portafoglio di opere d'arte altamente diversificato.

Tuttavia, Mandel[43], Stine[44], Kräussl e Lee[45] hanno riportato l'opposto, ovvero elevati indici di correlazione positivi. Una correlazione del 78% tra il rendimento dell'investimento in arte e l'indice azionario di Londra è stato riportato da Goetzmann nel 1993[46].

Nel loro recente studio, "On the correlation between stocks and art market returns" (2016), Charlin e Cifuentes[47] hanno calcolato la correlazione tra i rendimenti finanziari e quelli artistici. A tal fine, gli autori si sono serviti del seguente modello di regressione edonica:

$$\log(P_i^t) = \alpha_0 + \sum_{n=1}^{S}(\alpha_n Y_i^n) + \sum_{n=S+1}^{N}\left(\alpha_n Z_i^{n,t}\right) + \sum_{m=1}^{M}(\beta_m T_i^m) + \varepsilon_i^t$$

dove P_i^t è il prezzo osservato del dipinto *i* al tempo *t*; Y_i^n $(n = 1, \dots, S)$ denota il valore della caratteristica 'time-independent' *n* del dipinto *i*; $Z_i^{n,t}$ $(n = S + 1, \dots, N)$ rappresenta il valore della caratteristica 'time-dependent' *n* del dipinto *i*; T_i^m è una variabile temporale '*dummy*' che assume il valore 1 quando $m = t$ (altrimenti è 0); ε_i^t è il termine di errore.

Il rendimento tra due periodi consecutivi, v e $v + 1$, è stimato come $(P_{v+1} / P_v) - 1$ dove $P_v = \exp(\beta_v)$.

---

[42] L. RENNEBOOG, C. SPAENJERS, *Buying Beauty: On Prices and Returns in the Art Market* in Management Science, N. 59, 2013, pp. 36–53.

[43] B. MANDEL, *Art as an Investment and Conspicuous Consumption Good* in American Economic Review, Vol. 99, N. 4, 2009, pp. 1653–63.

[44] R. STINE, *An Introduction to Bootstrap Methods: Examples and Ideas* in Sociological Methods & Research, N. 18, 1989, pp. 243–291.

[45] R. KRÄUSSL, J. LEE, *Art as an Investment: The Top 500 Artists*, Amsterdam: Department of Finance, VU University, 2010.

[46] W. N. GOETZMANN, *Accounting for Taste: Art and Financial Markets over Three Centuries* in American Economic Review, N. 83, 1993, pp. 1370–76.

[47] V. CHARLIN, A. CIFUENTES, *On the correlation between stocks and art market returns* in Applied Economics Letters, 2016, p. 1.

A tale procedimento, Charlin e Cifuentes[48] hanno deciso di applicare una correzione suggerita da Triplett, che consiste nel sostituire $\exp(\beta_v)$con $\exp(\beta_v^C)$ dove $\exp(\beta_v^C) = \exp\ [\beta_v + (1/2)\ (\sigma_v^2 - \sigma_0^2)]$, di cui σ_0^2 e σ_v^2 rappresentano le varianze tra i residui dei prezzi dei periodi di *0 e v*.

A differenza degli studi precedenti, Charlin e Cifuentes non calcolano un unico valore per l'indice di correlazione, ma un intervallo di valori. In particolare, nel loro studio, gli autori hanno calcolato l'intervallo di correlazione tra il rendimento di un portafoglio basato su investimenti in S&P 500 e in dipinti di Renoir, famoso artista impressionista. Al centro della loro analisi è stato posto un investitore che detiene un portafoglio di azioni S&P 500 e intende investire in arte ai fini di diversificare il portafoglio. Sono state selezionate le opere di Renoir del 1972 e i relativi dati d'asta rilevati tra marzo 1985 e dicembre 2014, informazioni che i due autori hanno tratto da www.artnet.com e www.blouinartinfo.com. Tutti i prezzi sono stati convertiti in dollari americani al tasso di cambio prevalente alla data della vendita. Inoltre, sono state eliminate tutte le osservazioni i cui prezzi erano inferiori a 10.000 dollari mentre, per quanto riguarda il calcolo della regressione, hanno suddiviso l'arco di tempo considerato in trenta periodi di un anno.

In questo studio, la conclusione è che la correlazione è positiva ma ridotta. Nello specifico, gli autori hanno utilizzato la tecnica statistica di ricampionamento *bootstrap* che ha portato a determinare un intervallo dei valori di correlazione dell'investimento, nel caso analizzato di [0,05-0,405] (senza applicare la correzione si sarebbe trovato un risultato di 0,135).

Charlin e Cifuentes concludono che fare dichiarazioni assolute sulla convenienza di inserire i quadri di Renoir o di qualsiasi altro artista in un portafoglio tradizionale considerando un unico dato di correlazione è fuorviante; la cosa migliore è ricavare un intervallo di correlazione[49].

---

[48] Ibidem, p. 2.

[49] Ibidem, pp. 3-5.

1.4. Indici azionari

L'andamento generale del mercato azionario, a differenza di quello artistico, viene solitamente misurato da indici ricavati da gruppi di titoli rappresentativi dell'intero mercato azionario o di suoi segmenti più rilevanti. In questa sezione verranno esaminati alcuni degli indici più famosi riferendosi al mercato statunitense: il Dow Jones Industrial Average (DJIA), lo Standard & Poor's (S&P) e il Nasdaq, ovvero gli indici più frequentemente utilizzati per confrontare l'andamento del mercato azionario con quello del mercato artistico.

Il *Dow Jones Industrial Average* è il più antico indice delle azioni statunitensi. La sua origine risale al 1884 quando la Dow Jones & Company iniziò a riportare i prezzi medi di chiusura di 11 principali titoli azionari della Customer's Afternoon Letter. Questa consisteva in un sommario giornaliero contenente le principali notizie provenienti dal mercato finanziario, anticipando il famoso Wall Street Journal.
Nel 1886 il DJIA venne campionato per la prima volta basandosi su 12 azioni per poi passare ad un numero di 30 nel 1928, focalizzandosi dunque su un piccolo numero di titoli principali (*blue chips*). L'elenco dei titoli non è fisso e immutabile, ma viene concordato nel tempo dagli editori di The Wall Street Journal sulla base del variare delle condizioni del mercato. L'indice viene calcolato sommando prezzi dei 30 titoli industriali considerati, dividendoli poi per un denominatore aggiustato periodicamente per tener conto di eventuali variazioni, come l'aumento e le emissioni gratuite di azioni, così da assicurare che questi valori non alterino il valore dell'indice[50].

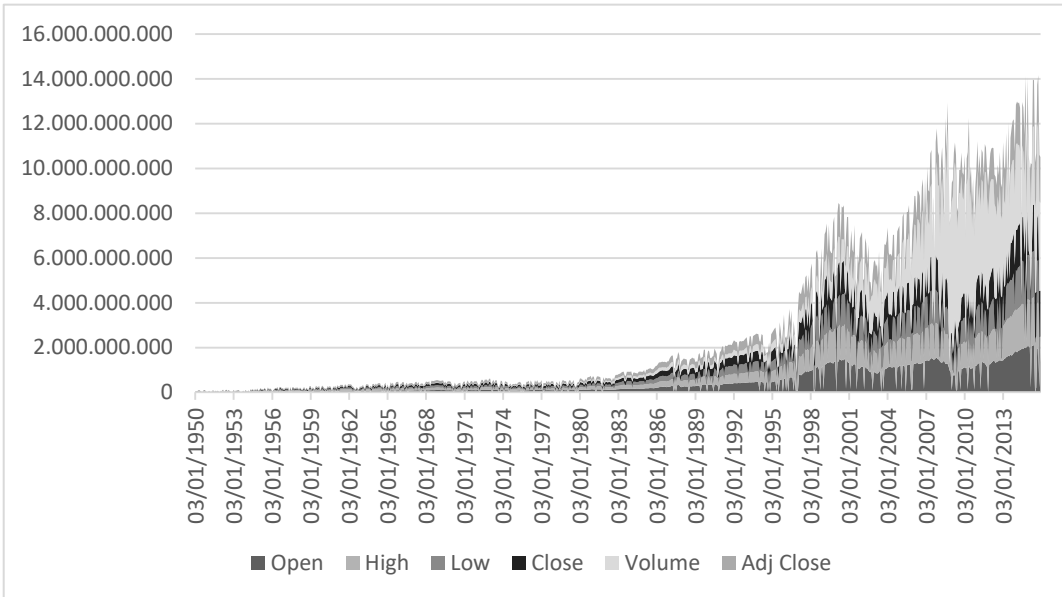
Un altro indice azionario importante è lo *Standand and Poor's*. La nascita di tale indice si fa risalire al 1923, anno in cui la Standard & Poor's Corporation pubblicò un indice dei prezzi di 233 azioni e 26 indici settoriali. Nel 1957 l'elenco venne ampliato accogliendo un totale di 500 azioni nell'indice composito e 95 sottoindici.

[50] F. CAPARRELLI, *Economia dei Mercati Finanziari*. *Il mercato azionario*, McGraw-Hill Education, 1998, p. 36 sg.

L'indice Standard & Poor's 500 è calcolato come media ponderata dei prezzi di 500 azioni dove i pesi sono dati dalla capitalizzazione di mercato. Questa metodologia di calcolo fa sì che i titoli con elevata capitalizzazione di mercato esercitino maggior influenza sul livello dell'indice.

Nella figura 1.1. viene mostrato l'andamento che dal 1950 al 2015 ha contraddistinto l'indice S&P 500; un *trend* caratterizzato da alcuni boom e crolli in concomitanza con crisi finanziarie e bolle speculative[51].

Figura 1.1. Andamento Indice Standard & Poor's 500 dal 1950 al 2015 (grafico costruito sulla base dei dati ricavati da www.finance.yahoo.it)



Il terzo indice considerato nell'analisi è il *Nasdaq*. Nel 1971 la National Association of Securities Dealers (NASD) che comprende quasi tutte le società intermediarie negli Stati Uniti, ha reso operativa una rete nazionale di comunicazioni telematiche, nota appunto come NASD Automated Quotation System (NASDAQ). Tale sistema ha permesso a qualsiasi investitore di conoscere, quasi istantaneamente, informazioni relative ai titoli trattati dal sistema NASDAQ.

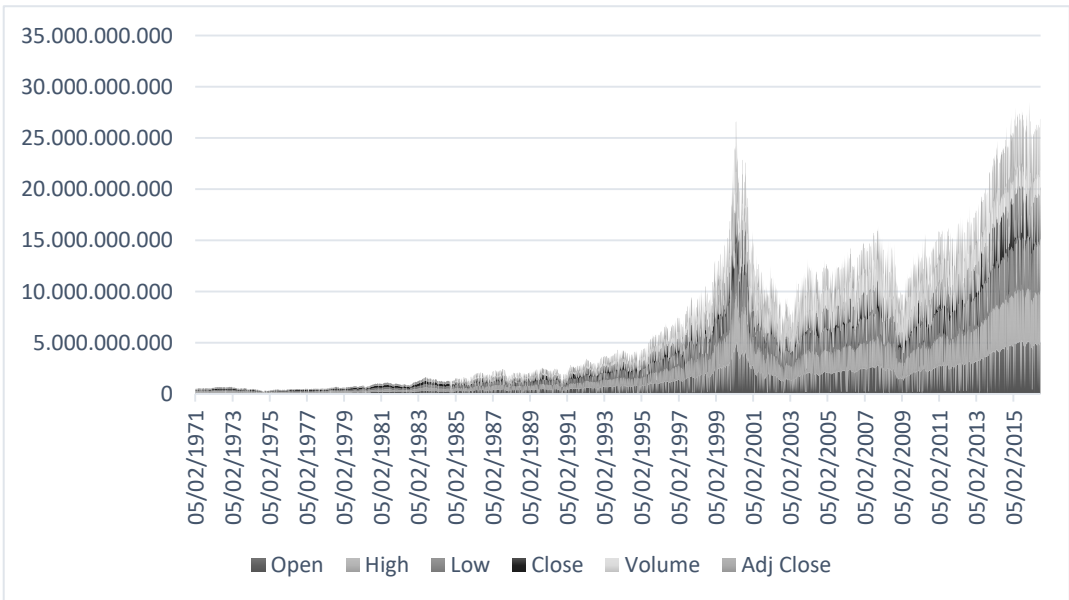
[51] Ibidem, pp. 37-38. Per un approfondimento sull'andamento dell'indice S&P 500 in rapporto con quello di altri indici, si veda il Capitolo 6.

Il NASDAQ include più indici al suo interno, tra cui il principale è il Nasdaq Composite Index. Questo indice contiene più di 3000 titoli quotati *sull'over-the-counter* fra cui titoli industriali, dei servizi, dei trasporti, assicurativi, bancari e di altre società finanziarie, soprattutto tecnologiche.

L'indice, da un valore iniziale pari a 100 nell'anno 1971, ha raggiunto un massimo storico di 5132 punti il 10 marzo 2000, in concomitanza del boom della New Economy[52] precedente allo scoppio della bolla delle Dot-Com[53].

La figura 1.2. mostra l'andamento del *Nasdaq Composite* dall'anno della sua fondazione alla fine del 2015. Come mostra il grafico, l'andamento dell'indice è caratterizzato da alcuni picchi positivi e negativi quali quello tra la fine degli anni '90 e l'inizio del 2000 coincidente con la bolla dell Dot-Com (dal momento che questo indice rispecchia in primis le azioni di titoli tecnologici) e quello corrispondente alla crisi economica tra il 2007 e il 2008.

Figura 1.2. Andamento Indice NASDAQ Composite dal 1971 al 2015 (grafico costruito sulla base dei dati ricavati da www.finance.yahoo.it)



[52] R. J. FULLER, J. L. FARRELL, *Analisi degli investimenti finanziari*, McGraw-Hill, Milano, 1983, p. 24.

[53] Sulla Bolla delle Dot-Com si veda il Capitolo 5.4.2.

APPENDICE

Tabella 1.3. Principali studi sulla costruzione degli indici per il mercato dell'arte. Focus sulle metodologie e sui rendimenti dati da investimenti in arte e in altri asset

Anno	Autore	Tipologia di dipinti	Periodo di analisi	Metodologia	Rendimento Reale %	Rendimento Nominale %	Rendimento dato da altri investimenti
1970	Anderson	Dipinti in generale Dipinti in generale	1780-1960 1780-1970	Regressione edonica Vendite ripetute	2,60 3,00	3,30 3,70	6,6 (azioni)
1977	Stein	Dipinti in generale	1946-1968	Campionamento casuale	-	10,5	14,3 (azioni)
1986	Baumol	Dipinti in generale	1652-1961	Vendite ripetute	0,55	-	2,5 (titoli di stato)
1989	Frey e Pommerehne	Dipinti in generale Dipinti in generale	1635-1949 1950-1987	Vendite ripetute Vendite ripetute	1,5 1,6	- -	3,3 (titoli di stato) 2,4 (titoli di stato)
1993	Buelens e Ginsburgh	Dipinti in generale Impressionisti Pittori Inglesi	1700-1961 1700-1961	Regressione edonica Regressione edonica Regressione edonica	0,9 3,0 0,6	- - -	- - -
1993	Pesando	Stampe Arte Moderna Altri Impressionisti	1977-1992 -	Vendite ripetute -	1,51 1,00	- 8,00	2,5 (titoli di stato americani); 8,1 (azioni) -
1993	Goetzmann	Dipinti in generale	1716-1986	Vendite ripetute	2,0	-	3,3 (Bank of England)
1994	De la Barre et al.	Grandi Impressionisti, artisti europei nati dopo il 1830	1962-1991	Regressione edonica	5,00	12,00	-
1995	Chanel	Dipinti in generale	1963-1993	Regressione edonica	-	-	-
1996	Chanel et al.	Impressionisti -	1855-1970 -	Regressione edonica Vendite ripetute	4,9 5,0	- -	- -
1997	Candela e Scorcu	Dipinti italiani	1983-1994	Dipinto rappresentativo	-	3,84	-
2001	Mei e Moses	Dipinti Americani, Impressionisti e Arte Moderna	1875-2000 1950-2000	Vendite ripetute -	- 8,2	- -	- 8,9 (azioni S&P500)

Fonti: R. KRÄUSSL, Art Price Indices in Fine Art and High Finance, Clare McAndrew, 2010;

B. S. FREY, R. EICHENBERGER, On the rate of return in the art market: Survey and evaluation in European Economic Review, N. 39, 1995.

CAPITOLO 2

CRESCITA ECONOMICA E MERCATO DELL'ARTE

Da un mercato popolato da collezionisti 'puri', maggiormente contraddistinto da valori artistici e culturali, a forma di investimento, negli ultimi vent'anni il mercato artistico è diventato anche un segmento d'interesse da parte delle principali comunità finanziarie. Recentemente, infatti, l'interesse da parte degli investitori si è evoluto ed è stato motivato principalmente da benefici finanziari, oltre che da quelli estetici.

L'acquisto di opere d'arte, infatti, a partire dagli anni '70, ha affiancato alla sua funzione tradizionale di strumento di decorazione, di godimento estetico, di modalità per sostenere e finanziare gli artisti, una funzione di investimento, al pari di quello in Borsa, dell'investimento immobiliare e dell'investimento in oro. Talvolta alcuni investitori, più interessati al profitto, acquisiscono le opere senza neppure vederle; queste modalità d'investimento, maggiormente indirizzate alla speculazione, si possono rivelare nocive per il mercato e per gli stessi investitori.
L'accentuata globalizzazione, l'aumento delle risorse finanziarie sul mercato, la fluttuazione dei prezzi, l'ingresso nel mercato di imprese e di investitori istituzionali, sono alcuni dei fattori che negli ultimi anni hanno portato ad un mutamento strutturale del mercato dell'arte. Queste tendenze possono dipendere da numerose variabili, fra cui quelle macroeconomiche e finanziarie giocano un ruolo determinante[54].

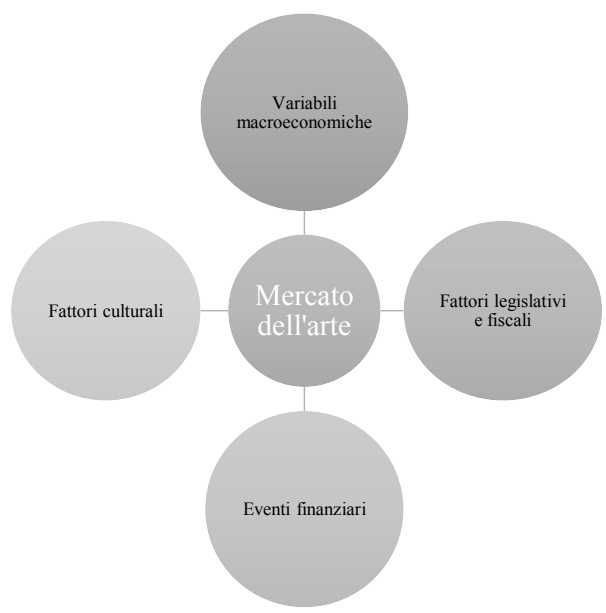
[54] Si veda A. VETTESE, *Investire in arte. Produzione, promozione e mercato dell'arte contemporanea*, Il Sole 24 Ore, 1991.

2.1. Le variabili che possono influenzare il mercato dell'arte

L'adozione di una legislazione fiscale estremamente favorevole può essere uno dei molteplici fattori che possono determinare mutamenti nell'andamento del mercato (si veda figura 2.1). Ad esempio in America, così come in Giappone, fino alla fine degli anni '60 del '900, vigeva una legislazione particolarmente tenera nei confronti degli acquirenti, che consentiva loro di detrarre dalle tasse buona parte del denaro speso per acquistare opere d'arte. Ciò aveva dato un notevole impulso al collezionismo, in particolare al collezionismo aziendale americano e giapponese. Tuttavia, per quanto riguarda il primo vi fu un primo irrigidimento amministrativo nel 1969, anno in cui venne abolita la norma che consentiva ad artisti e mercanti di effettuare donazioni esentasse a musei ed altri enti pubblici, dichiarando per ciascuna opera valori molto elevati, sulla base delle più alte quotazioni di mercato e ponendo un freno ad un artificiale innalzamento dei prezzi.

Successivamente, nel 1986, venne abolita anche la norma che prevedeva un'importante detrazione fiscale per tutti coloro che acquistassero opere d'arte, così da porre un limite all'evasione che stava emergendo. Dal 1987 negli Stati Uniti si impose un'unica legge d'investimento, meno favorevole rispetto alle precedenti, che trasformò l'acquisto di opere d'arte da un mero mezzo, utile a risparmiare tasse, ad un reale investimento; la cosiddetta Tassa Alternativa Minima, così come venne chiamata.

Figura 2.1. Le variabili che influenzano il mercato dell'arte



Fonte: A. VETTESE, Investire in arte. Produzione, promozione e mercato dell'arte contemporanea, Il Sole 24 Ore, 1991.

Al progressivo irrigidimento della legislazione fiscale statunitense ha corrisposto un ammorbidimento di molti Stati europei ma soprattutto del Giappone, dove si è assistito a parziali finanziamenti da parte dello Stato per gli acquisti in arte, che nel caso dei *Girasoli* di Van Gogh fu consistente[55]. Ciò spiega il boom collezionistico che ha contraddistinto il Giappone, e in quantità minore l'Europa, negli anni '80, uno sviluppo molto più rapido rispetto a quello statunitense che verrà analizzato nei capitoli successivi[56].

Anche l'apparato normativo che prevede particolari sovvenzioni ai giovani artisti, emolumenti rilasciati sotto forma di borse di studio o di acquisti di opere d'arte, assume una certa rilevanza nel determinare il corso del mercato.

Accanto a questi elementi, che possono variare da Stato a Stato, si collocano anche fattori culturali come i cambiamenti di gusto che possono, seppur in misura minore, influenzare l'andamento del mercato dell'arte. I comportamenti, anche dei collezionisti più esperti, non portano sempre ad agire razionalmente, ma possono subire momenti di debolezza. Se il rischio di esporsi agli errori per eccesso di fiducia nel proprio gusto affligge anche i maggiori collezionisti, cioè coloro che dedicano gran parte della loro vita all'arte, per quelli che vi si accostano solo episodicamente questo tranello può trasformarsi in un vero e proprio pericolo.

Infine, si collocano poi le relazioni del mercato dell'arte con l'economia. Malgrado lievi sfasamenti temporali, è possibile che a un periodo di congiuntura economica favorevole corrisponda un momento di floridezza delle contrattazioni specifiche, così come i periodi di recessione vedono una contrazione nella notorietà delle opere

[55] Si veda A. VETTESE, *Investire in arte. Produzione, promozione e mercato dell'arte contemporanea*, Il Sole 24 Ore, 1991.
[56] Sulla Bolla Giapponese, che ha contraddistinto la fine degli anni '80 del '900, si veda il Capitolo 5.4.1.

scambiate, nei prezzi d'acquisto nonché nei volumi[57]. Secondo alcuni esperti (ad esempio si vedano Goetzmann et al. 2005, Brière et al. 2012[58]) l'arte sarebbe un utile strumento per la diversificazione, ma non costituirebbe un bene rifugio sicuro e un *asset* privo di rischi, in quanto tenda a seguire l'andamento dell'economia globale. Agli alti e bassi della macroeconomia potrebbe seguire dunque un'analoga configurazione del mercato dell'arte, o di alcuni settori di esso[59].

2.2. Mercato dell'arte e sviluppo economico-finanziario a confronto

Le crisi economiche o al contrario i boom economici possono, in maniera diversa, influire sul numero delle vendite all'asta, nonché sui prezzi e sulle tipologie dei prodotti artistici offerti.

La letteratura in materia è divisa; da una parte vi sono esperti che sostengono che l'arte sia debolmente correlata con gli *asset* finanziari e che dunque rappresenti un bene sicuro verso il quale investire anche in momenti di crisi[60]; dall'altra, ve ne sono altri i quali hanno dichiarato che l'andamento economico-finanziario eserciterebbe un'influenza su quello artistico[61], almeno per il breve periodo[62], anche se con un ritardo di circa un anno.

Inoltre, gran parte della letteratura ha dimostrato che le correlazioni tra l'arte e le attività tradizionali tendano ad aumentare notevolmente in tempo di crisi, rispetto ad altri periodi, riducendo i benefici dati dalla diversificazione per mezzo

---

[57] G. DAVID, *Art as an investment in a historical perspective*, Tilburg: CentER, Center for Economic Research, 2016.

[58] M. BRIÈRE, A. CHAPELLE, A. SZAFARZ, *No contagion, only globalization and flight to quality* in Journal of international Money and Finance, Vol 31, N. 6, 2012.

[59] A. VETTESE, *Investire in arte. Produzione, promozione e mercato dell'arte contemporanea*, Il Sole 24 Ore, 1991, pp.172-173.

[60] In un articolo pubblicato il 9 settembre 2012 sul FTAdviser si sostiene che l'arte nel 2008, in concomitanza con la crisi finanziaria a livello globale, abbia avuto un andamento che almeno in un primo tempo fu positivo con risultati anche al di sopra rispetto le altre attività finanziarie. Si veda http://www.ftadviser.com/2012/09/10/our-publications/special-reports/investing-in-fine-artseptember-uDSYtMSFQOgHZITZLYovLO/article.html

[61] O. CHANEL, *Is art market behavior predictable?* in European Economic Review, N. 39, 1995.

[62] Si veda V. GINSBURGH, P. JEANFILS, *Long-term comovements in international markets for paintings* in European Economic Review, N. 38, 1995.

dell'arte[63]. Nonostante le diverse opinioni nei confronti dell'argomento, se si confrontano gli andamenti e soprattutto le crisi e i boom che hanno colpito l'economia con il mercato dell'arte emerge una reciproca influenza, che merita di essere analizzata.

L'andamento del mercato dell'arte e dell'economia, di fatto, si è rivelato sempre più stretto, caratterizzato da molteplici tappe che a partire dagli anni '20 del '900 ne hanno delineato la storia. Tra il 1928 e il 1929 l'economia viveva un periodo di boom con gli investimenti per la ricostruzione postbellica; la vivacità del momento fece salire il livello delle contrattazioni di opere d'arte all'asta.
Alla chiusura della stagione 1929-30, contrassegnata dal crollo di Wall Street, la vivacità emersa in precedenza venne meno con altrettanta rapidità: se nelle aste londinesi di luglio erano stati venduti centotrenta dipinti antichi, nella corrispondente asta di fine stagione del 1930 il numero si era circa dimezzato, per poi calare di anno in anno fino alle otto unità nel 1932.
Il crollo non fu solo dei volumi ma anche dei prezzi: se nel 1912 il *Lago di Thun* di Turner venne pagato 1417 sterline, nel 1930 lo stesso ne costò solo 94.

La ripresa del mercato artistico, allo stesso modo di quello finanziario, fu lenta: nel 1937 il primo Picasso messo in vendita da Christie's fu venduto a 157 sterline mentre un quadro di Sargent, uno degli artisti più richiesti e pagati in tutti gli anni Venti, durante il decennio successivo toccò appena le 900 sterline a pezzo contro le 7000 del periodo precedente. Questo ribasso delle quotazioni colpì soprattutto i pittori impressionisti; un classico come Degas, che nel 1912 aveva raggiunto le 21000 sterline, subì un crollo delle quotazioni senza precedenti: nel 1939, ad esempio, la sua *Peigneuse* fu pagata poco più di 4000 sterline.

Dopo questo crollo economico degli anni '30, il mercato dell'arte diede segni di ripresa solo negli anni '50, quando l'economia postbellica, una volta curate le sue ferite, aveva ripreso una fase di veloce espansione. Durante la II Guerra Mondiale, infatti, l'economia globale si era bloccata, così come il mercato dell'arte. Purtroppo,

[63] Si veda W. N. GOETZMANN, L. LI, K. G. ROUWENHORST, *Long-term global market correlations* in The Journal of Business, Vol. 78, N. 1, 2005.

come spesso accade nei periodi di conflitto o di crisi, la correlazione tra arte e economia aumenta, rendendo lo stesso *asset* meno sicuro rispetto agli altri momenti[64].

Intorno alla metà del '900, il settore artistico, che aveva subito un maggior tracollo nel periodo precedente, ovvero quello delle opere impressioniste, trascinò il mercato[65].
Il boom ebbe inizio nel maggio del 1952, quando, presso la Galérie Charpentier di Parigi, ebbe luogo la vendita della collezione impressionista di Gabrièle Cognacq, che registrò molteplici record, primo fra tutti quello associato alle opere di Cezanne che raggiunsero prezzi più alti rispetto agli altri artisti: 33000 franchi per *Mele e piatto con biscotti* contro i 6850 per il *Riposo* di Courbet o i 4000 per *La modista* di Renoir.
Da quell'anno seguì una serie di aste clamorose che animò il panorama europeo, dapprima con la vendita della collezione Girardin nel dicembre 1953 e poco più tardi con quella della raccolta Rees Jeffreys, avvenuta a Londra nel 1954 che, con i suoi Matisse e Picasso, aprì l'epoca del grande interesse per gli artisti del XX secolo[66].
A partire da quel momento i successi furono continui; molte altre collezioni passarono all'asta negli anni successivi, la Pellerin, la Thompson e la Luray. Altra vendita memorabile fu quella della collezione Goldschmidt nel 1958: il *Giardino di Arles* di van Gogh venne acquistato da Henry Ford per 123000 dollari mentre Paul Mellon corrispose 220.000 dollari per il *Ragazzo con il panciotto rosso* di Cézanne che nel 1995 avrebbe donato alla National Gallery di Washington.

Questa nuova euforia aveva le sue sedi privilegiate: nella stagione di vendita 1951-52 Parigi era al comando del mercato artistico mondiale per volumi d'affari

---

[64] Con riferimento alla I e alla II Guerra Mondiale si veda W. N. GOETZMANN, L. LI, K. G. ROUWENHORST, *Long-term global market correlations* in The Journal of Business, Vol. 78, N. 1, 2005.
[65] Si veda http://www.ilcollezionistain.it/curiosita0209.htm
[66] Si veda A. VETTESE, *Investire in arte. Produzione, promozione e mercato dell'arte contemporanea*, Il Sole 24 Ore, 1991

(3.470.000.000 franchi), seguita da Londra e da New York. Dieci anni dopo, il primato passò a Londra, che raddoppiò gli scambi rispetto a Parigi.
Nel primo dopoguerra, caratterizzato da una rapida ripresa in tutti i settori, i periodi di recessione che si registrarono furono troppo brevi per influire seriamente sulla crescita del mercato dell'arte, che continuò il suo veloce cammino anche durante le stagioni più critiche del 1949-50, del 1952-53 e del 1958-59.

Anche in Italia, la rinascita economica si mosse in parallelo a quella artistica, con un decollo che si ebbe tra il 1959 e il 1963. In quel periodo acquistare arte non era più solo un fenomeno episodico, ma consolidato: nel novembre 1961 la prima asta di Finarte fu dedicata all'arte del Novecento, con un catalogo che spaziava da Melevič a El Lissitskij, da Moholy-Nagy a Picasso e Braque, fino a Klee, Kandinskij, De Chirico e Morandi. Il successo fu maggiore di quello previsto stimolando anche una serie di iniziative parallele come la nascita nel 1962 del primo *Catalogo Bolaffi dell'arte moderna.*
Alla fine degli anni cinquanta il mercato prediligeva in Italia maestri del Novecento italiano come Sironi, Carrà, De Pisis e De Chirico mentre, in campo internazionale, vigeva il dominio della scuola di Parigi e in particolare di artisti come Soulages, Manessier e Bazaine. L'incremento medio annuale del valore dei quadri del Novecento si poteva valutare intorno al 20 % mentre l'inflazione era al di sotto del 5 %[67].

Fino al 1960 l'economia, come il mercato dell'arte avevano vissuto un periodo di crescente sviluppo. Tuttavia, con la crisi finanziaria di Wall Street nel maggio 1962, per quanto si trattasse di una crisi episodica, anche nel campo dell'arte si diffuse un periodo di maggiore prudenza; nell'asta londinese di Sotheby's del luglio 1962 molte opere astratte vennero ritirate per mancanza di acquirenti, mentre in generale tutte le quotazioni subirono un tracollo. Anche se la crisi non durò più di un paio di anni, quello che ne generò fu un clima di maggior cautela, contraddistinto ancora fino al 1965 da vendite al di sotto delle aspettative[68].

[67] Ibidem, p. 174.
[68] Ibidem, p. 175.

La ripresa iniziò nel 1966, parallelamente al riemergere dell'economia mondiale. L'arte contemporanea si confermava uno dei settori in crescita, grazie anche ad alcune grandi vendite di opere surrealiste, in particolare degli artisti Mirò, Ernst, Tanguy e Magritte, seguite da quelle dei futuristi italiani Boccioni, Balla e Severini. Da quel momento cominciò a riemergere la speculazione che negli anni successivi fece lievitare i prezzi fino a livelli in precedenza mai toccati.
Il 10 marzo 1971, in un'asta di Sotheby's, l'opera di Dalì *Cristoforo Colombo scopre l'America* fu aggiudicata da un mercante per 100000 dollari. Anche l'artista Max Ernst raggiunse cifre record; sempre da Sotheby's nel 1973 a Londra *Toreada* toccò i 90000 dollari e nel 1974 *Loggia strettamente allacciata nelle fiamme* i 250000 dollari. Non solo il mercato del Surrealismo, ma anche quello dell'Espressionismo tedesco in quegli anni ebbe una forte espansione: una litografia acquarellata di Munch raggiunse nel giugno 1973 la cifra di 350000 franchi svizzeri.

Nonostante questo periodo di boom dei mercati, alla fine del 1973 l'economia mondiale cominciò a vacillare a causa della crisi petrolifera che provocò già nell'anno seguente, soprattutto nel mercato dell'arte moderna, la più grande depressione dall'inizio del secondo dopoguerra. La recessione, accompagnata dall'inflazione, bloccò quasi completamente le compravendite di opere d'arte, tanto che i nomi che andavano per la maggiore scomparvero dai cataloghi delle aste per mancanza di domanda[69].
Nel 1976, comunque, si ebbero i primi segnali di controtendenza economica, in cui anche le opere più celebri iniziarono a trovare acquirenti all'interno di un contesto che si era fatto sempre più selettivo e prudente. Nonostante un avvio piuttosto lento, il mercato ebbe una ripresa effettiva dal 1982, sia della domanda sia delle quotazioni, seppur inferiori rispetto al periodo precedente. I prezzi di Beuys ad esempio si mantennero stabili perché i suoi oggetti d'arte rispondono ad una

[69] Ibidem, p. 178.

domanda limitata, proveniente da un piccolo numero di amatori a livello internazionale comprendente i musei[70].

La vera e propria ripresa ci fu negli anni '80, favorita dal calo dell'inflazione, dalla diminuzione del costo del petrolio, dall'espansione delle forze produttive e dall'ascesa dei titoli di Borsa; tutti questi elementi favorirono la nascita di una classe di nuovi ricchi negli Stati Uniti, in Germania e in Giappone, oltre che il nuovo interesse da parte delle aziende di diversificare i propri portafogli cercando settori alternativi in cui investire guardando dunque all'arte. A ciò si aggiunse il rafforzamento del dollaro e dello yen, elemento che con gli altri permise la rinascita del nuovo mercato dell'arte. Una rinascita dettata da un cambiamento: se in precedenza, infatti, gli artisti con le più alte quotazioni erano quelli storicizzati, negli anni '80 anche quelli emergenti iniziarono a raggiungere quotazioni altissime. I massimi si toccarono nel 1988-89, nonostante il crollo di Wall Street nell'ottobre del 1987. Del 'venerdì nero' della Borsa americana, infatti, il settore artistico non ne risentì particolarmente: tutte le aste successive dimostrarono che il mercato dell'arte, soprattutto quello contemporaneo, non aveva subito il contraccolpo delle vicende borsistiche. A prima vista ciò potrebbe smentire ogni parallelismo tra macro e microeconomia, tanto che molti studiosi si sono chiesti se quella del 1987 sia stata un'eccezione o meno. Si è discusso molto sulle cause di quel crollo ma, quello che è certo, è che esso sia stato determinato in modo rilevante dalle tecnologie telematiche che guidano i giochi in Borsa, programmate per vendere in concomitanza di ribassi. Il computer crack, così come venne ribattezzato, non fu causato quindi da un'effettiva recessione, dal momento che sia negli Stati Uniti sia in Giappone la situazione economica era piuttosto florida.

La borsa si risollevò dalla crisi e il mercato dell'arte non smise di crescere, almeno fino alla primavera del 1990 quando i segnali di un effettivo arresto si fecero minacciosi. Un regresso avvenuto in concomitanza con i primi segnali di reale recessione economica, aggravati dalla crisi del Golfo a partire dall'estate 1990 e dalla guerra scoppiata il 16 gennaio 1991, avvenimenti la cui portata si riversò sul

---

[70] C. HERCHENRODER, *Il mercato dell'arte. Storia e cifre del mercato di pittura, scultura e arti minori: Le grandi aste internazionali e le vendite più clamorose; la politica dei musei, le gallerie, i collezionisti, i falsi, le perizie, i critici e la pubblicistica*, Bompiani, Milano 1980, p. 182.

mercato dell'arte con un incremento dell'invenduto, soprattutto nei settori in cui più forte era stata la speculazione, come l'arte americana degli anni '50 e '60[71].
La situazione si mostrò critica a partire dalle aste newyorkesi del novembre 1990, in cui Sotheby's ad esempio riuscì a vendere solo il 44 % dei pezzi offerti; anche le vendite di Christie's non raggiusero le quotazioni previste, malgrado si siano registrati anche dei record: un'opera di Cy Twombly venne acquistata dal mercante tedesco Thomas Amman per 5,4 miliardi di dollari mentre quelle di Warhol riscontrarono una certa difficoltà nel trovare dei compratori. Nel complesso i prezzi hanno visto una diminuzione del 20 % circa risetto all'anno precedente con un aumento dell'invenduto senza precedenti.

Il mercato dell'arte, dunque, si bloccò e ciò fu dovuto anche alle diverse prospettive negative che gli economisti stavano tracciando, rievocando lo scenario del 1929: numerose bancherotte, l'indice di Dow Jones in discesa, previsioni che non fecero altro che diminuire la fiducia da parte dei collezionisti che speravano di comprare a meno in seguito. Alcuni economisti, tuttavia, vi vedevano anche una spiegazione 'interna' sostenendo che la crisi sarebbe intervenuta agli inizi del nuovo decennio anche senza gli influssi negativi esercitati dalla politica internazionale e dalla macroeconomia. Le quotazioni, gonfiatesi nel periodo 1987-1989, probabilmente avevano raggiunto un tasso di incremento annuo insostenibile e superiore rispetto a qualsiasi altro bene.

In seguito a questo ribasso internazionale tra il 1990 e il 1991, il mercato dell'arte avanzò regolarmente sia in termini di volume che di valore. Sebbene in molti settori si assistette ad una leggera flessione nel 2002-2003, il mercato nel suo complesso ebbe andamenti crescenti. I valori massimi si toccarono nel 2007, spinti da un crescita nell'economia globale, dopo diversi anni di rapida crescita, con un mercato globale stimato oltre i 65 miliardi di dollari[72].

Dopo un 2003 in calo, si assistette poi a un aumento di valore all'incirca del 28% annuo. L'arte contemporanea si è confermata uno dei settori il cui andamento segue

---

[71] A. VETTESE, *Investire in arte. Produzione, promozione e mercato dell'arte contemporanea*, Il Sole 24 Ore, 1991, p. 179.
[72] Ibidem, p. 180.

maggiormente quello dell'economia mondiale, diventando il segmento con i prezzi più alti raggiunti nelle maggiori case d'asta nel 2007 e per poi crollare vertiginosamente nel 2008 a causa di quella che è stata definita una delle 'bolle speculative' che hanno colpito il mercato dell'arte, così come quello economico-finanziario[73].

Le tabella 2.1. e 2.2. riassumono le relazioni tra l'andamento del mercato dell'arte, in particolare quello dell'arte contemporanea, e le tendenze dell'economia globale. Secondo A. Vettese[74], l'arte non è da considerare come bene-rifugio: nei momenti di crisi, infatti, la monetizzazione delle opere d'arte diventa molto più difficoltosa mentre bisogna dire che i momenti più adatti per comprare sono proprio quelli in cui l'economia internazionale è debole. È opportuno far presente però che in queste situazioni di crisi anche l'economia personale del potenziale acquirente risulta debole. Come A.Vettese, la pensano Goetzmann et al. (2005)[75] e Brière et al. (2012)[76], i quali sostengono che i crolli di un mercato possano essere trasmessi in un mercato diverso da quello da cui hanno origine, scaturendo un effetto 'contagio'. Diversa è l'opinione di Forbes e Rigobon (2002) secondo cui non esisterebbe un'influenza tra i diversi *asset* durante le crisi, ma un co-movimento presente in tutti i periodi[77].

Nonostante ciò, l'arte rimane dunque un bene di lusso, il cui mercato si anima soprattutto in presenza di grande liquidità e in condizioni di stabilità politica. Importante è il modo di pensare dei singoli soggetti, che talvolta può portare a comportamenti irrazionali in grado di alterare l'andamento complessivo del mercato.

---

[73] R. KRÄUSSL, T. LEHNERT, N. MARTELIN, *Is there a bubble in the art market?*, Luxembourg School of Finance, University of Luxembourg, Maggio 2014.

[74] Si veda A. VETTESE, *Investire in arte. Produzione, promozione e mercato dell'arte contemporanea*, Il Sole 24 Ore, 1991.

[75] W. N. GOETZMANN, L. LI, K. G. ROUWENHORST, *Long-term global market correlations* in The Journal of Business, Vol. 78, N. 1, 2005.

[76] M. BRIÈRE, A. CHAPELLE, A. SZAFARZ, *No contagion, only globalization and flight to quality* in Journal of international Money and Finance, Vol 31, N. 6, 2012.

[77] K. J. FORBES, R. RIGOBON, *No contagion, only interdependence: Measuring stock market co-movements* in Journal of Finance, N. 57, 2002.

Nei momenti difficili si assiste sempre alla scomparsa delle proposte artistiche di minor valore, le cui quotazioni salgono solo di fronte alla speculazione; calano, dunque, sempre i prezzi delle opere mediocri, mentre quelle di maggior rilievo conservano il proprio valore pur vedendo diminuita la loro vendibilità. Questo meccanismo, dove a prezzi bassi corrisponde un'offerta limitata, è tipico in tempo di crisi ed è tale perché sotto ad alcuni livelli di prezzo non ci sono venditori disposti a disfarsi delle loro opere.

Gli investitori più esperti sanno che, soprattutto se si possiedono opere di qualità, vale la pena di attendere l'inizio del successivo ciclo positivo: non appena l'economia globale mostrerà segni di ripresa anche l'arte potrà tornare in salute. I collezionisti più attenti all'andamento macroeconomico, ovvero quelli maggiormente interessati all'acquisto in arte come fonte di possibile guadagno, sono gli speculatori, soggetti che sostengono la crescita dei prezzi sperando di ottenere risultati migliori[78]. Spesso questi attori seguono la formazione e la crescita di bolle speculative traendone benefici o talvolta, come più spesso succede a causa di queste, cadono in bancarotta.

Per un approfondimento sulle bolle speculative si veda il Capitolo 5.

[78] Si veda R. SHILLER, *Euforia irrazionale. Alti e bassi di Borsa*, Il Mulino, Bologna 2009.

Tabella 2.1. Macroeconomia e mercato dell'arte nel periodo 1920-1999.

Anni	Fattori economico-finanziari	Andamenti del mercato dell'arte	Movimenti artistici
1920	Boom dell'economia americana; Dal 1926: grande speculazione in Borsa; 18 ottobre 1929: crollo di Wall Street.	Boom del mercato: *Le Concert* di Matisse acquistato nel 1926 per 20000 FF viene venduto nel maggio 1930 per 165000 FF.	Nascono il Bauhaus e il Surrealismo.
1930	Grande recessione.	Crollo del mercato: si registrano diminuzioni dei prezzi dal 60 % fino all'80 % ma complessivamente il calo delle quotazioni in arte è inferiore a quello del mercato azionario.	Persecuzione nazista contro l'arte degenerata.
1940	Seconda guerra mondiale; 1945: fine del conflitto e rinascita dell'economia americana.	Ripresa negli Stati Uniti del mercato degli Impressionisti e pittori moderni.	Fuga negli Usa di molti artisti europei tra cui Duchamp, Masson, Ernst e Matta. Nascita dell'Action Painting.
1950	Ripresa economica in Europa; 1958: inizio del miracolo economico in Italia.	Nuovo boom del mercato che registra il suo massimo sviluppo tra il 1954 e il 1961.	Sviluppo dell'informale in Europa; 1958: premio a Mark Tobey alla Biennale di Venezia.
1960	1962 Crisi Cubana; Maggio 1962: crollo a Wall Street; 1963: assassinio di John Kennedy;	Crisi del mercato a partire dal 1962; Caduta dei settori più speculati (arte astratta);	Nascita di Fluxus e del Nouveau Realisme; Crisi dell'Informale; Nascita della Pop Art; 1962: premio a Hartung e Fautrier alla Biennale di Venezia;

	1967: svalutazione della sterlina.	Termine della supremazia francese. Definitivo trasferimento del centro del mercato da Parigi a New York; Nuovo boom del mercato.	1964: premio a Rauschenberg alla Biennale di Venezia; Nascita del Minimalismo.
1970	1973: crisi energetica; Inflazione a due cifre. Stagflazione.	Crollo del mercato.	Crescita del Concettuale.
1980	Inizio della Reaganomics; 1982: recessione Usa; Diminuzione dell'inflazione; 1983: sviluppo economia; 1984-87: boom delle Borse; Ottobre 1987: crollo di Wall Street.	Primi segni di ripresa del mercato; 1981-82: lieve flessione; 1984: nuovo boom; 1988: grandi record alle aste.	Nascita movimenti neo-espressionisti: Transavanguardia e Neo Selvaggi tedeschi. Successo del Graffitismo e East Village; Simulazionisti e Neo-Geo; Ripresa del Concettuale.
1990	Primi segni di recessione americana; 16 gennaio 1991: inizio della Guerra del Golfo; 1 marzo 1991: fine della Guerra del Golfo; 1997: crescita dei titoli tecnologici in Borsa;	Dalla primavera 1990: inizio flessione; Diminuzione del 20-30 % soprattutto dell'arte d'avanguardia; 1997: boom nelle aste.	

Fonte: A. VETTTESE, Investire in arte. Produzione, promozione e mercato dell'arte contemporanea, Il Sole 24 Ore, 1991.

Tabella 2.2. Macroeconomia e mercato dell'arte nel periodo 2000-2011 (tabella costruita sulla base dei dati ricavati dai report annuali pubblicati da Artprice, www.artprice.com)

2000	Marzo 2000: crollo mercati; 2002-2003 leggera flessione in tutti i mercati; 2007: boom del mercato globale; 2007-2008: crisi economica: crollo del mercato immobiliare e finanziario; 2010-2011: parziale ripresa economica; 2011: crollo dei mercati.	Andamento in crescita; 2007: raggiunti i valori massimi, soprattutto per l'Arte Contemporanea; 2008: crollo del mercato, molti invenduti nell'Arte Contemporanea; Dal 2010 mercato in crescita.	

CAPITOLO 3

LA DOMANDA SPECULATIVA

Le opere d'arte, oggetti sempre più ricercati dagli investitori, si differenziano dalle altre tipologie di beni per il duplice valore che incorporano, quello culturale e quello economico[79]. Esse, a differenza dei beni strumentali, non servono a produrre altri beni di consumo diretti[80]; non vengono acquistati per la loro utilità intrinseca, ovvero per la loro capacità di soddisfare bisogni materiali, ma soprattutto per le numerose connotazioni che essi rivestono in un particolare ambiente culturale[81].

Il mercato dell'arte si caratterizza per una varietà di tipologie di consumatori, i cui interessi si differenziano l'uno dall'altro.
Sono molte, di fatto, le motivazioni che spingono all'acquisto di opere d'arte: esse vanno dall'esigenza di autoaffermazione della propria personalità alla possibilità di guadagno successiva alla rivendita. I beni d'arte, così come tutti gli altri beni di lusso, si caratterizzano per non soddisfare veri e propri bisogni ma desideri, appagabili solamente con il possesso di determinate opere d'arte[82]. L'interesse di questi consumatori non volge dunque al profitto, ma al ritorno estetico che deriva dal possesso di questi beni[83]. Diciamo che questa è la più romantica delle visioni, scaturita da un interesse puramente qualitativo.
Da un punto di vista economico, invece, gli oggetti da collezione, in senso lato, sono semplicemente beni di consumo, dal momento che, come accennato, non sono impiegati per produrre altri beni o servizi[84]. In realtà, però, un museo con una buona collezione e una altrettanto buona gestione, può generare altri servizi nonché

---

[79] S. LOVO, C. SPAENJERS, *Unique durable asset*, Working paper, University of Virginia Darden School of Business, 2014.
[80] S. M. BRONDONI, *Politiche di mercato dei beni industriali*, Giuffrè, Milano, 1983.
[81] H. ALPAGU, *Economy and Art: Why are Economy and Art Closely Linked?* in Journal of Economics Library, Vol. 1, N. 1, 2014.
[82] A. VETTESE, *Investire in arte. Produzione, promozione e mercato dell'arte contemporanea*, Il Sole 24 Ore, 1991.
[83] B. S. FREY, R. EICHENBERGER. *On the rate of return in the art market: Survey and evaluation* in European Economic Review, Vol. 39, N. 3/4, 1995.
[84] Si veda L. SOLIMA, *La gestione imprenditoriale dei musei*, Cedam, Padova 1998.

consumi; questo è possibile grazie ad esempio al pagamento del biglietto d'ingresso, alla vendita di cataloghi e gadget, all'affitto di propri spazi all'interno del museo per eventi quali conferenze, concerti e presentazioni di libri. Tuttavia, rimane estremamente difficile classificare le opere d'arte nella categoria beni di consumo durevoli o non durevoli: secondo alcune teorie non sarebbero durevoli in quanto beni soggetti all'invecchiamento a causa dell'uso[85], mentre secondo altre lo sarebbero in quanto, nel senso strettamente economico, svolgono più volte la loro funzione e perché le loro vite si protraggono lungo secoli[86].

Sicuramente le opere d'arte rientrano in una categoria particolare: quella dei beni d'investimento, dove l'investitore accetta il rischio legato all'oscillazione del valore, dipendente, come si è visto nel capitolo precedente, da molteplici fattori[87].

3.1. Le diverse tipologie di domanda collezionistica

Soffermandoci sulla domanda, è possibile distinguere quattro categorie di agenti economici-sociali che, in maniera diversa, si affacciano all'investimento in arte: i collezionisti privati, le imprese, gli enti pubblici e le istituzioni culturali. Ognuno di essi ha bisogni differenti che, connessi ad altrettanti modelli di consumo, caratterizzano la domanda di opere d'arte:

1. Il primo modello è legato ad un fattore artistico-culturale e trae origine da un bisogno puramente estetico, in cui prevale il lato emotivo del consumo.
2. Il secondo nasce da un bisogno decorativo, connesso alla volontà di arredare, tramite l'arte, un ambiente per renderlo più piacevole; in tale modello primeggia la componente più funzionale del consumo.
3. Il terzo, in cui prevale la componente economica, è caratterizzato da una maggiore corrente speculativa; esso unisce al limitato interesse artistico l'esigenza di investire quote di denaro proteggendole così da fluttuazioni monetarie e da rischi fiscali.

---

[85] A. RASPI, *Arte e mercato. Aspetti del mercato dell'arte contemporanea. Il caso del quadro*, Artemide, Roma 1997.
[86] G. TAMBURINI, in G. CANDELA, M. BENINI, a cura di, *Produzione e circolazione dell'informazione nel mercato dell'arte*, Clueb, Bologna 1997.
[87] N. GAVIOLI, *L'arte dell'incanto rende bene* in Mondo Economico, N. 6, 1982.

4. Il quarto, infine, spinto da motivazioni di carattere sociale, vede il collezionismo non tanto come un fine, ma come una fonte di prestigio sociale in grado di rispondere a bisogni di natura simbolica.

È dunque evidente che, in linea generale, vi sono due tipologie di collezionismo: da una parte i *collezionisti puri*, attratti soprattutto dal desiderio di conoscenza e approfondimento del mondo dell'arte e di formazione di una raccolta che li possa rappresentare; dall'altra gli *investitori/speculatori* che guardano l'arte come mezzo per acquisire prestigio sociale e come fonte di possibili guadagni. Tuttavia anche in questi collezionisti non può mancare una componente irrazionale emotiva[88]. I due soggetti individuati sono i protagonisti di due opposte domande: quella di fruizione e quella speculativa.

La domanda collezionistica (la parte elitaria della domanda di fruizione), può comprare in ogni situazione di mercato, perché attratta dal desiderio di studio e conoscenza del mondo dell'arte; essa è la domanda con le motivazioni più solide e stabili nel tempo, su cui il mercato può contare, perché slegata dalla logica del solo profitto, ed è determinata anche dall'evolversi della struttura del mercato dell'arte che si moltiplica (aste, polizze assicurative, fiere, ecc.).

La domanda speculativa, invece, dato che trae la sua garanzia dal valore intrinseco dell'opera, di cui il mercato collezionistico esprime la valutazione e la quotazione, tende a inserirsi in un mercato in espansione, sfruttando il progressivo aumentare dei prezzi e, in fase di aumento, ne accelera l'ascesa; tuttavia, se prende il sopravvento, può distorcere totalmente i meccanismi del mercato. Infatti la speculazione può non solo anticipare un *trend* di domanda di fruizione e, in questo caso, trarre benefici dovuti a intuizioni precoci della domanda di fruizione futura, ma può determinare anche quotazioni artificiose, staccandosi dalla base reale del mercato e dalla sua evoluzione naturale, agganciata all'andamento delle variabili che determinano la domanda non speculativa[89].

---

[88] F. POLI, *Il sistema dell'arte contemporanea*, Editori Laterza, Roma-Bari 2008, p. 94 sg.
[89] A. RASPI, *Arte e mercato. Aspetti del mercato dell'arte contemporanea. Il caso del quadro*, Artemide Edizioni, Roma 1997, p. 46.

L'unico punto in comune di queste due domande è la forte base economica, perché il collezionismo è sempre più un investimento. Un collezionista deve infatti considerare da un punto di vista economico vari aspetti, tra i quali si annoverano sia ricavi come le entrate pervenute dalle visite a pagamento della sua raccolta sia spese ad esempio assicurative, di expertise oltre che gli oneri delle acquisizioni, di manutenzione e custodia e i servizi di restauro.

Schematicamente si può dunque dire che il mercato nasca per mezzo dei collezionisti-puri (domanda collezionistica di fruizione effettiva), si sviluppi grazie agli investitori/speculatori (domanda speculativa) e, infine, maturi sempre ricorrendo all'aiuto della domanda di fruizione, la cui funzione è di promozione economica e culturale delle opere contemporanee nel lungo periodo e di consolidamento del mercato[90].

3.2. La domanda speculativa

Il desiderio di detenere moneta come deposito di valore assume comunemente il termine di domanda speculativa, poiché la scelta di tenere o meno ricchezza in forma liquida è influenzata tra le varie cose dalla possibilità di lucrare guadagni da operazioni sul mercato dei titoli, ma anche sugli altri mercati, giocando sulle differenze tra il prezzo corrente e quello futuro[91].
Ogni mercato può essere sollecitato dalla domanda speculativa, ed inoltre un mercato sarà tanto più vulnerabile a tale domanda quanto maggiormente tratterà beni rari e scarsi in rapporto alla domanda di fruizione effettiva (mercato in eccesso di domanda).

Il mercato dell'arte, e in particolare quello dell'arte contemporanea, per queste ragioni, è tra i più colpiti dalla speculazione essendo questo un segmento che negli ultimi trent'anni ha visto una forte espansione. La domanda speculativa, nel segmento contemporaneo, può nascere da tutti quei soggetti come le banche, i fondi

[90] Ibidem, p. 48.
[91] J. M. KEYNES, *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, UTET, Torino 1971, p. 151 sg.

d'investimento e le *corporate art collection* che, in questi ultimi anni, hanno voluto legare la propria immagine all'arte, con l'intento di ottenere rivalutazioni del capitale investito.

Abbiamo visto come la domanda di fruizione, generata dai collezionisti puri, si distingua dalla domanda speculativa, caratteristica degli investitori/speculatori; concentrandosi maggiormente su questi ultimi, ovvero sulla dimensione più economica del collezionismo d'arte, possiamo ancora fare una distinzione interna. Sulla base degli obiettivi perseguiti e del criterio temporale, infatti, è possibile distinguere gli investitori tradizionali dagli speculatori.
L'investitore tradizionale è colui che agisce in un'ottica di medio-lungo periodo ponendosi l'obiettivo di diversificare il proprio patrimonio. Egli acquista quando il mercato di un artista è già formato, cioè quando la domanda permette accertamenti sicuri sulla base dei risultati delle aste nazionali e internazionali. Non avverso al rischio, è una persona agiata, conservatrice, tradizionalista che punta sui nomi noti e consolidati senza eccedere.
Gli speculatori sono pur sempre investitori, ma, a differenza degli investitori tradizionali, essi agiscono in un'ottica di più breve periodo, facendo i loro acquisti quando il mercato di un artista è in fase di formazione. Essi possono determinare un'accelerazione dei prezzi quando subentrano fattori concomitanti come la rarefazione delle opere di quell'artista, la sua internazionalizzazione, la sua partecipazione a mostre illustri. Poiché potrebbe non desiderare grandi cifre immobilizzate, generalmente tende a disfarsi delle opere se il *trend* non sale.

La domanda speculativa, dunque, ha una fungibilità più alta, dal momento che lo scopo dello speculatore è quello di trovare l'impiego finanziario a rendimento più elevato[92].

I moventi della domanda speculativa sono individuabili nell'andamento del mercato finanziario, nella disponibilità di liquidità dei consumatori per fortune fatte altrove (ad esempio nel mercato immobiliare o borsistico)[93] oltre che nell'influenza

[92] A. ZORLONI, *L'economia dell'arte contemporanea. Mercati, strategie e star system*, Franco Angeli, Milano 2011, p. 181.
[93] Si veda G. STERN, *Making Art Buying More Accessible* in Link Up, Maggio-Giugno 1996.

esercitata da strutture di mercato aggreganti la domanda e l'offerta, come le case d'asta[94].

Quattro sono generalmente i possibili vantaggi che derivano dall'investimento in arte:

1. *Diversificazione del portafoglio*: l'obiettivo di ogni risparmiatore è quello di diminuire il rischio associato ai propri investimenti ottenendo da essi il massimo guadagno possibile. Tramite una diversificazione del portafoglio, e quindi inserendo anche l'arte, si può diminuire il rischio del portafoglio. C'è da dire, però, che gli *asset* più redditizi sono anche i più rischiosi in quanto possono determinare nel breve periodo rendimenti non adeguati o addirittura negativi. L'investitore che vuole ottenere buoni rendimenti dai propri risparmi deve quindi cercare di diversificare al meglio i propri investimenti, valutando attentamente anche i *trend* del mercato passati.
2. *Fiscalità*: precisando che la fiscalità varia da Paese a Paese, almeno nel territorio italiano, l'investitore in arte gode di maggiori vantaggi fiscali rispetto a chi investe nei mercati finanziari o in quelli immobiliari; ad esempio, in Italia, una percentuale del costo di acquisto di un'opera d'arte può essere detratta, mentre il possesso e la proprietà di questa non deve inserito nella dichiarazione dei redditi.
3. *Fruibilità:* nonostante gli investitori si differenziano dai collezionisti puri, maggiormente attenti all'aspetto artistico e culturale insito nelle opere d'arte, anche loro, seppur in misura minore, godono della fruizione estetica dell'arte. Il piacere di appendere un quadro alle pareti di casa e di poterlo contemplare è sicuramente superiore rispetto al possesso di un titolo azionario o al certificato di un fondo d'investimento.

Osservando più da vicino il fenomeno della speculazione relativa al mercato dell'arte contemporanea, si potrebbe affermare che la speculazione sull'opera d'arte contemporanea, vantaggiosa sulle opere senza ancora una stabile critica storico-

[94] A. ZORLONI, *L'economia dell'arte contemporanea. Mercati, strategie e star system*, Franco Angeli, Milano 2011, p. 181.

artistica, per non essere troppo rischiosa, dovrebbe essere di breve periodo. Pertanto, occorre rivendere prima che il mercato percepisca che la quotazione è troppo alta, poiché la rapidità dell'ascesa può essere un sintomo che non è lontano nel tempo il raggiungimento dell'apice, a cui seguirà una fase di discesa repentina. Ci si trova quindi di fronte a un ciclo di vita delle quotazioni caratterizzato da una fase di sviluppo rapidissimo seguito da una fase di declino altrettanto rapido[95].

Si può infine affermare che il comportamento speculativo da parte di alcuni agenti del mercato sia uno dei fattori che, influenzato a sua volta dall'andamento del sistema economico e dei mercati finanziari, potrebbe influenzare l'andamento del mercato dell'arte nel breve periodo. Spesso, infatti, la domanda speculativa viene accostata al fenomeno della bolla speculativa, che verrà approfondito nel capitolo seguente. Prima di soffermarci su questo argomento, infatti, è utile analizzare la diversa capacità da parte delle varie tipologie di collezionisti di influenzare in qualche modo i prezzi di aggiudicazione.

3.3. Prezzi di aggiudicazione e categorie di acquirenti

Si consideri un acquirente occasionale; molto probabilmente questo non sarà in grado di influenzare il prezzo di una certa opera. Ciò è dovuto sia al minor interesse specifico esercitato sulla singola opera, sia per la minor capacità impositiva degli acquirenti occasionali nei confronti dei venditori, dal momento che questa proprietà è connessa con una frequenza d'acquisto maggiormente sostenuta.

Di questa regola generale fanno eccezione i collezionisti e i critici famosi, quali possiedono un ruolo e una posizione vantaggiosa che li permette di aggiudicarsi un bene ad un prezzo favorevole. Questo ruolo nel mercato dell'arte, tipico di chi compra le opere ad un basso prezzo per poi farne salire le quotazioni, è stato bene interpretato da Charles Saatchi, agente pubblicitario che si affacciò all'arte acquistando opere degli autori più famosi quali ad esempio Andy Warhol e Cy Twombly, fino a lanciarne altri come Jeff Koons e Cindy Sherman. Per valorizzare

[95] S. RICOSSA, a cura di, *I mercati dell'arte. Aspetti pubblici e privati*, Allemanni, Torino 1991.

questo secondo gruppo di artisti egli è giunto perfino a stampare un catalogo delle loro opere in suo possesso, nonché a contribuire attivamente all'organizzazione di mostre che li riguardavano.
Il fatto che Saatchi stesse comprando loro opere ha determinato un salto di qualità nei medesimi prezzi; viceversa, il fatto che lo stesso ne stesse vendendo altre ha portato ad un crollo delle quotazioni di quelle opere. Proprio per questa sua capacità di influenzare le quotazioni e l'andamento del mercato, cercando di trarne sempre i massimi profitti, Charles Saatchi è stato spesso visto come un collezionista speculatore[96].

Gli investitori/speculatori, infatti, sembra possano influenzare, seppur in modo temporaneo, i prezzi finali delle opere d'arte. Per questa categoria di acquirenti, infatti, il prezzo rappresenta un mero parametro di convenienza ad agire. Questa tipologia di collezionista, in sostanza, valuta se acquistare un'opera d'arte sulla base dei cambiamenti delle quotazioni nel corso del tempo, nell'ottica di ottenere un rendimento positivo[97].

In linea generale, in assenza di una vera e propria concorrenza per l'acquisto, il collezionismo, quale ne sia il livello, tende a mantenere il prezzo delle opere in linea con il valore stimato sulla base del valore artistico. Al contrario, quando si è di fronte ad un'accesa concorrenza nell'àmbito di un segmento di classe economica, si creano le condizioni per una rapida crescita del prezzo, spesso superiore alla qualità intrinseca del bene medesimo[98].

3.4. Gli attori della domanda speculativa

Il mercato dell'arte, negli ultimi anni, ha visto una crescita ed è stato contraddistinto da un aumento della domanda proveniente soprattutto da gruppi di speculatori

[96] A. VETTESE, *Investire in arte. Produzione, promozione e mercato dell'arte contemporanea*, Il Sole 24 Ore, 1991, p. 30.
[97] F. BORDIERI, *Intervista al direttore della Sotheby's Italia*, in L'Europeo, 13 dicembre 2002.
[98] A. RASPI, *Arte e mercato. Aspetti del mercato dell'arte contemporanea. Il caso del quadro*, Artemide Edizioni, Roma 1997, p. 49.

vogliosi di trarre profitti da questo bene[99], l'opera d'arte, che si è tramutato sempre di più in 'merce'[100].
Come accennato nel paragrafo precedente, questi gruppi di speculatori, secondo A. Zorloni[101], sono cresciuti popolandosi di banche, fondi d'investimento e *corporate art collection*, portavoci di questa domanda maggiormente indirizzata all'aspetto economico. In realtà, per quanto riguarda le banche e le imprese, come sostiene nel suo testo A. Raspi[102], non siamo di fronte a veri e propri protagonisti di una domanda speculativa; questi, di solito, si affacciano al mercato dell'arte creando collezioni con la volontà di mantenerle nel tempo, comportamento che li differenzia dagli investitori/speculatori, che tendono a disfarsene in parte o in blocco.

L'investimento delle banche in questo mercato non ha come fine la speculazione di per sé; tali istituti, di fatto, agiscono per due principali motivazioni: da un parte il prestigio, ovvero il ritorno d'immagine nell'opinione pubblica, dal momento che il collezionismo d'arte costituisce un fattore di miglioramento della società stessa; dall'altra la diversificazione d'investimento, che non significa volontà di speculare, ma vuol dire scegliere come *asset* su cui investire le opere d'arte anziché beni immobili o strumenti finanziari.
Può capitare anche che una banca inizi a collezionare solo perché grazie all'acquisizione di un'altra banca si ritrova una collezione nel proprio patrimonio e il nuovo consiglio di amministrazione decida di continuare e allargare la collezione.

Spesso è stata contraddistinta come speculativa la condotta delle imprese che si affacciano al mercato dell'arte. Le *corporation*s, investendo in arte, sperano di vedere aumentare notevolmente il denaro investito.
In realtà, però, questo costituisce solo uno, e neppure il più importante, dei motivi per cui tante aziende hanno iniziato a collezionare arte. Anche quando le opere

---

[99] C. HERCHENRODER, *Il mercato dell'arte. Storia e cifre del mercato di pittura, scultura e arti minori: Le grandi aste internazionali e le vendite più clamorose; la politica dei musei, le gallerie, i collezionisti, i falsi, le perizie, i critici e la pubblicistica*, Bompiani, Milano 1980, p. 4 sg.
[100] Si veda A. VILLANI, *L'economia dell'arte. Mercato e piano*, Vita e Pensiero, 1978.
[101] Si veda A. ZORLONI, *L'economia dell'arte contemporanea. Mercati, strategie e star system*, Franco Angeli, Milano 2011.
[102] A. RASPI, *Arte e mercato. Aspetti del mercato dell'arte contemporanea. Il caso del quadro*, Artemide Edizioni, Roma 1997, p. 49.

acquistate incrementano visibilmente il proprio valore, esse non vengono vendute in tempi adatti a trarne il profitto massimo[103].
Di fatto, sono tre le spinte fondamentali per il collezionismo delle *corporations*: comunicare i valori aziendali, favorire i processi di apprendimento interno e decorare gli ambienti in cui viene ricevuto il pubblico[104]. In molti casi un aspetto fondamentale è anche quello di aiutare la cultura del proprio paese.
I vantaggi prettamente finanziari, che diminuiscono ormai di anno in anno, sono dati non dalla rivendita o dall'aumento delle quotazioni delle proprie collezioni, bensì dalla possibilità di detrarre gli acquisti sulla denuncia dei redditi.

Sono piuttosto i singoli collezionisti, spesso provenienti dal campo aziendale in qualità di proprietari di imprese o provenienti dal mondo azionario, ad avviare politiche speculative, si è visto il caso di Charles Saatchi come esempio.

In tempi relativamente recenti, una tipologia di investitori istituzionali che abbia deciso di acquistare opere d'arte talvolta a scopo speculativo, ma non necessariamente, è costituita dai fondi di investimento in arte.
La gestione dei fondi è affidata agli *art fund manager*, figure professionali altamente specializzate nel campo degli investimenti in arte che svolgono una grande varietà di compiti connessi alla gestione (in senso ampio) del patrimonio investito, come ad esempio la valorizzazione delle opere che ne fanno parte, la ricerca di risorse per il fondo, l'elaborazione delle strategie d'investimento e l'individuazione di nuove opere su cui investire.

Una volta messa assieme la collezione e terminato il periodo di investimento, le opere vengono reinserite nel mercato attraverso un processo di vendita, che avviene nei modi e nei tempi prestabiliti. Successivamente, pagati i costi per la gestione e amministrazione del fondo, i profitti vengono distribuiti tra gli investitori.

---

[103] A. VETTESE, *Investire in arte. Produzione, promozione e mercato dell'arte contemporanea*, Il Sole 24 Ore, 1991, p. 252.
[104] A. ZORLONI, *L'economia dell'arte contemporanea. Mercati, strategie e star system*, Franco Angeli, Milano 2011, p. 171.

Le tipologie di fondi in circolazione sono sostanzialmente due, quelli a lungo o a breve termine. Nel primo caso, la durata è generalmente di 10 anni e la composizione del paniere comprende opere di tutti i periodi della storia dell'arte; nel secondo caso, invece, per ragioni speculative, l'orizzonte temporale è più ristretto (5 anni) e l'interesse si concentra maggiormente sul contemporaneo, dove è più facile fare *trading*.

Ad ogni modo, le strategie possibili sono diverse per quanto riguarda sia la durata dell'investimento sia la differenziazione delle opere. In questo senso più la composizione è diversificata al proprio interno più il rischio risulta essere inferiore, mentre se ci si concentra solo su una determinata categoria di opere (specialmente quelle di arte contemporanea) il rischio aumenta di pari passo con la possibilità di beneficiare di alti rendimenti[105].

Esistono anche alcune problematiche legate agli *art fund* che in passato ne hanno spesso determinato l'insuccesso. In primo luogo va ravvisata la mancanza di una regolamentazione comune tale da assicurare una completa trasparenza. Da ciò deriva il rischio che si creino situazioni di conflitto d'interesse, dal momento che molto spesso le personalità che gestiscono i fondi svolgono anche altre attività in proprio nel mercato dell'arte[106]. Per risolvere questo problema si è tentato di allineare gli interessi economici (in termini di remunerazione per il lavoro svolto) degli *art fund manager* a quelli degli investitori, ma ciò non sempre è stato sufficiente.

Altre problematiche sono connesse invece alle informazioni: se di per sé il mercato dell'arte è un settore in cui si verificano costantemente situazioni di asimmetria informativa, nel caso degli *art fund* la questione è resa ancora più complicata dalla mancanza, o comunque dalla scarsità, di informazioni disponibili sulle esperienze passate, da cui deriva una difficoltà nel prevedere gli sviluppi futuri. Infine, altre criticità consistono negli elevati costi di gestione, nella difficoltà di adottare una struttura decisionale e gestionale adeguata e nel fatto che il capitale debba rimanere

---

[105] M. PIRRELLI, *La corsa ai fondi d'investimento in arte*, in Art Economy, N. 24, Il Sole 24 Ore, 1 Dicembre 2007.

[106] A. ZORLONI, *L'economia dell'arte contemporanea. Mercati, strategie e star system*, Franco Angeli, Milano 2011, p.187.

investito per un periodo di tempo abbastanza lungo senza generare un reddito costante.

La nascita di questi fondi si deve in particolare a due organizzazioni che, a partire dagli inizi del XX secolo, hanno anticipato e ispirato le esperienze successive: la francese *La Peau de l'Ours* e il britannico *British Rail Pension Fund*.

La Peau de l'Ours è il primo caso di *art fund*, risalente al 24 febbraio 1904, giorno in cui fu costituito per volontà di André Level, critico, collezionista d'arte e uomo d'affari parigino. Nello statuto dell'associazione, nel quale Level accettava di farsi carico del ruolo di amministratore della società stessa, si definiva la durata del fondo a 10 anni, periodo seguito dalla rivendita della collezione in occasione di un'asta pubblica. Al fondo aderirono 12 investitori, ciascuno dei quali vincolato a versare ogni anno una quota di 250 franchi utile all'acquisto di cento opere tra dipinti e disegni, alcuni dei quali di Picasso, Matisse e Braque. Il periodo d'investimento scadde il 2 marzo 1914, data in cui si svolse, come previsto, la vendita delle opere all'Hôtel Drout, operazione preceduta dall'esposizione al pubblico delle stesse. L'evento, che attirò un folto pubblico e rivestì un'importanza notevole, fece registrare una vendita senza precedenti per l'epoca, tanto che il fondo quadruplicò l'investimento iniziale, ricavo che venne ripartito tra gli investitori[107].

L'altro fondo pioniere fu il *British Rail Pension Fund*, ideato nel 1974 sotto l'iniziativa delle ferrovie britanniche, decisione presa in un momento di grande depressione dei mercati finanziari e di grande inflazione della sterlina. L'intenzione era quella di diversificare una piccola percentuale delle entrate investendo in opere d'arte; dall'ottobre di quello stesso anno il fondo investì circa 40 milioni di sterline (il 2,5% del suo investimento in portafoglio) in una collezione di più di 2400 opere, dall'arte antica alle porcellane cinesi, dai libri antichi ai disegni con la consulenza di Sotheby's[108].

All'inizio degli anni '90, quando venne completata la vendita di tutti i lotti compresi nel portafoglio d'arte del fondo, il disinvestimento dei beni acquistati fece ottenere

---

[107] A. VETTESE, *Investire in arte. Produzione, promozione e mercato dell'arte contemporanea*, Il Sole 24 Ore, 1991, p. 248.

[108] G. IANNACONE, *Fondi comuni di investimento in opere d'arte: opportunità tra problematiche valutative e conflitti di interesse* in Analisi Giuridica dell'Economia, N. 1, Giugno 2007, p. 199 sg.

un rendimento medio annuo pari al 13,1 % (le singole rendite annuali sono riportate nella tabella 3.1)[109].

Tabella 3.1. Rendite annuali al netto dell'inflazione e delle spese ricavate dalla collezione del British Rail Pension Fund

ARTISTA	TITOLO DELL'OPERA	RENDIMENTO ANNUALE (%)
Pablo Picasso	*Le garçon bleu*	36 %
Claude Monet	*Santa Maria della Salute*	24 %
Henry Matisse	*Deux negresses*	19 %
Camille Pissarro	*Paysage d'Eragny*	16 %
Edouard Vuillard	*Carafe de vin et quatre pèches*	14 %
Edouard Degas	*Cavallo al galoppo*	13 %
Henry Matisse	*Odalisque allongé*	12 %
Vincent Van Gogh	*Mas à Saintes-Maries*	11 %
Auguste Renoir	*La passeggiata*	11 %
Paul Cézanne	*Natura morta con melone*	9 %
Auguste Renoir	*Portrait de Cézanne*	9 %
Henri de Toulouse-Lautrec	*Gabrielle la danseuse*	9 %
Camille Pissarro	*La roue de l'epiciere à Rouen*	8 %
Pablo Picasso	*Etudes des personages*	8 %
Henry Fantin	*La tour rose*	7 %
Camille Pissarro	*La route de Saint-Germain*	5 %
Honoré Daumier	*Les avocats*	5 %
Camille Pissarro	*Effet de neige à l'Ermitage*	4 %
Camille Pissarro	*La route de Versailles*	3 %
Camille Pissarro	*Portrait de Cézanne*	3 %
Eugène Boudin	*Le Havre*	1 %
Edouard Manet	*Le vieux musicien*	1 %
Paul Cézanne	*Baigneuses*	0 %

Fonte: A. VETTESE, Investire in arte. Produzione, promozione e mercato dell'arte contemporanea, Il Sole 24 Ore, 1991.

[109] D. BLAKE, *Pension Schemes and Pension Funds in the United Kingdom*, Oxford University Press – USA, 2003.

Da questi precedenti di successo scaturirono fenomeni di audacia da parte di compagnie europee ed extraeuropee, mirati alla creazione di *art funds*. Tuttavia, non sempre questi ebbero il successo desiderato; fra tutti si può citare il *Trading Art Fund* che, nonostante avesse un consigliere di fama internazionale come il noto collezionista di arte contemporanea Charles Saatchi, andò in rovina alla fine del 2009.

Lo stesso destino capitò anche alla serie di fondi *Osian's*, dal momento che, ai primi segnali di crisi, gli investitori abbandonarono il progetto.

L'esempio italiano più famoso di questa tendenza è quello di *Pinacotheca*, fondo indirizzato a investitori istituzionali nato nel 2007 dalla collaborazione tra la Carife e la Vegages, mai decollato tanto che, non essendosi trovati sottoscrittori, già nell'ottobre dell'anno seguente, il fondo venne messo in vendita e fu acquistato da Sorgente SGR, che lo rivendette a sua volta nel 2012.

Il fallimento della maggior parte di tali progetti si può ricondurre a diversi fattori, quali ad esempio l'errata valutazione dei prodotti, i considerevoli costi di gestione, l'assenza di una regolamentazione comune, la trasparenza limitata, una inadeguata forma di governo oppure il disagio di avere il capitale bloccato per lunghi periodi.

Nonostante gli ultimi anni non siano stati molto fortunati per questa tipologia di investimento, il 2011 si è rivelato un anno più produttivo, grazie all'apertura di diversi fondi, a cominciare dal *Contemporary Art Fund*, lanciato dalla statunitense Pericca Merchant Bank, per poi passare al *Fondo Scudo Arte Moderna* di San Marino, controllato per metà dallo "Scudo Investimenti Sg" e, per la restante parte, dalla Banca Partner Spa[110].

In conclusione, si è visto che i risultati negativi provenienti dal mercato dell'arte, e in particolare quello contemporaneo, sono spesso generati dai piccoli o inesperti collezionisti che, attratti dalla possibilità di generare alti profitti in tempi ristretti, si affacciano sul mercato investendo anche grosse somme di denaro. Molti studiosi

---

[110] A. ZORLONI, *L'economia dell'arte contemporanea. Mercati, strategie e star system*, Franco Angeli, Milano 2011, p. 188.

hanno affermato che questi comportamenti speculativi, spesso, possono portare a risultati indesiderati, determinando, come nel mercato finanziario, boom e crolli, sia in termini di volumi che di prezzi che col tempo possono generare le cosiddette 'bolle speculative'[111].

[111] N. SRIVASTAVA, S. SATCHELL, *Are There Bubbles in the Art Market? The Detection of Bubbles when Fair Value is Unobservable*, Birkbeck Working Papers in Economics & Finance, Aprile 2012, p.6 sgg.

CAPITOLO 4
BOLLE SPECULATIVE

Il mercato azionario è considerato un barometro sia per le economie nazionali sia per l'economia mondiale nel suo complesso, in quanto reagisce a tutti gli eventi, a tutte le informazioni o ai cambiamenti che si verificano e che hanno un'influenza su di esso. Ciò significa che il mercato azionario reagisce in tempi di crescita e di boom economico, ma anche in tempi di crisi.

La teoria dei mercati efficienti, secondo la quale i prezzi dei titoli rispecchierebbero accuratamente tutte le informazioni disponibili in ogni momento e di conseguenza i titoli sarebbero sempre valutati correttamente rispecchiando il loro valore corretto, non ci garantisce infatti che il mercato non possa attraversare periodi di errata valutazione, anche consistente, che durino anni o anche decenni[112]. Questi periodi caratterizzati da andamenti anomali del mercato sono definiti come 'bolle speculative'.

Le bolle speculative sono parte del ciclo economico e sono caratterizzate da una rapida espansione (vista come un aumento dei prezzi dei titoli scambiati), che è seguita da una contrazione altrettanto rapida (vista come una netta diminuzione dei prezzi).

Siegel, nel suo libro *Stocks for the Long Run*[113], cita una lista di cinquanta titoli noti come «Nifty Fifty», titoli che a partire dal 1970-1972 si collocano al centro dell'interesse degli investitori sulla base di una prospettiva di guadagno. La lista comprendeva imprese high-tech, quali la IBM e la Xerox, assieme ad altre aziende famose, quali Coca-Cola e McDonald's. I titoli ad esse associati vennero citati nel 1977 in un articolo all'interno della rivista *Forbes* come chiari esempi di follia degli

[112] E. D. BAKO, I. SECHEL, *Speculative bubbles – Appearance and Growth* in Rivista Economica, Vol. 65, issue 3, 2013, p. 182 sg.
[113] Si veda J. J. SIEGEL, *Stocks for the Long Run*, McGraw-Hill Book, New York 1998.

investitori, dopo che le quotazioni della «Nifty Fifty» erano precipitate a causa del crollo del mercato finanziario nel 1973-74[114].

4.1. Definizione

La presenza di bolle speculative è stata vista come la prova di un'inefficienza del mercato finanziario; tuttavia, il prezzo di un titolo può aumentare in misura ampia e inattesa proprio per l'arrivo di informazioni fondamentali, cioè perché il mercato è efficiente.

Nel dettaglio una bolla speculativa si riscontra in occasione di un forte rialzo del prezzo di un bene, distante dal suo valore fondamentale[115], che accompagna un eccessivo incremento della domanda. Si è dunque in una situazione in cui a grandi volumi di vendite corrispondono prezzi ingiustificati, bel più alti dei loro prezzi di equilibrio[116].

Nella letteratura sono stati usati diversi termini per indicare questo fenomeno (bolla del mercato, bolla del prezzo, bolla finanziaria, bolla razionale), ma tutti fanno riferimento essenzialmente al medesimo fenomeno, caratterizzato allo stesso tempo da un aumento di volumi e da un aumento di prezzi.

L'economista Charles P. Kindleberger ha attribuito a tre fattori principali la nascita di una bolla speculativa. Innanzitutto, all'interesse degli investitori che si sposta verso un nuovo oggetto di investimento (spesso un'innovazione). Secondo, alla presenza di una componente speculativa. Infine, all'effetto moltiplicativo causato dall'affacciarsi sul mercato di investitori inesperti[117].
Per trattare correttamente una bolla speculativa è utile ripartire dalla formula del valore fondamentale di un titolo:

$$P_{kt} = \sum_{n=1}^{N} \frac{1}{(1+r)^n} Y_{kt+n} + \frac{1}{(1+r)^N} P_{kt+N} \qquad (1)$$

[114] R. SHILLER, *Euforia irrazionale. Alti e bassi di Borsa*, Il Mulino, Bologna 2009.
[115] http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/bollaspeculativa.htm
[116] http://www.bancheitalia.it/economia-e-finanza/bolla-speculativa.htm
[117] C. P. KINDLEBERGER, *Manias, panics, and crashes: a history of financial crises*, Basic Books, 1978.

Il primo addendo (il valore fondamentale della somma dei pagamenti futuri fino al tempo *N*) corrisponde al valore fondamentale e viene indicato come V_t^* . Il secondo addendo, chiamato invece B_t (il valore attuale del prezzo al tempo *t*+*N*), rappresenta la componente "speculativa", nel senso di 'previsione del futuro'. La formula compatta può essere scritta così come segue:

$$P_{kt} = V_t^* + B_t \qquad (2)$$

Considerando che la teoria dell'efficienza si basa sulla considerazione che al crescere dell'orizzonte temporale, l'aspettativa razionale di B_t tende a zero, così che il prezzo del titolo viene a riflettere solo il valore fondamentale.
Sembrerebbe dunque che il mercato nel lungo periodo tenda a correggere i prezzi errati riportandoli verso i valori corretti, ossia quelli depurati dalle emozioni degli investitori. Barsky e Long nel 1990[118] fanno notare, infatti, come l'entusiasmo e il pessimismo degli investitori nei mercati abbiano valore solo nel breve periodo. Nonostante nel lungo periodo i prezzi tendano a ritornare ai loro giusti valori, tuttavia, è difficile che gli investitori che possiedono titoli in concomitanza con un periodo di crisi del mercato aspettino fino a che questo non si ristabilizzi nuovamente, magari dopo quasi una trentina di anni come avvenuto per i titoli «Nifty Fifty» intorno agli anni '70[119].

Il principio che sta alla base della formazione delle bolle speculative è dato dalla continua crescita dei prezzi di un determinato *asset*; questa crescita è sostenuta dagli investitori che vogliono raggiungere nuovi successi. Malgrado essi siano consapevoli che i prezzi di acquisto sono alti, questi investitori hanno sempre la speranza di ottenere risultati migliori e di guadagnare ulteriormente da questi.

Se per la prima parte del processo di formazione della bolla, i partecipanti sono euforici ed entusiasti, per la seconda parte, caratterizzata dallo scoppio di questa, i

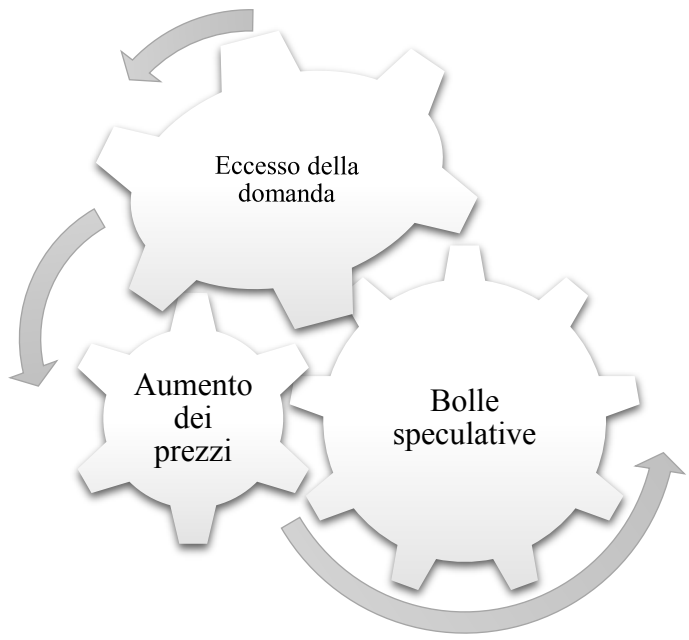
---

[118] R. B. BARSKY, J. B. DE LONG, *Bull and bear markets in the twentieth century* in Journal of Economic History, Vol. 50, iusse 2, 1990, p. 266 sgg.
[119] R. SHILLER, *Euforia irrazionale. Alti e bassi di Borsa*, Il Mulino, Bologna 2009. p. 247.

loro sentimenti si trasformano in disperazione; molti di loro vanno in bancarotta. C'è da sottolineare, però, che vi sono anche molti partecipanti che beneficiano degli effetti delle scoppio delle bolle speculative, agendo nel breve periodo e incrementando i propri rendimenti[120].

In sostanza, il meccanismo di formazione delle bolle e i loro effetti sull'economia reale possono essere presentati nella figura 4.1.

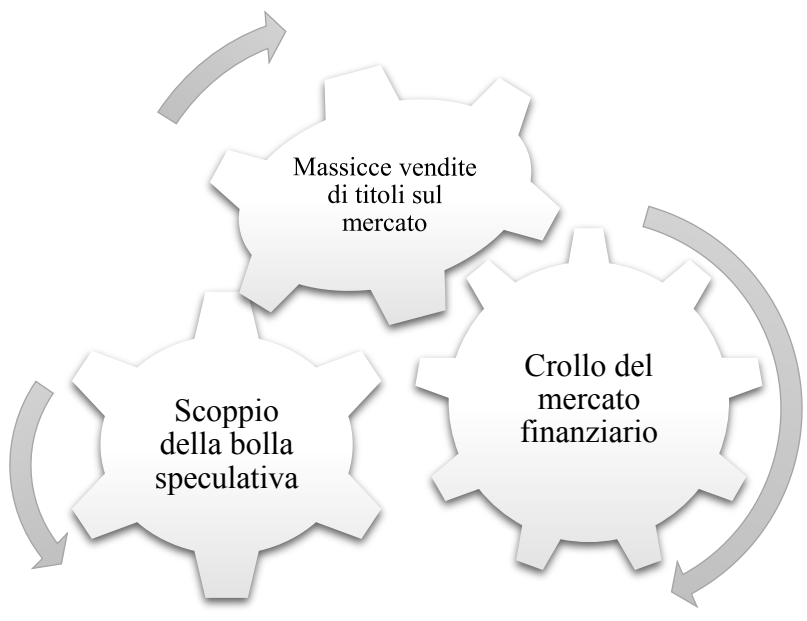
Figura 0. Formazione della bolla speculativa



Fonte: E. D. BAKO, I. SECHEL, Speculative bubbles – Appearance and Growth in Rivista Economica, Vol. 65, N. 3, 2013.

[120] Si veda E. D. BAKO, I. SECHEL, *Speculative bubbles – Appearance and Growth* in Rivista Economica, p. 182 sg.

Figura 4.2. Scoppio della bolla speculativa



Fonte: E. D. BAKO, I. SECHEL, Speculative bubbles – Appearance and Growth in Rivista Economica, Vol. 65, N. 3, 2013.

4.2. Variabili che influenzano la formazione di bolle speculative

Individuare i fattori che portano alla generazione di bolle e a conseguenti mutamenti nei cicli economici del mercato rappresenta una sfida, in quanto non si dispone di una teoria universalmente accettata.

Il fenomeno delle bolle speculative solitamente viene visto come un'anomalia di mercato legata più alla componente psicologica che a quella razionale. Alcuni esperti del settore sostengono anche che la formazione di queste sia dovuta prevalentemente al crescente tasso d'inflazione, che porta ad un aumento del prezzo di un bene rispetto al valore fondamentale ad esso associato[121].

[121] http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/bollaspeculativa.htm

Le bolle speculative hanno a che fare con un'instabilità causata da un'errata valutazione delle opportunità di guadagno da parte degli investitori. Questo squilibrio economico può essere tradotto all'interno di una situazione prodotta artificialmente nel mercato, soprattutto per ciò che attiene alle bolle speculative di breve termine. L'impatto causato invece da situazioni che si pongono un orizzonte temporale ampio risulta più grave e incisivo nei confronti dell'economia globale.

Due delle possibili cause che portano alla formazione di bolle speculative vengono esplicate bene da due teorie. La prima, di Keynes[122], identifica come movente principale l'irrazionalità insita nel comportamento umano. Spesso, infatti, le azioni degli individui si basano su decisioni immediate in cui la componente emozionale e psicologica è maggiormente incisiva. L'impulsività e la spontaneità in questa teoria prevalgono sulla valutazione e sull'utilizzo di modelli statistici e matematici. La seconda teoria, invece, è stata formulata da due economisti austriaci, Mises e Friedman, quali considerano le bolle speculative come conseguenze della variazione dell'offerta monetaria nell'economia. Nonostante gli apporti da parte di queste due teorie, al giorno d'oggi non vi è ancora una spiegazione esaustiva all'argomento[123].

Una causa plausibile, infatti, è rappresentata dall'eccessiva liquidità all'interno del sistema finanziario (crescita dell'offerta di denaro) che si verifica a seguito della politica monetaria espansiva adottata dalle banche (praticando bassi tassi di interesse). Quando il mercato è caratterizzato da bassi tassi di interesse, di fatto, gli investitori sono maggiormente attratti ad investire il proprio denaro in titoli o in immobili piuttosto che nei depositi, in quanto il rendimento che può essere ottenuto risulta più elevato. Tuttavia, ciò porta ad un aumento del prezzo all'interno del mercato interessato e allo scoppio della bolla speculativa. In questo caso, le banche centrali sono costrette a intervenire sul mercato e ad adottare una politica di contrazione monetaria al fine di non mettere a rischio la stabilità della moneta nazionale. Risulta fondamentale, dunque, la possibilità da parte degli investitori di

---

[122] J. M KEYNES, *The General Theory of Employment. Interest and Money*, Macmillan, Londra 1936.
[123] L. C. MORARU, I. TĂNASE, *Crisis: a Return to Rationality* in Theoretical and Applied Economics, Vol. 19, N. 2, 2012, pp. 59-68.

contrarre prestiti a bassi tassi di interesse e utilizzare la somma concessa per investire nei mercati azionari. Questa possibilità porta ad un aumento dei prezzi di questi titoli.
Al contrario, se la politica delle banche è quella di applicare alti tassi di interesse, gli investitori spostano la loro attenzione sull'economia reale piuttosto che sul mercato azionario poiché il costo dell'indebitamento risulterebbe troppo elevato; inoltre, la probabilità di saldarlo con potenziali guadagni provenienti dal mercato finanziario è piuttosto bassa. Questa situazione si contraddistingue dunque per un abbassamento della liquidità presente nel sistema economico, per un contestuale aumento dei tassi d'interesse e per l'incapacità di pagare debiti e rendite. Tutto ciò porta l'economia in una fase di ristrettezza finanziaria caratterizzata dal fatto che l'unica via di uscita per pagare i debiti è la vendita; segue lo scoppio della bolla speculativa e si assiste ad un'inversione di tendenza dei prezzi, che porta a grosse perdite per tutti coloro che possiedono quelle determinate azioni nel loro portafoglio[124].

Nonostante l'importanza di queste variabili economiche-finanziarie, il più delle volte nella formazione delle bolle speculative, i fattori psicologici hanno un impatto maggiore rispetto a quelli economici[125]. A questo proposito, si sono volute approfondire le variabili di natura psicologica e le caratteristiche che contraddistinguono il comportamento umano davanti a determinate situazioni, per poi passare alla descrizione del ruolo dei media e dei mezzi informativi che influenzano il modo di vedere e di pensare della gente comune, mettendo in evidenza alcuni aspetti e trascurandone altri a proprio piacimento, per raggiungere i propri obiettivi economici.

4.2.1. Fattori non razionali

La teoria classica della scelta razionale rappresenta un efficace esempio delle modalità attraverso le quali la mente umana tende ad operare. L'approccio

---

[124] Si veda R. CAPPELLETTO, *La mappa logistica nello studio delle bolle speculative*, Tesi di Dottorato, Università degli Studi di Trieste, A.A. 2011/2012.
[125] Si veda H. HONG, J. SCHEINKMAN, W. XIONG, *Asset Float and Speculative Bubbles* in The Journal of Finance, Vol. 61, N. 3, Giugno 2006, p. 1074 sgg.

neurobiologico mostra, tuttavia, che si tratta di una esemplificazione alquanto astratta. Gli studi in ambito neurobiologico e psichiatrico, infatti, si focalizzano sulla componente di incertezza assolutamente non trascurabile nei processi di *decision making*: si tratta, da un lato, della variabilità potenziale della "identità" preposta alla realizzazione della decisione assunta e, dall'altro, del possibile conflitto che intercorre fra motivazioni razionali e "motivazioni istintive" (che costituisce un ostacolo oggettivo alla massimizzazione del benessere individuale)[126].

L'aumento indistinto e generalizzato delle quotazioni che si verifica durante la fase di formazione di una bolla speculativa sembra essere dunque provocato dal comportamento anomalo d'acquisto da parte degli investitori, piuttosto che da nuove informazioni circa la concreta profittabilità delle imprese. Il fenomeno è stato visto come risultante di una inclinazione della psiche umana, notoriamente definita "irrational exuberance" per cui i prezzi quotidianamente negoziati scontano un ottimismo evidentemente ingiustificato.
A questo proposito, Shiller si focalizza su una serie di fattori che, nell'ultimo secolo, hanno avuto sul mercato un effetto che non è legittimato da un'analisi razionale dei fondamentali dell'economia, tralasciando invece quelle variabili (per esempio, l'aumento degli utili, il variare dei tassi di interesse) che dovrebbero razionalmente avere un impatto sui mercati finanziari. Gli elementi da lui delineati sono: la rivoluzione della tecnologia informatica, l'esaltazione patriottica legata ad una presunta 'vittoria' sui rivali economici stranieri, il risalto dato al successo negli affari, il sostegno politico alle imprese, l'esplosione demografica denominata Babyboom, la riduzione dell'inflazione e l'economia dell'illusione monetaria nonché l'atteggiamento sempre più speculativo e la propensione al rischio. Nonostante gli elementi diversi che li delineano, questi fattori hanno in comune l'aver contribuito alla creazione di una psicologia auto-gratificante nei confronti del mercato azionario nell'ultimo secolo[127].

---

[126] Si veda M. PUGNO, *Razionalità e motivazioni affettive: nuove idee dalla neurobiologia e psichiatria per la teoria economica?*, Technical Report 1, Economia, University of Trento 2004.
[127] R. SHILLER, *Euforia irrazionale. Alti e bassi di Borsa*, Il Mulino, Bologna 2009, p.40 sgg.

4.2.2. Fattori psicologici e istintivi che contraddistinguono gli investitori

Il ricorso alle indagini neurobiologiche e agli studi condotti in ambito psicologico può costituire un valido strumento d'ausilio per l'interpretazione di rilevanti tipologie di comportamento umano che la teoria classica della scelta razionale non appare in grado di definire.

Uno degli elementi forse più trascurati nell'ambito del processo decisionale che porta alla scelta di investimento è proprio l'aspetto psicologico. La realtà dei mercati finanziari insegna, infatti, che spesso la componente psicologica tende ad avere il sopravvento sulla razionalità e sul rigore dell'approccio economico-fondamentale[128].

«*Le motivazioni istintive sono risposte dirette ed involontarie del corpo alla percezione di determinati stimoli, esterni e interni al corpo, e sono in grado di prevalere ed inibire le altre motivazioni.*

Le motivazioni istintive sono innanzitutto quelle che presiedono alla sopravvivenza dell'uomo e della specie.

Sono generalmente motivazioni di tipo semplice ed urgente, che richiamano specifici comportamenti»[129].

L'aspetto irrazionale ed emozionale della condotta umana costituisce un elemento di imprescindibile rilievo per comprendere il meccanismo di formazione delle bolle speculative.

Il desiderio di ricchezza facile e veloce ha ormai preso piede grazie al grande sviluppo del gioco d'azzardo. L'aumento delle agenzie da gioco, e la maggiore frenesia del gioco d'azzardo, ha un impatto potenziale molto significativo sulla nostra cultura e sugli atteggiamenti verso l'assunzione di rischio in altri campi, quali l'investimento nel mercato azionario. È emerso che la legalizzazione del gioco, attraverso l'istituzione di lotterie nazionali, ha contribuito ad incrementare l'attività

---

[128] S. M. MASULLO, F. POZZI, *Analisi tecnica, investimento e speculazione. Aspetti operativi, strategici e psicologici dei mercati finanziari*, Edizioni Fag, Milano 1999, p. 293 sg.

[129] http://www.performancetrading.it/Documents/Pugno/Pug_Istintive.htm

delle scommesse illegali senza sostituirle, e pertanto potrebbe promuovere anche ulteriori attività di rischio. In queste situazioni, le trattazioni avvengono via computer, per mezzo del quale viene acquistato un certificato (biglietto della lotteria) e, per quanto riguarda le lotterie nazionali, l'intento è quello di partecipare ad un fenomeno nazionale di cui si parla molto. Una volta acquisita una simile consuetudine, diviene naturale partecipare progressivamente a forme speculative più elevate, ovvero la speculazione sui titoli. Il processo mentale insito nell'uomo di scommettere e di aumentare la propria scommessa nel caso in cui la vincita sia molto alta, nonostante una bassa probabilità di successo, è molto simile a quello che porta le persone ad investire nei titoli 'sopravvalutati' che caratterizzano le bolle speculative[130].

Questi comportamenti, come annunciato, evidenziano una forte componente irrazionale da parte degli investitori. A tal proposito, vige la 'Fool Theory", teoria in base alla quale gli investitori acquistano titoli a prezzi più elevati dei valori fondamentali ad essi connessi, sperando di rivederli a qualcun altro disposto a comprarli ad un prezzo ancora più alto. Questo processo si basa su un esagerato ottimismo dimostrato dagli investitori, identificati come 'folli', che si traduce nell'acquisizione di un asset sopravvalutato e nella successiva speranza di ottenere un guadagno dalla sua vendita ad altri speculatori, definiti 'grandi folli'[131]. Per mezzo di questo meccanismo, le bolle speculative si formano e crescono nella misura in cui questi protagonisti del mercato riescano a trovare persone che siano sempre disposte a pagare un prezzo maggiore per le attività già oggetto di una stima esagerata, pena la fine del processo e il conseguente scoppio della bolla speculativa[132].

Un'altra molla del comportamento umano è quella di non voler essere gli unici a non sfruttare un'occasione e allo stesso modo quella di voler emulare chi ci racconta

---

[130] Si veda R. CAPPELLETTO, *La mappa logistica nello studio delle bolle speculative*, Tesi di Dottorato, Università degli Studi di Trieste, A.A. 2011/2012.

[131] Si veda V. LEI, C. N. NOUSSAIR, C. R. PLOTT, *Nonspeculative Bubbles in Experimental Asset Markets: Lack of Common Knowledge of Rationality vs. Actual Irrationality* in Econometrica, Vol. 69, Issue 4, Luglio 2001, pp. 831–859.

[132] E. D. BAKO, I. SECHEL, *Speculative bubbles – Appearance and Growth* in Rivista Economica, Vol. 65, issue 3, 2013, pp.187-190.

di esser riuscito a fare una fortuna in poco tempo. È stato inoltre evidenziato come l'uomo sia un animale estremamente ottimista riguardo alle aspettative sugli scenari futuri della propria vita, allo stesso modo gli investitori sono sempre molto positivi riguardo alle aspettative sul mercato azionario. Questo porta, ovviamente, le persone a pensare che il mercato azionario sia un luogo sicuro in cui investire i propri fondi, scenario che si verifica maggiormente quando si assiste alla crescita di una bolla speculativa.

Un'ulteriore pulsione umana è quella di guardarsi indietro e di pentirsi di ciò che si è o non si è fatto; in questo modo si può essere portati a compiere decisioni finanziarie non ottimali a causa di errori commessi in passato. Lo stato d'animo dipende dall'esperienza recente di investimento: se si è rimasti fuori dal mercato, e non si sono condivisi i profitti che altri hanno recentemente ricavato, si potrebbe infatti avvertire un acuto senso di rammarico.
Il rammarico è un'emozione che, secondo le ricerche degli psicologi, fornisce una notevole spinta alla motivazione ad agire. Invidiare gli altri che potrebbero avere realizzato sul mercato azionario più di quanto non si sia guadagnato in un anno di lavoro rappresenta una situazione dolorosa, specialmente per il fatto che determina una diminuzione della stima di sé. Il comportamento che ne consegue è dunque quello di partecipare, almeno per un periodo, al rialzo del mercato per allentare tale situazione dolorosa. Anche se si otterrà una perdita, il costo psicologico di essa potrebbe non essere molto più grande del rammarico per essere restati fuori dal mercato[133].

Un'altra causa, che ha influenza sui comportamenti umani, è rappresentata dall'effetto 'mandria'[134]; ovvero quella situazione per cui vi è un coinvolgimento eccessivo di acquirenti o di venditori nel mercato[135].
Sembra pertanto condivisibile il pensiero di Vivanti[136] secondo il quale

---

[133] Si veda R. SHILLER, *Euforia irrazionale. Alti e bassi di Borsa*, Il Mulino, Bologna 2009, p.89 sg.
[134] Si veda R. CAPPELLETTO, *La mappa logistica nello studio delle bolle speculative*, Tesi di Dottorato, Università degli Studi di Trieste, A.A. 2011/2012.
[135] E. D. BAKO, I. SECHEL, *Speculative bubbles – Appearance and Growth* in Rivista Economica, pp.187-190. Vol. 65, issue 3, 2013.
[136] Si veda A. VIVANTI, *Come si fa l'analisi tecnica. Guida pratica alla scelta della strategia d'investimento più redditizia*, Milano 1992.

«è la reazione delle masse la forza del mercato,
di tutti i mercati compresi quelli automobilistici, delle lattine di birra e dei computers.
La massa segue un suo proprio istinto che è indipendente da quello degli individui che lo compongono, a prescindere dal loro grado di cultura e intelligenza o dal loro carattere.
L'entità collettiva in cui questi individui di fondano, pensa e agisce secondo una propria anima che non ha nulla a che vedere con quelle proprie dei singoli elementi che la compongono.

Sono le reazioni di questa massa a spingere
le quotazioni delle azioni, degli immobili o degli oggetti d'arte, in una certa direzione»[137]

In quest'ottica è opportuno valutare il comportamento che spinge chi si trova in una situazione di difficoltà a seguire ciò che la maggioranza delle persone ha scelto. I soggetti economici tendono, difatti, ad adeguarsi alle opinioni condivise dalla maggioranza anche se queste appaiono ragionevolmente infondate, avendo raramente il coraggio di assumere posizioni in palese controtendenza. Il comportamento che magari sarebbe razionale a livello del singolo individuo si riduce, dunque, ad un atteggiamento gregario, inspiegabile razionalmente. Alcuni comportamenti gregari sono rappresentati dalla paura di andare contro il gruppo, dall'eccessiva fiducia riposta nei comportamenti degli altri e dall'insufficiente fiducia nei propri ragionamenti; queste situazioni possono spingere le persone a non pensare con la propria testa quando esse si trovano davanti ad un dubbio che è già stato affrontato da altri, mostrando quindi tracce di irrazionalità nei comportamenti umani che portano, di conseguenza, gli investitori a prendere decisioni non ponderate o addirittura irrazionali[138].

---

[137] S. M. MASULLO, F. POZZI, *Analisi tecnica, investimento e speculazione. Aspetti operativi, strategici e psicologici dei mercati finanziari*, Edizioni Fag, 1999, p. 293.
[138] Si veda S. MILGRAM, *Obedience to Authority*, Harper&Row, New York 1974.

4.2.3. Fattori strutturali e culturali

Oltre ai comportamenti tipici degli esseri umani ci sono anche fattori strutturali e culturali che influenzano la formazione e la crescita delle bolle. Un fattore che ha sicuramente preparato il campo alla nascita di bolle speculative è dato dal significativo aumento dei servizi di negoziazione on-line che hanno dato la possibilità, a chiunque lo desideri, di operare sul mercato finanziario da qualsiasi luogo e in qualsiasi momento.

L'uso di Internet dà alle persone la sensazione di essere padrone del mondo. Possono 'navigare' e fare cose che prima erano impossibili. Possono avere un sito web ed essere esse stesse un fattore dell'economia mondiale secondo modalità precedentemente inimmaginabili. Al contrario, l'avvento della televisione le aveva trasformate in ricettori passivi di intrattenimento ed i computer venivano utilizzati dalla maggior parte della gente soprattutto come macchine da video-scrittura e apparati per ogni sorta di videogiochi. Proprio per il suo impatto, la gente ritiene che Internet abbia una forte rilevanza economica e ciò ha portato a forti aumenti nell'investimento nel mercato azionario (ad esempio in concomitanza con la bolla delle Dot-com[139]) e ad un successivo incremento di volatilità nello stesso[140].

Un altro elemento da tenere in considerazione è rappresentato dalla nascita di giornali unicamente concentrati sui problemi finanziari e dalla creazione di canali televisivi monotematici che trasmettono 24 ore su 24. In questo modo il mercato finanziario è riuscito ad entrare nella quotidianità della vita delle persone, che di conseguenza, hanno imparato a conoscerlo e ad avvicinarsi ad esso. Molti resoconti dei mezzi di comunicazione riportano quotidianamente i successi di coloro che hanno investito in Borsa negli anni passati, con la netta indicazione al lettore che "lo puoi fare anche tu".

Da questa analisi si comprende come i mezzi di comunicazione (radio, televisione, internet, riviste, quotidiani) possano influire notevolmente sull'evoluzione delle bolle speculative proprio perché al giorno d'oggi essi detengono un ruolo attivo nella vita di tutti i giorni.

---

[139] Sulla bolla delle Dot-Com si veda il Capitolo 5.4.2.

[140] R. SHILLER, *Euforia irrazionale. Alti e bassi di Borsa*, Il Mulino, p. 41 sg.

I mezzi di comunicazione, da sempre si sono concentrati nella trasmissione di notizie provenienti dal mercato finanziario, le quali hanno grande interesse in quanto trattano della creazione e della distruzione di ricchezze. La notizia finanziaria tipica si concentra su dati statistici relativi al breve periodo, sui numeri relativi alla crescita economica, sulle opinioni dei protagonisti del mercato, ma spesso non approfondisce criticamente le notizie[141].

Lo scopo è quello di non affermare esclusivamente l'importanza delle cronache per il mercato azionario come semplici strumenti per gli investitori, che reagiscono direttamente a quelle cronache economicamente significative. I mezzi di comunicazione formano attivamente l'attenzione del pubblico e le categorie di pensiero, creando l'ambiente in cui si verificano gli avvenimenti del mercato azionario[142]. Talvolta essi utilizzano alcune tecniche allo scopo di aumentare l'interesse del pubblico, accompagnando ad esempio movimenti di prezzi già osservati dal pubblico con ulteriori notizie, rafforzandone l'importanza e assicurando maggior attenzione. Con ciò non si vuole affermare che le notizie costituiscano una forza rigida che mette in testa le idee ad un pubblico completamente passivo. I media rappresentano un canale per la comunicazione di massa e l'interpretazione della cultura popolare, che però ha una sua logica interna e un processo proprio[143].

4.3. Metodi di rilevazione delle bolle speculative

L'identificazione di bolle speculative, sia che avvenga in tempo reale sia che si guardi al passato, non è certamente un compito facile tanto da essere stata per molti anni al centro di un forte dibattito accademico e professionale.

Negli ultimi quattro decenni si sono avviati molti studi volti a rilevare una componente esplosiva in determinati lassi temporali, ovvero individuare quel

[141] Ibidem, p. 109 sg.
[142] Si veda R. CAPPELLETTO, *La mappa logistica nello studio delle bolle speculative*, Tesi di Dottorato, Università degli Studi di Trieste, A.A. 2011/2012.
[143] R. SHILLER, *Euforia irrazionale. Alti e bassi di Borsa*, Il Mulino, p. 137 sg.

momento in cui il prezzo di un determinato bene è stato maggiore rispetto al suo valore presente scontato atteso (*present value theory*).

A questo scopo, sono stati condotti nel corso degli anni una serie di test. Il test proposto all'interno di uno studio condotto da Shiller[144], ad esempio, è uno dei primi metodi a rilevare i comportamenti esplosivi all'interno dei mercati. Pur non essendo stato progettato per rilevare la presenza di bolle speculative ma per comparare due diversi indici, quali il Dow Jones e lo Standard & Poor's, il suo studio può essere utilizzato a questo scopo. Tuttavia, esso si caratterizza per il limite di porre troppa attenzione sulla volatilità, elemento che può essere causato da variazioni nei rendimenti attesi o nelle mode, come sottolinea invece West[145].

Nonostante la rilevanza insita in questi studi, c'è da considerare che nel mercato finanziario, così come in altri mercati, molta importanza assume lo studio dell'andamento di fenomeni visti in un orizzonte di lungo periodo. A tale scopo, un filone della letteratura empirica suggerisce di utilizzare le tecniche di stima delle serie storiche. L'analisi di queste, infatti, permette di verificarne il trend, la ciclicità, la stazionarietà e dunque le eventuali anomalie verificatesi all'interno del periodo da esse coperto[146].
Sulla base di questa considerazione, Campbell e Shiller sviluppano un altro metodo alla rilevazione di radici unitarie all'interno di serie temporali, di cui uno dei test più utilizzati a questo scopo è il test Dickey-Fuller (DF). Il loro approccio si basa sull'idea che se esiste uno scarto tra il prezzo di un bene e il suo valore fondamentale si genererà un comportamento esplosivo volto a generare una nuova bolla.
Gli studiosi hanno identificato due diversi approcci che contribuiscono a generare bolle speculative: (i) quando il prezzo dell'*asset* è non-stazionario nel livello ma lo è nel suo valore fondamentale, o (ii) quando sia il prezzo che il valore sono non-

[144] Si veda J. SHILLER, *Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends?* in The American Economic Review, Giugno 1981, pp. 421-435.
[145] K. D. WEST, *Bubbles, Fads and Stock Price Volatility Tests: A Partial Evaluation* in The Journal of Finance, Vol. 43, Issue 3, Luglio 1988, pp. 639–656.
[146] I. CASPI, *Rtadf: Testing for Bubbles with EViews*, MPRA, Agosto 2013, p. 2 sg.

stazionari e per tale motivo risulta necessario un successivo test di co-integrazione che evidenzi l'assenza della bolla[147].

Successivamente, Diba e Grossman[148], che a loro volta nel 1988 hanno ideato un test ridotto di stazionarietà con riguardo ai prezzi del mercato azionario, hanno dimostrato che l'idea di Campbell e Shiller è sufficiente a provare solamente l'esistenza di una bolla.
Di fatto, come sottolinea in un suo testo Evans, questi test utili all'identificazione delle bolle speculative hanno dei limiti di fronte a situazioni in cui vi sono collassi in serie; questi metodi, infatti, non sono in grado di distinguere lo scoppio periodico da un processo stazionario. Questo limite potrebbe condurre a interpretazioni sbagliate perché tramite il metodo standard di rilevazione di radici unitarie si potrebbero scambiare le serie caratterizzate da periodici collassi con processi stazionari non interpretabili dunque come bolle speculative[149].

I limiti dei test di rilevazione delle radici unitarie della coda 'a sinistra', sviluppatisi a partire dal DF, sono stati recentemente presi in considerazione, in particolare dal test sviluppato da Phillips, Wu e Tu nel 2011[150]. Gli studiosi hanno ideato un nuovo modello chiamato SADF (Supremun Augmented Dickey-Fuller Test) applicando un arrangiamento alla metodologia ADF (Augmented Dickey-Fuller), basata sulla rilevazione standard di radici unitarie della coda 'a sinistra'; la rilevazione di radici unitarie della coda 'a destra' è una componente aggiuntiva del test che facilita l'esecuzione dei test basati su serie storiche aiutando a individuare e soprattutto a datare le bolle speculative, oltre che a prevederle[151]. Nello studio in realtà vengono

---

[147] Si veda J. Y. CAMPBELL, R. Y. SHILLER, *Cointegration and Tests of Present Value Models* in Journal of Political Economy, Vol. 95, N. 5, Ottobre 1987, p. 1062 sgg.
[148] B. DIBA, H. GROSSMAN, *Explosive Rational Bubbles in Stock Prices?* in The American Economic Review, Vol. 78, N. 3, 1988, pp. 520–530.
[149] Si veda G. W. EVANS, *Pitfalls in Testing for Explosive Bubbles in Asset Prices* in The American Economic Review, Vol. 81, N. 4, 1991, pp. 922–930.
[150] P. C. B. PHILLIPS, Y. WU, J. YU, *Explosive Behavior in the 1990s NASDAQ: When Did Exuberance Escalate Asset Values*? in International Economic Review, Vol. 52, N. 1, 2011, pp. 201–226.
[151] M. M. DE OLIVEIRA, A. C. L. ALMEIDA, *Testing for rational speculative bubbles in the Brazilian residential real-estate market*, in Contemporary Studies in Economic and Financial Analysis, N. 96, 2014.

utilizzati entrambi i metodi, sia quello standard (ADF) sia quello arrangiato (SADF), così da evitare un'errata interpretazione e superare in questo modo la questione relativa a periodi collassi all'interno di serie storiche. Questi metodi di rilevazione applicati alle serie storiche saranno analizzati di seguito, in particolare il Test di Dickey-Fuller e gli adattamenti da esso subiti.

4.4. Le Serie Storiche e i Test di radice unitaria

Molti esperti, come abbiamo visto, hanno indirizzato i loro studi alle serie storiche analizzandole dettagliatamente. Attraverso l'impiego di strumenti statistici, quali le regressioni e le medie mobili, il loro scopo è stato quello di risalire al modello stocastico in grado di generare una determinata *serie storica* (che significa sostanzialmente risalire ad una popolazione a partire dal campione).
Si definisce una serie storica, un insieme finito cronologicamente ordinato di osservazioni $X_1, X_2, X_3, \dots, X_t$ relative ad un carattere *X*, generalmente equidistanti, dove l'indice, usato come pedice, indica il tempo.

In genere è previsto che la serie storica oggetto di studio sia composta da uno schema sistematico (quindi un insieme di componenti identificabili) e da un fattore di disturbo casuale, che rende difficile l'estrapolazione dei caratteri principali della serie, e per il quale si utilizzano diversi sistemi di "filtraggio"[152].
Ogni serie avrà dunque la seguente forma:

$$Y_t = f(t) + u_t \qquad (1)$$

dove $f(t)$ è la parte deterministica, completamente prevedibile, mentre u_t la componente stocastica in quanto segue leggi probabilistiche.

Le serie storiche, in generale, sono 'stazionarie' o 'non stazionarie'; le prime si caratterizzano per una struttura probabilistica che non varia nel tempo; le seconde, presenti più spesso nei fenomeni sociali, si contraddistinguono, invece, per la presenza di una componente tendenziale di fondo denominata *trend*, ovvero di un

[152] Si veda D. PICCOLO, *Introduzione all'analisi delle serie storiche*, NIS, Roma 1990, pp. 19-22.

movimento persistente di lungo periodo di una variabile nel corso del tempo, la tendenza di fondo del fenomeno considerato.

La non stazionarietà può dipendere dal fatto che la media e/o la varianza non sono costanti. Nel primo caso si tratta di non stazionarietà in media (denominata anche *trend deterministico*); nel secondo di non stazionarietà in varianza (detta anche *trend stocastico*)[153].

Il *trend* può assumere dunque la configurazione di *trend deterministico* o *trend stocastico*. La differenza consiste nel tipo di funzione che lo descrive; nel primo si trova una relazione stabile, mentre nel secondo una funzione variabile nel tempo in modo casuale.

Un *trend deterministico* è descritto da una funzione deterministica (non aleatoria) del tempo $f(t)$. Se la funzione $f(t)$ è lineare il trend sarà del tipo:

$$\alpha_0 + \alpha_1 t \qquad (2)$$

Un trend di tipo deterministico è quindi completamente "prevedibile" una volta noti i coefficienti che lo precisano. In generale, i modelli con tale trend sono del tipo (1).

Si è di fronte ad un *trend-stazionario* se sottraendo alla serie storica Y_t la sua componente deterministica $f(t)$, si ottiene un processo stazionario:

$$E\,[Y_t] = u_t = \alpha_0 + \alpha_1 t \qquad (3)$$

La seconda tipologia di processo, il *differenza-stazionario*, prevede che la componente di fondo sia variabile nel tempo in modo imprevedibile. Questa specificazione è detta processo *a radice unitaria*[154]:

$$(1 - B)Y_t = \beta + \psi(B)\varepsilon_t$$

$$\text{con} \quad \psi(B) = \sum_{i=0}^{\infty} \psi_i B^i, \quad \psi_0 = 1 \qquad (4)$$

[153] G. E. P. BOX, G. M. JENKINS, G. C. REINSEL, *Time series analysis. Forecasting and control*, Wiley, 2008, p. 11.

[154] Si veda T. DI FONZO, F. LISI, *Serie storiche economiche*, Carocci, Roma, 2005.

Per rendere questa procedura stazionaria non occorre più rimuovere il *trend* stimato, come nel caso precedente, ma applicare l'operatore differenza $\Delta=1-B$.
Questi modelli, infatti, vengono chiamati *differenza-stazionari* proprio per la loro possibilità di essere resi stazionari tramite l'applicazione dell'operatore differenza[155].

Nelle serie storiche non stazionarie, per comprendere se si è di fronte ad un trend-stazionario o ad un differenza-stazionario, si utilizzano i test di 'radice unitaria'[156], che sono i test utilizzati con scopo di rilevare la radice unitaria, una componente che permette di affermare se l'intero processo risulta essere, come sopra citato, *trend-stazionario* oppure *differenza-stazionario*[157]. Risulta importante, perciò, riuscire ad individuare la forma più appropriata del *trend* presente nei dati, sia per l'interpretazione economica sia per la modellazione, in quanto modellare e analizzare, ad esempio, una serie secondo un modello ARMA di ordini (p, q)[158] è possibile solo se la serie è stata prima resa stazionaria con trasformazioni appropriate[159].

I test di radice unitaria sono utili anche per determinare se i dati devono essere resi stazionari tramite l'una o l'altra procedura[160].
Se la serie è *trend-stazionaria*, il processo generatore dei dati (considerando solo un trend lineare) appare come:

$$Y_t = Y_0 + Y_1 t + \varepsilon_t \qquad (5)$$

---

[155] Si veda E. B. DAGUM, *Analisi delle serie storiche - modellistica, previsione e scomposizione*, Milano, Springer Verlag, 2002.
[156] T. DI FONZO, F. LISI, *Serie storiche economiche*, Carocci, Roma, 2005.
[157] Si veda D. PICCOLO, *Introduzione all'analisi delle serie storiche*, NIS, 1990.
[158] Per modelli ARMA si intendono i modelli autoregressivi di ordine p e media mobile di ordine q (AutoRegressive Moving Average). Gli operatori ARMA includono quelli AR e MA come casi particolari:

$$Z_t \sim \text{ARMA}\ (p, 0) \equiv \text{AR}\ (p);$$
$$Z_t \sim \text{ARMA}\ (0, q) \equiv \text{MA}\ (q);$$
$$Z_t \sim \text{ARMA}\ (0, 0) \equiv \text{AR}\ (0) \equiv \text{MA}\ (0) \equiv \text{WN}(q);$$

Si veda D. PICCOLO, *Introduzione all'analisi delle serie storiche*, NIS, 1990, p. 126.
[159] D. PICCOLO, *Introduzione all'analisi delle serie storiche*, NIS, 1990.
[160] http://www.treccani.it/enciclopedia/serie-storiche-analisi-delle_(Enciclopedia-delle-scienze-sociali)/

Se la serie è *differenza-stazionaria*, il processo generatore dei dati risulta:

$$Y_t = \alpha_0 + Y_{t-1} + \varepsilon_t \qquad (6)$$

Dove in entrambi i casi ε_t è un processo stazionario e invertibile a media nulla.

4.4.1. Il Test di Dickey e Fuller (DF)

Il test di Dickey e Fuller (DF), che rientra nei test di radici unitarie, permette di valutare se esiste un *trend* nelle variabili che rende la regressione spuria. Questo test si basa su serie temporali che presentano un modello autoregressivo di tipo AR[161].

Si costruisce, dunque, una regressione del tipo:

$$Y_t = \alpha Y_{t-1} + \varepsilon_t \qquad (7)$$

Dopodiché si sottrae Y_{t-1} da ambo i lati ottenendo così:

$$\Delta Y_t = (\alpha - 1)Y_{t-1} + \varepsilon_t = \delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \qquad (8)$$

Si è in presenza del trend o radice unitaria se $\delta = 1$.

Il sistema delle ipotesi del test DF è quindi:

$$\begin{cases} \mathrm{H0} = \delta = 0 \\ \mathrm{H1} = \delta < 0 \end{cases} \qquad (9)$$

In presenza di un *trend* si procede alla de-trendizzazione della serie per esempio applicando le differenze prime. Una volta applicate le differenze sulla serie per eliminare il *trend*, è opportuno controllare che la variabile non sia da de-trendizzare ulteriormente. Viene rifatto il test Dickey-Fuller affinché la variabile non risulti stazionaria[162].

In linea generale sono tre i modelli su cui viene condotto il test di Dickey-Fuller, la cui scelta è basata sull'osservazione della serie storica della variabile:

- Modello 1: Test di radice unitaria (random walk)

  $$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \qquad (10)$$

  se si pensa che la regressione sia non stazionaria in varianza e che si aggiri attorno ad una media nulla.

---

[161] E. P. BOX, G. M. JENKINS, G. C. REINSEL, *Time Series Analysis. Forecasting and control*, Wiley, 2008, p.281.

[162] Si veda W. A. FULLER, *Introduction to Statistical Time Series*, Wiley, 1996.

- Modello 2: Test di radice unitaria con drift:

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \qquad (11)$$

se si ha una regressione stazionaria in varianza su una media non nulla.

- Modello 3: Test di radice unitaria con drift e *trend* temporale deterministico:

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \lambda t + \delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \qquad (12)$$

se si osserva nella serie storia una non stazionarietà sia in varianza sia in media[163].

4.4.2. Test di Dickey-Fuller aumentato (ADF)

I test DF (Dickey-Fuller) si basano su serie temporali che presentano un modello autoregressivo di tipo AR (7).

Nelle serie storiche economiche e finanziarie, molte volte la realtà, tramite la quale un fenomeno si manifesta, bisogna descriverla con processi AR di ordine maggiore di 1 o con processi autoregressivi a media mobile denominati ARMA (p, q), dove p e q indicano gli ordini della parte autoregressiva e di quella mobile[164].

Questi test DF, applicati al modello appena discusso, prendono il nome di Test di Dickey-Fuller aumentati, Augmented DF Tests (ADF). La procedura dei test di tipo ADF è la stessa del DF tranne che viene applicata al seguente modello:

$$\Delta Y_t = \alpha + \beta t + \Upsilon Y_{t-1} + \delta_1 Y_{t-1} + \ldots \delta_p Y_{t-p} + \varepsilon_t \qquad (13)$$

dove α è una costante, β è il coefficiente di un trend temporale, e p è il ritardo dell'ordine del processo autoregressivo. Ponendo $\alpha = 0$, $p = 0$ e $\beta = 0$ il modello si riduce ad un *random walk* (radice unitaria).

Un problema nell'applicazione dell'ADF è rappresentato dalla scelta di p, il grado del processo autoregressivo[165]. Infatti se si utilizza un valore di p troppo elevato, la potenza del test potrebbe diminuire. Nel caso opposto, ovvero quando p è troppo

[163] J. H. STOCK, M. W. WATSON, *Introduzione all'econometria*, Pearson, Luglio 2005, p. 540 sgg.
[164] Si veda M. PELAGATTI, *Trend e radici unitarie*, Working Paper Università degli studi di Milano, 1 giugno 2007, p.6 sgg.
[165] Ibidem, p. 8.

basso, esso potrebbe provocare la correlazione seriale residua negli errori, con la conseguente distorsione nel test[166].

4.4.3. Il Test Sup-Dickey- Fuller aumentato (SADF)

Uno dei più importanti test per la rilevazione di bolle speculative in tutti i mercati, compreso quello artistico, è quello avanzato da Phillips, Wu eYu nel 2011, chiamato Supremum Augmented Dickey-Fuller Test (SADF). Questo metodo, che permette di rilevare le bolle con periodici collassi, in queste situazioni è più efficace di altri test precedenti.

Tale test si basa sul seguente processo autoregressivo:

$$x_t = \mu + \delta x_{t-1} + \sum_{j=1}^{J} \phi_j \, \Delta x_{t-j} + \varepsilon_t \qquad (14)$$

dove $x_t$rappresenta la serie temporale di interesse, $\mathrm{E}\,(\varepsilon_t) = 0$ e $\mathrm{E}(\varepsilon_t^2) = \sigma^2$. L'ipotesi nulla della radice unitaria è $\mathrm{H0} = \delta = 1$ mentre l'ipotesi alternativa di coda destra è $\mathrm{H0} = \delta > 1$. Dando una frazione r_0 del campione totale dei dati presi in considerazione come un'iniziale finestra, l'equazione (14) è applicata fissando la prima osservazione come punto di partenza, e utilizzando poi sottoinsiemi di dati incrementati da un'osservazione graduale.

Per un sottocampione che parte dalla prima osservazione ad una dimensione frazionaria finale del campione completo r_2, dove $r_0 < r_2 \leq 1$, la statistica corrispondente del test ADF può essere indicata con ADFr_2. Quindi ADF_1 corrisponde alla statistica del test ADF sul campione completo. La statistica del test SADF è quindi:

$$SADF(\,r_0) = \begin{matrix} sup\{ADFr_2\} \\ r_2 \in [r_0, 1] \end{matrix} \qquad (15)$$

[166] https://www.rtmath.net/help/html/93a7b7b9-e3c3-4f19-8a57-49c3938d607d.htm

La prova del comportamento esplosivo si ottiene all'interno delle serie storiche se la statistica SADF risulta essere maggiore rispetto ai valori critici sul lato destro per una dimensione nominale scelta[167].

Uno dei limiti di questo test è che la prima osservazione viene assunta come il punto di partenza, nonché la base di tutto il processo. Nonostante tale debolezza, questo test viene utilizzato da molti studiosi per rilevare la presenza di bolle speculative, all'interno di diversi mercati, mercato dell'arte compreso, come si vedrà nel capitolo 5.

4.5. Bolle Speculative nella storia

Una volta analizzate le possibili cause che possono portare alla formazione di bolle speculative, può essere utile ricordare gli eventi che nel corso della storia le hanno alimentate.
In concomitanza con tutte le bolle verificatesi negli anni si è riscontrato che gli operatori vengono 'accecati' dall'ottica del guadagno facile e veloce, trasformando i loro comportamenti successivi in irrazionali e gettandosi a capofitto nel vortice creato dalla bolla. Questi atteggiamenti caratterizzati per uno sfruttamento della domanda, se effettuati da una moltitudine di persone, contribuiscono a creare quelle anomalie del mercato denominate "bolle speculative".

Nel corso della storia, si sono riscontrate diverse bolle speculative. Anche se solitamente si riscontrano all'interno dei mercati finanziari, la prima bolla speculativa nella storia fu quella dei tulipani nell'Olanda del XVII secolo, la cosiddetta *Tulipomania*. L'espressione si riferisce al tempo in cui i prezzi dei bulbi dei tulipani raggiunsero livelli assurdi, per poi crollare. Nel 1636, ad esempio, un solo bulbo di tulipano venne scambiato per 12 acri di terreno edificabile[168]. Mackay, in un suo testo, racconta come la gente fosse «attaccata in modo insensato» al

[167] P. C. B. PHILLIPS, Y. WU, J. YU, *Explosive Behavior in the 1990s NASDAQ: When Did Exuberance Escalate Asset Values*? in International Economic Review, Vol. 52, N. 1, 2011, pp. 201–226.
[168] M. DASH, *La Febbre dei Tulipani. Storia di un Fiore e degli Uomini a Cui Fece Perdere la Ragione*, Rizzoli, 1999.

commercio dei tulipani e che «l'irrefrenabile desiderio degli olandesi di possederli fosse tanto grande che le normali attività industriali del Paese vennero trascurate»[169].

Molte altre ondate esplosive si sono verificate nei secoli seguenti; nel XVIII secolo emerse la *bolla della Compagnia dei Mari del Sud*, società per azioni fondata nel 1711 che commerciava con il Sud America in quel periodo. La speculazione nelle azioni di questa Compagnia, che vantava il monopolio nel commercio[170], condusse ad una bolla economica; questa, nel 1720, prese il nome di Bolla dei Mari del Sud, e causò la rovina finanziaria di molti investitori[171].

Nell'800 poi, grazie alla rivoluzione industriale e alle innovazioni ad essa connesse, come quelle del treno e delle ferrovie, l'Inghilterra venne colpita da una vera e propria ondata speculativa che portò alla rovina migliaia di persone.

Tuttavia, la bolla che maggiormente ha lasciato un segno indelebile nella storia e nell'economia si ha nel '900, con il *crollo di Wall Street* nel 1929 e la 'grande depressione' che ne seguì, caratterizzata da una riduzione della produzione, dell'occupazione, dei redditi, dei salari, dei consumi, degli investimenti e dei risparmi su scala mondiale. Questa crisi, iniziata nell'autunno del 1929 negli Stati Uniti, fu causata del boom economico che, negli anni precedenti, aveva segnato gli Stati Uniti i veri vincitori della Grande Guerra. La crescita statunitense di quegli anni era accompagnata da uno sviluppo urbano, dall'aumento della popolazione e da un aumento di capitale e di crediti disponibile che portò ad un conseguente assalto alle azioni della borsa di New York e Wall Street, dove a causa dell'euforia generale si acquistavano azioni per poi rivenderle a prezzo maggiorato. Lo scoppio della bolla, nell'ottobre del 1929, fu causata da una serie di fattori, fra i quali la crisi

---

[169] C. MACKAY, *Memoirs of Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*, Bentley, Londra 1841, p. 142.

[170] La compagnia dei Mari del Sud deteneva il monopolio nel commercio con il Sud America. Tale vantaggio se l'era procurato assumendosi il debito pubblico contratto dall'Inghilterra per finanziare la Guerra di Successione Spagnola.

[171] P. GARBER, *Famous First Bubbles: The Fundamentals of Early Manias*, MIT Press, Cambridge 1990, p. 50 sgg.

di sovrapproduzione USA e il contemporaneo calo progressivo della domanda, anche dai paesi europei, di beni di consumo[172].

Tra le altre ondate speculative con ripercussioni a livello globale, vanno ricordate anche la grande bolla immobiliare giapponese degli anni Ottanta e l'ondata speculativa che ha investito il mercato dei titoli tecnologici alla fine degli anni Novanta, la cosiddetta *Bolla delle Dot-com*. L'avvento di Internet, con tutte le sue implicazioni, ha fatto presagire agli operatori del settore la possibilità di ottenere profitti altissimi, tanto da far parlare di New Economy. Quest'euforia ha colpito milioni di trader inesperti che hanno investito sulle nuove tecnologie e tramite esse i propri capitali, generando volumi incomparabilmente superiori a quelli del passato. Tale sopravvalutazione del mercato, caratterizzata da cinque anni di boom e dalla crescita esponenziale dell'indice Dow Jones, finì nel marzo del 2000, con un crollo di tutti gli indici del mercato.

Connessa alla bolla delle Dot-com, è certamente la bolla legata alla *crisi economica e finanziaria mondiale del 2008*. Difatti, l'intervento delle banche centrali per ovviare alla crisi causata dalla bolla della fine degli anni '90 del '900 se da un lato ha favorito la ripresa del mercato, dall'altro concedendo la possibilità di richiedere una grande quantità di denaro a bassissimo interesse, ha favorito gli investimenti in attività sempre più rischiose. Dal 2006 si è assistito ad un incremento dei prezzi degli immobili e ad un aumento dei crediti concessi dalle banche a soggetti che non avevano reddito sufficiente per restituire il mutuo. Fino a che il prezzo degli immobili continuava a salire e che i crediti erano concessi dalle banche, l'anomalia nel sistema non poteva essere riconosciuta; questo perché le banche o i possessori finali dei titoli di credito erano tutelati dalle eventuali perdite dovute al mancato pagamento dei debitori grazie proprio all'aumento del valore delle case. Poteva addirittura succedere che a fronte dell'aumento del prezzo degli immobili già posti a garanzia di credito era possibile richiedere un credito aggiuntivo presso un'altra banca con a garanzia la parte del valore della casa non ancora utilizzata come tale.

---

[172] Si veda R. CAPPELLETTO, *La mappa logistica nello studio delle bolle speculative*, Tesi di Dottorato, Università degli Studi di Trieste, A.A. 2011/2012

Il prezzo degli immobili, come facilmente prevedibile, non poteva continuare ad aumentare per sempre ed è così che scoppiò la bolla ed ebbe inizio la crisi. Ad estenderne la portata, a questa si aggiunsero gli effetti disastrosi portati dall'incremento della domanda di petrolio e di materie prime[173].

Queste bolle più recenti, così come quella che secondo alcuni studiosi[174] si starebbe formando in questi anni, continuano ad avere effetti negativi nell'attuale situazione economica mondiale, non solo nel mercato finanziario ma anche in quello artistico (si veda la situazione attuale nel Capitolo 5.5).

Per comprendere meglio la dinamica delle bolle speculative, si è scelto di approfondire la prima bolla, ovvero quella dei Tulipani, prendendola come modello per le successive.

4.5.1. La Bolla dei Tulipani

Quella dei tulipani è la prima bolla speculativa documentata nella storia; si tratta di una bolla che nel XVII secolo colpì l'Olanda e la sua economia, ma questa bolla, a differenza dalle successive, non fu causata dall'eccessiva speculazione su titoli e azioni all'interno del mercato finanziario ma da un fiore, ovvero il tulipano, che ancora oggi rappresenta la cultura olandese.

In Olanda, la coltivazione del tulipano ebbe inizio nel 1593, grazie al botanico fiammingo Carlus Clusius che, dopo essersi accertato che tali fiori avrebbero sofferto le severe condizioni climatiche dei Paesi Bassi, importò un carico di queste piante rare proveniente da Costantinopoli. L'interesse per questi fiori dalle diverse colorazioni divenne una vera e propria mania che negli anni si trasformò in un'esagerata ricerca degli esemplari più rari, come quelli con petali a striature geometriche, con spettacolari effetti colorati di linee intricate e fiammeggianti. Queste splendide e rare colorazioni dovute, adesso si sa, ad una malattia[175], spinsero

---

[173] B. POLES, *Piccola fenomenologia delle Bolle. Cosa sono, come funzionano e perché esplodono le bolle speculative* in Panorama per i giovani, N. 3, Settembre-Dicembre 2008, p. 18 sgg.

[174] Si veda ad esempio lo studio di R. KRÄUSSL, T. LEHNERT, N. MARTELIN, *Is there a bubble in the art market?*, Luxembourg School of Finance, University of Luxembourg, Maggio 2014.

[175] Le striature dei tulipani sono causate da un'infezione da potyvirus (virus delle piante) che causa una distribuzione alterata dei pigmenti nei petali. L'infezione virale dei tulipani non è benigna: nelle

i negozianti a ricercare sempre di più i tulipani facendone in questo modo alzare il prezzo di vendita; quello dei tulipani diventò un vero e proprio investimento tanto che molta gente li acquistava per poi rivenderli poco dopo sfruttando il continuo aumento dei prezzi.

L'interesse per i tulipani coincise con una fase di crescita commerciale dei Paesi Bassi, da poco indipendenti ed al centro del lucroso commercio delle Indie Orientali, dove un singolo viaggio poteva produrre profitti anche del 400%. Questa ricchezza, soprattutto insita fra i membri della 'middle-class', diede inizio tra questi ad una gara volta ad ottenere i bulbi più rari, facendo diventare i prezzi insostenibili e i tulipani beni di lusso. Questo eccessivo aumento della domanda, fece raggiungere ai singoli bulbi prezzi altissimi, ad esempio agli inizi degli anni '20 del '600 un singolo bulbo di una tipologia rara arrivò a costare fino a un migliaio di fiorini olandesi[176]. Per uno dei bulbi più rari e più ambiti, il "Semper Augustus", che esisteva in 12 esemplari presso un unico proprietario, si arrivò addirittura alla cifra di 5200 fiorini.

Il cronista della Gazzetta di Haarlem (Amsterdam), Chrispijn Munting nel 1635 scriveva:
«Oggi un contadino ha acquistato un singolo bulbo
del raro tulipano chiamato Vicerè, pagando per esso:
otto maiali, quattro buoi, dodici pecore, due carichi di grano,
quattro carichi di segale, due botti di vino, quattro barili di birra,
due barilotti di burro, mille libbre di formaggio, un letto completo di accessori,
un calice d'argento e un vestito, per un valore totale di 2.500 fiorini»[177].

---

generazioni successive all'infezione, infatti, il bulbo si rimpicciolisce finché non è più in grado di fiorire.
Per questo motivo la maggior parte delle varietà di tulipani striati, tra cui il "Semper augustus", non esiste più.
Si veda http://www.economiaxnoi.it/1637tulipani.html
[176] Il reddito medio annuo dell'epoca si aggirava attorno ai 150 fiorini.
[177] http://www.performancetrading.it/Documents/McAnalisi/McA_Crollo_Olanda.htm

Nonostante queste cifre possano sembrare elevatissime, Garber[178] sostiene che i fondamentali non fossero così elevati e che alcuni prezzi rispecchiassero, di fatto, le caratteristiche di rarità e di flussi di rendite future attese dovute alla propagazione. Pertanto non vi era nulla di folle circa gli alti prezzi dei tulipani così come non vi è nulla di assurdo negli alti prezzi degli oggetti d'arte rari o da collezione.

Nel 1636 vengono istituiti mercati regolari per la vendita di bulbi in molte città olandesi, come Amsterdam, Rotterdam, Haarlem, Leida, Alkmar, Hoorn per citarne alcune. Esisteva anche un mercato anche per i bulbi di tulipano che erano appena stati piantati, i cui prezzi arrivavano a valori improponibili già intorno a settembre del 1636; la cosa curiosa è che in quel mese non c'erano bulbi esposti, visto che di regola venivano piantati durante l'estate per fiorire la primavera successiva; gran parte della speculazione fu dovuta a delle vere opzioni sui tulipani: c'era chi si comprava il diritto di acquistare un certo numero di bulbi ad un prezzo prefissato prima ancora che questi fossero realmente presenti sul mercato, e dall'altro lato gli agricoltori per proteggersi da eventuali cadute di prezzo o scarsità di raccolta pagavano per assicurarsi di poter vendere i propri fiori ad un determinato prezzo.

Tutta l'economia olandese fu trasportata da questo fenomeno, ed anche i prezzi degli altri beni, come quelli di prima necessità, aumentarono gradualmente.

Nonostante ciò, quest'euforia legata al mercato dei tulipani era destinata a terminare. Il crollo iniziò il 6 febbraio del 1637, apparentemente scatenato da un'asta di bulbi di tulipani "normali" andata deserta ad Haarlem. Anche se questo fatto poteva essere causato dalla presenza in Haarlem di un focolaio di peste bubbonica, il panico in pochi giorni si diffuse in tutto il paese. Nonostante gli sforzi degli operatori per sostenere la domanda, il mercato dei tulipani crollò. Per non perdere tutto ciò che era stato investito, molti decisero di svendere ciò che possedevano e dall'altro lato c'era chi aveva acquistato dei contratti per comprare tulipani a prezzi anche dieci volte maggiori di quelli che si vedevano nel mercato.

[178] P. GARBER, *Famous First Bubbles: The Fundamentals of Early Manias*, MIT Press, 2001.

Il panico era ormai ovunque e moltissime persone avevano perso praticamente tutto ciò che possedevano. La bolla era effettivamente scoppiata.

Allo sgonfiarsi della bolla nacquero poi diverse controversie legali e sebbene nessun tribunale avesse intenzione di imporre il pagamento dei contratti, nel 1638 vennero promulgati degli arbitrati obbligatori basati sul pagamento da parte dei compratori del 3,5 % del prezzo pattuito con il bulbo che rimaneva al venditore.

Come si è visto, di fronte all'analisi del fenomeno delle bolle speculative, sia nella storia remota sia in quella attuale, la pretesa razionalità degli operatori economici vacilla. La teoria che vuole i mercati efficienti non riesce a spiegare come questi subiscano l'influenza della componente irrazionale veicolata dal fattore umano.
La storia ha fornito numerosissimi esempi di episodi speculativi, trainati da considerazioni e illusioni prive di qualsivoglia fondamento economico e razionale. I mercati finanziari restano, infatti, sempre governati da un sistema di scelte e valutazioni condotte da esseri umani. Come sottolinea Robert J. Shiller, «*gli economisti hanno fatto sicuramente progressi nella comprensione dei mercati finanziari, ma continua a prevalere la complessità della vita reale*»[179].

[179] R. SHILLER, *Euforia irrazionale. Alti e bassi di Borsa*, Il Mulino, Bologna 2009.

CAPITOLO 5

BOLLE SPECULATIVE NEL MERCATO DELL'ARTE

Il mercato dell'arte è soggetto, cosi come quello finanziario, a diversi boom e crolli, sia in termini di volumi che di prezzi. Questi sono spesso indirizzati da manovre speculative che col tempo possono generare delle bolle[180].

Is there a bubble in the art market? è la questione posta dal giornalista Ben Rooney il 15 novembre 2013, in seguito ad una settimana ricca di record per il mercato dell'arte: dal *Three Studies of Lucian Freud* (1969), trittico di Francis Bacon venduto a 142,4 milioni di dollari, a quella data l'opera d'arte più pagata di sempre ad un'asta, al *Balloon Dog (Orange)* (1994) di Jeff Koons, la più cara per un artista vivente[181]. Tuttavia, come vedremo in seguito, questi record di prezzi non significano necessariamente che siamo di fronte ad una bolla speculativa. Spesso le opere d'arte oggetto d'investimento vengono a costare oltre il loro effettivo valore e il loro prezzo è destinato a ridursi progressivamente; un declino che può avere effetti devastanti per il portafoglio[182].

Nel gennaio 1989, il giornalista del Financial Times Robin Duthy scrisse:

«The art market today is in a sound state,
but the danger is that the long run of sparkling results for
paintings by Monet, Van Gogh, and other household names
will create an illusion that all art is safely
strapped in on some kind of magic escalator»[183].

---

[180] N. SRIVASTAVA, S. SATCHELL, *Are There Bubbles in the Art Market? The Detection of Bubbles when Fair Value is Unobservable*, Birkbeck Working Papers in Economics & Finance, Aprile 2012, p.6 sgg.
[181] http://money.cnn.com/2013/11/15/investing/art-market-boom/
[182] R. KRÄUSSL, T. LEHNERT, N. MARTELIN, *Is there a bubble in the art market?*, Luxembourg School of Finance, University of Luxembourg, Maggio 2014, p. 3 sgg.
[183] Si veda J. PENASSE, L. RENNEBOOG, *Bubbles and trading frenzies: evidence from the art market*, Tilburg University, Novembre 2014, p. 1 sg.

Durante il periodo che va dal 1985 al 1989, i prezzi delle opere d'arte, in un contesto di eccessivo ottimismo caratterizzato dal susseguirsi di vendite record, hanno visto una crescita del 164 %. Nello stesso periodo, sia il prezzo sia il volume riferiti alle opere degli artisti della Pop Art è salito rispettivamente del 345 % del 167 %; nel 1989 si sono vendute moltissime opere di Andy Warhol, più che nei quattro anni precedenti. Tuttavia, nei due anni successivi i prezzi sono tornati di nuovo ai loro livelli del 1986. Una situazione simile, caratterizzata prima da un rialzo dei prezzi e successivamente da una caduta, è stata, in misura minore, riprodotta tra il 2002 e il 2008, e molti sono gli studiosi che vedono nei prezzi correnti un'altra bolla speculativa[184].

5.1. Prezzi e volumi

Da numerosi studi emerge che le bolle speculative sono generalmente definite come la combinazione tra grandi volumi di vendita di una data categoria di beni, in questo caso opere d'arte, e prezzi che sono di molto superiori rispetto ai loro valori intrinseci[185]. Di conseguenza, anche se spesso risulta difficile in questo campo, occorre applicare la definizione di "bolle", vista in precedenza, all'ambito artistico. Data la definizione, è importante isolare due questioni che si vengono a determinare: da una parte ci si chiede se l'aumento dei prezzi riguardi tutta l'arte intera o solo una piccola percentuale che beneficia solo pochi artisti "di marca"; dall'altra la questione relativa alla difficoltà di determinare oggettivamente il valore intrinseco di un'opera d'arte e alla conseguente impossibilità di rilevare con certezza la presenza di una bolla speculativa.

Stein nel 1977[186] notò che le opere d'arte e soprattutto i dipinti sono peculiari *asset* finanziari. Quest'idea è presente da molto tempo così come lo è lo stesso mercato; da sempre, infatti, i collezionisti hanno acquistato opere d'arte per diverse ragioni: estetiche, sociali, ma anche finanziarie. Tuttavia, il mercato dell'arte rimane ancor

---

[184] Ibidem, p. 2 sgg.

[185] R. KING, V. SMITH, A. WILLIAMS, M. VAN BOENING, *The robustness of bubbles and crashes in experimental stock markets,* Oxford University Press, 1993.

[186] J. STEIN, *The Monetary Appreciation of Paintings* in Journal of Political Economy, Vol. 2, N. 1, 1977, pp. 21-40.

oggi opaco e piuttosto illiquido. Esso si caratterizza ulteriormente per gli elevati costi di transazione, per le alte barriere all'ingresso nonché per l'incertezza che ne contraddistingue la determinazione del valore, caratterizzata da una serie di variabili anche soggettive. Nonostante ciò, gli economisti sostengono l'importanza di analizzare l'arte come *asset* per meglio comprendere le fluttuazioni nell'andamento dei prezzi. La spiegazione più semplice è che la somma che si è disposti a pagare per il possesso di un'opera d'arte in un dato periodo di tempo, muta nel corso del tempo così come a modificarsi è la disponibilità a pagare dei buyers che a sua volta dipende dalle sia preferenze sia dalla ricchezza dei singoli. Per quanto concerne il primo aspetto, anche se possono riscontrarsi mode per alcuni artisti specifici o per determinate scuole d'arte, la letteratura ha dimostrato che i gusti tendono a essere stabili, anche a lungo termine. In alternativa, considerando il secondo aspetto, il dividendo può oscillare con il cambiare della ricchezza delle persone nel corso del tempo. In quest'ottica Goetzmann[187] ha rilevato una certa connessione tra redditi alti e i prezzi sopra alla media delle opere. Si è visto, inoltre, che come i prezzi dell'arte si alzano, i mercanti d'arte, i banditori d'asta e i venditori delle gallerie d'arte danno molta enfasi al prezzo con cui le opere vengono rivendute, mentre dopo un fallimento, gli stessi tendono a confortare i collezionisti affermando che il piacere è l'aspetto più importante quando si investe in arte.

E' interessante notare come la relazione tra prezzi e volumi non sia limitata ad alcuni episodi o ad alcuni mercati, ma sia generalizzata e che spesso una bolla nata in determinati *asset* finanziari possa avere ripercussioni anche nel mercato artistico (es. bolla giapponese)[188].

Il prezzo di vendita di un'opera d'arte dovrebbe essere pari al suo effettivo valore; ciò non accade quando siamo di fronte ad una bolla speculativa e dunque ad una situazione in cui il mercato è caratterizzato da agenti che sono disposti a pagare un bene di più rispetto all'effettivo valore, con l'aspettativa di rivenderlo ad un prezzo maggiore. Ciò avviene soprattutto nelle transazioni di breve periodo, ovvero quelle

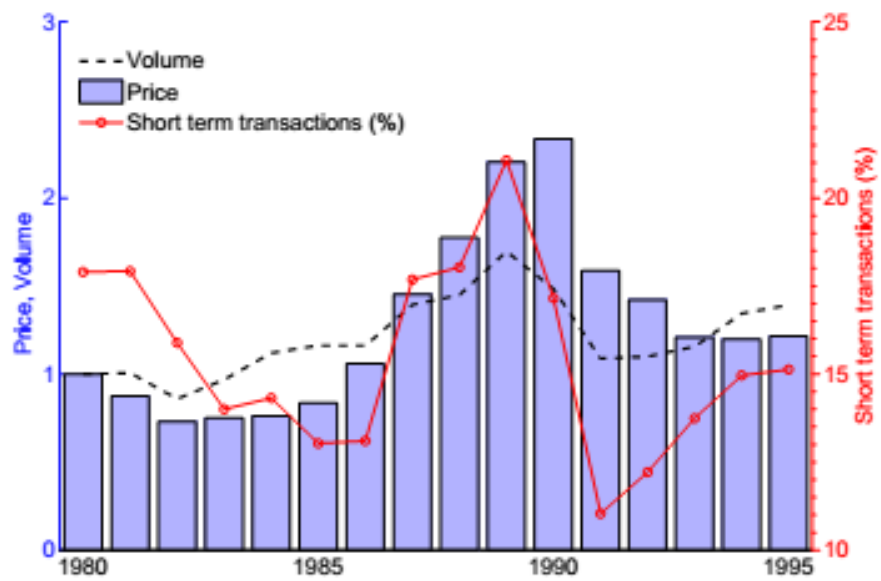
---

[187] W. N. GOETZMANN, L.RENNEBOOG, C. SPAENJERS, *Art and money* in American Economic Review, N. 101, 2011, pp. 222–226.

[188] Per analizzare la relazione tra il mercato finanziario e il mercato dell'arte si veda W. N. GOETZMANN, L. RENNEBOOG, C. SPAENJERS, *Art and money* in American Economic Review, N. 101, 2011, pp. 222–226.

caratterizzate da opere che vengono acquistate e rivendute già nell'anno seguente. A titolo d'esempio tra il 1885 e il 1889, oltre all'aumento del prezzo e dei volumi rispettivamente del 345 % e 167 %, le transazioni di breve periodo sono salite dal 10 % al 20 % circa. Si tratta di un notevole aumento considerando che i costi di transazione nel mercato delle aste costituiscono il 25 % dell'*hammer price*.

Figura 5.1 Prezzi, Volumi e Transazioni di breve periodo tra il 1980 e il 1995



Fonte: J. PENASSE. L. RENNEBOOG, Bubbles and trading frenzies: evidence from the art market, Tilburg University, Novembre 2014.

Come si possono spiegare questi andamenti? Riguardo alla formazione dei prezzi, molti studiosi (Miller 1977; Harris e Raviv 1993) vi vedono il ruolo della speculazione[189]. Va sottolineato però che il commercio speculativo non è l'unica causa della correlazione prezzi – volumi; questa, infatti, può verificarsi anche quando il mercato è soggetto ad uno shock di domanda e di offerta, ossia quando l'offerta è meno elastica della domanda o viceversa. Un utile esempio di shock della

[189] Si vedano E. MILLER, *Risk, uncertainty, and divergence of opinion* in Journal of Finance, N. 50, 1977; M. HARRIS, A. RAVIV, *Differences of opinion make a horse race* in Review of Financial Studies, N. 6, 1993.

domanda è rappresentato dalla bolla giapponese[190] emersa alla fine degli anni '80 che ha mostrato come i collezionisti giapponesi, a causa della crisi del mercato immobiliari e azionario, si siano concentrati sul mercato artistico e in particolare sull'arte impressionista, provocando un aumento sia in termini di prezzi sia di volume[191].

5.2. Alcuni studi empirici sulle relazioni fra prezzo e volumi

La relazione tra prezzi e volumi, molto studiata negli altri *asset*, incluso quello immobiliare, nel mercato dell'arte è stata maggiormente trascurata tanto che le ricerche rivolte all'argomento sono pressoché assenti.

I vari studiosi, di volta in volta, hanno analizzato solo parte della questione. Ad esempio Ashenfelter e Graddy[192] si sono soffermati sulle percentuali di vendita delle opere alle aste trascurandone il volume. Altri, al contrario, hanno esaminato il volume attraverso la lente del commercio internazionale[193]. Di conseguenza, per analizzare dettagliatamente i possibili fattori che provocano l'aumento reciproco di prezzi e volumi generando un andamento fluttuante dei prezzi nel mercato dell'arte, è necessario approfondire la ricerca portata avanti da Julien Penasse e da Luc Renneboog attinente alle bolle e agli andamenti del mercato dell'arte[194].

La loro analisi si è soffermata in primo luogo sulle possibili cause che guidano gli andamenti dei volumi, elemento che come detto in precedenza è spesso trascurato dalla letteratura. A tale scopo nel loro studio vengono presentate due differenti teorie, la teoria del *trading* speculativo da un lato e la teoria del consumo di lusso dall'altro; in linea con la prima ipotesi, lo studio ha evidenziato come la percentuale delle transazioni a breve termine e il tasso di vendita crescano con l'aumentare del volume. Nella seconda teoria, invece, si è mostrato come i prezzi aumentino al pari

---

[190] Sulla bolla giapponese si veda il Capitolo 5.4.2.

[191] J. PENASSE. L. RENNEBOOG, *Bubbles and trading frenzies: evidence from the art market,* Tilburg University, Novembre 2014, p. 2 sg.

[192] O. ASHENFELTER, K. GRADDY, *Sale Rates and Price Movements in Art Auctions* in American Economic Review, N. 101, 2011, pp. 212-216.

[193] R. KRÄUSSL, T. LEHNERT, N. MARTELIN, *Is there a bubble in the art market?*, Luxembourg School of Finance, University of Luxembourg, Maggio 2014, p. 3 sgg.

[194] J. PENASSE. L. RENNEBOOG, *Bubbles and trading frenzies: evidence from the art market*, Tilburg University, Novembre 2014, p. 2 sg.

dei guadagni, differenziandosi così dall'ipotesi relativa alla correlazione tra l'aumento dei guadagni e del volume che sembra positiva ma insignificante.

In secondo luogo, Julien Penasse e da Luc Renneboog hanno mostrato che la relazione tra prezzi e volumi è più forte per quei movimenti artistici e per quei artisti considerati più 'rischiosi' mentre è più debole per quelli più sicuri. Come evidenziato dagli studiosi, le correnti più rischiose appartengono alla seconda metà del XX secolo (*Pop, Abstract Expressionism, Minimalism and Contemporary art*) mentre le più sicure hanno fatto la loro comparsa nel periodo precedente, ovvero non dopo alla prima metà del XIX secolo (*Romanticism, Baroque, Rococo*).

Il terzo obbiettivo che si sono posti, inoltre, è stato quello di vedere se alti volumi coincidessero con sovraprezzi, spesso visibili nelle operazioni di rivendita. A tale scopo, l'analisi si è concentrata sui potenziali cambiamenti nel valore delle opere d'arte[195]. I dati a loro disposizione, sia relativi all'acquisto sia alla rivendita, hanno permesso loro di testare la presenza di sovrapprezzi durante la rivendita. Partendo dai dati da loro utilizzati si riporteranno poi, per gli aspetti citati in precedenza, i risultati e le relative considerazioni.

5.2.1. L'analisi di Julien Penasse e Luc Renneboorg «Bubbles and trading frenzies: evidence from the art market» (2014)

Lo studio di Julien Penasse e Luc Renneboog utilizza l'insieme di dati raccolti dallo stesso Renneboog e da Spaenjers, che include informazioni su più di un milione di transazioni di opere d'arte alle aste relative al periodo che va dal 1957 al 2007[196]. L'insieme inizialmente si è concentrato sulle vendite avvenute a Londra, ma a partire dall'anno 1970, lo sguardo si è allargato alle principali case d'aste di tutto il mondo. A differenza però dei dati raccolti da Renneboog e Spaenjers, la ricerca successiva di Penesse e Renneboog ha preso in considerazione il periodo che va dal

[195] J. PENASSE. L. RENNEBOOG, *Bubbles and trading frenzies*: *evidence from the art market*, Tilburg University, Novembre 2014, p. 6 sgg.
[196] L. RENNEBOOG, C. SPAENJERS, *Buying beauty: On prices and returns in the art market*, Management Science, Vol. 59, N. 1, 2013, pp. 36-53.

1956 al 2006[197] e in particolare i dati relativi alla vendita di dipinti ad olio, acrilici e opere su carta (acquarelli, guazzi, incisioni, stampe) di più di 10.000 artisti. Quasi la metà di questi artisti sono classificati in uno o più dei seguenti movimenti: *Medieval & Renaissance; Baroque; Rococo; Neoclassicism; Romanticism; Realism; Impressionism & Symbolism; Fauvism & Expressionism; Cubism, Futurism & Constructivism; Dada & Surrealism; Abstract Expressionism; Pop; Minimalism & Contemporary.* L'insieme delle vendite di ciascun movimento e dei relativi artisti[198], variabile a seconda dei diversi segmenti, è stato analizzato separatamente. Questi dati sono stati utilizzati in due diversi modi: in primo luogo, per creare un set con informazioni sui prezzi e sui volumi connesse alle transazioni dei 13 movimenti artistici; in secondo luogo, per analizzare il tasso di rivendita su coppie di dati allo scopo di analizzare l'andamento a lungo termine.

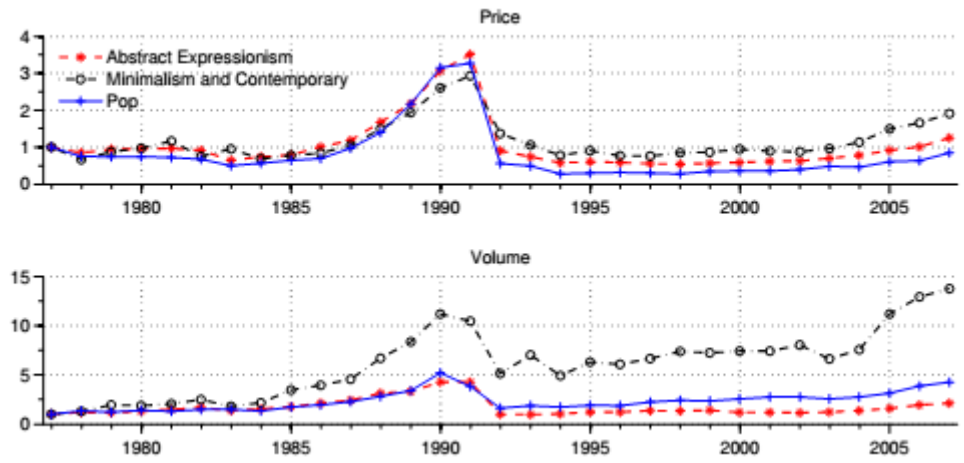
Sono stati poi creati degli indici dei prezzi mediante un modello di regressione edonica; tale modello è stato applicato prima alla totalità dei dati, poi ad ogni sottoinsieme del mercato in modo tale da ricavare, per ciascun movimento artistico considerato, un indice dei prezzi. A questo scopo sono stati raccolti i dati relativi alle effettive transazioni osservate per ciascun anno nel periodo in esame, escludendo quindi i dati relativi agli articoli non venduti o rimossi dal mercato. Sono stati calcolati prezzi e volumi di ciascun segmento, il cui andamento viene riportato nella figura 5.2.

---

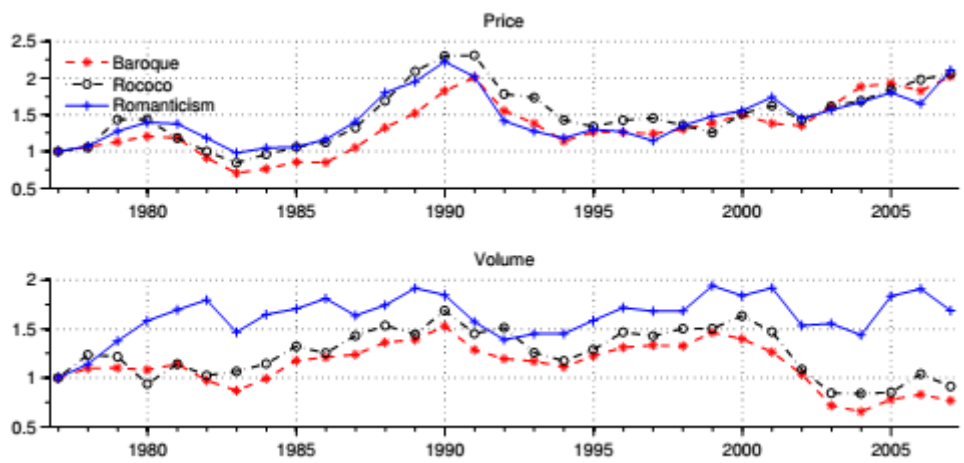
[197] Non comprende il 2007 perché non si avevano a disposizione tutti i dati. Si veda J. PENASSE. L. RENNEBOOG, *Bubbles and trading frenzies: evidence from the art market,* Tilburg University, Novembre 2014, p. 9 sg.

[198] Nel caso in cui un artista sia classificato sotto più di un movimento, le vendite sono state assegnate al movimento artistico verso il quale l'artista ha contribuito maggiormente. Di conseguenza, non vi è sovrapposizione tra le informazioni contenute nei differenti insiemi.

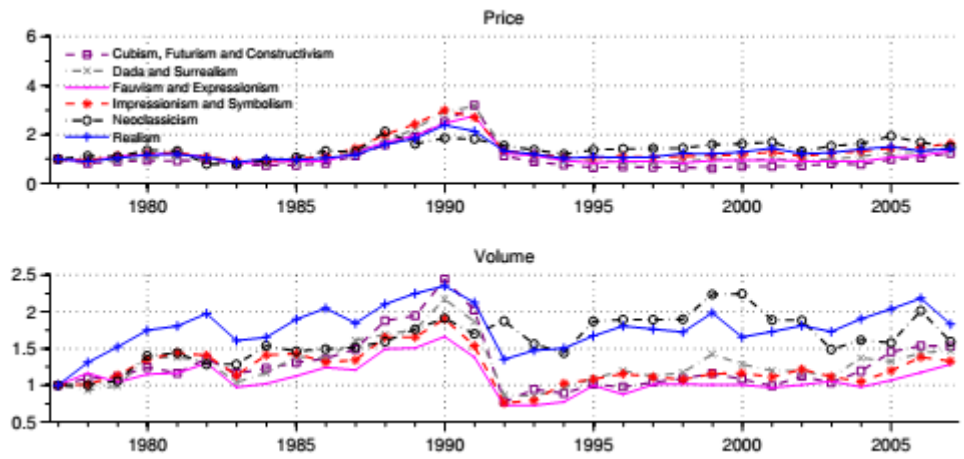
Figura 5.2. Prezzi e volumi di 13 movimenti artistici (1976-2006)



(a) Movimenti con elevata volatilità



(b) Movimenti con bassa volatilità



(c) Restanti movimenti

Fonte: J. PENASSE. L. RENNEBOOG, Bubbles and trading frenzies: evidence from the art market, Tilburg University, Novembre 2014.

La figura 5.2. presenta l'andamento dei prezzi e dei volumi per ciascuno dei tredici movimenti artistici, prendendo il 1976 come anno di riferimento. Ciò che emerge è la presenza, per ciascun segmento artistico, di una forte correlazione tra gli indici dei prezzi e dei volumi. Alcuni movimenti artistici sono chiaramente più rischiosi di altri: ad esempio la Pop Art, il cui livello di prezzi nel 1990 è aumentato di più di 5 volte quello del 1984. Nonostante ciò, l'indice suggerisce anche che i prezzi dello stesso movimento artistico sono successivamente diminuiti del 83% tanto da evidenziarne un'elevata volatilità e di conseguenza un alto grado di rischiosità.

Con il medesimo insieme di dati, si sono prese poi in considerazione le operazioni di rivendita di una medesima opera. Ogni coppia di dati è stata analizzata singolarmente tenendo in considerazione sia il prezzo di acquisto sia quello di vendita, espressi in logaritmi, con i quali è stato determinato il logaritmo del guadagno.

Successivamente, analizzando le transazioni che prevedono vendite ripetute di un medesimo bene, ovvero studiando la differenza tra la prima e la seconda vendita, gli studiosi hanno mostrato alcuni peculiari andamenti. Per l'arte, infatti, è emerso in media un eccessivo guadagno del 1,2% per un periodo medio di detenzione di 5,

7 anni, con una deviazione standard del 78%. Inoltre, ciò che è risultato evidente è stata la volatilità nelle medie di vendita degli artisti dei diversi movimenti. A titolo d'esempio, nel periodo di tempo considerato, si è osservato un aumento della popolarità di Andy Warhol mentre la media relativa agli artisti della stesso movimento è rimasta pressoché stabile per tre decenni. Questa tendenza è comune a più movimenti, non solo per la Pop Art; da ciò si è dedotto che la moda e i gusti incidono ma solo in minima parte, senza spiegare le fluttuazioni dei prezzi relative al periodo in questione.

Per quanto riguarda l'andamento dei volumi, come sottolineato in precedenza, la letteratura ha ampiamente considerato ciò che spinge la domanda per l'arte, ma ha trascurato spesso lo studio dei volumi. La portata della domanda cambia con il cambiare delle caratteristiche stesse dei collezionisti, ovvero a seconda dei gusti, delle mode nonché della ricchezza. Qualsiasi aumento della domanda, in linea generale, porta a un aumento dei prezzi. Lovo e Spaenjers mostrano che contemporaneamente si può riscontrare anche un aumento dei volumi[199]. Contrariamente ad altri studi, mentre si analizza l'opzione di rivendita di un'opera d'arte, si dà molta rilevanza all'aspetto speculativo come una delle possibili cause della fluttuazione dei volumi. Questo elemento emerge ogni qual volta in cui qualcuno compra un bene pagandolo di più del suo effettivo valore, con la speranza di poterlo rivendere successivamente, anche a distanza di un solo anno, ad un prezzo più alto; nella maggior parte dei casi, infatti, e soprattutto in concomitanza di bolle speculative, le transazioni sono di breve periodo. In aggiunta, un alto volume da una parte potrebbe essere segno di una generale sopravvalutazione, dall'altra indicare che il mercato è dominato da ottimisti, ovvero da utenti disposti a pagare di più del prezzo di riserva fissato dai venditori. Verso questi utenti, la letteratura ha rivolto la sua attenzione, soprattutto al ruolo della ricchezza, in particolare quella dei membri più privilegiati della società, come driver dei prezzi d'arte.
Inoltre, come mostrato dagli studiosi, è interessante capire se l'aumento di volume è dato principalmente da un aumento della domanda, o dall'ampliamento nel segmento dell'offerta in quanto un numero maggiore di articoli vengono messi in

[199] S. LOVO, C. SPAENJERS, *Unique durable assets*, Research paper, HEC Paris, 2014.

vendita. Entrambe le teorie prevedono che i prezzi più elevati dovrebbero essere associati a un maggior numero di opere d'arte offerte.

Tabella 5.1. Correlazione tra diverse variabili: prezzi, volumi, transazioni di breve termine, tasso di vendita, numero di opere d'arte offerte, segmento dell'arte moderna e contemporanea, guadagni elevati.

	Price	Volume	Short term trans.	Sales rate	Art obj. off. for sale	Mod. and Contemp.	Top inc.
Price	1.00						
Volume	**0.54**	1.00					
Short-term transactions	**0.35**	**0.58**	1.00				
Sales rate	0.22	**0.36**	0.19	1.00			
Art objects offered for sale	**0.47**	**0.86**	**0.52**	-0.15	1.00		
Modern and Contemporary	**0.59**	**0.52**	**0.50**	0.02	**0.57**	1.00	
Top income	**0.35**	0.23	0.29	0.22	0.14	0.26	1.00

Fonte: J. PENASSE. L. RENNEBOOG, Bubbles and trading frenzies: evidence from the art market, Tilburg University, Novembre 2014.

La tabella 5.1. presenta la matrice di correlazione delle variazioni percentuali di prezzo, volume, in aggiunta ai cambiamenti percentuali relativi a cinque variabili quali la quota di transazioni di breve termine, il tasso di vendita, il numero di beni offerti per la vendita, la percentuale d opere d'arte moderna e contemporanea all'interno del mercato globale e i guadagni elevati. Osservando la tabella emerge che nel momento in cui i prezzi e i volumi aumentano, anche la quota di operazioni a breve termine tende a salire. La correlazione tra le variazioni di volume e questo tipo di transazioni di breve periodo è dunque significativa. Un altro elemento che affiora è dato dall'aumento delle percentuali di vendita in concomitanza con un volume maggiore, per una correlazione di 0.36. Un esempio è rappresentato dalla bolla giapponese degli anni '80, in cui oltre che ad un aumento dei possibili acquirenti, si è assistito ad un ampliamento dei beni offerti e di conseguenza ad un aumento dei tassi di vendita, del volume e infine dei prezzi[200].

In linea con il *trading* speculativo i nuovi acquirenti hanno mostrato un maggior interesse verso l'arte moderna e contemporanea, segmento che risulta

[200] Sulla bolla giapponese si veda il Capitolo 5.4.1.

maggiormente soggetto alla volatilità e che possiede un'alta correlazione prezzi-volumi.

In conclusione questo studio sostiene la tesi secondo la quale gli agenti del mercato entrino in determinati *trading* speculativi, che inducono prezzi sopra ai loro valori fondamentali. I pessimisti si autoescludono da questo mercato, tanto che le loro opinioni non rientrano nelle percentuali dei prezzi, i quali, quindi, riflettono solamente l'opinione dei collezionisti più ottimisti. Di conseguenza, un'ottimista è disposto a pagare di più dell'effettivo valore perché sa che nel futuro il mercato potrà essere dominato da altri collezionisti disposti a pagare una cifra ancora più elevata. La differenza tra il prezzo cui è disposto a pagare e il valore reale del bene, riflette un movente speculativo, ovvero il valore del diritto di vendere l'opera d'arte nel futuro. Questo documento analizza questa teoria esaminando in modo ravvicinato il comportamento dei prezzi e dei volumi d'arte e misurandone direttamente i rendimenti sulla base di una serie di dati provenienti dalle case d'aste di tutto il mondo. Si è visto che l''aumento dei prezzi tende ad essere maggiormente accompagnato da operazioni di breve termine, interpretabili come 'frenesie' di negoziazione. Queste 'frenesie' tendono a concentrarsi sulle opere di artisti moderni e contemporanei, i cui prezzi e volumi sono, in media, più volatili e più correlati quando il commercio è caratterizzato da elevati volumi. Infine, a questi corrisponderanno rendimenti negativi negli anni successivi[201].

5.3. Rilevazione delle bolle speculative nel mercato dell'arte

Questo paragrafo volge l'attenzione ai vari metodi che nel corso degli anni hanno permesso di evidenziare la presenza di bolle speculative nel mercato artistico. Questo argomento ha catturato l'attenzione di studiosi e ricercatori del corso degli ultimi quattro decenni; dal lavoro di Shiller[202] al recente approccio di Phillips, Wu

[201] J. PENASSE. L. RENNEBOOG, *Bubbles and trading frenzies*: *evidence from the art market,* Tilburg University, Novembre 2014, p. 29.
[202] R. J. SHILLER, *Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends?* in The American Economic Review, Giugno 1981, pp. 421-435.

e Yu[203] nel 2011, infatti, sono stati condotti numerosi test statistici con lo scopo di identificare la presenza di comportamenti esplosivi. Ciò che sta alla base di tutta la ricerca in questo campo è il tentativo di dare un senso ai fenomeni di persistente deviazione dei prezzi dal loro valore fondamentale.

Il punto di partenza di questi approcci è dato dalla definizione di bolla speculativa, cioè quella che vede in questo fenomeno un forte aumento di prezzo di un dato bene, seguito successivamente da un crollo[204].

Nel corso degli anni si sono sviluppati vari modelli utili a rilevare la presenza, nel mercato dell'arte così come per gli altri *asset*, di bolle speculative; ciò non è sempre stato semplice a causa delle caratteristiche intrinseche delle opere d'arte; come menzionato in precedenza, infatti, va ricordato che le opere d'arte detengono sia un valore economico e finanziario sia un valore estetico e culturale così da differenziarle dagli altri *asset* tradizionali. Proprietà estetiche, simboliche, storiche nonché di status symbol e di unicità di questi beni rendono l'attribuzione del valore non oggettiva e di conseguenza pregiudicano la rilevazione della componente di bolla. Infatti, anche se alcuni studi come quelli condotti da Frey e Pommerehne[205], Gérard-Varet[206], e Chanel et al.[207]hanno portato alla creazione di elenchi di variabili utili a spiegare la formazione del prezzo attribuito alle opere d'arte (i costi di produzione, le dimensioni, la tecnica, la qualità estetica, la proprietà, ecc.), la determinazione del valore fondamentale di queste risulta un'impresa impossibile in sé[208]. Razionalmente, il valore effettivo di un bene equivale al suo flusso di cassa

---

[203] P. C. B. PHILLIPS, Y. WU, J. YU, *Explosive Behavior in the 1990s NASDAQ: When Did Exuberance Escalate Asset Values?* in International Economic Review, Vol. 52, N. 1, 2011, pp. 201–226.

[204] R. KRÄUSSL, T. LEHNERT, N. MARTELIN, *Is there a bubble in the art market?*, Luxembourg School of Finance, University of Luxembourg, Maggio 2014, p. 3 sgg.

[205] B. FREY, W. POMMERENHE, *Muses and markets: Explorations in the economics of the arts*, Basil Blackwell, Oxford, 1989.

[206] Per approfondire si veda L. GÉRARD-VARET, *On pricing the priceless: Comments on the economics of the visual art market* in European Economic Review, Vol. 39, N. 3-4, 1995, pp. 509-518.

[207] Si veda O. CHANEL, L. GERARD-VARET, AND V. GINSBURGH, *The relevance of hedonic price indices* in Journal of Cultural Economics, Vol. 20, N. 1, 1996, pp. 1-24.

[208] N. SRIVASTAVA, S. SATCHELL, *Are There Bubbles in the Art Market? The Detection of Bubbles when Fair Value is Unobservable*, Birkbeck Working Papers in Economics & Finance, Aprile 2012, p. 6 sgg.

atteso. Mentre questo risulta semplice da calcolare nel mercato azionario e immobiliare, non lo è in quello artistico; il possesso di un'opera d'arte, infatti, non fornisce un guadagno monetario bensì un rendimento di convenienza, descritto da Campbell come 'dividendo di godimento'[209] e da Gérard-Varet come 'piacere estetico'[210]. Tali caratteristiche rendono pressoché impossibile quantificare oggettivamente il rendimento dell'arte[211].

Per ovviare al problema, recentemente alcuni ricercatori della Luxembourg School of Finance hanno sviluppato un nuovo metodo statistico di rilevazione specifico per il mercato dell'arte; per farlo hanno preso in considerazione milioni di dati nonché sei delle principali correnti artistiche utilizzando come base il metodo ideato da Phillips, Wu e Yu[212]già innovativo, e sviluppandolo. Infatti, per ovviare al problema del valore fondamentale, Roman Kräussl, Thorsten Lehnert e Nicolas Martelin hanno ripreso gli studi condotti da Phillips e in particolar modo il suo approccio basato sul Dickey-Fuller aumentato e arrangiato (SADF- supremum Dickey-Fuller test) utile a rilevare comportamenti esplosivi direttamente all'interno di una serie temporale. I loro esperimenti hanno rilevato la presenza di una significativa bolla speculativa che ha inizio nel tardo 2011 in due segmenti del mercato artistico quali il "Post-War and Contemporary" e "l'American", nonché altre considerazioni che verranno in seguito approfondite.

5.3.1. Lo studio di Kräussl, Lehnert e Martelin «Is there a bubble in the art market?» (2014)

I prezzi record osservati nel mercato dell'arte negli ultimi tre anni hanno sollevato la questione relativa alla presenza di una bolla speculativa nel mercato dell'arte.

---

[209] R. CAMPBELL, *Art as a financial investment* in Journal of Alternative Investments, Vol. 10, N. 4, 2008, pp. 64-81.

[210] L. GÉRARD-VARET, *On pricing the priceless: Comments on the economics of the visual art market*, in European Economic Review, Vol. 39, N. 3-4, 1995, pp. 509-518.

[211] R. KRÄUSSL, T. LEHNERT, N. MARTELIN, *Is there a bubble in the art market?*, Luxembourg School of Finance, University of Luxembourg, Maggio 2014, p. 3 sg.

[212] P. C. B. PHILLIPS, Y. WU, J. YU, *Explosive Behavior in the 1990s NASDAQ: When Did Exuberance Escalate Asset Values?* in International Economic Review, Vol. 52, N. 1, 2011, pp. 201–226.

Data la difficoltà di determinare il valore fondamentale delle opere d'arte, i ricercatori della Luxembourg School of Finance, Kräussl, Lehnert e Martelin, hanno recentemente ideato un procedimento di rilevazione dei comportamenti esplosivi applicando il test SADF, nel periodo che va dal 1970 al 2013, all'interno di quattro diversi segmenti del mercato dell'arte ("Impressionist and Modern", "Post-war and Contemporary", "American", and "Latin American"). Sono state identificate due bolle speculative storiche e una attuale; quest'ultima nei segmenti della "Post-war and Contemporary" e de "l'American". Come è stato dimostrato nella loro analisi, il test scelto permette una maggiore accuratezza nel caso di bolle multiple oltre che a dare maggiori informazioni sull'origine e sullo scoppio di queste.

Il campione di dati utilizzato per il test compiuto dai ricercatori è stato costruito per mezzo del BASI (Blouin Art Sales Index)[213], un database online contenente i dati delle opere vendute da più di 350 case d'asta al mondo. Attualmente, il BASI è uno dei più grandi database, contenente informazioni di più di 4,6 milioni di opere d'arte e di più di 225.000 artisti singoli lungo il periodo che va dal 1922 al 2013. Roman Kräussl, Thorsten Lehnert e Nicolas Martelin, analizzando il database in questione, si sono focalizzati sui dipinti, i cui dati ammontano a 2,7 milioni. Per ciascun record all'asta, il database contiene informazioni sull'artista e sull'opera oltre che sulla vendita. In particolare per ogni artista si sono presi in considerazione il nome, la nazionalità, l'anno di nascita e di morte (se applicabile). Per l'opera, invece, si conoscono il titolo, l'anno di realizzazione, la tecnica, le dimensioni, lo stile ed eventuali firme o timbri. Infine, per quanto riguarda la vendita si hanno dati relativi alla casa d'aste, alla data dell'asta, al numero di lotti, al prezzo di aggiudicazione (*hammer price*), ai 'bought-in' e ai ritiri.

Utilizzando il BASI, si sono costruiti 4 diversi indici: "Impressionist and Modern", "Post-war and Contemporary", "American" e "Latin American". A causa delle proprietà intrinseche delle opere d'arte, il metodo utilizzato per creare i diversi indici è stato quello della regressione edonica, le cui variabili indipendenti utilizzate

[213] Si veda http://artsalesindex.artinfo.com/

sono state la tecnica, la casa d'aste, la superficie, la firma, il prezzo di stima, lo stato di conservazione, la reputazione dell'artista e la data in cui è stata effettuata la vendita.

Il modello di regressione edonica considerato è il seguente:

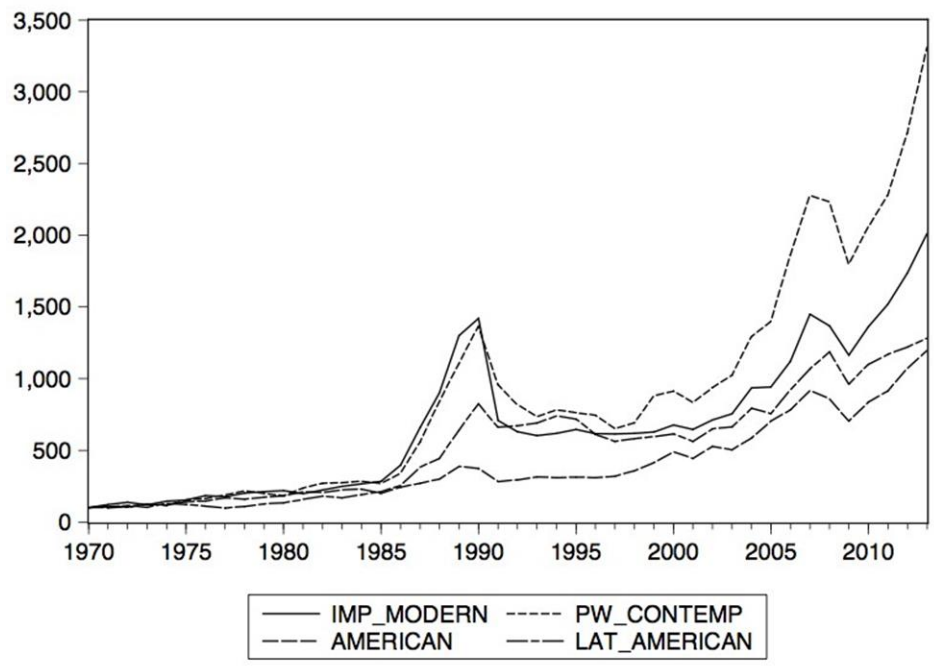
$$\text{In } P_{it} = \alpha + \sum_{j=1}^{z} B_j X_{ij} + \sum_{t=0}^{t} Y_t D_{it} + \varepsilon_{it} \qquad \varepsilon \sim N(0, \sigma^2), \tag{6}$$

dove P_{it} è il prezzo del dipinto i al tempo t, α è l'intercetta di regressione, B_j il coefficiente riferito alle caratteristiche X del dipinto i; X_{ij} il valore delle caratteristiche del dipinto i; Y_t rappresenta il coefficiente associato alla variabile 'dummy' indicata come D_{it}, la quale assume il valore 1 quando i dipinti sono venduti nel tempo t considerato.

Sono stati calcolati quattro indici di prezzi (si veda la figura 5.3.) nel periodo che va dal 1970 al 2013; in ciascuno di questi, il primo anno, cioè l'anno base, è stato impostato a 100. La figura 5.3. mostra che tutti quattro gli indici di prezzo[214] hanno drasticamente aumentato il proprio livello nel corso degli ultimi quattro decenni, con livelli che vanno dai 1200 ai 3300 punti nel 2013. Si può notare, inoltre, che pur essendoci stato un incremento generale il segmento "Post-war and Contemporary" si è rivelato essere il più redditizio con due boom identificabili tra il 1985 e il 1990 e tra il 2005 e il 2009.

[214] Nell'indice, il 1970 è l'anno base al quale è stato assegnato il valore 100.

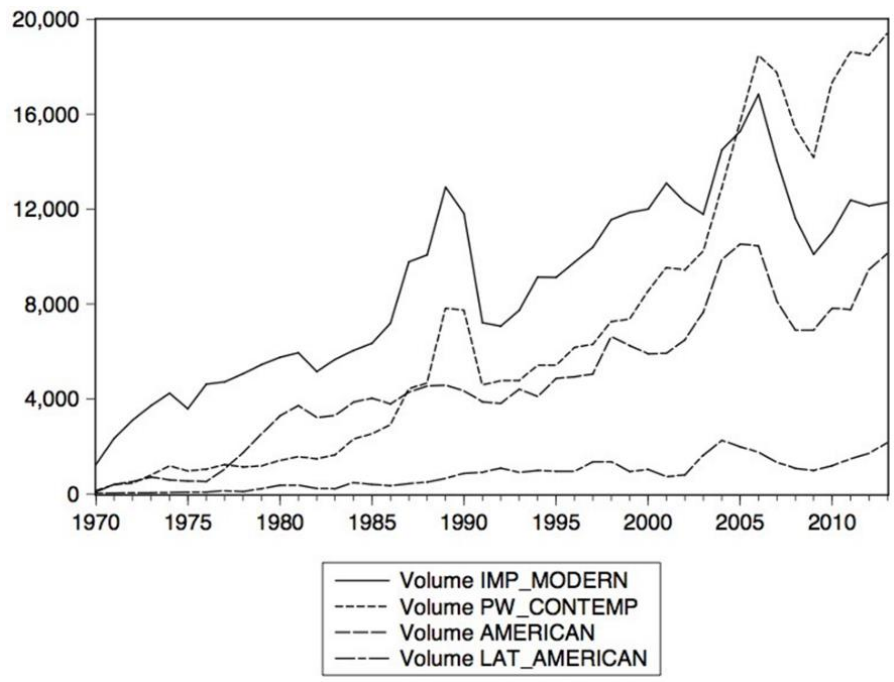
Figura 5.3. Art Market Indices



Fonte: R. KRÄUSSL, T. LEHNERT, N. MARTELIN, Is there a bubble in the art market?, Luxembourg School of Finance, University of Luxembourg, Maggio 2014.

Nella figura 5.4. invece, vengono presentati i volumi delle vendite, vale a dire il numero di transazioni nel periodo tra il 1970 e il 2013 per i quattro indici. È evidente che le vendite sono aumentate di 80 volte durante il periodo. Uno sguardo più attento ci fa comprendere, inoltre, che la 'popolarità' dei diversi segmenti è cambiata nel corso degli anni; mentre il mercato degli "Impressionist and Modern" ha dominato fino ai primi anni 2000, negli ultimi anni è passato in seconda posizione, dietro al "Post-War and Contemporary", che ha superato negli anni '80 anche il segmento "American".

Figura 5.4. Art Market Volumes



Fonte: R. KRÄUSSL, T. LEHNERT, N. MARTELIN, Is there a bubble in the art market?, Luxembourg School of Finance, University of Luxembourg, Maggio 2014.

Per quanto riguarda la rilevazione delle bolle speculative, attraverso l'applicazione del test SADF elaborato da Phillips, Wu e Yu[215], Roman Kräussl, Thorsten Lehnert e Nicolas Martelin hanno analizzato i risultati del test su tutti quattro gli indici. Ciò che è emerso è stata la presenza di almeno una bolla speculativa in ciascuno dei segmenti analizzati.

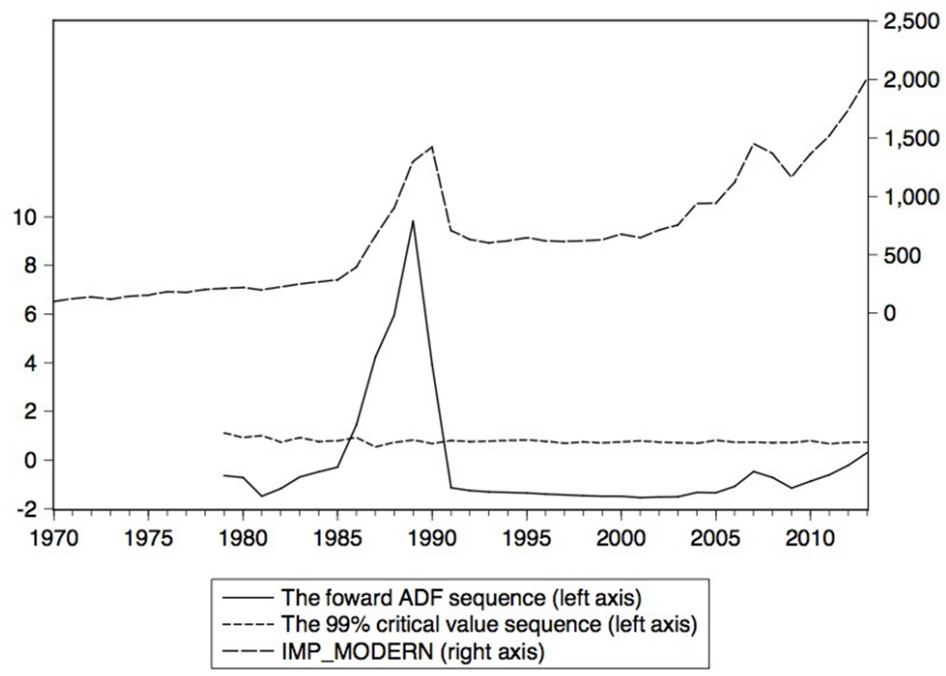
Nello specifico, è emersa una sola bolla nel segmento "Impressionist and Modern"; infatti, come si evince nella figura 5.5.[216] che rappresenta l'andamento del segmento sulla base dei risultati ottenuti dal test SADF, la bolla avrebbe inizio nel 1986 e fine

[215] P. PHILLIPS, Y. WU, J. YU, *Explosive behavior in the 1990s NASDAQ: When did exuberance escalate asset values?* in International Economic Review, Vol. 52, N. 1, 2011, pp. 201-226.

[216] La figura mostra la serie temporale dopo l'applicazione del test SADF, sulla sinistra (linea continua), per l'indice " Impressionist and Modern "; la sequenza corrispondente dei valori critici a livello del 99% sulla sinistra (linea con tratteggi piccoli); l'indice dei prezzi sulla destra (linea con tratteggi grandi) dal 1970 al 2013.

nel 1991, con il punto più alto nel 1989. Questo risultato è perfettamente in linea con i fatti storici del mercato, in seguito approfonditi.

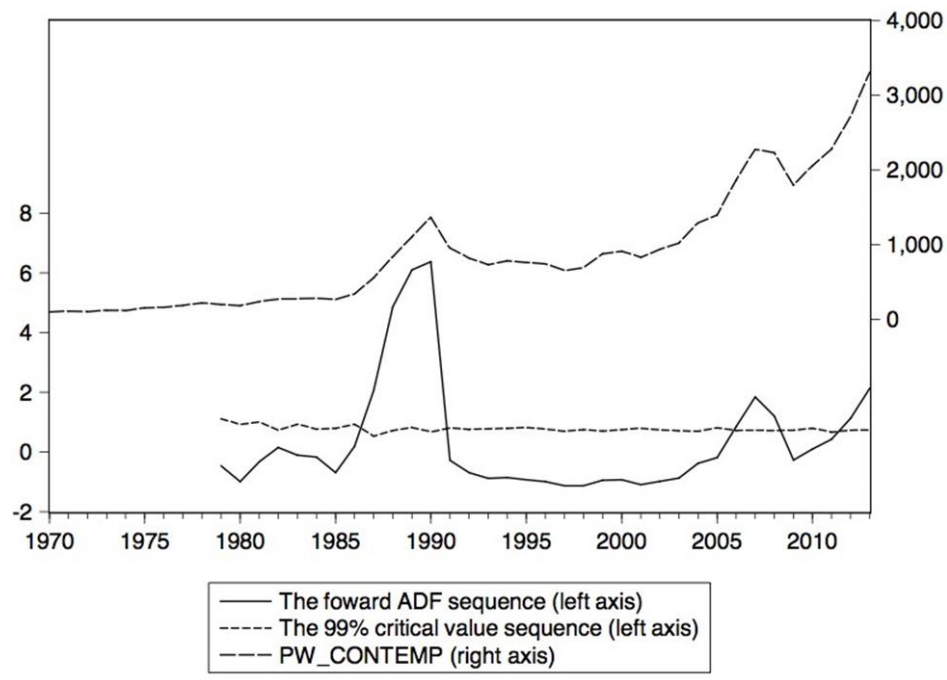
Figura 5.5. SADF Test and Date-Stamp, "Impressionist and Modern" Art Market



Fonte: R. KRÄUSSL, T. LEHNERT, N. MARTELIN, *Is there a bubble in the art market?*, Luxembourg School of Finance, University of Luxembourg, Maggio 2014.

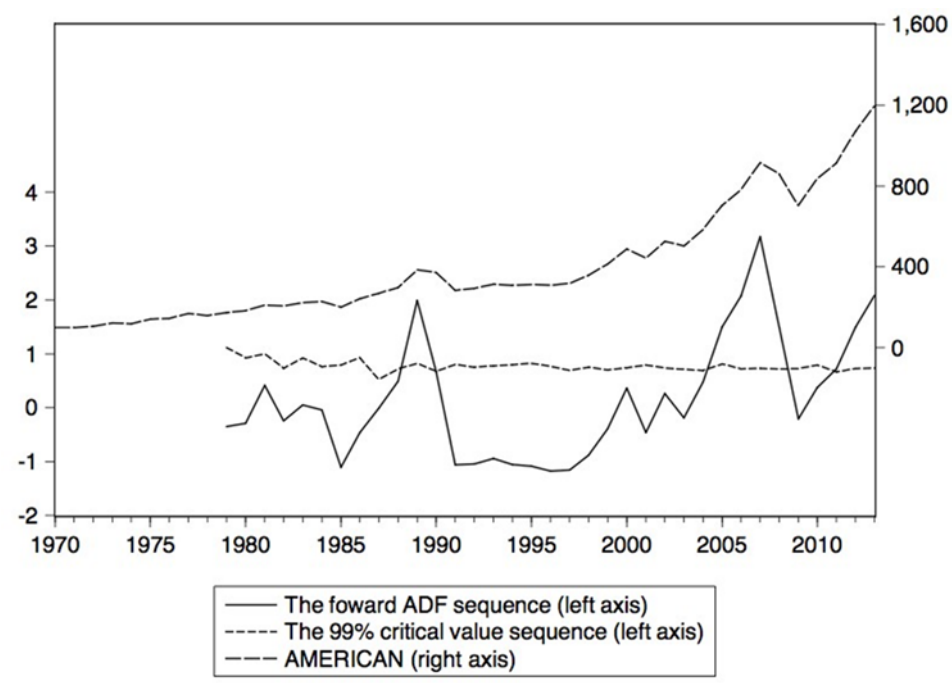
Per quanto concerne il segmento successivo, il "Post-war and Contemporary", viene identificata la medesima bolla speculativa, tra il 1986 e il 1991 con un picco nel 1990 (si veda la figura 5.6). Oltre a questa, in questo segmento, emergono altri due effetti esplosivi: il primo tra il 2006 e il 2008 con il picco nel 2007 (corrispondente al periodo pre-crisi economico-finanziaria), e il secondo iniziato dopo il 2012.

Figura 5.6. SADF Test and Date-Stamp, "Post-war and Contemporary" Art Market



Fonte: R. KRÄUSSL, T. LEHNERT, N. MARTELIN, Is there a bubble in the art market?, Luxembourg School of Finance, University of Luxembourg, Maggio 2014.

Figura 5.7. SADF Test and Date-Stamp, "American" Art Market



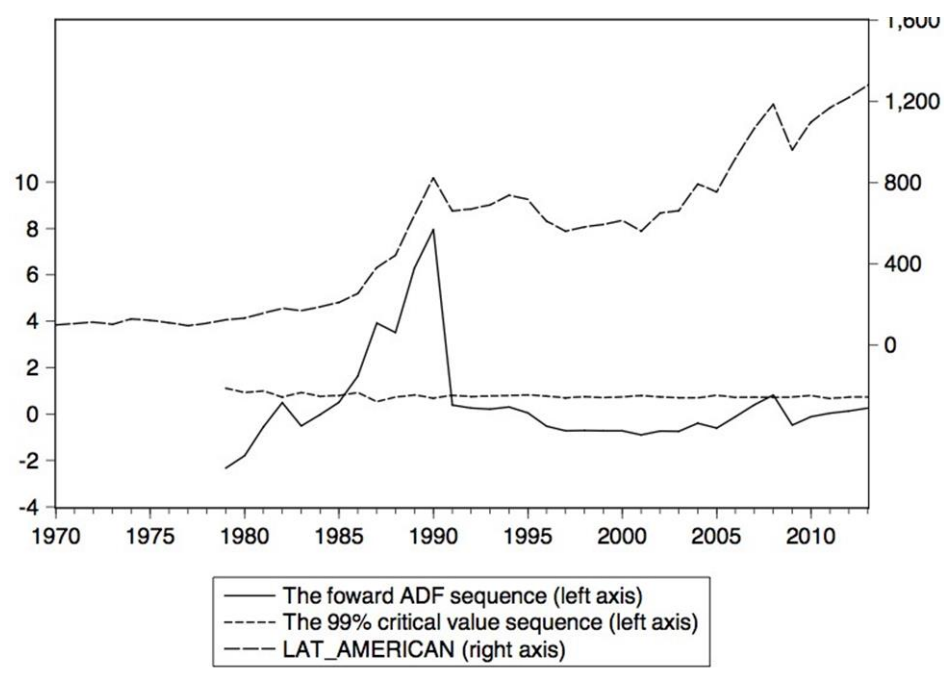
Fonte: R. KRÄUSSL, T. LEHNERT, N. MARTELIN, Is there a bubble in the art market?, University of Luxembourg, Maggio 2014.

Per l'indice dei prezzi relativo al segmento "American" (figura 5.7), il test ha rivelato un simile comportamento esplosivo a partire dal 2011.

La bolla precedente, individuata nel periodo che va dal 2006 al 2008 per il segmento "Post-war and Contemporary", sembra essere iniziata prima nel "American", ovvero nel 2005 con il relativo scoppio nel 2008 e un picco nel 2007. La prima bolla appare molto più breve in lunghezza rispetto ai segmenti "Impressionist and Modern" e "Post-war e Contemporary"; nell'indice "American", la bolla inizia a crescere nel 1988 e scoppia nel 1991, con un picco nel 1989, e si differenzia così dagli altri due segmenti citati nei quali la bolla viene osservata nel periodo tra il 1986 e il 1991.

La figura 5.8., infine, mostra i risultati ottenuti dall'applicazione del test sull'ultimo segmento, cioè quello relativo al "Latin American". Il grafico seguente mostra la presenza della sola bolla speculativa riscontratasi tra il 1986 e il 1991 con il picco nel 1990.

Figura 5.8. SADF Test and Date-Stamp, "Latin American" Art Market



Fonte: R. KRÄUSSL, T. LEHNERT, N. MARTELIN, Is there a bubble in the art market?, University of Luxembourg, Maggio 2014.

Concludendo, tutti i segmenti di mercato analizzati hanno evidenziato la presenza della bolla dell'inizio degli anni '90, ma solo il "Post-war and Contemporary" e "American" sono stati colpiti da quella del 2008 e da quella iniziata recentemente alla fine del 2011. Questa del 2011, secondo quanto manifestato dagli studiosi nel 2014, sarebbe ancora in fase di formazione e potrebbe durare ancora un paio di anni.

Osserviamo che, anche se vi sono discrepanze all'interno dei diversi segmenti, le date di origine e di estremità delle bolle speculative al loro interno sono pressoché sempre coincidenti. Tutte le date di fine delle diverse bolle nei vari segmenti, infatti, sono in perfetta sintonia oltre che perfettamente in linea con l'evoluzione storica del mercato[217].

5.4. Analisi storica: le principali bolle speculative nel mercato dell'arte

Bene rifugio, *asset class* alternativo, bene economico o di lusso. L'arte nell'ultimo decennio è entrata in molti portafogli e ha visto un interessamento della categoria degli acquirenti per passione verso una diversificazione del rischio e un approccio maggiormente finanziario.

A partire dagli anni '90 del Novecento e dopo lo scoppio della bolla degli impressionisti, gonfiata dalla domanda proveniente dal Giappone, lo sguardo dei collezionisti è mutato e accanto alle valutazioni prettamente estetiche ed emozionali si sono aggiunte considerazioni finanziarie. Da allora ad oggi, soprattutto dal 2000 fino allo scoppio della nuova bolla del 2008, un pubblico sempre più ampio si è affacciato al mercato dell'arte: i prezzi hanno conosciuto una conseguente impennata, in particolare nei settori delle opere occidentali del dopoguerra e contemporanee, e nell'arte asiatica, principalmente moderna e del Novecento. E proprio nei giorni del crack (15-16 settembre 2008) il mercato dell'arte, quasi in controtendenza, toccò il suo picco a Londra da Sotheby's con l'asta «*Beautiful Inside My Head Forever*» delle opere di Damien Hirst che fatturò 198 milioni di dollari con 218 lotti[218].

---

[217] R. KRÄUSSL, T. LEHNERT, N. MARTELIN, *Is there a bubble in the art market?,* University of Luxembourg, Maggio 2014, p. 12 sgg.
[218] http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2013-08-17/mercato-arte-084500.shtml

Nel mercato artistico è sempre più possibile che i prezzi e i rispettivi valori possano non essere perfettamente allineabili; queste discrepanze sono spesso descritte come bolle.

In questo paragrafo si analizza l'andamento del mercato dell'arte nel corso della storia evidenziando, soprattutto, le principali bolle speculative che ne hanno caratterizzato l'andamento tenendo in considerazione lo studio di Kräussl et al. 2014 analizzato in precedenza: dalla bolla alla fine degli anni '80 fino alla crisi finanziaria che ha colpito il mercato globale nel 2008.
La prima di queste si caratterizzò per il continuo comprare da parte dei giapponesi, soprattutto nei settori dell'Impressionismo e del Post-impressionismo[219]: questa bolla venne in gran parte alimentata dall'evasione fiscale e dall'inflazione provocando un eccesso di denaro che causò un brusco aumento dei prezzi. Questa crescita esplosiva del mercato artistico terminò nel 1990; i crescenti tassi di interesse da parte delle banche giapponesi portarono a numerose perdite per molti collezionisti e ad un crollo della liquidità[220].

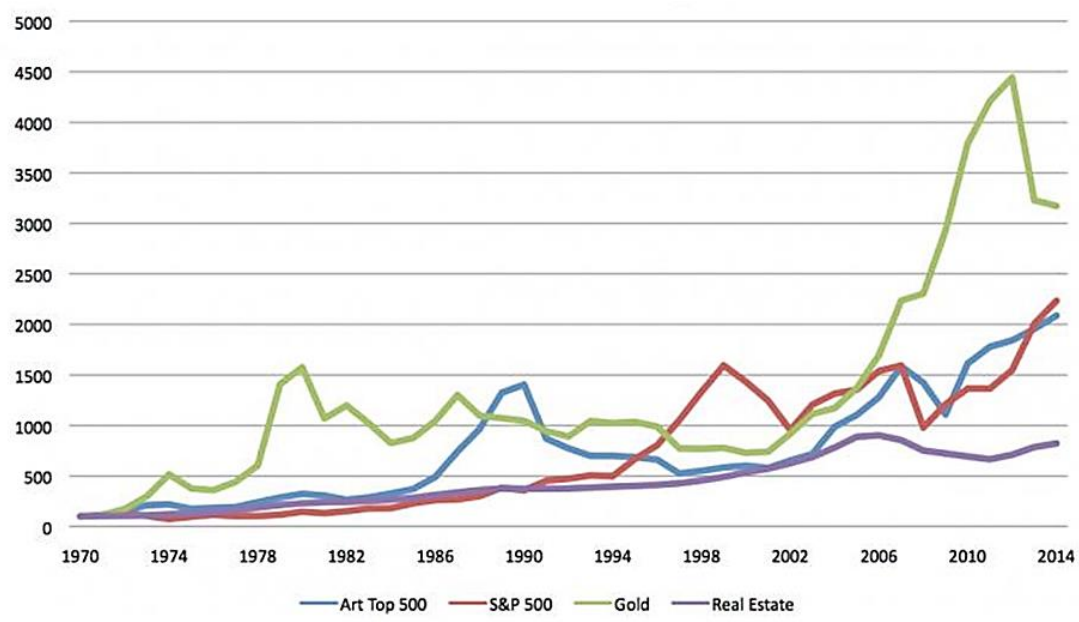
Nel periodo successivo, il mercato dell'arte ha avuto un percorso regolare sia in termini di volume che di fatturato. Infatti, nonostante la bolla verificatesi tra il 1997 e il 2000 in altri mercati, l'arte nel suo complesso ha registrato andamenti crescenti. Il XXI secolo ha segnato un'ulteriore crescita, soprattutto nel 2007, anno in cui i valori assegnati alle opere d'arte hanno toccato livelli mai visti in precedenza, con alcune categorie che ebbero un incremento ancora più accentuato.

---

[219] Il grande boom del collezionismo aziendale americano e giapponese si attribuisce alla legislazione particolarmente favorevole nei confronti degli acquirenti; questa, infatti, consente di detrarre dalle tasse buona parte del denaro speso per le opere d'arte. In America nel 1986 venne abolita questa norma allo scopo di voler frenare quel processo che andava sempre più somigliando a un'evasione. Queste leggi molto favorevoli hanno lasciato il posto ad altre in modo da lasciare spazio alla sola regola dell'investimento: dal 1987 gli americani hanno comprato arte soprattutto per investire denaro, e non più per risparmiare sulle tasse. Al progressivo irrigidimento della legislazione fiscale statunitense si contrappone un ammorbidimento di molti stati tra cui il Giappone: qui infatti le imprese possono registrare le loro collezioni d'arte come fonti di costo, al punto che tramite le agevolazioni fiscali lo Stato finanzia parzialmente gli acquisti. Questo fenomeno spiega perché dagli anni Ottanta i musei nipponici ed europei si siano maggiormente arricchiti rispetto quelli americani. Si veda A. VETTESE, *Investire in Arte*, Il Sole 24 ore, Milano 199, pp. 171-17.
[220] J. HEILBRUN, C. M. GRAY, *The Economics of Art and Culture*, The Edinburgh Building, Cambridge 2001, pp. 165-167.

Come si evince dalla figura 5.9. e come confermato da Kräussl et al. (2014), difatti, le bolle speculative che nascono in ambito economico-finanziario possono riversarsi nel mercato artistico (es. la bolla giapponese negli anni'80 e la crisi finanziaria nel 2008); vi sono casi, però, in cui questo non si riscontra evidenziando l'autonomia del mercato artistico rispetto agli altri (es. la bolla delle Dot-com della fine anni'90).

Figura 5.9. Trend del mercato dell'arte confrontato con S&P 500, Gold e Real Estate



Fonte: R. KRÄUSSL, T. LEHNERT, N. MARTELIN, Is there a bubble in the art market?, Luxembourg School of Finance, University of Luxembourg, Maggio 2014.

5.4.1. La bolla speculativa Giapponese [1986-1991]

La bolla speculativa giapponese fu una bolla formatasi nel periodo tra il 1986 e il 1991, riguardante il mercato immobiliare giapponese e quello azionario.

L'analogia con il mercato finanziario portò ad un rialzo nei prezzi delle opere d'arte, che spesso viene interpretato come un boom speculativo, cioè come un rigonfiamento artificiale dei prezzi causato dalla premura che hanno i buyer a voler incassare subito i profitti derivati dalla vendita delle opere.

La teoria del mercato sostiene che quando vi è una crescita nei prezzi, questa sia legata ad un successivo aumento dell'offerta, in quanto ad alti prezzi corrispondono alti volumi. Queste caratteristiche hanno segnato il mercato alla fine degli anni '80 del '900[221].

Il surriscaldamento economico di quegli anni aveva investito anche il mercato dell'arte, e in particolare il mercato dell'arte Impressionista e Post-Impressionista, che ha vissuto uno dei momenti più complicati della sua storia[222].

Il 31 marzo 1987 il dipinto *Girasoli* di Van Gogh venne acquistato da Yasuo Goto, battuto all'asta da Christie per 40 milioni di dollari circa, diventando all'epoca il quadro più costoso di sempre.

I mesi successivi furono segnati da un'ondata di record. Gli *Iris* di Van Gogh vennero battuti a 53,9 milioni di dollari da Sotheby; nel maggio 1990, il *Bal au Moulin de la Galette* di Renoir fu acquistato da Ryoei Saito per 78,1 milioni di dollari da Christie a New York.

Sebbene questi record ci facciano pensare ad un periodo favorevole del mercato, in realtà si tratta di un'illusione. Un anno e mezzo dopo, il 6 dicembre 1992, infatti, il dipinto *Le Jardin à Auvers* di Van Gogh, uno dei più importanti quadri realizzati dal pittore prima del suicidio, venne aggiudicato per soli 55 milioni di dollari. Volgendo l'attenzione al mercato finanziario, un andamento simile lo ebbe l'indice Nikkei 225, segmento della borsa di Tokyo che, nel pomeriggio del 29 dicembre 1989, raggiunse il suo massimo storico di 38957.44 punti e, nemmeno tre anni dopo,

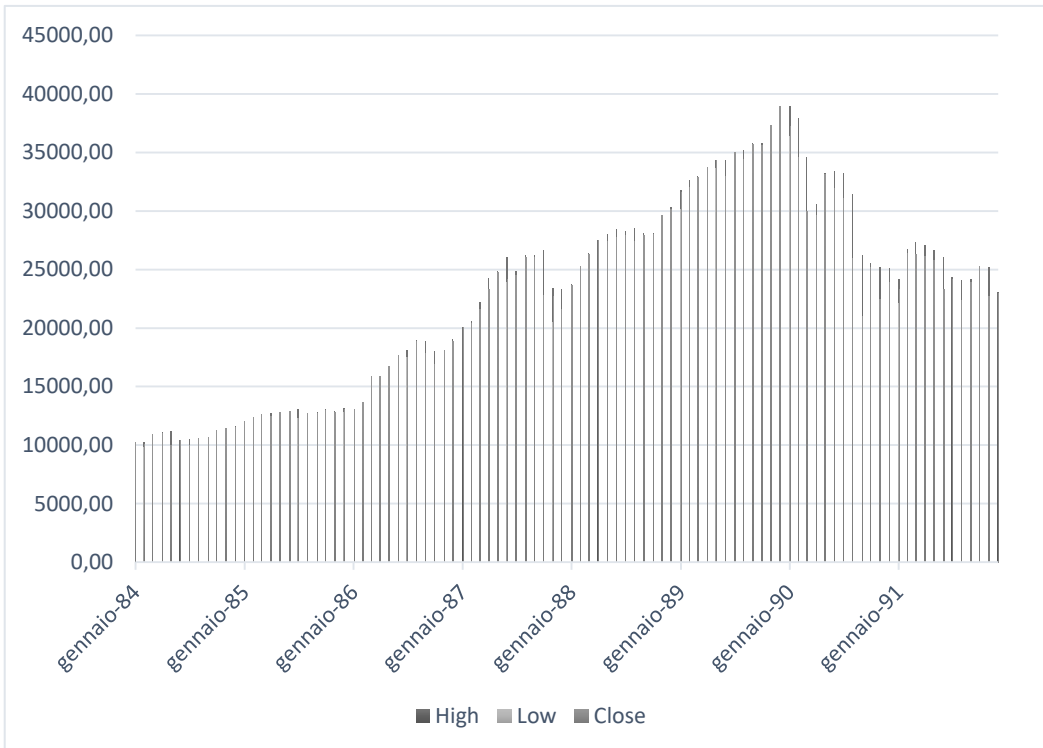
---

[221] *Art market trends 2002*, Artprice, www.artprice.com

[222] R. KRÄUSSL, T. LEHNERT, N. MARTELIN, *Is there a bubble in the art market?*, Luxembourg School of Finance, University of Luxembourg, Maggio 2014, p. 13 sg.

il 18 agosto 1992, cinque mesi prima della vendita di *Le Jardin à Auvers*, scese a quota 14309.41, risultato che non si vedeva dal marzo 1986.

Figura 5.10. Trend dell'indice Nikkei 225 dal 1984 al 1991 (grafico costruito sulla base dei dati ricavati da www.finance.yahoo.com)

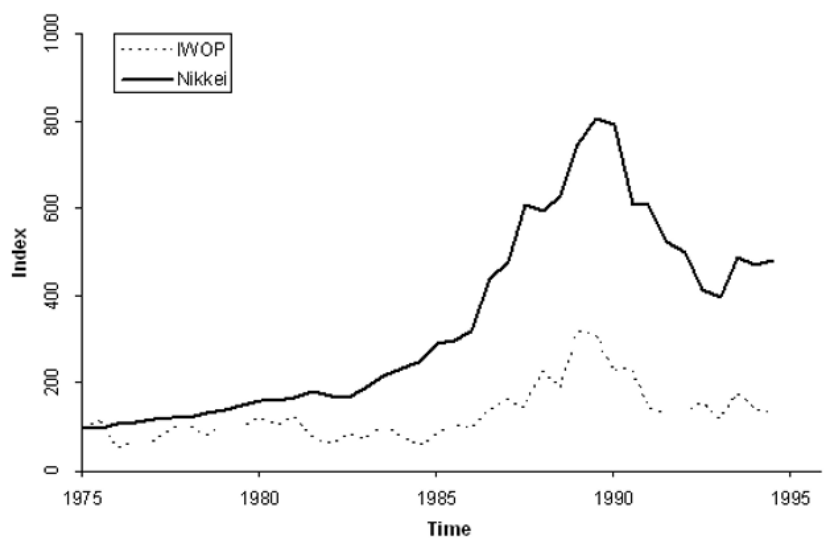


Il declino dei prezzi dei titoli giapponesi, il calo nei prezzi degli immobili e dei terreni oltre che un aumento del tasso di disoccupazione, portarono gli investitori a guardare all'arte come possibile *asset* verso cui investire. L'impressionismo e il Post-Impressionismo furono i segmenti verso i quali gli acquirenti giapponesi rivolsero maggior interesse. Questi movimenti artistici, secondo l'importante analisi condotta da Fabian Bocart, Ken Bastiaensen e Peter Cauwels[223], risulterebbero essere altamente co-integrati con l'indice Nikkei 225, a differenza di altri movimenti artistici quali la Modern Art e l'Old Master. Questo studio ha contribuito ad investigare il comportamento dei prezzi dell'arte impressionista durante il periodo considerato, ad individuare la bolla speculativa e la tempistica ad

[223] F. BOCART, K. BASTIAENSEN E P. CAUWELS, *The 1980s price bubble on (post) impressionism*, ACEI working paper series, Novembre 2011.

essa connessa, ma soprattutto ad analizzare il motivo per cui i giapponesi si concentrarono su questo segmento e non su altri. A tale scopo, i tre ricercatori hanno costruito tre differenti indici, uno per gli Impressionist Works on Paper (IWOP), il secondo per i Modern Art Works on Paper (MAWOP) e infine il terzo per gli Old Master Drawings (OMD).

Figura 5.11. Analisi della co-integrazione tra IWOP e Nikkei 225



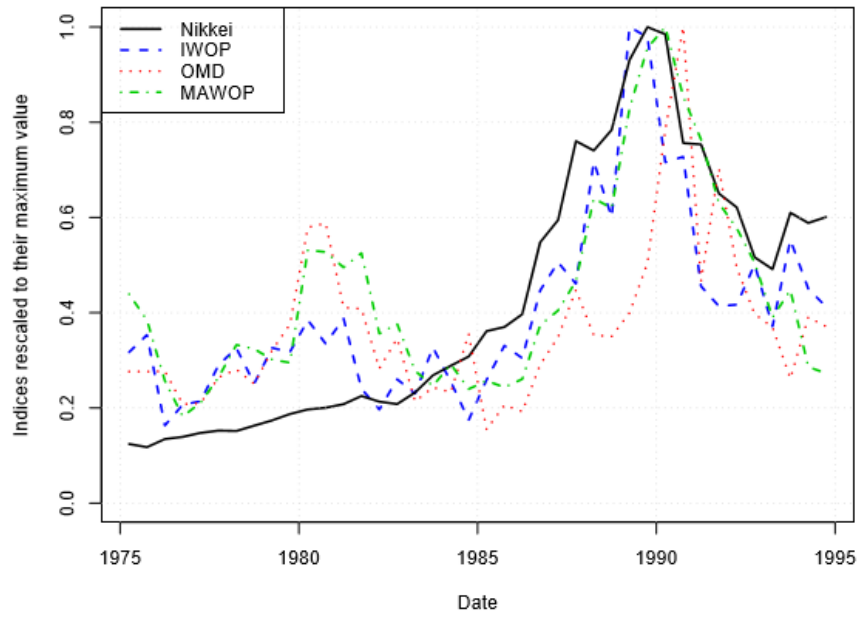
Fonte: F. BOCART, K. BASTIAENSEN E P. CAUWELS, The 1980s price bubble on (post) impressionism, ACEI working paper series, Novembre 2011.

I diversi indici hanno considerato esclusivamente i lavori su carta realizzati nel periodo tra il 1 gennaio 1975 e il 30 dicembre 1994. Il 1975 è l'anno base dei relativi indici cui è stato assegnato il valore 100.

Dei tre indici, quello relativo all'arte impressionista sembra essere quello maggiormente colpito dalla bolla speculativa, riscontrata tra il giugno 1986 e il gennaio 1990. Una delle ipotesi di tale corrente esplosiva è che le opere impressioniste stavano entrando attivamente nel mercato dell'arte globale. La forte co-integrazione emersa tra l'indice IWOP e il Nikkei 225 suggerisce che gli investitori giapponesi, attivi sul mercato finanziario, possano avere influenzato

direttamente il mercato dell'arte impressionista. Questo conferma, inoltre, che una correlazione tra l'arte e i titoli finanziari possa in determinati casi esistere.

Figura 5.12. Analisi di co-integrazione tra gli indici Nikkei 225, IWOP, MAWOP e OMD



Fonte: F. BOCART, K. BASTIAENSEN E P. CAUWELS, The 1980s price bubble on (post) impressionism, ACEI working paper series, Novembre 2011.

Dal confronto tra i tre indici artistici e il Nikkei 225 emerge che dopo il 1990 si ha un picco a destra nei prezzi sia per l'OMD sia per il MAWOP, segnando un ritardo di sei mesi rispetto all'IWOP e al Nikkei 225, perfettamente correlati. Il MAWOP risulta dunque solamente co-integrato, con un certo ritardo, con l'IWOP, mentre l'OMD lo è con il MAWOP. Ciò suggerisce che l'IWOP e il Nikkei 225 stavano conducendo la bolla mentre l'OMD e il MAWOP la stavano seguendo (si veda la figura 5.12).

Ci si chiede, infine, quali siano state le motivazioni per cui gli investitori abbiano preferito l'Impressionismo rispetto ad altri movimenti artistici.
È noto che la scoperta o riscoperta di un movimento artistico da parte di studiosi o di musei possa portare ad un rialzo dei prezzi. Questa ipotesi, tuttavia, sembra improbabile nel caso della bolla dell'Impressionismo e del Post-Impressionismo,

dal momento che questi movimenti godevano, da quasi un secolo, di un'affermazione e di un riconoscimento universale. Infatti, è bene ricordare che il termine 'impressionismo', nato nel 1974, venne assegnato in senso dispregiativo nei confronti dell'arte di Monet e in particolar modo nei confronti del suo quadro successivamente intitolato *Impression, soleil levant*. Questo termine, che venne adattato dagli artisti per descrivere tutto il movimento, fu impiegato anche per intitolare alcune mostre dell'epoca; nello specifico quella allestita nel 1910 presso le Grafton Galleries di Londra per merito del critico Rogert Fry. Quest'ultimo, come sottolinea Nathason[224], utilizzò il termine 'post-impressionismo' riferendosi ad un gruppo che oggi comprende molti movimenti diversi che vanno dal Modernismo al Proto-cubismo. Come correnti artistiche, l'Impressionismo e il Post-Impressionismo hanno una visibilità internazionale a partire dalla 1ª metà del XX secolo, soprattutto a Londra e a Parigi dove si cominciano a aprire musei e mostre ad esse dedicate. In aggiunta, anche negli Usa si riscontravano i primi interessamenti; nel 1929 venne fondato il Museum of Modern Art a New York e nello stesso anno si apriva al suo interno una mostra dedicata a Van Gogh, Cezanne, Gauguin e Seurat. Nel 1935 segue un'esposizione incentrata sulle opere di Van Gogh. Anche nell'ex-URSS cresceva l'interesse per le opere di questi movimenti artistici; circa settanta opere erano state sequestrate in Germania dopo la II Guerra Mondiale, per aumentare la collezione dell'Hermitage. In Oriente, nel 1959, infine, aprì a Tokyo il National Museum of Western Art per esibire dipinti occidentali come quelli realizzati da Renoir, Monet, Gauguin e Moreau facenti parte della collezione del giapponese Matsukata Kojiro.

Pertanto, l'Impressionismo e il Post-Impressionismo non possono essere considerati come 'scoperti' negli anni '70 e '80 del '900. Al contrario, è più probabile che le radici della bolla degli anni '80 possano trovarsi all'interno dei legami storici esistenti tra l'Impressionismo e il Giappone; in particolare, durante la 2ª metà del XIX secolo quando l'Europa (soprattutto la Francia) era soggetta al 'Giapponismo', ovvero un'influenza da parte della cultura giapponese su quella

[224] C. A. NATHASON, *The American Reaction to London's First Grafton Show* in Archives of American Art Journal, Vol. 25, N. 3, 1985, pp. 2–10.

occidentale. In Europa, particolarmente in Francia e Inghilterra, cominciavano a circolare stampe giapponesi che artisti come Degas, Monet, Van Gogh, Manet per citarne alcuni utilizzavano come modelli. Nel 1988 viene allestita la mostra 'Japanisme' presso le Galeries Nationales du Grand Palais a Parigi e al Museum of Western Art di Tokyo.

L'impressionismo e il Post-Impressionismo potrebbero essere visti come il primo segno di una tangibile influenza da parte della cultura giapponese su quella europea. Un'influenza che, non solo nell'arte ma anche nell'economia finanziaria, raggiungeva alti livello negli anni '80. In questo contesto, per un giapponese comprare l'arte del tardo XIX secolo negli anni '80 del '900 voleva dire non solo ottenere un dipinto europeo ma anche acquistare parte della storia giapponese: la precoce influenza giapponese nel mondo moderno; era come riconquistare parte del proprio patrimonio culturale[225].

5.4.2. La bolla delle Dot-com [1997-2000]

Alla fine degli anni '90 del '900 una nuova ondata di innovazioni e di euforia colpì il mondo finanziario. Le nuove e immense opportunità offerte dal web portarono i titoli tecnologici ad un'incredibile crescita che ebbe inizio nel 1997, e fu seguita da una caduta a partire dal mese di marzo 2000. Da quel momento il Nasdaq, indice borsistico il cui livello era cresciuto impetuosamente, perse il 53%. In aggiunta, aziende simbolo di questa crescita economica, come Amazon e Yahoo! persero quasi il 90% dai loro massimi. Questi andamenti sembra non si siano riversarti sul mercato dell'arte, il cui andamento fu caratterizzato da un crescita costante[226].

In parallelo alla crescita avvenuta nei mercati finanziari, per le aste di opere d'arte il 1997 fu l'anno migliore. Questo momento favorevole del mercato dell'arte è stato attribuito alla forza dei mercati finanziari, in particolare quelli statunitensi, che

---

[225] Si veda F. BOCART, K. BASTIAENSEN, P. CAUWELS, *The 1980s price bubble on (post) impressionism*, ACEI working paper series, Novembre 2011, p. 19 sgg.

[226] R. KRÄUSSL, T. LEHNERT, N. MARTELIN, *Is there a bubble in the art market?,* Luxembourg School of Finance, University of Luxembourg, Maggio 2014, p. 12 sgg.

hanno generato nei consumatori un 'effetto ricchezza', ovvero la percezione di possedere un reddito maggiore rispetto a quello disponibile. Molti nuovi investitori si affacciarono sul mercato dell'arte. I prezzi si mantenevano elevati per le opere di artisti noti, possedute principalmente da collezionisti famosi.
Anche se i prezzi record si registravano per gioielli, oggetti d'arte decorativa, dipinti americani (American) e dipinti antichi (Old Master), il segmento del mercato che garantiva maggiori guadagni era sempre l'arte impressionista e moderna (Impressionist and Modern Art). I dipinti, i disegni e le sculture di questo segmento, venduti da Christie's nel maggio del 1997, totalizzarono 119.862.500 dollari, con ben dieci opere aggiudicate per più di 3.000.000 dollari. *Jeune femme se baignant* di Pierre-Auguste Renoir venne venduto per 12.432.500 dollari; *Madame Cézanne au fauteuil jaune* di Paul Cézanne fu acquistato per 23.102.500 dollari diventando così il secondo quadro più pagato dell'artista in un'asta a quel tempo. Lo stesso valeva per Édouard Manet, il cui *Portrait de Manet par lui-même, en buste* raggiunse la cifra di 18.702.500 dollari.

Durante lo stesso mese Sotheby's ebbe un successo simile, incassando 81.305.000 dollari nel solo settore relativo alle opere impressioniste e moderne, e segnando un'ondata di record. Questi non si arrestarono nemmeno nei mesi seguenti, tant'è che nel novembre 1997 il mercato d'arte impressionista e moderna confermò la sua vitalità. *Le Reve* di Picasso raggiunse un prezzo di aggiudicazione pari a 48.402.500 dollari, mentre un altro suo dipinto, *Les Femmes d'Alger*, raggiunse il prezzo di 31.902.500 di dollari. Anche le vendite nel segmento del mercato Old master vivevano di un ottimo periodo così come anche i gioielli.
Un altro mercato in grande crescita nel 1997 è stato quello relativo ai dipinti americani che da una parte attirò nuovi acquirenti, dall'altra conservò quelli stabili. Le stesse Christie's e Sotheby's si preparavano al nuovo millennio ampliando le proprie sedi[227].

L'incremento di fiducia nei confronti del mercato dell'arte, ha portato nel 1998 ad un'ulteriore crescita nei prezzi e nel volume di lotti venduti. Sia per Christie's, che

[227] http://www.britannica.com/art/visual-arts-Year-In-Review-1997/Photography#toc231558

in quell'anno venne acquistata dall'uomo d'affari François Pinault, sia per Sotheby's, la crescita è da attribuire alle forti vendite riscontrate per dipinti, disegni e sculture nei settori American, Old Master, Contemporary, Impressionist, e Modern Art.
I record, come per il 1997, giungono dall'arte impressionista e moderna. A titolo d'esempio, risulta significativa la vendita record conseguita in due sessioni d'asta da Sotheby's nel mese di maggio e giugno 1998: nella prima si totalizzarono 108 milioni mentre nella seconda 76,6 milioni di dollari, di cui 33 raggiunti dalla vendita del *Bassin aux Nymphéas et Sentier au bord de l'eau* di Monet[228].

Nel 1999 il mercato dell'arte ha beneficiato di una forte fiducia da parte dei consumatori, influenzati ancora dagli eccezionali andamenti del mercato azionario, soprattutto in Nord America. Uno dei momenti salienti dell'anno fu quello in concomitanza con la sessione dedicata all'arte impressionista e moderna nel mese di maggio da Sotheby che ha portato ad un incasso di 208 milioni; una cifra significativa con 22 quadri venduti a più di 1 milione di dollari ciascuno, tra cui si annoverano dipinti dal calibro di *l'Île de la Grande Jatte* di Seurat, venduto a 35,2 milioni, e *Rideau* di Cèzanne per 60,5 milioni.
Risultati simili, seppur di poco inferiori, si continuavano a riscontrare negli altri segmenti del mercato, dal contemporaneo fino all'arte decorativa. Nel mese di novembre, durante la vendita avvenuta nell'asta d'arte impressionista e moderna di New York, Sotheby's incassò 242.688.925 dollari, mentre Christie's nella sessione dedicata all'arte del XX secolo, riscosse 220.784.460 dollari[229].

Sfidando tutte le aspettative, nel 2000 il mercato dell'arte ha proseguito la sua crescita iniziata nel 1999, senza subire l'influenza del crollo dei mercati finanziari. Sotheby's e Christie's hanno continuato a vedere opere di alta qualità a prezzi record, sia attraverso le loro sedi tradizionali sia, per quanto riguarda la prima, per mezzo delle transazioni via Internet. Si raggiungono record in tutti i segmenti, sempre confermando il predominio del segmento Impressionist and Modern sugli altri.

---

[228] http://www.britannica.com/art/visual-arts-Year-In-Review-1998/PHOTOGRAPHY#toc231618
[229] http://www.britannica.com/art/visual-arts-Year-In-Review-1999/Art-Auctions-and-Sales

Lo scoppio della bolla nel marzo del 2000 non sembra aver toccato dunque questo settore, che invece è cresciuto in maniera esponenziale. Ad esempio, nella sessione d'asta di maggio presso Sotheby's a New York si è registrata la seconda vendita più alta degli ultimi dieci anni. L'arte impressionista incassò circa 140.354.000 di dollari, anche per merito del quadro di Claude Monet *Le Portail (Soleil)* che raccolse da solo 24.205.750 dollari; una scultura di Henri Matisse intitolata *La Serpentine-Femme à la stele-l'araignee* venne venduta alla cifra record di 14.030.750 dollari, diventando all'epoca il prezzo più alto pagato per una scultura in asta[230].

Questi dati confermano quanto analizzato da Kräussl, Lehnert e Martelin e sottolineano, contrariamente a quello che è avvenuto nel mercato finanziario, un andamento crescente fino alla successiva bolla riscontrata in concomitanza della crisi del 2007 che colpì tutti i mercati[231].

5.4.3. La Grande Recessione [2007-2008]

Dopo una crescita annuale del 23 % a partire dal 2003, con un aumento di prezzi nei segmenti legati all'arte impressionista e moderna, nel 2007 è il mercato dell'arte contemporanea ad ottenere i risultati migliori. L'andamento del mercato, che in ogni caso vantava di andamenti in crescita in tutti i settori, muta alla fine del 2008 subendo gli effetti di quella che viene definita come 'Grande Recessione', cioè una grande crisi finanziaria globale che colpì la totalità dei mercati, differenziandosi quindi dalla bolla precedente[232].

«2008 will be remembered in art market history as a turning point,
beginning in a mood of speculative euphoria and ending in violent contraction.
Between the multi-million dollar sales of the spring
and the extreme wariness of buyers in the autumn,
the art market fell victim to the economic and financial crisis

---

[230] http://www.britannica.com/art/visual-arts-Year-In-Review-2000/Art-Auctions-and-Sales
[231] Si veda R. KRÄUSSL, T. LEHNERT, N. MARTELIN, *Is there a bubble in the art market?,* Luxembourg School of Finance, University of Luxembourg, Maggio 2014
[232] C. MCANDREW, *Fine Art and High Finance*, in Bloomberg Press, 10 Febbraio 2010, p. 5.

as it spread round the globe[233]»

Dopo sette anni consecutivi di rapida inflazione nei prezzi[234], il mercato dell'arte ha assistito ad un cambiamento nel 2008, con un calo dovuto sia alla crisi della finanza globale che alla recessione economica[235]. Risulta interessante, dunque, capire come si è alterato l'andamento del mercato a partire dal 2007, anno antecedente alla crisi.

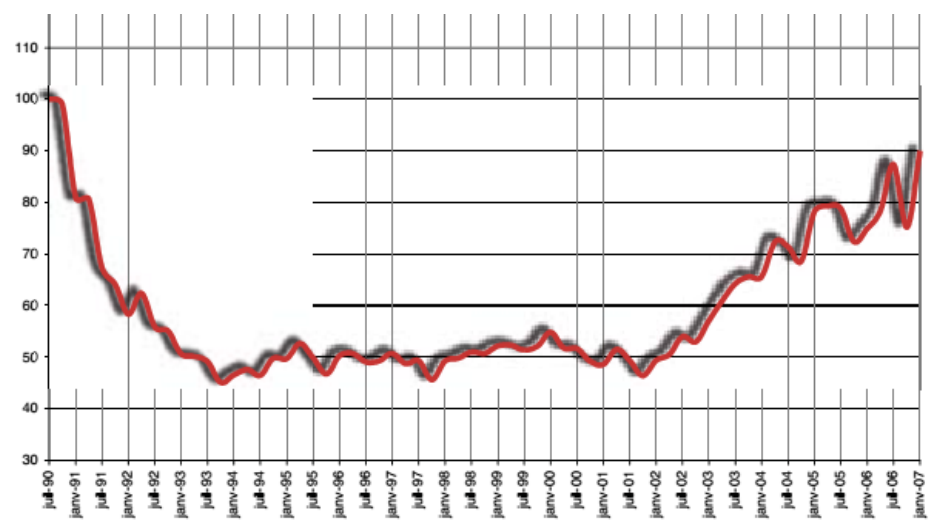
L'Artprice Global Index mostra che, per il settimo anno consecutivo, nel mercato dell'arte si è assistito ad un aumento generale dei prezzi (si veda la figura 5.13). L'arte cominciava ad essere richiesta da nuovi mercati emergenti quali la Cina, la Russia, l'India e gli Emirati Arabi che si interessavano ad essa cercando un investimento alternativo. Questi mercati, con i loro "giovani collezionisti", erano particolarmente attratti dall'arte contemporanea, il settore artistico più volatile, ma anche il più liquido; i prezzi delle opere contemporanee aumentarono del 18 % rispetto all'anno precedente. La fine dell'anno, benché fu segnata da vendite spettacolari, soprattutto in quest'ultimo segmento, cominciò a essere influenzata dal contesto economico meno favorevole. Tra la paura data da una caduta dei prezzi, emersa già durante il mese di agosto, dalla volatilità dei mercati finanziari e dalla preoccupante economia degli Stati Uniti, il mercato dell'arte si è mostrato estremamente forte tra il mese di novembre e dicembre del 2007. In effetti in quei mesi le vendite d'arte hanno avuto riscontri positivi tanto che il 14 novembre 2007 Sotheby's registrò pure la sua vendita migliore di sempre, generando un fatturato complessivo di 316 milioni di dollari nella sessione dedicata all'arte contemporanea e superando dunque il record del 1990. Il giorno prima, anche Christie's ottenne un incasso di 325 milioni di dollari confermando questa frenesia nel mercato. Sfruttando al massimo l'effervescenza del mercato, molte opere acquistate negli anni precedenti a prezzi molto più bassi riapparvero sul mercato nel 2007, talvolta con un cambiamento della sede di vendita rispetto all'acquisto. Per citare alcuni esempi, un ritratto di *Elizabeth Taylor* realizzato da Andy Warhol che, circa sei anni prima Hugh Grant aveva acquistato per 3,5 milioni di dollari, raggiunse da

---

[233] *Tendenze del mercato dell'arte 2008*, Artprice, www.artprice.com
[234] *Art Market Trend 2007*, Artprice, www.artprice.it
[235] C. MCANDREW, *Fine Art and High Finance*, in "Bloomberg Press, 10 Febbraio 2010, p. 5.

Christie's i 21 milioni[236]. Anche le opere impressioniste e moderne, meno rischiose rispetto al segmento contemporaneo, rimasero coinvolte da questo flusso speculativo superando addirittura i prezzi registrati alla fine degli anni '80 del '900. Ancora una volta, la crescita globale del mercato dell'arte fu trainata principalmente dagli Stati Uniti, seguiti dal Regno Unito e dalla Cina; quest'ultima oltre a raggiungere importanti risultati per mezzo dell'arte cinese contemporanea, diventava anche attraente per le principali case d'asta occidentali come Bonhams o Artcurial[237].

Figura 5.13. Artprice Global index (1990- Dec.2006)
Base July 1990=100 USD



Fonte: Tendenze del mercato dell'arte 2006, Artprice, www.artprice.com

Nonostante i risultati eccellenti del 2007, soprattutto per quanto concerne la 'Post-War and Comtemporary' e 'l'American', il mercato dell'arte subì gli effetti della crisi economica nel 2008, e in particolar modo in questi due settori[238]. Il 2007 si può considerare come il punto più alto di un atteggiamento speculativo e di una

[236] *Tendenze del mercato dell'arte 2008*, Artprice, www.artprice.com
[237] La casa d'aste Artcurial inaugurò la sede Artcurial Cina a Shanghai, con la sua prima vendita nel gennaio 2008.
[238] R. KRÄUSSL, T. LEHNERT, N. MARTELIN, *Is there a bubble in the art market?*, Luxembourg School of Finance, University of Luxembourg, Maggio 2014, p. 12 sgg.

bolla cresciuta a partire dal 2006 e scoppiata nel 2008, il cui scoppio provocò una caduta dei prezzi di oltre il 10% rispetto ai valori del 2007. Questo ribasso costituisce il crollo più evidente nel mercato dell'arte dal precedente 1991. Tuttavia, tra il gennaio e il giugno 2008, il mercato dell'arte non aveva ancora subito gli effetti della crisi; in un primo tempo, infatti, rimase immune agli accadimenti esterni, registrando un fatturato globale di 5,5 miliardi di dollari[239].

L''inversione di tendenza, però, si verificò a settembre, con un calo dell'indice dei prezzi AMCI[240] del 30% rispetto al semestre precedente. Nonostante nel mese di settembre si siano registrate vendite eccezionali (ad esempio l'asta delle opere di Damien Hirst, «*Beautiful inside my head forever*», conclusasi con un fatturato di 171,6 milioni di dollari), nella seconda metà del 2008 il crollo fu del 55%.
Fino al 16 settembre 2008, infatti, la fascia alta del mercato dell'arte vantava ancora una situazione favorevole: l'80% delle opere con stime d'asta superiore a 1 milione di dollari avevano trovato acquirenti. Tuttavia, tra il 17 settembre e la metà di dicembre del 2008, questa percentuale scese ancora fino al 55%.

In contemporanea alla bolla scoppiata nei mercati azionari, le aste di ottobre furono disastrose e registrarono un elevato tasso di 'buy-in': 27% per Sotheby's, 45% per Christie's e 46% per Phillips de Pury. Il tasso medio di invenduto nell'ottobre 2008 fu del 43,6%, il doppio rispetto all'anno precedente. Tuttavia sembrerebbe che queste percentuali non siano state causate esclusivamente dalla crisi finanziaria; probabilmente sono state provocate anche dalle stime eccessivamente ottimistiche e dagli smisurati prezzi di riserva dei lotti in vendita. In aggiunta, per evitare gli errori commessi durante la bolla del 1990, quello che emerse nel 2008 fu una maggior selettività nell'acquisto delle opere da parte degli acquirenti; le nuove generazioni di collezionisti si concentrarono soprattutto sugli artisti contemporanei tanto che nel 2008, infatti, il 32,3% delle vendite totali si registrò l'arte nel segmento artistico "Post-war and Contemporary", registrando il 35% del fatturato globale[241].

---

[239] *Tendenze del mercato dell'arte 2008*, Artprice, www.artprice.com
[240] L'indice dei prezzi AMCI (Art Market Confidence Index) è un nuovo strumento lanciato nel 2008 da Artprice il cui obbiettivo è quello di fornire in tempo reale agli acquirenti i dati riguardo al trend del mercato. Si veda www.artprice.com.
[241] *Tendenze del mercato dell'arte 2008*, Artprice, www.artprice.com

A conferma dello studio “Is there a bubble in the art market” (Kräussl et al.2014), la bolla di questi anni si riscontrò, seppur con uno scarto temporale, proprio in due segmenti del mercato dell’arte, il Post-war and Contemporary da una parte, e l’American dall’altra. Secondo gli esperti, mentre nel primo la bolla si verificò tra il 2006 e il 2008, nel secondo segmento questa avvenne con un anno d’anticipo, dal 2005 al 2008.
Questi dati, dunque, vengono confermati anche da quest’analisi storica del *trend* del mercato. A differenza di altri segmenti artistici quali l’Old Master e la Modern Art, spesso protagonisti nella storia del mercato, l’arte contemporanea ha attratto la maggior parte dei giovani collezionisti. Quest’arte, tuttavia, è la più esposta al rischio e la più limitata nell’offerta nonostante rappresenti il segmento che garantisce i maggiori guadagni. Basti pensare che in 17 anni, dal 1 luglio 1991 al 1 luglio 2008, il mercato dell’arte contemporanea ha registrato un incremento del 132 % nel proprio indice, cinque volte più alto degli altri.

Benché i segni della crisi si siano cominciati a sentire dopo l’estate del 2008, le maggiori case d’aste hanno continuato a registrare alcuni record significati nella vendita di opere di artisti nati dopo il 1945. Dei 13.900 artisti con una storia d’asta al seguito, non meno di 1.760 artisti nati dopo quell’anno hanno raggiunto aggiudicazioni record nel corso dell’anno. Almeno 28 di questi hanno raggiunto il milione di dollari, tra cui Jeff Koons; la sua opera *Ballon Flower* (Magenta) dalla raccolta di Howard e Cindy Rachofsky, acquistata per 1,1 milioni di dollari nel 2001, venne rivenduta il 30 giugno 2008 da Christie’s per 23 milioni.

Con le sue sculture monumentali, Koons è stato l’artista che maggiormente ha rappresentato il mercato dell’arte contemporanea; già nel mese di novembre, cavalcando l’onda della bolla speculativa divenne l’artista più costoso; questo è un dato significativo se si considera che durante gli anni ’80 lo stesso artista non riuscì a vendere un solo lavoro all’asta. Risultati simili li ebbe anche Damien Hirst, altro artista di spicco dell’arte contemporanea vittima della bolla speculativa del 2008. A testimonianza di questo, nel 2009 le vendite di molte opere di questi due artisti,

così come anche di altri, si sono chiuse con un ribasso del 50 % succubi dello scoppio della bolla[242].

Per spiegare questo netto superamento delle quotazioni dell'arte contemporanea rispetto gli altri segmenti del mercato, più affermati dal punto di vista del valore storico-artistico, come quello degli Old Masters, vi possono essere varie motivazioni: innanzitutto, il continuo rinnovo delle opere, naturalmente più difficile per le opere di artisti defunti; i cambiamenti della struttura del mercato, tra cui la globalizzazione, ovvero una distribuzione del mercato più ampia a livello mondiale; lo status di bene rifugio dell'opera d'arte e il suo valore maggiormente speculativo; i criteri più simbolici, come il valore di una grande firma, sostenuto da gallerie e istituzioni influenti, case d'asta, curatori e *art advisors*, e da altri operatori del mercato dell'arte.

Le motivazioni che portano ad acquistare opere d'arte contemporanea possono essere tanto esogene quanto endogene; alcune possono considerare l'acquisto di un'opera d'arte come fonte di reddito futuro, e quindi come investimento: i compratori sono attratti dalla possibilità di diversificare i propri investimenti, e dai tassi di redditività altissimi che l'arte genera.
L'acquisto di un'opera d'arte può anche essere spinto da particolari momenti di difficoltà economica, nei quali il consumatore sceglie l'arte come bene rifugio. In tempi di incertezza economica, infatti, gli individui sono più inclini all'acquisto di opere d'arte; ciò viene confermato in occasione della crisi economica del 2008, durante la quale l'allocazione delle risorse in beni d'arte aumentò del 25%.

Dopo un 2008 positivo il mercato dell'arte nel 2009, con un anno di ritardo rispetto ai mercati finanziari, fu colpito dalla crisi economica mondiale e dalla bolla speculativa che investì il segmento del contemporaneo[243]; gli effetti subiti dal mercato artistico hanno ancora più rilevanza se comparati al 2007, periodo in cui le aste avevano registrato vendite eccezionali. Nello specifico, i settori particolarmente colpiti sono stati quelli dell'arte emergente (protagonisti di grandi

[242] *Il mercato dell'arte contemporanea 2007/2008,* Artprice, www.artprice.com
[243] *Art Market Report*, Gruppo Monte Paschi, dicembre 2009, www.mps.it

vendite speculative prima della crisi) e quelli dell'arte "di lusso" (opere con un valore superiore al milione)[244].

Dopo gli investimenti meramente speculativi e impulsivi che avevano guidato il mercato negli anni 2005-2008, a partire dal 2008 sembra prevalere un nuovo atteggiamento: un'offerta più mirata, con lotti spesso di valore contenuto, che contribuisce a ridurre il tasso di invenduto[245].

Dal secondo semestre del 2008 il declino è stato repentino e rilevante su tutte le principali piazze internazionali[246]. L'elevata inflazione che ha caratterizzato questa bolla aveva portato, soprattutto negli Stati Uniti, ad un aumento dei prezzi dell'88% tra il 1990 e il 2007. Tuttavia, dal 2008 e in particolare a seguito della vendita delle opere di Damien Hirst effettuata da Sotheby's («*Beautiful Inside My Head Forever*»), la percentuale di opere invendute esplode sfiorando il 43% nel secondo semestre 2008.

I prezzi iniziarono a stabilizzarsi a partire dal Novembre 2009; già nel mese di Ottobre si era registrato un leggero rialzo, in contemporanea con il recupero degli indici Dow Jones e Standard's and Poor 500[247].
Il mercato già alla fine del 2009 sembrava aver ritrovato una certa fiducia, con un tasso di invenduto che era diminuito rispetto all'anno precedente. Tre sono gli avvenimenti di rilevante importanza verificatisi in questo periodo nel mercato dell'arte: in primo luogo, si assistette ad un'inversione di tendenza rispetto al periodo speculativo facendo della domanda 'mirata' la vera protagonista. In secondo luogo, il numero di opere presentate con stime tra i 10.000 e i 100.000 dollari diminuì, mentre quelle con valore al di sotto di 5.000 dollari aumentò. Infine, si consolidarono nel opere con quotazioni sicure, ovvero quelle moderne e antiche. Le opere degli Old Masters, infatti, registrarono un giro d'affari di 64 milioni di dollari, un milione in più rispetto al 2008.

---

[244] *Il mercato dell'arte contemporanea 2009/2010*, Artprice, www.artprice.com
[245] *Art Market Report*, Gruppo Monte Paschi, dicembre 2009, www.mps.it
[246] *Art Market Report*, Gruppo Monte Paschi, dicembre 2009, www.mps.it
[247] *Tendenze del mercato dell'arte 2009*, Artprice, www.artprice.com

Questo rinnovato successo viene confermato anche dal mercato asiatico; i disegni realizzati da artisti cinesi per la prima volta scavalcarono in classifica di vendite artisti come Leonardo da Vinci, Michelangelo o Goya.
Dopo la crisi di Lehman Brothers nel 2008, la Cina divenne il principale motore di ripresa dell'economia globale, diventando il primo paese al mondo per le vendite all'asta, oltre che per la promozione dell'arte e degli artisti cinesi contemporanei che da quel momento in avanti hanno occupato i vertici delle classifiche delle vendite record.
Il mercato dell'arte cinese, a partire da quella data, riveste un ruolo principale, una posizione sempre più al centro del mercato globale che ben rappresenta questa rinascita successiva alla crisi finanziaria e all'annessa bolla speculativa[248].

5.5. Il caso di Damien Hirst: un artista in bolla?

Il mercato di Hirst, dopo aver raggiunto il suo picco nel 2007, crollò tra il 2008 e il 2010 per poi ritornare, nel 2011, al livello di nove anni prima[249]. Il suo quadro *Strontium 500,* che il 15 maggio 2007 era stato battuto da Sotheby's per 1 milione e 496 mila euro, è stato poi rivenduto a 200 mila euro in meno, cioè ad 1 milione e 200 mila euro, il 7 novembre 2011. Il periodo d'oro sembra si sia concluso con l'evento «*Beautiful Inside My Head Forever*» nel settembre 2008, asta di due giorni che come periodo coincise con quello del collasso della Lehman Brothers Holdings, etichettata dai dealers come l'inizio della fine del boom legato all'arte contemporanea. All'asta tenutasi da Sotheby's, Damien Hirst scavalcò le gallerie, vendendo direttamente al pubblico e raggiungendo un totale di 198 milioni di dollari per 218 opere messe in mostra; dopo il colossale evento le quotazioni di Hirst cominciarono a scendere vertiginosamente.

Figura di spicco della Young British Artists, Damien Hirst nel giugno 2007 dopo la vendita di *Lullaby Spring* per più di 17 milioni di dollari è diventato, seppur momentaneamente, l'artista vivente più costoso sul mercato. In effetti, il 2007 è

---

[248] *Tendenze del mercato dell'arte 2009*, Artprice, www.artprice.com
[249] Si veda http://www.linkiesta.it/it/article/2012/02/09/larte-contemporanea-una-bolla-come-i-subprime/6263/

stato un anno eccellente per Hirst, così come per il mercato dell'arte contemporanea in generale, registrando in dodici mesi un aumento del 270 % del suo indice di prezzi. Questa crescita, però, non fu improvvisa, ma ebbe inizio nel 1997, quando si svolse «*Sensation: Young British Artista from Charles Saatchi collection*»; si tratta di un'esposizione, svoltasi tra settembre e dicembre del 1996, che comprendeva i lavori di quarantaquattro artisti presenti per un totale di centodieci opere, otto delle quali realizzate da Damien Hirst. Erano presenti cinque lavori della serie della 'natural history', compreso *The Physical Impossibility of Death in the Mind of Someone Living* (1991), *This Little Piggy Went to Market*, *This Little Piggy Stayed Home* (1996), uno 'spot painting' e uno 'spin painting', oltre che *A Thousand Years* (1990)[250].
In seguito all'esposizione, sponsorizzata anche da Christie's, molte delle opere di questi artisti, come le stesse opere di Hirst, furono vendute privatamente da Saatchi raggiungendo prezzi record[251].

C'è da sottolineare che l'artista, nel corso della sua carriera, si è distinto per avere adottato delle vere e proprie strategie di marketing per promuovere la propria arte; un esempio di questo suo talento commerciale è dato dalla vendita degli arredi-opere del suo *Pharmacy Restaurant* di Nothing Hill nel 2004[252]. La sua attività di imprenditore nel ristorante, aperto nel quartiere di Nothing Hill nel 1997, assieme ad un gruppo di amici, quali Matthew Freud, Liam Carson e Jonathan Kennedy, contribuì ad arricchire la sua fama e il suo successo. Gli arredi e gli interni erano disegnati tutti da Hirst stesso con la collaborazione di Jasper Morrison, mentre il marchio Prada vestiva le divise del personale. Allestito come una vera farmacia, per suscitare lo stupore e lo sgomento della clientela, le pareti erano occupate dalla serie dei 'medical cabinet' e dei 'butterfly painting'.
Pharmacy, che doveva dare l'illusione di una vera e propria farmacia, nel 2003 venne chiusa; in quel momento Hirst decise di mettere all'asta alcuni degli arredi da egli progettati. L'asta si tenne da Sotheby's il 18 ottobre 2004 facendo guadagnare

---

[250] F. POLI, *Arte Contemporanea*, Electa, Milano 2003, p. 337 sg.
[251] *Da Sensation a sensazionale: da Christie's opere degli yba* in ArtsBlog, 2010.
[252] Si veda http://www.arteconomy24.ilsole24ore.com/art/approfondimenti/2014-0122/33_b073120.php?type=lente&

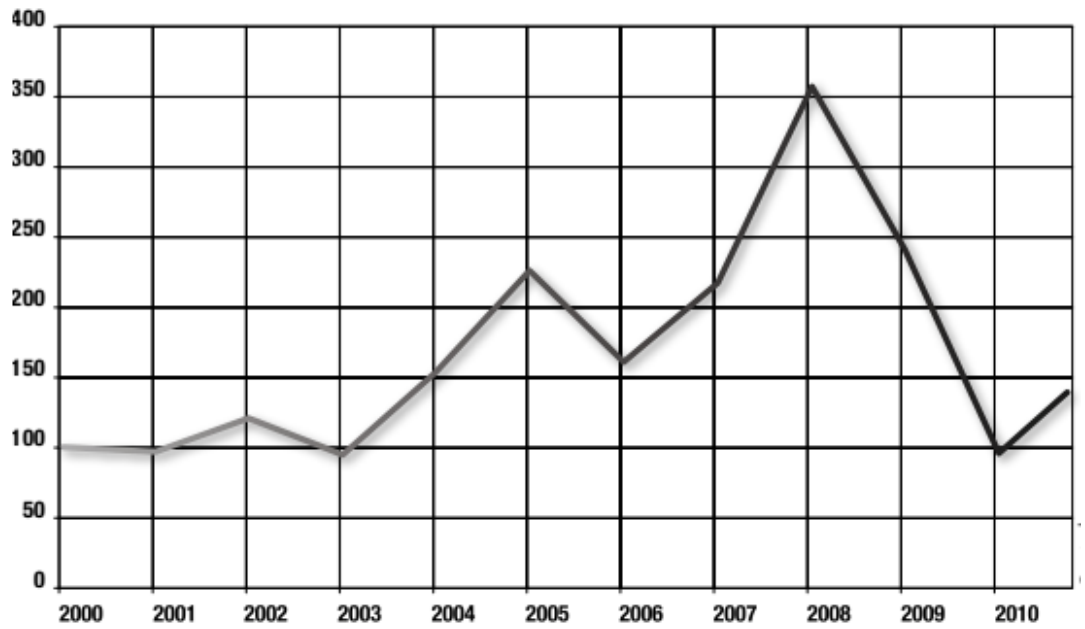
all'artista più di 11.000.000 sterline, un incasso molto superiore alle stime previste dalla casa d'asta che si aggiravano attorno ai 3.000.000 sterline[253].
Questa costituisce la prima occasione in cui Hirst collaborò direttamente con una casa d'asta senza la mediazione di una galleria: in questo modo tutto il ricavato della vendita spettava all'artista stesso, tolte le commissioni d'acquisto della casa d'asta.

Se questo evento poteva considerarsi come il punto di partenza di un percorso di crescita, il culmine può essere ben rappresentato da un evento nel 2008; si tratta di un'asta tenutasi presso Sotheby's a settembre, preceduta dalla mostra «*Beautyful Inside My Head Forever*» presso la sede della casa d'asta in Blond Street in cui venivano esposti duecentoventitré lavori dell'artista realizzati negli ultimi due anni; l'asta ottenne un incasso pari a 140 milioni di euro, un risultato molto superiore alle stime previste. Questo importante evento suscitò non poco scalpore, poiché lo stesso artista evitò di coinvolgere le sue gallerie, nel caso di Hirst: la White Cube e la Gagosian.

Il 2008, per Damen Hirst, rappresenta il picco della bolla (si veda la figura 5.14), in cui sono stati venduti 445 lotti dell'artista in asta con un'offerta massima di 16.511.240 dollari e un fatturato totale di 23.088.7159 dollari; questi valori ebbero un calo improvviso già l'anno seguente[254].
Attraverso questi dati si può osservare come l'asta «*Beautiful inside my head forever*», nonostante si siano superati i prezzi di stima previsti facendo registrare un record, abbia ottenuto prezzi inferiori rispetto a quelli del periodo precedente. La grande quantità di opere che l'asta aveva immesso nel mercato influenzò anche l'andamento dell'anno successivo: la domanda di opere di fascia alta, cioè quella oltre il milione di dollari ebbe un brusco calo.

[253] D. THOMPSON, *Lo squalo da 12 milioni di dollari*, Mondadori, Milano 2009, p. 76 sg.
[254] *Tendenze del mercato dell'arte 2009*, Artprice, www.artprice.com

Figura 5.14. Damien Hirst: evoluzione dell'indice di prezzi (2000-2010)



Fonte: Tendenze del mercato dell'arte 2009, Artprice, www.artprice.com

Dopo questo evento, infatti, tra settembre e dicembre 2008 le vendite delle sue opere calarono bruscamente con un tasso di invenduto che, al contrario, aumentò notevolmente. Con il minor interesse di investitori e collezionisti registrato nel 2009, i cataloghi delle case d'aste inclusero un numero decisamente ridotto di opere dell'artista. In 12 mesi alcune delle sue opere tornarono ai prezzi del 2004 cancellando così quattro anni di inflazione speculativa. Tra luglio 2009 e giugno 2010, l'artista registrò un solo risultato a sette cifre e i suoi ricavi d'asta totali raggiunsero solo 10,25 milioni di euro, con un calo di ben 124,5 milioni di euro rispetto al periodo 2008/2009[255].

Questo crollo, coincidente alla crisi economico-finanziaria, tra il 2008 e il 2010, si è arrestato nel 2011, anno in cui si sono iniziati a vedere i primi segni di una

[255] L'unico risultato superiore al milione di euro è stato raggiunto a Seoul per una tela dal titolo *The Importance of Elsewhere-The Kingdom of Heaven* e rappresenta il miglior risultato dell'anno per l'artista con 15,5 milioni di dollari di Hong Kong (1,35 milioni di euro). La stima pre-asta della tela era di 18-23,5 milioni di dollari di Hong Kong.

ripresa[256], forse dovuta ad una nuova bolla speculativa riscontrata a partire da quell'anno anche dalla studio "Is there a bubble in the art market?"[257].

5.6. Situazione attuale: «Is there a bubble in the art-market?»

Da alcuni anni, molti studiosi si chiedono se questi anni, caratterizzati da una crescita del mercato, possano essere il segno di una nuova bolla speculativa il cui inizio coinciderebbe con un nuovo surriscaldamento avvenuto a partire dal 2011.

Si è visto che, dopo un 2008 disastroso, nei mesi successivi si è assistito ad una correzione violenta dei prezzi e ad un'impennata delle percentuali d'invenduto. In quel periodo turbolento, solo l'arte antica, praticamente immune agli effetti delle mode e delle speculazioni, non ha subito effetti negativi. Nel 2009, anzi, il fatturato generato dai maestri antichi nelle sale d'asta ha segnato una crescita del 4,9 % rispetto al 2008. Gli altri segmenti hanno invece subito pesanti correzioni: le vendite di opere d'arte del XIX secolo sono calate del 47,7%, quelle di arte moderna del 37% e quelle di arte del dopoguerra del 50,6 %. Il segmento più colpito rimane quello dell'arte contemporanea, il cui fatturato tra il 2008 e il 2009 è sceso del 63, 8% per poi risalire nel 2010, facendo sì che il ricavo generato da questo settore raddoppiasse rispetto al 2009.

Kräussl, Lehnert e Martelin, nel loro studio del 2014[258], hanno avvertito la presenza di un nuovo surriscaldamento nel mercato dell'arte in seguito all'applicazione di un nuovo test di rilevamento della bolla speculativa; nella loro analisi, hanno preso in considerazione milioni di aggiudicazioni registrate in quattro dei principali segmenti artistici lungo un periodo di 36 anni. I risultati, come si è visto in precedenza (si veda il Capitolo 5.3.1), hanno suggerito la presenza di una bolla

---

[256] Il suo quadro "Strontium 500" che il 15 maggio 2007 era stato battuto da Sotheby's per 1 milione e 496 mila euro è stato poi rivenduto a 200mila euro in meno, a 1 milione e 200 mila euro, il 7 novembre 2011. Si veda http://www.linkiesta.it/it/article/2012/02/09/larte-contemporanea-una-bolla-come-i-subprime/6263/

[258] Si veda R. KRÄUSSL, T. LEHNERT, N. MARTELIN, *Is there a bubble in the art market?*, Luxembourg School of Finance, University of Luxembourg, Maggio 2014.

speculativa in due di questi segmenti, 'Post-war and Contemporary' e 'American', che, iniziata dalla fine del 2011, sarebbe ancora in fase di formazione[259].
Gli esiti sono in linea con i fatti storici del mercato, cui hanno confermato che, dopo la crisi globale, il mercato dell'arte si riprese in fretta. Bisogna chiedersi, però, come questo abbia reagito di fronte all'ultima crisi finanziaria del 2011.

Nonostante il perdurare della crisi economica, per le grandi aste internazionali dell'arte, il 2010 è stato un anno di recupero di volumi e di prezzi[260] con la Cina che è diventata il principale motore di ripresa dell'economia globale. Tuttavia, a differenza dei Paesi del BRICS[261], il bilancio economico dell'anno 2010-2011 per i Paesi Occidentali, invece, si è mostrato particolarmente negativo a causa degli spaventosi tassi di indebitamento di Grecia, Italia, Spagna, Portogallo o Regno Unito, oltre che della destabilizzazione dell'unione monetaria europea o ancora del declassamento del debito pubblico degli Stati Uniti.

Il mercato dell'arte, e in particolare i segmenti più 'esplosivi', sembra sia stato refrattario al crollo dei mercati finanziari di quell'anno. Tra l'inizio di luglio e la fine di agosto 2011, l'indice CAC 40, principale indice di borsa francese, ha avuto un crollo di oltre il 20 %. Nello stesso periodo, invece, le case d'asta hanno registrato resi per meno del 37% delle opere, a fronte del 43% registrato nel periodo compreso tra il luglio 2008 e il giugno 2009. Inoltre, l'indice AMCI per il 2011 ha evidenziato che si sono rafforzate le intenzioni nell'acquisto di opere d'arte[262].

La crescita non si deve unicamente al mercato cinese, che ha registrato un rialzo del 49 % rispetto al 2010, ma a un progresso globale, anche in Europa. Questa, oltre ad essere sostenuta dai governi locali, è sorretta dall'entrata in scena di nuovi collezionisti, oltre che dallo sviluppo di numerosi fondi d'arte che in quell'anno nacquero.

---

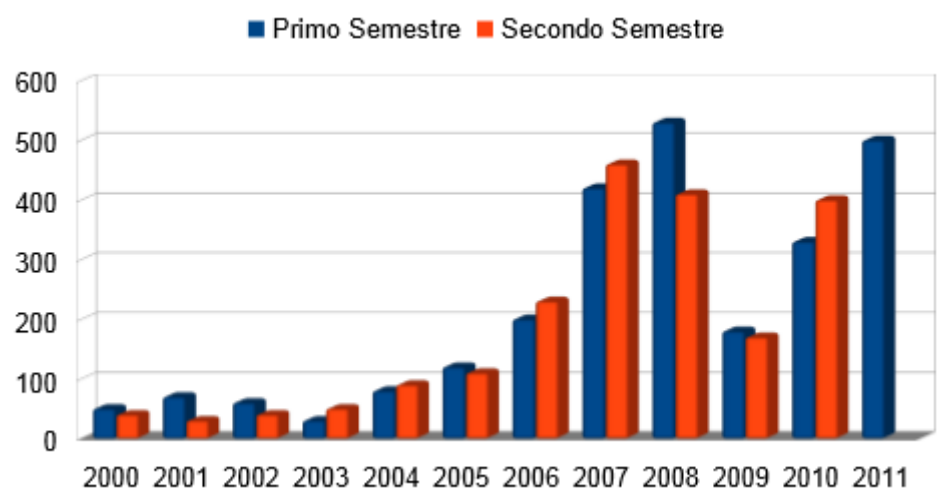
[259] Ibidem, p.13 sgg.
[260] A. MANSUETO, *Mercato dell'arte: il 2010 e il 2011. 31 gennaio 2011*, in http://www.soldionline.it/notizie/economia-politica/mercato-dell-arte-il-2010-e-il-2011
[261] I Paesi del BRICS sono Brasile, Russia, India, Cina e Sudafrica, che hanno registrato una crescita molto più forte rispetto ai paesi sviluppati (Thierri Ehrmann, fondatore di Artprice). Si veda *Tendenze del mercato dell'arte 2011*, Artprice, www.artprice.com
[262] *Tendenze del mercato dell'arte 2011*, Artprice, www.artprice.com

Gli esiti migliori si sono visti nella vendita di opere d'arte moderne, i cui risultati si sono rilevati ancora una volta crescenti ma stabili e non suscettibili a sbalzi, a differenza invece dei segmenti più volatili quali quelli dell'arte contemporanea e del dopoguerra.

L'arte contemporanea, tuttavia, ottenne buoni ricavi, circa 497 milioni di euro; si tratta del secondo miglior risultato mai registrato per le opere contemporanee, molto vicino al picco dei 520 milioni di euro raggiunti nel primo semestre del 2008, quando il mercato raggiunse il culmine.

Oltre all'aumento generalizzato dei prezzi, queste cifre sono dovute all'esplosione della domanda che generò un aumento delle vendite rispetto all'inizio del millennio; solo in quell'anno, furono vendute oltre 37.400 opere contemporanee.
Nel frattempo, anche il livello generale dei prezzi aumentò: la percentuale di opere contemporanee vendute all'asta a più di 5.000 euro passò dal 17 % al 32 % facendo aumentare anche il numero di aste milionarie[263].

Figura 5.15. Fatturato delle vendite di arte contemporanea (2000-2011)



Fonte: Il mercato dell'arte contemporanea 2010/2011, Artprice, www.artprice.com

[263] *Il mercato dell'arte contemporanea 2010/2011*, Artprice, www.artprice.com

In questo periodo, i collezionisti e gli investitori cinesi, economicamente forti e spesso giovani, sotto i 50 anni, cominciavano ad acquistare con entusiasmo le opere dei connazionali; questa domanda così sostenuta fece crescere in meno di 10 anni le quotazioni degli artisti cinesi contemporanei[264].

L'incremento avvenuto in quell'anno, comunque, non deriva solo dall'ottima performance ottenuta dal mercato asiatico, che ottenne un +49 % rispetto all'anno precedente. Anche in altri Paesi, di fatto, si sono registrate cifre in rialzo. Solo gli Stati Uniti, tenendo in considerazione soltanto le maggiori piazze mondiali, hanno registrato una flessione del 3 %.

Nel 2012, le vendite di opere d'arte nel mondo hanno totalizzato 12,269 miliardi di dollari, 5,068 miliari dei quali in Cina e 7,2 miliardi nel resto del mondo. Rispetto alle cifre del 2011 quelle del 2012 hanno mostrato un incremento del 6,1 %.

Sebbene la Cina continui a ottenere buoni risultati, nel 2012 registrò il suo peggior tasso di invenduto negli ultimi cinque anni (53,9 % di opere rimaste invendute in Cina rispetto al 37 % in Occidente). A differenza di quello che è emerso negli anni precedenti, Oriente ed Occidente si trovavano a correre in direzioni opposte con il mercato occidentale in netto vantaggio (+ 5,5 % dei ricavi rispetto al 2011, nuovo record mondiale per le aste). È come se nel 2012 si fosse registrata una presa di coscienza del rallentamento dell'economia cinese, del fallimento dei fondi di investimento e degli eccessi precedenti che hanno condotto i proprietari di opere d'arte recente ad essere molto diffidenti e riluttanti a rimettere all'asta pezzi di grande valore in un periodo così altalenante.
Inoltre, le case d'aste presenti in Cina hanno vissuto la fine di un'epoca d'oro che con la conseguente erosione del mercato di fascia alta e una forte contrazione delle vendite e una correzione a ribasso delle stime raggiungendo i livelli del 2009[265].

---

[264] Cinque artisti cinesi dell'arte contemporanea si trovano nella Top 10 della classifica degli artisti in base al fatturato nel periodo luglio 2011-giugno 2011: Zeng Fanzhi (con 39,2 milioni di euro), Zhang Xiaogang (30 milioni), Chen Yifei (28,3 milioni), Wang Yidong (16,2 milioni) e Zhou Chunya (14,5 milioni). Si veda *Il mercato dell'arte contemporanea 2010/2011*, Artprice, www.artprice.com
[265] *Tendenze del mercato dell'arte 2012*, Artprice, www.artprice.com

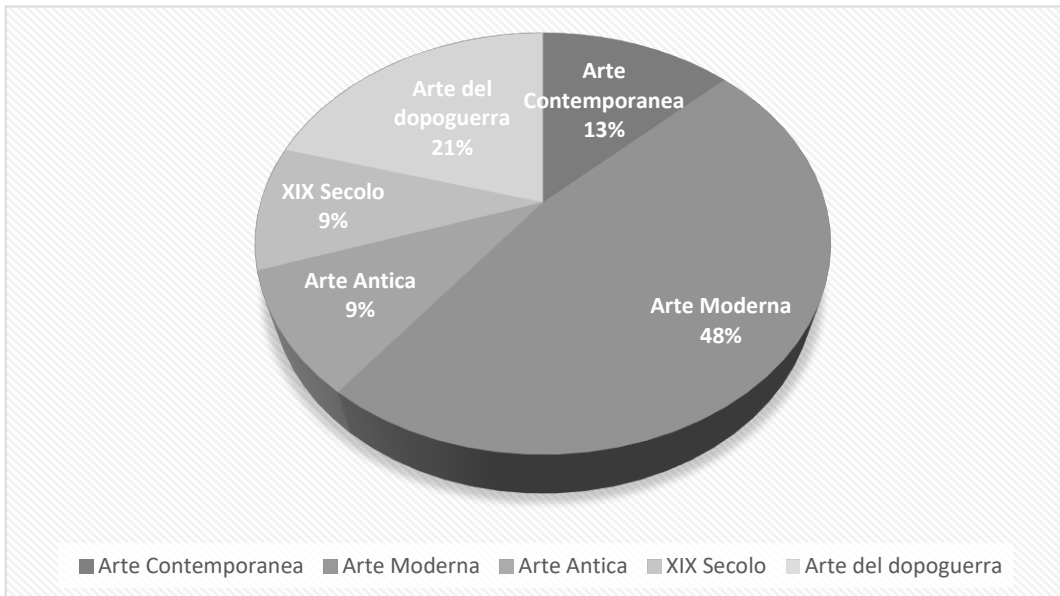
Questo calo del fatturato cinese può essere rapportato a ciò che era successo quattro anni prima in Occidente quando, dopo un periodo di acquisti frenetici, all'inizio del 2008 si era manifestato un calo dei prezzi della stessa grandezza (-7,5 %), a seguito della bolla speculativa.

Sempre nel 2012, si è verificato un cambio di direzione nei rapporti tra l'arte moderna e contemporanea. Le cause possono essere dovute alla scarsità di capolavori moderni, alle migliori firme contemporanee salite al rango di classici e alla crescente speculazione. Infatti, durante le aste di Christie's e Sotheby's svoltesi a New York in novembre, le vendite di arte contemporanea hanno ottenuto il doppio dei ricavi dell'arte moderna.

Grazie all'arte contemporanea, Sotheby's ha registrato la migliore asta della sua storia a dimostrare che, mentre il valore di mercato degli antichi maestri deperisce, quello dei contemporanei si irrobustisce[266]. Infatti, i ricavi ottenuti dal settore dell'arte antica si sono ristretti (9,3% del mercato mondiale nel 2012-2013) mentre quelli dell'arte contemporanea sono lievitati (13% del mercato), ma rimangono inferiori a quelli delle opere moderne (47,5%) e del dopoguerra (20,5%).

Figura 5.16. Ricavi delle vendite (2012-2013)

(Grafico costruito sulla base dei dati ricavati da Il mercato dell'arte contemporanea 2012/2013, Artprice, www.artprice.com)



[266] *Il mercato dell'arte contemporanea 2012/2013*, Artprice, www.artprice.com

Questo non vuol dire che i prezzi dell'arte antica siano crollati, piuttosto è segno sia di una contrazione dell'offerta di arte antica sia della speculazione di cui è oggetto l'arte contemporanea[267].

All'inizio del 2012 le quotazioni dell'arte contemporanea hanno dimostrato una buona resistenza: rispetto al calo drastico vissuto dai mercati mondiali; si è assistito, di fatto, solamente ad una lieve flessione (-4 % tra luglio 2011 e giugno 2012). La percentuale di opere contemporanee invendute (38,5 %) è stata ben lontana dal 43% del periodo tra la fine del 2008 e l'inizio del 2009.

Malgrado un leggero calo dei ricavi dalla vendita di opere contemporanee, la Cina, nonostante la crisi economica, rappresentava ancora l'epicentro del mercato assieme agli Stati Uniti confermando questa posizione negli anni seguenti[268]; il duopolio Cina-Stati Uniti rappresentava circa il 70 % del mercato dell'arte in termini di volume di fatturato[269].

A riprova della costante crescita da parte del settore contemporaneo[270], l'indice dei prezzi nel 2013, secondo Artprice, ha registrato un ulteriore incremento del 102 %, contro il 76,7 % per l'arte del dopoguerra e il 18 % per l'arte moderna. Solo l'arte del XIX secolo e l'arte antica hanno mostrato un calo[271].
Tra il 2013 e il 2014, infatti, è stato raggiunto un nuovo massimo storico per il segmento dell'arte contemporanea, sia in termini di ricavi annui che di incremento dei prezzi e di aggiudicazioni record. Le quotazioni degli artisti hanno registrato un aumento del 15 % rispetto ai livelli raggiunti durante il picco del 2007.

Tale mercato è cresciuto, così come era successo in concomitanza delle precedenti bolle speculative, anche se in questo caso i livelli di fatturato sono più elevati. Si è assistito ad una ripresa nel mercato occidentale e ad un processo di assestamento in quello orientale. I soli Basquiat, Koons e Wool hanno rappresentato il 22 % del

---

[267] *Tendenze del mercato dell'arte 2013*, Artprice, www.artprice.com
[268] *Il mercato dell'arte contemporanea 2012/2013*, Artprice, www.artprice.com
[269] *Tendenze del mercato dell'arte 2013*, Artprice, www.artprice.com
[270] In dieci anni l'indice globale dei prezzi dell'arte contemporanea globale è cresciuto del 70%. Si veda *Il mercato dell'arte contemporanea 2013/2014*, Artprice, www.artprice.com
[271] *Tendenze del mercato dell'arte 2014*, Artprice, www.artprice.com

mercato mondiale dell'arte contemporanea, raggiungendo aggiudicazioni superiori ai 10 milioni di euro, soglia raggiunta per la prima volta da Damien Hirst nel giugno 2007, con *Lullaby Spring* venduta a 17 milioni di dollari, il doppio della sua valutazione più ottimistica[272].

In generale, l'arte moderna ha prevalso un'altra volta sugli altri periodi artistici mettendo a segno un anno record (4,1 milioni di dollari) e registrando un aumento dei prezzi del 31,6 % sul decennio. A seguire si trova l'arte del dopoguerra quindi l'arte contemporanea in terza posizione, con una crescita dell'indice dei prezzi del 55,8 %, poi gli antichi maestri e infine l'arte del XIX secolo[273].

Questi dati confermano chiaramente come il segmento artistico della Post-war and Contemporary, così come indicato da Kräussl et al. (2014), abbia subito una maggiore accelerazione sia in termini di prezzi sia in termini di volumi. Questi segmenti si confermano dunque maggiormente esposti alle speculazioni rispetto all'arte antica, un terreno dove le opere importanti sono rare e gli acquirenti meno numerosi.

In Occidente, il 2015, ha visto poi sia una diminuzione del volume dei lotti venduti (-6 %) sia un aumento del fatturato delle aste (+ 9 %), con un aumento sostanziale della qualità delle opere messe all'asta. Il mercato dell'arte ha registrato una crescita negli Stati Uniti con un aumento del fatturato (+20 %) e di volume di transazioni (+2 %), mentre la Cina ha confermato la contrazione[274], come nel 2014, confermando la fase di stallo del mercato orientale, causata probabilmente dall'attività di anti-corruzione avviata dal governo[275].

---

[272] *Il mercato dell'arte contemporanea 2013/2014*, Artprice, www.artprice.com

[273] *Tendenze del mercato dell'arte 2014*, Artprice, www.artprice.com

[274] La correzione cinese non ha nulla di preoccupante. Secondo Artprice e AMMA, rappresenta un elemento positivo per un mercato così giovane, che ha conosciuto uno sviluppo fulminante.
Di fatto, nell'arco di 8 anni il fatturato delle belle arti in Cina ha registrato una crescita del 305%, passando dagli 1,6 miliardi di dollari del 2008 ai 4,9miliardi di dollari del 2015. In aggiunta i collezionisti cinesi si sono rivelati i protagonisti del mercato occidentale. Proprio a loro si devono alcuni acquisti record nell'anno, in particolare quello del "Nu Couché" di Amedeo Modigliani. La particolare attrattiva del mercato occidentale poggia in primo luogo sulla qualità dell'offerta di opere moderne, che generano una domanda di livello mondiale. Si veda www.artprice.com

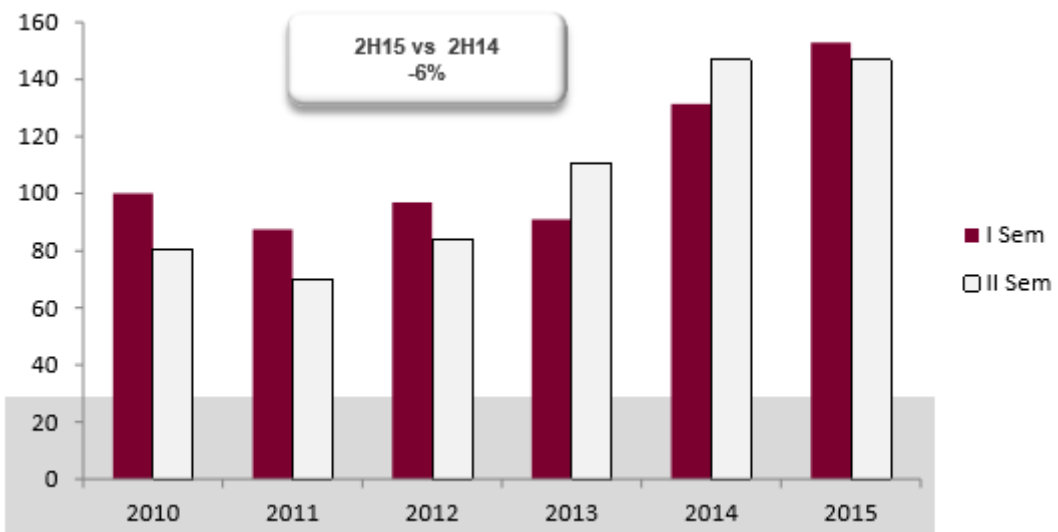
[275] *Artprice's overview of the Global Art Market in H1 2015 – USA recovers top position from China*, Artprice, www.artprice.com

Secondo il MPS Global Painting Art Index, indice costruito dall'area *research* di Monte dei Paschi di Siena grazie ai dati provenienti dalle principali case d'asta mondiali nel settore dell'arte pittorica, nonostante discreti risultati nel primo semestre, la seconda metà del 2015 ha mostrato una riduzione del 5 % rispetto al secondo semestre dell'anno precedente.

Tale risultato riflette la brusca frenata avvenuta nel settore arte contemporanea dopo anni di costante crescita: il Mps Art Post War Index (-6%), il Mps Art Old Masters and 19th Century Index (-29%), in controtendenza con l'MPS Art Pre War Index (+16%). Nello specifico il Mps Art Post War Index[276] ha avuto una battuta d'arresto nel secondo semestre del 2015, dopo aver fatto registrare una crescita sbalorditiva dal 2009 in poi[277].

Dopo anni di crescita del fatturato l'assestamento dell'indice è da ricondurre anche ai risultati storici delle aste del secondo semestre 2014 dove in una sola sera Christie's realizzò a New York oltre 850 milioni di dollari. Nonostante i record, sembra che il mercato dell'arte abbia raggiunto una velocità massima nel primo semestre 2015 per poi dare inizio ad una fase di rallentamento a partire dal secondo periodo.

Figura 5.17. Mps Art Post War Index

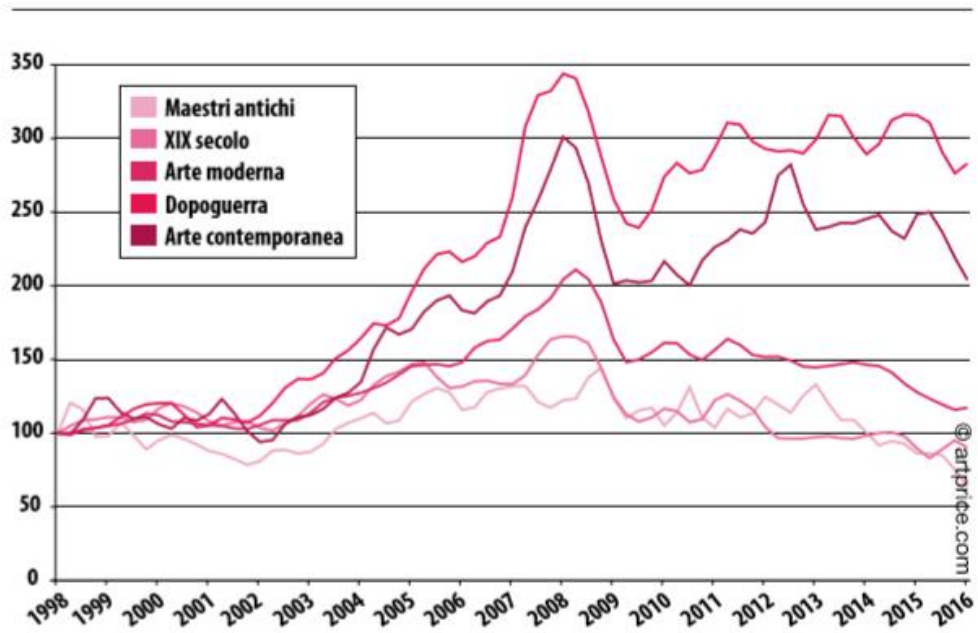


Fonte: I trend del mercato dell'arte nel II Semestre 2015, MPS Art Market Report, www.mps.it

[276] L'indice Post War considera sia l'arte Post-Moderna sia l'arte Contemporanea.

[277] *I trend del mercato dell'arte nel II Semestre 2015*, MPS Art Market Report, www.mps.it

Figura 5.18. IndIce dei prezzi per periodo (1998 – 2015)



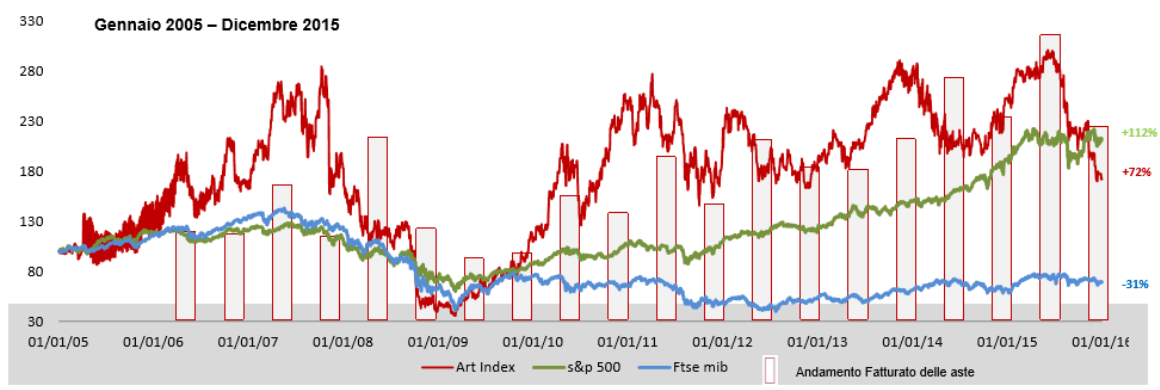
Fonte: Tendenze del mercato dell'arte 2015, Artprice, www.artprice.com

Questi dati vengono confermati anche da Artprice, il cui indice dei prezzi mostra un maggior rallentamento dell'arte contemporanea rispetto agli altri segmenti (si veda la figura 5.18)[278].

Per analizzare al meglio l'andamento del mercato dell'arte negli ultimi dieci anni, è utile confrontare le serie storiche MPS Art Market Value Index, S&P 500 e FTSE MIB all'interno di un arco temporale di medio lungo termine, caratterizzato da andamenti mutevoli, così da verificare le condizioni discontinue verificatesi. Lo scopo è di confrontare le caratteristiche dei fondi nei periodi: Periodo precedente alla crisi finanziaria globale (gennaio 2005-giugno 2007); Periodo di forte caduta dei corsi azionari (giugno 2007-giugno 2009); Periodo di ripresa dei corsi azionari USA (giugno 2009-giugno 2015).

[278] Si veda *Tendenze del mercato dell'arte 2015*, Artprice, www.artprice.com

Figura 5.19. MPS Art Market Value Index analisi su dieci anni (gennaio 2015-dicembre 2015): confronto con S&P500 e Ftse Mib



Fonte: I trend del mercato dell'arte nel II Semestre 2015, MPS Art Market Report.

Dall'analisi della serie storica compresa tra il 2005 e il 2015 (si veda la figura 5.19), il MPS Art Market Value Index presenta una performance migliore (+72 %), a fronte dell'elevata volatilità che caratterizza il mercato dell'arte.

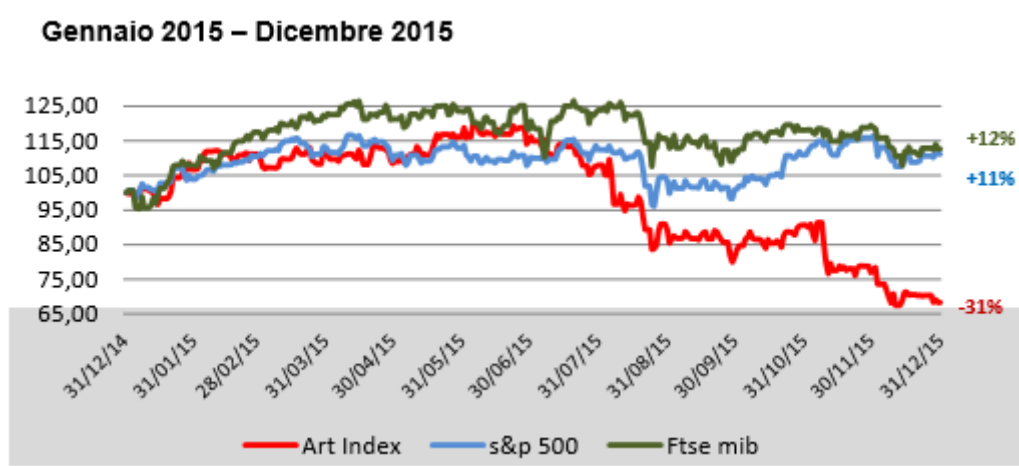
L'indice S&P 500 mostra una crescita del +112 %, che conferma la ripresa e la forza del mercato statunitense. Il Ftse Mib, il più significativo indice della borsa italiana, mostra invece una crescita negativa del -31 %, ancora sotto i livelli pre-crisi.

Analizzando il 2015 (si veda la figura 5.20) emerge un forte rallentamento per il MPS Art Market Value Index che arretra del 31 % su base annuale e del 41 %, su base semestrale in linea con quanto emerso nel MPS Global Painting che raccoglie i risultati delle aste. L'indice S&P 500 è salito dell'11 % durante l'anno, mentre il FTSE MIB ha evidenziato una ripresa accompagnata da un raffreddamento nella seconda parte del 2015, durante la quale ha ceduto il 7 %[279].

Questi dati confermano il raffreddamento subito dal mercato dell'arte, dovuto anche al calo del prezzo di Sotheby's che è passato dai 45 dollari per azione di fine giugno 2015 ai circa 25 dollari a fine dicembre 2015.

[279] *I trend del mercato dell'arte nel II Semestre 2015*, MPS Art Market Report, www.mps.it

Figura 5.20. MPS Art Market Value Index, analisi annuale



Fonte: I trend del mercato dell'arte nel II Semestre 2015, MPS Art Market Report, www.mps.it

Dall'analisi della serie storica decennale, si è visto come ai cali dell'indice basato sui mercati azionari sia seguito un raffreddamento dei fatturati nelle aste. Il rallentamento così repentino del MPS Art Market Value Index associato ad una riduzione del fatturato delle aste ha suggerito prudenza, per il primo semestre 2016, cruciale per la verifica dell'effettivo affaticamento del settore[280].

Per concludere, da questa analisi sull'andamento attuale del mercato dell'arte, si evince che le teorie elaborate nello studio di Kräussl, Lehnert, Martelin[281] presenza di una nuova bolla speculativa nel segmento contemporaneo possono essere confermate. Dunque *is there a bubble in the art market*? sembrerebbe di sì.
Come si è visto, una bolla speculativa nella sua fase di crescita determina un rialzo di prezzi e di volumi di determinati beni; proprio come una bolla di sapone, però, anche la bolla speculativa quando diventa troppo grande prima o poi esplode.

[280] *I trend del mercato dell'arte nel II Semestre 2015*, MPS Art Market, www.mps.it
[281] R. KRÄUSSL, T. LEHNERT, N. MARTELIN, *Is there a bubble in the art market?,* Luxembourg School of Finance, University of Luxembourg, Maggio 2014.

In mancanza di prove scientifiche aggiornate che confermino l'attuale bolla, si possono fare solo delle ipotesi. Una di queste vedrebbe una crescita della bolla a partire dalla fine del 2011, un picco avvenuto tra il secondo semestre del 2014 e il primo semestre del 2015, in cui il mercato dell'arte contemporanea ha vissuto un'accelerazione, e una successiva caduta nei mesi seguenti.

CAPITOLO 6
SOTHEBY'S COMMON STOCK

Il Sotheby's Common Stock, ovvero l'indice di riferimento della casa d'aste Sotheby's, può costituire un efficace parametro di valutazione dell'andamento del mercato artistico. In effetti, la casa d'aste sopra citata è l'unica, tra quelle operanti nel mercato dell'arte, ad essere quotata in borsa. Il Sotheby's Common Stock Index, dunque, potrebbe fornire informazioni interessanti per un'analisi comparativa tra l'andamento del mercato artistico e quello del mercato finanziario.

6.1. La casa d'aste Sotheby's

La nascita del mercato dell'arte moderno, quello maggiormente caratterizzato dal commercio e meno dal mecenatismo, risale al periodo successivo alla 2ª metà del XVIII secolo. In quel periodo, infatti, grazie all'affermazione della borghesia e all'aumento del reddito della stessa, il mercato dell'arte subisce un'accelerazione, e lo fa soprattutto in Inghilterra e in Francia. E' proprio nel territorio anglosassone che nacque una delle migliori due case d'aste al mondo ancora oggi, Sotheby's[282].

La casa d'aste Sotheby's venne fondata l'11 marzo 1744 a Londra dal venditore di libri Samuel Baker, occasione in cui lo stesso mise all'asta «*diverse centinaia di libri rari e di valore*»[283] della biblioteca di John Stanley per qualche centinaia di sterline. Si trattava della prima vendita di una delle case d'aste più antiche di sempre, dapprima specializzata nella vendita di libri e manoscritti e successivamente di opere d'arte, gioielli, vini e automobili a livello internazionale. A seguito della partnership avviata con George Leigh[284] nel 1767 e del trasferimento a New York, la società assunse il nome di "Baker and Leigh".

Sin da subito la casa d'aste registrò vendite record, tra le quali si ricorda quella della Biblioteca di Napoleone nel 1823. Alla morte di Baker nel 1778 la proprietà in un

---

[282] F. POLI, *Il sistema dell'arte contemporanea. Produzione artistica, mercato, musei*, Laterza, 2011.
[283] http://www.sothebys.com/en/inside/about-us.html
[284] https://www.britannica.com/topic/Sothebys#ref118508

primo tempo venne spartita tra Leigh e un suo nipote, John Sotheby, per poi passare definitivamente ai Sotheby alla morte di quest'ultimo. Ciò nonostante, al decesso dell'ultimo discendente di questa famiglia, la casa d'aste passò nelle mani di John Wilkinson e di Edward Hodge, i quali ne cambiarono il nome in "Sotheby's, Wilkinson and Hodge".

Dopo un periodo di stallo contraddistinto dalla I Guerra Mondiale, la celebre casa d'aste riprese la sua attività estendendola anche all'arte figurativa. Una delle vendite più redditizie del periodo fu quella della collezione Rathschild nel 1937, incassando oltre 25.000 sterline. Nonostante questa vendita abbia contributo allo sviluppo della celebre casa d'aste, la crescita di Sotheby's avvenne dopo la II Guerra Mondiale, grazie anche all'incremento della domanda artistica complice il miglioramento delle condizioni economiche della classe media. Assieme a Christie's, al tempo la più celebre casa d'aste in arte, divenne una compagnia leader nel settore. Tuttavia Sotheby's con Peter Wilson CEO alla guida della casa d'aste divenne decisamente più propositiva e incline a correre rischi finanziari rispetto alla rivale Christie's.

Negli anni 60' del '900 poi, dopo l'acquisto di quella che al tempo era una delle più importanti case d'aste americane, la newyorkese Parke Bernet Galleries[285], ci fu un ulteriore sviluppo grazie anche all'apertura di sedi in tutto il mondo. Malgrado questi successi, però, la vera innovazione si registrò nel 1977, anno in cui la Sotheby's decide per la prima volta di vendere le proprie azioni al pubblico. Questa scelta rappresenta un vero e proprio cambiamento, in quanto si tratta della prima volta in cui una casa d'aste specializzata nel mercato artistico si affaccia su un mercato che non le appartiene, quello borsistico[286].

---

[285] L'acquisto della casa d'aste Parke Bernet Galleries di New York avvenne nel 1964. Da questo momento la Sotheby's comincia a svolgerci le prime aste fuori sede. Si veda C. HERCHENRODER, *Il mercato dell'arte. Storia e cifre del mercato di pittura, scultura e arti minori: Le grandi aste internazionali e le vendite più clamorose; la politica dei musei, le gallerie, i collezionisti, i falsi, le perizie, i critici e la pubblicistica*, Bompiani, Milano 1980, p. 201.

[286] C. HERCHENRODER, *Il mercato dell'arte. Storia e cifre del mercato di pittura, scultura e arti minori: Le grandi aste internazionali e le vendite più clamorose; la politica dei musei, le gallerie, i collezionisti, i falsi, le perizie, i critici e la pubblicistica*, Bompiani, Milano 1980, p. 274.

6.2. Sotheby's Common Stock Index

Nel 1977 la casa d'aste Sotheby's debuttava nel mondo della Borsa con la volontà di consolidare e assicurare il proprio avvenire oltre che estendere il proprio business; questo evento si inseriva in un contesto in cui sempre più persone si stavano interessando agli acquisti d'arte.

In quella data il 33 % del pacchetto di Sotheby's venne immesso sul mercato azionario e ciò rese la medesima casa d'aste la più antica ad essere mai quotata in Borsa, in questo caso nel NYSE (New York Stock Exchange)[287] e con il termine "BID" per indicarne l'indice dei prezzi[288].

Secondo il direttore di Sotheby's, Peter Wilson, l'innovazione aveva luogo anche per consentire a qualsiasi piccolo azionista di formare un proprio capitale:

«*Gli investimenti minori si sono resi molto utili ovunque*
là dove la legislazione fiscale vanifica il maggiore gettito delle entrate »[289].

Debuttando nel mondo borsistico, Sotheby's si espandeva e traeva maggiori vantaggi poiché più del 60 % della sua cifra d'affari annua era connesso alla vendita d'arte cosiddetta minore, cioè di oggetti che si mantenevano al di sotto delle 200 sterline. Secondo alcune opinioni superficiali le motivazioni che l'hanno portata ad inserirsi nel mercato azionario potrebbero essere state influenzate dal desiderio speculativo, facendo prevalere l'aspetto finanziario a quello artistico e culturale.

È opportuno sottolineare come l'indice azionario di Sotheby's costituisca solo uno dei tanti indici finanziari. In ogni caso, esso è sembrato in grado di offrire utili informazioni sull'evoluzione del mercato artistico.

Nell'articolo "Sotheby's: The World's Best Overconfidence Indicator?" del 2012, Vikarm Mansharamani, docente alla Yale University, sostiene che l'indice borsistico Sotheby's sia «*un indicatore importante*» e ammette che il suo valore come anticipatore sia affidabile ma allo stesso tempo non esaustivo, in quanto la

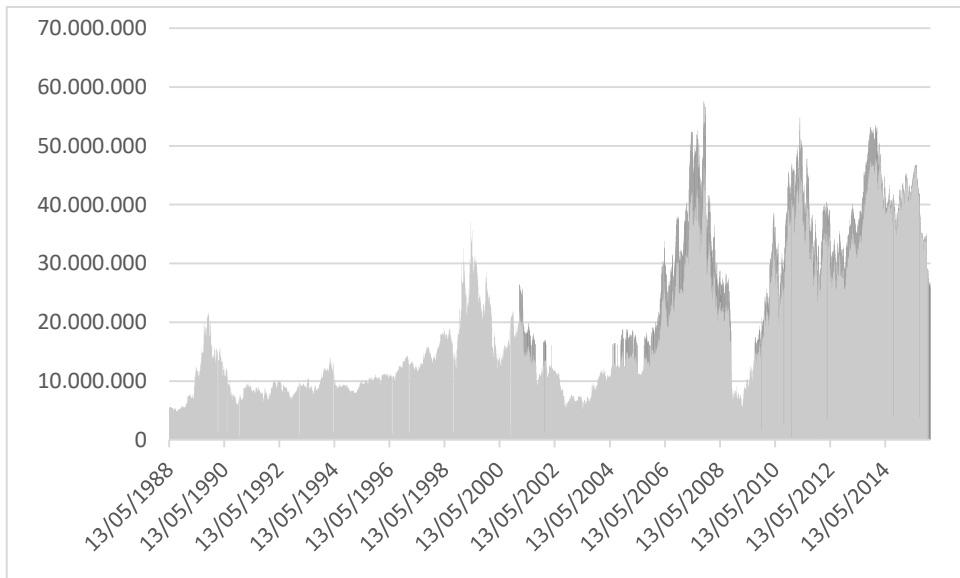
---

[287] http://www.mercatiazionari.com/mercato_azionario/nyse-new-york-stock-exchange/64.htm
[288] http://www.bloomberg.com/businessweek
[289] C. HERCHENRODER, *Il mercato dell'arte. Storia e cifre del mercato di pittura, scultura e arti minori: Le grandi aste internazionali e le vendite più clamorose; la politica dei musei, le gallerie, i collezionisti, i falsi, le perizie, i critici e la pubblicistica*, Bompiani, Milano 1980, p. 274.

rilevazione delle bolle speculative, come si è visto, costituisce un'operazione molto più complessa di come sembra[290].

Il grafico riportato nella figura 6.1 riflette chiaramente le ondate esplosive che hanno caratterizzato il titolo azionario Sotheby's rispecchiando lo stato dell'economia e dei mercati a livello globale dal momento della sua nascita, il 1988.

Figura 6.1. Andamento Sotheby's Common Stock dal 13/05/1988 al 31/12/2015 (grafico elaborato sulla base dei dati ricavati da www.finance.yahoo.com)



Sotheby's è stata una delle compagnie leader a livello mondiale a beneficiare dei boom che hanno contraddistinto il mercato artistico. I prezzi più elevati delle sue azioni potrebbero essere utili indicatori di un eccesso di fiducia e della presenza di una bolla speculativa.

Nel grafico emergono una serie di picchi che, se si controllano le vendite e l'andamento della casa d'aste in quei periodi, sono strettamente collegati ad altrettanti periodi di record di prezzi. Questi si concentrano nei periodi 1988-1990, 1997-1999, 2006-2007 e 2011-2012. In ognuno di questi periodi, maggiormente

[290] Si veda http://www.mansharamani.com/navigating-uncertainty/sothebys-the-worlds-best-overconfidence-indicator/

‘esplosivi’, la fiducia si è sempre mostrata estremamente elevata e non sorprende che tali boom siano connessi anche ai massimi toccati dai prezzi delle azioni di Sotheby’s. Alla fine degli anni 80’ del ‘900, ad esempio, i buyer giapponesi dominavano il mercato dell’arte di fascia alta e con i loro acquisti erano responsabili di alcuni record di vendita raggiunti dalla casa d’aste. Il prezzo delle azioni di Sotheby’s, nell’ottobre 1989, raggiunse il valore più elevato del periodo[291], ma nei mesi seguenti perse 2/3 del suo valore annuo, un declino contemporaneo a quello del Nikkei 225.

Stessa cosa accadde nell’aprile 1999, in un contesto nel quale l’euforia per Internet e per le azioni ad esso connesse era alle stelle. Anche nel 2007, durante il boom immobiliare, i prezzi delle azioni di Sotheby’s raggiusero nuovi massimi per poi crollare l’anno successivo del 90 %.

Nel 2012, il valore massimo raggiunto dai prezzi, invece, fu stimolato dagli acquirenti del mercato emergente cinese; nel periodo successivo, lo stesso livello dei prezzi precipitò per il rallentamento dello stesso mercato[292].

Derek Thomson in un articolo dal titolo “The Art of Bubbles: How Sotheby’s predict the World Economy” del 5/04/2011, sostiene che il rapporto tra il prezzo delle azioni della stessa casa d’aste e le bolle speculative non sia solo una coincidenza[293]. Thomson ribadisce così, come ha poi fatto Vikram Mansharamani, la funzione di Sotheby’s quale indicatore capace di riflettere la fiducia da parte di acquirenti, esperti e responsabili della fissazione delle stime nonché di investitori.
A differenza dei prezzi delle opere d’arte che possono riflettere la fiducia e i sentimenti degli acquirenti, il prezzo delle azioni di Sotheby’s è meno soggetto ai capricci dei singoli o al fattore di unicità che contraddistingue la specifica opera d’arte. Nel caso delle azioni il prezzo non risulta dunque essere influenzato dagli interessi, talvolta corporativi, e dalla ricchezza degli acquirenti che invece sono

[291] https://news.artnet.com/market/sothebys-stock-trouble-2015-373616
[292] Si veda http://www.mansharamani.com/navigating-uncertainty/sothebys-the-worlds-best-overconfidence-indicator/
[293] Si veda http://www.theatlantic.com/business/archive/2011/04/the-art-of-bubbles-how-sothebys-predicts-the-world-economy/236852/

presenti nel mercato artistico; spesso il prezzo azionario è sintomo di una gestione generale della società, che comprende dunque tutti gli aspetti ad essa legati[294].

6.3. Sotheby's Common Stock, S&P 500, Nasdaq Composite: un confronto

Per comprendere come si è evoluto l'indice di borsa Sotheby's, può essere interessante avviare un confronto tra il suo andamento e quello di altri indici azionari[295]. Da questo confronto, in effetti, potrebbero emergere informazioni interessanti sui periodi esplosivi che, con differenti modalità, hanno contraddistinto i vari mercati. Si è scelto dunque di comparare il Nasdaq Composite e lo Standard and Poor 500, tra i più seguiti indici del mercato azionario statunitense, e l'indice dei prezzi di Artprice con il Sotheby's Common Stock, in modo da investigare se l'andamento delle azioni di Sotheby's segua in qualche modo il *trend* del mercato artistico e del mercato finanziario.

La comparazione tra il Sotheby's Common Stock Index, l'S&P 500 e il Nasdaq Composite è riportata nella figura 6.2, la quale illustra gli andamenti di tali indici a partire dal 13/05/1988 (data che segna la nascita dell'indice azionario di Sotheby's) fino al 31/12/2015.

---

[294] http://www.theatlantic.com/business/archive/2011/04/the-art-of-bubbles-how-sothebys-predicts-the-world-economy/236852/

[295] Si veda il Capitolo 1 per la presentazione di alcuni indici del mercato azionario.

Figura 6.2. Andamenti del Sotheby's Common Stock, Nasdaq Composite e S&P 500 dal 13/05/1988 al 31/12/2015 (grafico elaborato sulla base dei dati ricavati da www.finance.yahoo.com)

	Sotheby's Common Stock
	S&P 500
	Nasdaq Composite

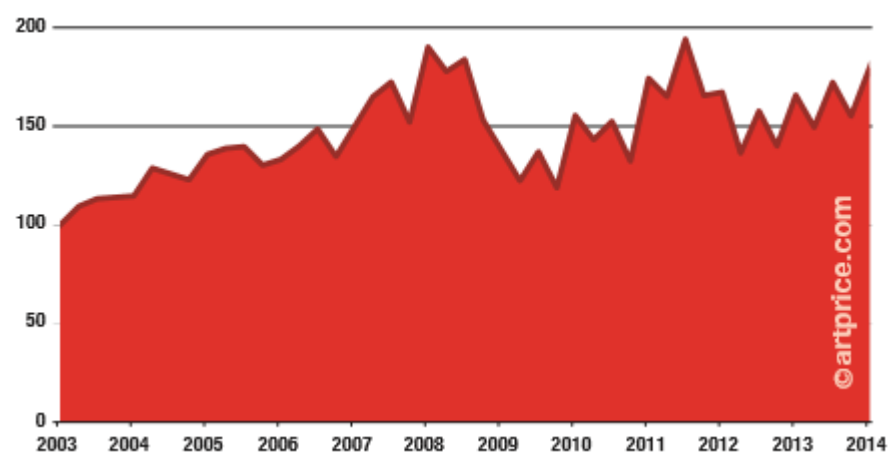
Come si può notare nella figura 6.2, ai massimi di Sotheby's corrispondono altrettante fasi esplosive che, con diverse modalità, appaiono nei due titoli azionari considerati. Come spesso è successo, le bolle speculative si sono evidenziate nei vari indici e nei diversi mercati con tempistiche diverse, ma in certe circostanze gli stessi fenomeni si sono riscontrati in un solo indice di riferimento. Un caso è stato quello della cosiddetta Bolla Giapponese, emersa alla fine degli anni '80 del '900 nel mercato artistico e nel mercato giapponese, che fu sfavorevole per l'andamento delle azioni di Sotheby's ma non ebbe effetti negativi sugli indici Nasdaq Composite e S&P 500.

Interessante è il picco toccato da Sotheby's con la bolla del 1999 che, essendo provocato dall'euforia verso i titoli tecnologici, è particolarmente evidente negli altri due titoli azionari ma non sembra essere percepita dal mercato artistico. Ciò conferma le peculiarità del Sotheby's Common Stock, il quale, pur essendo uno dei tanti indici del mercato azionario, non dipende esclusivamente dall'andamento di questo mercato, ma risente altresì dell'influenza del mercato dell'arte.

Durante la bolla del 1999 Sotheby's perse l'80 % e l'anno seguente si riscontrò un calo di S&P 500 del 50 %[296].

Al contrario, come mostra la figura 6.3, l'indice Artprice non sembra essere stato toccato da questa ondata esplosiva, ma ha evidenziato, viceversa, una crescita fino al 2° semestre del 2007. I massimi di Sotheby's, così quelli indicati da Artprice per il mercato dell'arte, del Nasdaq Composite e dell'S&P 500 in quello finanziario, si toccarono alla fine del 2007, per poi crollare l'anno seguente; le azioni di Sotheby's ebbero un crollo del 90 %, mentre l'S&P 500 e il Nasdaq Composite di circa il 50 %.

Figura 6.3. Indice dei prezzi Artprice (base 100=2013)



Fonte: The Art Market in 2013, Artprice, www.artprice.com

La ripresa dei mercati internazionali si ebbe circa nel 2009; questo rilancio fu così veloce da far raggiungere nuovi massimi tra il 2011-2012 che, come spesso accade, sono seguiti da un periodo di crisi.

A tal proposito si veda nuovamente la figura 6.3. dove si mostra l'indice dei prezzi pubblicato da Artprice[297], utile indicatore di questa nuova bolla che ha colpito, oltre i mercati finanziari, il mercato artistico a livello globale.

---

[296] http://www.mansharamani.com/navigating-uncertainty/sothebys-the-worlds-best-overconfidence-indicator/

[297] *The Art Market in 2013*, Artprice, www.artprice.com

Quella del 2011-2012 è l'ultima bolla speculativa documentata, almeno secondo le ricerche condotte da Kräussl et al. (2014), nonché da quello che risulta dalla figura 6.2. relativamente all'indice Sotheby's, il cui andamento presenta l'ultimo picco significativo proprio nel biennio considerato. Tuttavia risulta interessante osservare il *trend* dei prezzi delle azioni di Sotheby's dal 2013. Sembra ci sia stata una nuova caduta tra il 2014 e il 2015 a seguito di un periodo di elevata fiducia da parte degli acquirenti, non evidenziatosi negli altri mercati. Il Sotheby's Common Stock, considerando le precedenti ondate esplosive, potrebbe voler dire molto su possibili crolli che potrebbero verificarsi negli altri mercati.

Nella tabella 6.1 sono stati calcolati gli indici di correlazione tra gli indici considerati, nel periodo di tempo che va dal 13/05/1988 al 31/12/2015.

Tabella 6.1. Matrice di correlazione tra gli indici Sotheby's Common Stock, Nasdaq Composite e S&P 500 riferita al periodo tra il 13/05/1988 e il 31/12/2915 (tabella elaborata sulla base dei dati relativi ai tre indici consultabili in www.finance.yahoo.com)

	SOTHEBY'S COMMON STOCK	NASDAQ COMPOSITE	S&P 500
SOTHEBY'S COMMON STOCK	1	0,515686654	0,569664354
NASDAQ COMPOSITE	0,515686654	1	0,581297
S&P 500	0,569664354	0, 581297	1

Come si evince da questi dati, vi è una correlazione positiva tra l'indice di borsa Sotheby's e il Nasdaq Composite pari allo 0,51, mentre la correlazione, sempre positiva, tra il primo dei due indici ora menzionati e l'S&P 500 si attesta intorno allo 0,56.

Pertanto, essendoci in entrambi i casi una correlazione positiva[298], i tre indici considerati si muovono, in generale, nella stessa direzione. Tuttavia, durante i periodi caratterizzati da bolle speculative, emergono tassi di correlazione leggermente differenti. Con riferimento a quest'ultima situazione, è stata calcolata,

[298] Sulla correlazione e sulla diversificazione, in generale, si veda il Capitolo 1.3.

nello specifico, la correlazione tra questi tre mercati nel corso di tre periodi esplosivi. Si sono presi in esame i periodi relativi agli anni 1988-1991 (bolla Giapponese), 1997-2000 (bolla delle Dot-Com) e 2007-2008 (crisi economico-finanziaria). I risultati di questa analisi sono stati riportati nella tabella 6.2.

Tabella 6.2. Correlazione tra gli indici Sotheby's Common Stock, S&P 500 e Nasdaq Composite durante i periodi caratterizzati da bolle speculative (tabella ricostruita sulla base dei dati consultati in www.finance.yahoo.com)

INDICE DI CORRELAZIONE SOTHEBY's COMMON STOCK e S&P 500	
1988-1991	0,011842695
1997-2000	0,265275245
2006-2008	0,038803619
INDICE DI CORRELAZIONE SOTHEBY's COMMON STOCK e NASDAQ COMPOSITE	
1988-1991	0,110484441
1997-2000	0,009755411
2006-2008	-0,0970321

Da questi dati emerge, in primo luogo, come, durante la bolla Giapponese relativa al periodo 1988-1991, non vi sia alcuna correlazione significativa tra l'indice azionario di Sotheby's e quello dell'S&P 500 (0,01), mentre tra il primo e il Nasdaq Composite la correlazione è bassa ma positiva (0,11). In secondo luogo, si può osservare come, nel periodo caratterizzato dalla bolla delle Dot-Com nel periodo 1997-2000, la correlazione tra l'indice Sotheby's e il Nasdaq Composite sia prossima allo 0, mentre quella tra Sotheby's e S&P 500 è pari a 0,26. In terzo luogo, durante la crisi economico-finanziaria del periodo 2006-2008, l'indice Sotheby's ha una correlazione pressoché nulla con l'indice S&P 500 (0,03) e una correlazione negativa con il Nasdaq Composite (- 0,09). Gli ultimi due dati riportati risultano particolarmente significativi, poiché testimoniano come, in quel periodo, l'indice Sotheby's si sia mosso diversamente rispetto agli altri indici considerati, e abbia risentito degli effetti della crisi, seppur con una dilazione temporale di circa un anno.

Per concludere, si è visto come nel corso della storia si siano verificate numerose bolle speculative che hanno colpito, a seconda delle circostanze, uno o più mercati. In linea generale è emerso come le crisi economiche-finanziarie globali abbiano avuto effetti sul mercato dell'arte, anche se lo stesso, proprio per le sue caratteristiche, ha talvolta agito in maniera distaccata, a testimonianza della bassa correlazione tra il mercato artistico e finanziario. L'indice azionario della casa d'aste Sotheby's, come affermato da Thomson e Mansharamani, mostra un andamento caratterizzato da alcuni alti e bassi considerevoli.

L'andamento dell'indice di Sotheby's potrebbe quindi fornire informazioni utili sulla presenza di bolle speculative nel mercato dell'arte e in quello finanziario, anche se non è stato ancora oggetto di una verifica scientifica. Quello che ci è chiaro è che l'indice considerato mostra un andamento altalenante, influenzato spesso da quel che accade sia nel mercato dell'arte sia in quello finanziario.
Naturalmente, la rilevazione delle bolle speculative, come si è visto, è un'operazione complessa, ma lo studio di tale indice potrebbe dare un contributo importante.

CONCLUSIONI

Lo studio ha preso in esame alcuni aspetti legati all'investimento in arte in particolar modo al rischio, al rendimento e al fenomeno delle bolle speculative.
L'obiettivo di questo elaborato è stato quindi quello di analizzare questi aspetti, prendendo in considerazione il mercato dell'arte e il mercato finanziario a confronto, cercando di analizzare in modo particolare se le bolle speculative possano essere o meno il frutto di una reciproca influenza tra il mercato dell'arte e il mercato finanziario.

Dopo aver approfondito i vari metodi di costruzione dei principali indici di prezzo del mercato dell'arte, l'elaborato si è concentrato sul rendimento ottenuto dall'investimento nel mercato dell'arte e sulle sue oscillazioni, rapportandolo con quello del mercato finanziario.
Come si è visto, alcuni esperti come Anderson, Baumol e Stein affermano che, rispetto alle altre tipologie di investimento, le opere d'arte non rappresentino un investimento di grande attrattiva dal punto di vista finanziario, a meno che non venga aggiunto quello che viene definito il plusvalore estetico; altri (come Buelens e Ginsburgh, Goetzmann), al contrario, hanno visto nell'investimento in arte risultati positivi e una bassa correlazione con gli altri *asset*, aspetto che permette un'efficace diversificazione utile ad abbassare il rischio. Ad ogni modo tutti gli esperti sostengono che l'arte possa essere considerata una possibile fonte di rendimento monetario, al quale si aggiunge il rendimento estetico che rende questo *asset* unico.

Nel presente studio si è voluta approfondire la relazione tra i diversi mercati guardando al rapporto tra i rendimenti dei vari *asset* e cercando di capire se questi si muovono in modo simile o divergente tra di loro. A tal proposito si sono presi in considerazione diversi studi fino alla recente analisi condotta da Ventura Charlin e Arturo Cifuentes (2016).
In linea generale, l'opinione nel corso degli anni è stata in favore di una bassa correlazione tra l'arte e asset di tipo tradizionale. Tuttavia, vi sono analisi, come

quelle condotte da Chanel (1995) e Ginsburgh e Jeanfils (1995), in favore di un'influenza, soltanto nel breve periodo, dei mercati finanziari su quelli artistici, visibile con un ritardo di circa un anno.

Per quanto riguarda le variabili che possono influenzare il mercato dell'arte, l'elaborato si è concentrato maggiormente sull'andamento dell'economia globale. Dall'analisi è emerso che le crisi economiche o al contrario i boom economici possono, in maniera diversa, modificare il numero delle vendite all'asta, nonché prezzi e tipologie dei prodotti artistici offerti.
In linea con questo discorso, alcuni esperti (ad esempio Goetzmann et al. 2005, Brière et al. 2012) sostengono che l'arte sia un utile strumento per la diversificazione ma non costituirebbe un bene rifugio sicuro e un asset privo di rischio, in quanto tende a seguire, almeno per il breve periodo, l'andamento economico globale. Al contrario, altri affermano che l'arte sia debolmente correlata con i mercati finanziari e che dunque rappresenti un bene sicuro anche in momenti di crisi economica.

Come si è visto, parte della letteratura sostiene che le correlazioni tra l'arte e le attività tradizionali tendano ad aumentare notevolmente in tempo di crisi rispetto ad altri periodi. Nell'elaborato si sono confrontati i momenti di crisi e di boom che hanno colpito l'economia con l'andamento del mercato dell'arte ed è emersa una reciproca influenza, in particolare in alcuni periodi temporali.

Negli ultimi quattro decenni si sono avviati molti studi volti a rilevare nel mercato dell'arte un forte rialzo dei prezzi in determinati lassi temporali. Dopo aver mostrato le possibili cause che conducono alla formazione di bolle speculative, sono stati studiati i test che, in ambito finanziario, risultano utili a comprendere se si è di fronte a serie stazionarie o non stazionarie e a rilevare la presenza di bolle speculative.

Dopo aver esposto le principali bolle speculative che a partire da quella dei tulipani nell'Olanda del XVII secolo colpirono il mercato finanziario, si è approfondito l'argomento guardando al mercato dell'arte. I test che nel corso degli anni hanno permesso di evidenziare la presenza di bolle speculative sono spesso gli stessi che

vengono utilizzati in un'analisi del mercato finanziario. Un'attenzione particolare è stata rivolta al recente studio di Kräussl et al. (2014) "Is there a bubble in the art market?" che applica il test SADF a quattro indici del mercato dell'arte da loro creati: 'Impressionist and Modern', 'Post-war and Contemporary', 'American' e 'Latin American'.

L'analisi ha mostrato come le bolle speculative si siano verificate con uno scarto temporale rispetto al mercato finanziario. I risultati hanno evidenziato una bolla che ha avuto inizio alla fine del 2011 e sembrerebbe ancora in fase di formazione sia per i segmenti della 'Post-war and Contemporary' sia per 'American'. La bolla Giapponese, invece, nata dalla fine degli anni '80 del '900, si mostra in tutti e quattro gli indici ma non nel mercato finanziario americano, mentre quella successiva (la bolla delle Dot-Com), al contrario, non sembrerebbe aver colpito il mercato dell'arte. I risultati di questo studio sono stati messi in rapporto all'analisi del mercato dell'arte condotta da Artprice e sono stati confermati.

Nella tesi si è preso anche in considerazione l'indice azionario della casa d'aste Sotheby's, il Sotheby's Common Stock, e si è analizzata la sua evoluzione. Dalla comparazione con altri indici azionari e artistici, inoltre, è emersa la peculiarità del Sotheby's Common Stock, unico indice di una casa d'aste ad operare anche nel mercato finanziario. Lo studio ha mostrato che l'andamento delle azioni di Sotheby's potrebbe fungere da indicatore della presenza di bolle speculative nel mercato dell'arte a partire dal 1988, anno della nascita dell'indice. L'analisi ha posto in luce come, talvolta, ai massimi e ai minimi toccati dalle azioni della casa d'aste siano corrisposti altrettanti picchi e crolli fatti registrare da altri indici azionari, quali il Nasdaq Composite e l'S&P 500; in altri casi, invece, l'andamento del Sotheby's Common Stock si è rivelato meno legato alle oscillazioni che hanno caratterizzato gli indici azionari e artistici presi in esame. Come si è visto nel corso dell'indagine, sono risultate emblematiche in tal senso, tra le altre, le vicende relative alla bolla Giapponese e alla bolla delle Dot-Com.

Questo lavoro di tesi ha quindi approfondito un argomento, quello delle bolle speculative, che pur essendo molto studiato negli altri asset, nel mercato dell'arte è

stato maggiormente trascurato tanto che le ricerche svolte sull'argomento sono molto rare.

Una più attenta riflessione da parte della letteratura su questi aspetti e l'individuazione di esempi di possibili risvolti negativi dell'investimento in arte, potrebbe condurre, in futuro, ad una maggior consapevolezza e ad un approfondimento del fenomeno.

BIBLIOGRAFIA

R. C. ANDERSON, *Paintings as an Investment* in Economic Inquiry, Vol. 12, N. 1, 1974, pp. 13-26.

Art Market report 2009, Gruppo Monte Paschi.

Art market trends 2002, Artprice.

Art Market trends 2013, Artprice.

Artprice's overview of the Global Art Market in H1 2015 – USA recovers top position from China, Artprice.

O. ASHENFELTER, K. GRADDY, *Sale Rates and Price Movements in Art Auctions* in American Economic Review, Vol. 101, N. 3, 2011, pp. 212-216.

E. D. BAKO, I. SECHEL, *Speculative bubbles – Appearance and Growth* in Rivista Economica, Vol. 65, N. 3, 2013, pp. 182-191.

R. B. BARSKY, J. B. DE LONG, *Bull and bear markets in the twentieth century* in Journal of Economic History, Vol. 50, N. 2, 1990, pp. 265-281.

W. BAUMOL, *Unnatural Value: Or Art Investment as Floating Crap Game* in American Economic Review, Vol. 76, N. 2, 1986, pp. 10-14.

D. BLAKE, *Pension Schemes and Pension Funds in the United Kingdom*, Oxford University Press, Oxford 2003.

F. BOCART, K. BASTIAENSEN, P. CAUWELS, *The 1980s price bubble on (post) impressionism*, Working Paper, ACEI, 2011, pp. 1-37.

F. BORDIERI, *Intervista al direttore della Sotheby's Italia* in L'Europeo, 13 dicembre 2002.

E. P. BOX, G. M. JENKINS, G. C. REINSEL, *Time Series Analysis. Forecasting and control*, Wiley, New Jersey 2008.

M. BRIÈRE, A. CHAPELLE, A. SZAFARZ, *No contagion, only globalization and flight to quality* in Journal of international Money and Finance, Vol 31, N. 6, 2012, pp. 1729-1744.

S. M. BRONDONI, *Politiche di mercato dei beni industriali*, Giuffrè, Milano 1983.

N. BUELENS, E. V. GINSBURGH, *Revisiting Baumol's "Art as Floating Crap Game"* in European Economic Review, Vol. 37, 1993, pp. 1351-1371.

J. Y. CAMPBELL, R. Y. SHILLER, *Cointegration and Tests of Present Value Models* in Journal of Political Economy, Vol. 95, N. 5, 1987, pp. 1062-1088.

R. CAMPBELL, *Art as Financial Investment* in Journal of Alternative Investments, Vol. 10, N. 4, 2008, pp. 64-81.

N. F. CAMPOS, R. L. BARBOSA, *Paintings and numbers: an econometric investigation of sales rates, prices, and return in Latin American art auctions* in Oxford Economic Paper, Vol. 61, 2009, pp. 28-51.

G. CANDELA, A. E. SCORCU *A Price Index for Art Market Auctions. An Application to the Italian Market of Modern and Contemporary Oil Paintings* in Journal of Cultural Economics, Vol. 21, N. 3, 1997, pp. 175-196.

G. CANDELA, A. E., SCORCU, *Economia delle Arti*, Zanichelli, Bologna 2004.

F. CAPARRELLI, *Economia dei Mercati Finanziari*. *Il mercato azionario*, McGraw-Hill, Miano 1998.

R. CAPPELLETTO, *La mappa logistica nello studio delle bolle speculative*, Tesi di Dottorato, Università degli Studi di Trieste, A.A. 2011/2012.

I. CASPI, *Rtadf: Testing for Bubbles with EViews*, MPRA, 2013, pp. 1-15.

O. CHANEL, *Is art market behaviour predictable?* in European Economic Review, Vol. 39, N. 3-4, 1995, pp. 519-527.

O. CHANEL, L. GERARD-VARET, V. GINSBURGH, *Prices and returns on paintings: An exercise on how to price the priceless* in The Geneva Papers on Risk and Insurance Theory, Vol. 19, N. 1, 1994, pp. 7-21.

O. CHANEL, V. A. GINSBURGH, L. GÉRARD-VARET, *The Relevance of Hedonic Price Indices. The Case of Paintings* in Journal of Cultural Economics, Vol. 20, N. 1, 1996, pp. 1-24.

V. CHARLIN, A. CIFUENTES, *On the correlation between stocks and art market returns* in Applied Economics Letters, 2016, pp. 1-5.

E. B. DAGUM, *Analisi delle serie storiche - modellistica, previsione e scomposizione*, Springer Verlag, Milano 2002.

M. DASH, *La Febbre dei Tulipani. Storia di un fiore e degli uomini a cui fece perdere la ragione*, Rizzoli, Milano 1999.

G. DAVID, *Art as an investment in a historical perspective*, Working Paper, Tilburg University, 2016, pp. 18-178.

M. DE LA BARRE, S. DOCCLO, V. GINSBURGH, *Returns of Impressionist, Modern and Contemporary European Paintings 1962-1991* in Annales d'Economie et de Statistique, Vol. 35, 1994, pp. 143-181.

M. M. DE OLIVEIRA, A. C. L. ALMEIDA, *Testing for rational speculative bubbles in the Brazilian residential real-estate market* in Physica A: Statistical Mechanics and its Applications, Vol. 366, N. 1, pp. 365-376.

T. DI FONZO, F. LISI, *Serie storiche economiche*, Carocci, Roma 2005.

B. DIBA, H. GROSSMAN, *Explosive Rational Bubbles in Stock Prices?* in The American Economic Review, Vol. 78, N. 3, 1988, pp. 34-46.

G. W. EVANS, *Pitfalls in Testing for Explosive Bubbles in Asset Prices* in The American Economic Review, Vol. 81, N. 4, 1991, pp. 922-930.

K. J. FORBES, R. RIGOBON, *No contagion, only interdependence: Measuring stock market co-movements* in Journal of Finance, Vol. 57, N. 5, 2002, pp. 2223-2261.

B. FREY, W. POMMEREHNE, *Muse e Mercati. Indagine sull'economia dell'arte*, Il Mulino, Bologna 1991.

R. J. FULLER, J. L. FARRELL, *Analisi degli investimenti finanziari*, McGraw-Hill, Milano 1983.

W. A. FULLER, *Introduction to Statistical Time Series*, Wiley, New Jersey 1996.

P. GARBER, *Famous First Bubbles: The Fundamentals of Early Manias*, MIT Press, Cambridge 1990.

N. GAVIOLI, *L'arte dell'incanto rende bene* in Mondo Economico, N. 6, 1982.

L. GÉRARD-VARET, *On pricing the priceless: Comments on the economics of the visual art market* in European Economic Review, Vol. 39, N. 3-4, 1995, pp. 509-518.

V. GINSBURGH, P. JEANFILS, *Long-term comovements in international markets for paintings* in European Economic Review, Vol. 38, N. 3-4, 1995, pp. 538-548.

W. N. GOETZMANN, *Accounting for Taste: art and the financial markets over three centuries* in The American Economic Review, Vol. 83, N. 5, 1993, pp. 1370-1376.

W. N. GOETZMANN, L. LI, K. G. ROUWENHORST, *Long-term global market correlations* in The Journal of Business, Vol. 78, N. 1, 2005, pp. 1-38.

W. N. GOETZMANN, L.RENNEBOOG, C. SPAENJERS, *Art and money* in American Economic Review, Vol. 101, N. 3, 2011, pp. 222-226.

M. HARRIS, A. RAVIV, *Differences of opinion make a horse race* in Review of Financial Studies, Vol. 6, N. 3, 1993, pp. 473-506.

J. HEILBRUN, C. M. GRAY, *The Economics of Art and Culture*, The Edinburgh Building, Cambridge 2001.

C. HERCHENRODER, *Il mercato dell'arte. Storia e cifre del mercato di pittura, scultura e arti minori: Le grandi aste internazionali e le vendite più clamorose; la politica dei musei, le gallerie, i collezionisti, i falsi, le perizie, i critici e la pubblicistica*, Bompiani, Milano 1980.

H. HONG, J. SCHEINKMAN, W. XIONG, *Asset Float and Speculative Bubbles* in The Journal of Finance, Vol. 61, N. 3, 2006, pp. 1073-1117.

G. IANNACONE, *Fondi comuni di investimento in opere d'arte: opportunità tra problematiche valutative e conflitti di interesse* in Analisi Giuridica dell'Economia, N. 1, 2007, pp. 199-204.

I trend del mercato dell'arte nel II Semestre 2015, Gruppo Monte Paschi.

Il mercato dell'arte contemporanea 2012/2013, Artprice.

Il mercato dell'arte contemporanea 2013/2014, Artprice.

J. M. KEYNES, *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, UTET, Torino 1971.

C. P. KINDLEBERGER, *Manias, panics, and crashes: a history of financial crises*, Basic Books, New York 1978.

R. KING, V. SMITH, A. WILLIAMS, M. VAN BOENING, *The robustness of bubbles and crashes in experimental stock markets,* Oxford University Press, Oxford 1993.

R. KRÄUSSL, *Art Price Indices* in C. MCANDREW, *Fine Art and High Finance: Expert Advice on the Economics of Ownership*, Clare McAndrew Editor, 2010, pp. 63-86.

R. KRÄUSSL, J. LEE, *Art as an Investment: The Top 500 Artists*, Working Paper, VU University, 2010.

R. KRÄUSSL, T. LEHNERT, N. MARTELIN, *Is there a bubble in the art market?*, Working Paper, University of Luxembourg, 2014.

J. LAMBIN, *Marketing strategico e operativo*, McGraw-Hill Italia, Milano 2000.

V. LEI, C. N. NOUSSAIR, C. R. PLOTT, *Nonspeculative Bubbles in Experimental Asset Markets: Lack of Common Knowledge of Rationality vs. Actual Irrationality* in Econometrica, Vol. 69, N. 4, 2001, pp. 831-859.

S. LOVO, C. SPAENJERS, *Unique durable assets*, Research Paper, University of Virginia Darden School of Business, 2014, pp. 1-45.

C. MACKAY, *Memoirs of Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*, Bentley, Londra 1841.

B. MANDEL, *Art as an Investment and Conspicuous Consumption Good* in American Economic Review, Vol. 99, N. 4, 2009, pp. 1653-1663.

A. MANSUETO, *Mercato dell'arte: il 2010 e il 2011* in www.soldionline.it, 31 Gennaio 2011.

H. M. MARKOWITZ, *Portfolio Selection* in Journal of Finance, Vol. 7, N. 1, 1952, pp. 77-91.

S. M. MASULLO, F. POZZI, *Analisi tecnica, investimento e speculazione. Aspetti operativi, strategici e psicologici dei mercati finanziari*, Edizioni Fag, Milano 1999.

C. MCANDREW, *Fine Art and High Finance: Expert Advice on the Economics of Ownership*, Clare McAndrew Editor, 2010.

C. MCANDREW, R. CAMPBELL, *Risk Basics* in C. MCANDREW, *Fine Art and High Finance: Expert Advice on the Economics of Ownership*, Clare McAndrew Editor, 2010.

J. MEI, M. MOSES, *Art as an Investment and the Undeperformance of Masterpieces* in American Economic Review, Vol. 82, N. 5, 2002, pp. 1656-1668.

S. MILGRAM, *Obedience to Authority*, Harper&Row, New York 1974.

E. MILLER, *Risk, uncertainty, and divergence of opinion* in Journal of Finance, Vol. 32, N. 4, 1977, pp. 1151-1168.

H. M. K. MOK, V. W. K. KO, S. S. M. WOO, K. Y. S. KWOK, *Modern Chinese paintings: An investment alternative?* in Southern Economic Journal, Vol. 59, N. 4, 1993, pp. 808-816.

L. C. MORARU, I. TĂNASE, *Crisis: a Return to Rationality* in Theoretical and Applied Economics, Vol. 19, N. 2, 2012, pp. 59-68.

C. A. NATHANSON, *The American Reaction to London's First Grafton Show* in Archives of American Art Journal, Vol. 25, N. 3, 1985.

P. ONIDA, *Economia d'azienda*, Utet, Torino 1965.

M. PELAGATTI, *Trend e radici unitarie*, Working Paper, Università degli studi di Milano, 2007.

J. PENASSE, L. RENNEBOOG, *Bubbles and trading frenzies: evidence from the art market*, Discussion paper, Tilburg University, 2014, pp. 1-48.

J. E. PESANDO, *Art as an Investment: the Market for Modern Prints* in American Economic Review, Vol. 83, N. 5, 1993, pp. 1075-1089.

P. C. B. PHILLIPS, Y. WU, J. YU, *Explosive Behavior in the 1990s NASDAQ: When Did Exuberance Escalate Asset Values*? in International Economic Review, Vol. 52, N. 1, 2011, pp. 201-226.

D. PICCOLO, *Introduzione all'analisi delle serie storiche*, Nuova Italia Scientifica, Roma 1990.

M. PIRRELLI, *La corsa ai fondi d'investimento in arte*, in Art Economy, N. 24, Il Sole 24 Ore, 2007.

B. POLES, *Piccola fenomenologia delle Bolle. Cosa sono, come funzionano e perché esplodono le bolle speculative* in Panorama per i giovani, N. 3, 2008.

F. POLI, *Arte Contemporanea*, Electa, Milano 2003.

F. POLI, *Il sistema dell'arte contemporanea. Produzione artistica, mercato, musei*, Laterza, 2011.

M. PUGNO, *Razionalità e motivazioni affettive: nuove idee dalla neurobiologia e psichiatria per la teoria economica?*, Discussion Paper, N. 1, Università degli Studi di Trento, 2004, pp. 6-62.

A. RASPI, *Arte e mercato. Aspetti del mercato dell'arte contemporanea. Il caso del quadro*, Artemide, Roma 1997.

L. RENNEBOOG, C. SPAENJERS, *Buying Beauty: On Prices and Returns in the Art Market* in Management Science, Vol. 59, N. 1, 2013, pp. 36-53.

G. RETLINGER, *The Economics of Taste, Vol. III: the Art Market in the 1960s*, Barrie and Jenkins, Londra 1970.

S. RICOSSA, a cura di, *I mercati dell'arte. Aspetti pubblici e privati*, Allemanni, Torino 1991.

J. J. SIEGEL, *Stocks for the Long Run*, McGraw-Hill Book, New York 1998.

J. SHILLER, *Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends?* in The American Economic Review, Vol. 71, N. 3, 1981, pp. 421-436.

R. SHILLER, *Euforia irrazionale. Alti e bassi di Borsa*, Il Mulino, Bologna 2009.

L. SOLIMA, *La gestione imprenditoriale dei musei*, Cedam, Padova 1998.

N. SRIVASTAVA, S. SATCHELL, *Are There Bubbles in the Art Market? The Detection of Bubbles when Fair Value is Unobservable*, Working Paper, University of London, 2012, pp. 3-29.

J. STEIN, *The Monetary Appreciation of Paintings* in Journal of Political Economy, Vol. 2, N. 1, 1977, pp. 1021-1035.

R. STINE, *An Introduction to Bootstrap Methods: Examples and Ideas* in Sociological Methods & Research, Vol. 18, N. 2-3, 1989, pp. 243-291.

J. H. STOCK, M. W. WATSON, *Introduzione all'econometria*, Pearson, Londra 2005.

G. TAMBURINI, in G. CANDELA, M. BENINI, a cura di, *Produzione e circolazione dell'informazione nel mercato dell'arte*, Clueb, Bologna 1997.

Tendenze del mercato dell'arte 2008, Artprice.

Tendenze del mercato dell'arte 2009, Artprice.

Tendenze del mercato dell'arte 2011, Artprice.

Tendenze del mercato dell'arte 2013, Artprice.

Tendenze del mercato dell'arte 2015, Artprice.

D. THOMPSON, *Lo squalo da 12 milioni di dollari*, Mondadori, Milano 2009.

M. TRIMARCHI, *I mercati dell'arte contemporanea: preferenze individuali, azione pubblica e strategie private* in M. DE LUCA, a cura di, *Creazione Contemporanea: arte società e territorio tra pubblico e privato*, Sossella, Roma 2004, pp. 23-40.

A. VETTESE, *Investire in arte. Produzione, promozione e mercato dell'arte contemporanea*, Il Sole 24 Ore, Milano 1991.

A. VILLANI, *L'economia dell'arte. Mercato e piano*, Vita e Pensiero, Milano, 1978.

A. VIVANTI, *Come si fa l'analisi tecnica. Guida pratica alla scelta della strategia d'investimento più redditizia*, Gruppo iniziative editoriali, Milano 1992.

K. D. WEST, *Bubbles, Fads and Stock Price Volatility Tests: A Partial Evaluation* in The Journal of Finance, Vol. 43, N. 3, 1988, pp. 639-656.

A. C. WORTHINGTON, H. HIGGS, *Art as an Investment: Short and Long-term Comovements in Major Painting Markets* in Empirical Economics, Vol. 28, N. 4, 2004, pp. 649-668.

A. ZORLONI, *L'economia dell'arte contemporanea. Mercati, strategie e star system*, Franco Angeli, Milano 2011.

SITOGRAFIA

www.arsvalue.com
www.arteconomy24.ilsole24ore.com
www.artnet.com
www.artprice.com
www.artsalesindex.com
www.bancheitalia.it
www.bloomberg.com
www.borsaitaliana.it
www.britannica.com
www.collezionedatiffany.com/arte-da-bene-rifugio-a-investimento/

www.economiaxnoi.it
www.ftadviser.com
www.ilcollezionistain.it/curiosita0209
www.ilsole24ore.com
www.linkiesta.it/it/article/2012/02/09/larte-contemporanea-una-bolla-come-i-subprime/6263/
www.mansharamani.com/navigating-uncertainty/sothebys-the-worlds-best-overconfidence-indicator/
www.mercatiazionari.com/mercato_azionario/nyse-new-york-stock-exchange/64
www.money.cnn.com/2013/11/15/investing/art-market-boom/
www.mps.it
www.performancetrading.it
www.rtmath.net
www.sothebys.com
www.theatlantic.com/business/archive/2011/04/the-art-of-bubbles-how-sothebys-predicts-the-world-economy/236852/
www.treccani.it
www.yahoo.finance.com