

Investimentos em Arte e Ouro

A Arte discutida sob o contexto de um portfólio de investimentos diversificado pode desempenhar o mesmo papel do Ouro?

Maio de 2020

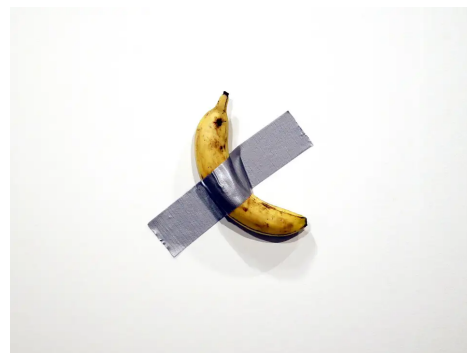
Thierry Chemalle¹

Introdução

Com alguma frequência o mercado de arte vem ao centro das atenções dos noticiários, seja por conta de algum movimento impactante - como por exemplo intervenções por vezes performáticas¹ -, interpretações diversas da arte contemporânea, ou mesmo a comercialização de obras produzidas por artistas extremamente renomados que pertenceram a outros períodos históricos – como por exemplo, a obra “Salvator Mundi”, de Leonardo Da Vinci, que em 2017 atingiu o posto de obra de arte mais cara a ser vendida em um leilão: 450,3 milhões de dólares². Em linhas gerais, pode-se apontar as grandes cifras envolvidas como o denominador comum que faz com que a opinião pública, de tempos em tempos, concentre suas atenções no mercado da arte.

Mas será que as altas cifras envolvidas neste mercado possuem fundamentação apenas nos gostos e preferências pessoais de seus compradores? As obras de arte podem conter benefícios financeiros para o portfólio de investimentos de seus compradores?

IMAGEM 1 – “Banana” de Cattelan.



Fonte: Cattelan's 'Comedian' on display in Miami (EPA).

Em um primeiro momento, pode-se questionar o componente subjetivo que aparentemente está contido nas engrenagens que estruturam o mercado da arte. Entretanto, será dada primazia para a compreensão do papel que pode vir a ser desempenhado por ativos relacionados ao mercado da arte em um portfólio de um investidor diversificado. Pode-se concluir que o investimento em arte é “arriscado” ou “conservador”? Pode-se

¹ <https://www.independent.co.uk/arts-entertainment/art/features/banana-duct-tape-artwork-maurizio-cattelan-artist-banksy-shredded-painting-a9244311.html>

² <https://www.nytimes.com/2019/03/30/arts/design/salvator-mundi-louvre-abu-dhabi.html>

comparar o mercado da arte com outros tipos de ativo, como por exemplo o ouro?

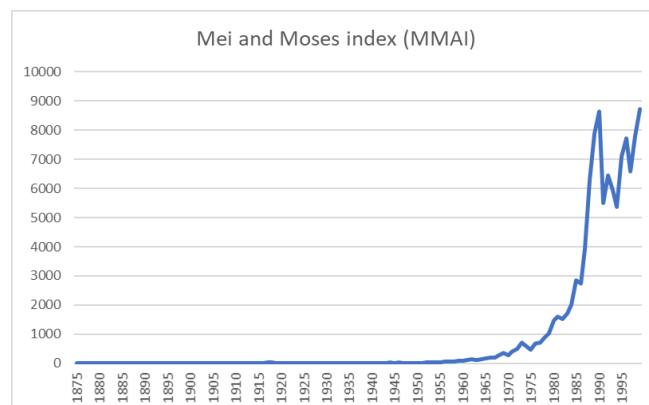
IMAGEM 2 – “Salvator Mundi” de Leonardo Da Vinci.



Fonte: Kirsty Wigglesworth/Associated Press.

Para este fim, será utilizado o *Mei and Moses Art Index* (MEI and MOSES, 2002), como a proxy disponível mais fidedigna dos movimentos de valorização e desvalorização dos retornos do mercado da arte. Para compor o índice, Mei e Moses construíram uma base de dados de vendas repetidas de acordo com os registros de preços de leilão praticados na New York Public Library e Watson Library, no Metropolitan Museum of Art, de pinturas de artistas classificados em quatro categorias: Americanos, *Old Masters*, Impressionistas e Arte Moderna. A base possui quase 5000 pares de preços de obras de artes comercializadas para o período compreendido entre 1875 e 1999³.

GRÁFICO 1 – A evolução do Mei and Moses Art Index (1875-1999).



Elaboração do próprio autor.

A relação entre Arte e Ouro.

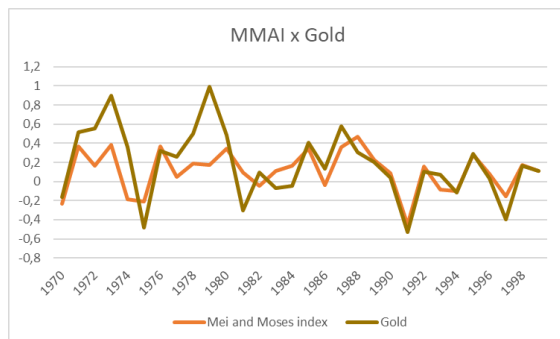
Mei e Moses (2002) pontuam em seu artigo que as obras consideradas para a formulação do *Mei and Moses Art Index* ficam em média 28 anos em poder de seus compradores antes de serem negociadas. Uma hipótese razoavelmente aderente a ser verificada é a possível utilização dos ativos do mercado da arte como instrumentos de preservação de valor ao longo de amplas janelas intertemporais. Mei e Moses de fato sinalizam essa característica do mercado da arte frente a eventos extremos. De característica reconhecidamente semelhante é o Ouro, tido como um ativo seguro, uma espécie de *safe heaven* para os investidores em momentos de anomia dos mercados. O ouro também é tido como um investimento que garante reserva de valor da alocação feita pelo investidor. Posto isso, convém questionar se os retornos dos investimentos em Ouro podem ter correlação estatisticamente significativa com os retornos do mercado da arte, representados

³ Recentemente o índice foi comprado pela gigante do mercado da arte Sotheby's (<https://www.sothebys.com/en/>) e desde então deixou de estar disponível em domínio público. Por esta razão,

este trabalho utilizará os dados até o ano de 1999, última atualização disponível. O índice também não se encontra disponível na base de dados Bloomberg.

pelo *Mei and Moses Art Index*. Desta contra os forma, serão regredidos os retornos anuais do Ouro contra os retornos anuais do *Mei and Moses Art Index* no período entre 1970 e 1999⁴.

GRÁFICO 2 – A relação entre o Mei and Moses Art Index e o Ouro (1970-1999).⁵



Elaboração do próprio autor.

TABELA 1 – Regressão do Ouro contra o MM Art Index (1970-1999).

<i>MM Art Index</i>	<i>Ouro</i>	
	Coefficientes (Erro Padrão)	p-valor
<i>Alpha</i>	0,07840 (0,05114)	0,1365
<i>Beta</i>	0,46313 (0,19508)	0,0247
<i>Estatística F</i>	-	0,00384
<i>R-quadrado</i>	0,261966	
<i>Adj R-quadrado</i>	0,235608	
<i>Obs</i>	30	

Elaboração do próprio autor.

Dentro da janela intertemporal observada, que conta com retornos apenas para o período de 1970 até 1999, a regressão do Ouro contra o *Mei and*

Moses Art Index, o coeficiente de Beta encontrado possui valor muito próximo de 0,5 e possui significância estatística. Neste exercício, um valor de Beta entre 0 e 1 indica o quão correlacionadas são as variáveis no período, onde 0 representa total desconexão e 1 representa perfeita correlação. Um valor de Beta próximo de 0,5 sugere que as variáveis tendem a caminhar em direção e intensidade relativamente parecidas. A análise gráfica sugere que esta correlação passou a ser ainda mais uniforme desde meados da década de 1980⁶. O intercepto, por sua vez, tem valor próximo à zero, entretanto, não possui significância estatística. Esse resultado reforça a hipótese de que as variáveis de fato possuem correlação, uma vez que em uma regressão o intercepto captura os movimentos não mapeados pelas variáveis escolhidas. Um valor estatisticamente significativo para o intercepto denunciaria que as variações do *Mei and Moses Art Index* apresentam como imperativa a necessidade de outras variáveis além do Ouro para ser minimamente compreendido. O indicador R-quadrado no valor de 0,26 reforça também a proximidade dos movimentos de valorização e desvalorização entre o Ouro e o *Mei and Moses Art Index*, uma vez que apenas uma única variável compreendeu mais do que um quarto da variação do índice.

Em outras palavras, o investidor que optou por abrigar em seu portfólio obras de arte como as observadas pelo *Mei and Moses Art Index* puderam contar com um instrumento de proteção de portfólio e reserva de valor muito parecido com o Ouro. Além do apelo estético, a aquisição de obras de arte pode representar um movimento de conservação de

⁴ São deduzidos das variáveis os retornos do 1 year Treasury Bill americano no mesmo período.

⁵ Variações dispostas em logaritmo natural.

⁶ Em Chemalle (2019) aborda-se também a eficiência informacional do mercado da arte. Neste exercício, percebe-se como o mercado da arte torna-se eficiente do ponto de vista informacional durante a década de 1970.

portfólio frente à grandes oscilações, assim como o Ouro.

Em um contexto onde as novas tecnologias modificaram e modificarão ainda mais as relações e interações humanas, convém questionar que tipo de oportunidades trazem modernas soluções. Desde o final dos anos 2000 e começo dos anos 2010 as moedas digitais, ou *criptocurrencies* no termo em inglês, têm ocupado o imaginário coletivo. Será que o investimento em Bitcoins pode ter desempenho similar ao investimento em Ouro, e por consequência, também ao mercado da arte?

Bitcoin: o Ouro Digital?

IMAGEM 3 – Bitcoin



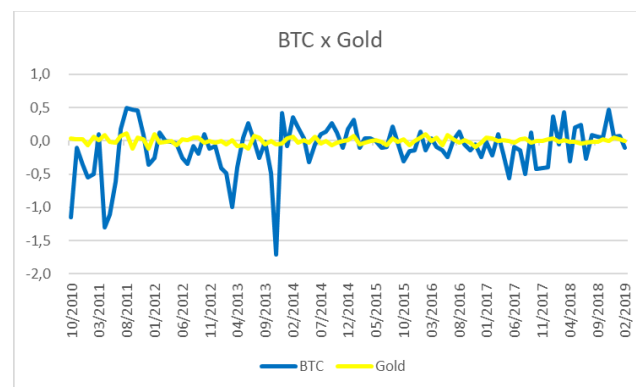
Fonte: iStockphoto/Getty Images.

Quando Nakamoto (2008) propôs os moldes fundamentais que hoje estruturam o Bitcoin, sua idealização guardava para o Bitcoin uma função de moeda a ser utilizada como meio de troca pelos agentes. Quando comparado com outras moedas tradicionais (*fiat currencies*), o Bitcoin deveria divergir apenas na capacidade de intervenção disposta por autoridades financeiras ligadas ao Estado. Em outras

palavras, propunha-se um *modus operandi* similar às moedas tradicionais no funcionamento do Bitcoin.

Outra aproximação que, ao menos no campo teórico, pode ser valiosa na jornada em busca da compreensão dos elementos que conduzem as variações do Bitcoin, é com o ouro. Ambos possuem oferta finita e podem ser enquadrados na definição de *commodity* uma vez que são produtos de características e qualidades uniformes, não sendo diferenciável em função de quem o produziu, tendo seu preço de mercado determinado por oferta e demanda. Assim como o Bitcoin, o ouro tem similaridades com moedas e ativos financeiros. Seria então o Bitcoin o ouro digital? As dinâmicas de valorização e desvalorização do Bitcoin poderiam estar correlacionadas com o ouro? Para responder essas perguntas serão tomados os retornos do Ouro no período compreendido entre Outubro de 2010 e Fevereiro de 2019 regredidos contra os retornos do Bitcoin no mesmo período⁷.

GRÁFICO 3 – A relação entre o Bitcoin e o Ouro (2010-2019).⁸



Elaboração do próprio autor.

⁷ São deduzidos das variáveis os retornos do 1 year Treasury Bill americano no mesmo período

⁸ Variações dispostas em logaritmo natural.

TABELA 2 – Regressão do Ouro contra o Bitcoin (2010-2019).

<i>BTC</i>	<i>Ouro</i>	
	Coeficientes (Erro Padrão)	p-valor
<i>Alpha</i>	- 0,10947 (0,03658)	0,0035
<i>Beta</i>	- 0,00461 (0,92811)	0,99600
<i>Estatística F</i>	-	0,99528
<i>Obs</i>	101	

Elaboração do próprio autor.

Curiosamente, nas janelas de tempo observadas, o Ouro que possui propriedades similares às do Bitcoin e responde como elemento de segurança, *safe heaven*, não apresentou correlação com o Bitcoin. Elementos externos à relação entre ambos, aparentemente possuem maior relevância para explicar as variações do Bitcoin do que o próprio Ouro, uma vez que o coeficiente Beta não foi estatisticamente significativo e o intercepto o foi. A análise gráfica surge de modo complementar aos resultados estatísticos, uma vez que sugere que enquanto o Bitcoin apresenta constantes variações, o Ouro atua como um elemento de segurança neste portfólio, oscilando muito menos do que a criptomoeda.

Em outras palavras, o investidor que buscar um elemento estabilizador em seu portfólio não deve considerar o Bitcoin como uma alternativa. Se o Ouro e o mercado da arte surgem como instrumentos de conservação de valor em momentos de grandes oscilações, o Bitcoin trará mais instabilidade ao portfólio que o adotar.

Considerações finais

Ao longo das últimas páginas, foi possível encontrar evidências empíricas que apontam para um papel de estoque de valor do índice de arte em um portfólio diversificado de investimentos. Tomando como o referência o Ouro, ativo historicamente referenciado como *safe heaven*, o porto seguro dos investidores em tempos de grandes oscilações, o índice de arte comportou-se de forma similar. Desta forma, é razoável supor que, assim como o ouro, o índice de arte atua como um elemento de proteção e manutenção de valores em um portfólio diversificado de investimentos. Ao contrário do que se poderia supor em um primeiro momento, o Bitcoin, criptomoeda usualmente referenciada como o “ouro digital”, não possui correlação estatística com o próprio ouro. Em outras palavras, de acordo com os resultados obtidos, o investidor que porventura busque elementos de estabilidade e estoque (proteção) de valor em um portfólio de investimentos diversificado deveria preferir ativos como os do índice de arte ao Bitcoin.

Como incentivo para novos trabalhos sobre este tema, vale ressaltar que o mercado da arte provavelmente apresenta componentes adicionais à percepção de risco de liquidez de seus investidores, uma vez que os mercados de ouro e Bitcoin possuem cotações e liquidez diárias, enquanto que o mercado da arte fica sujeito à ocorrência de leilões e eventos similares onde as obras possam ser comercializadas.

Adicionalmente, faz-se razoável supor que com o advento da revolução tecnológica que pautou e pauta todas as relações sociais desde o fim dos anos 90, as dinâmicas do mercado da arte podem ter sofrido alguma alteração. Embora os segmentos do mercado da arte capturados pelo *Mei and Moses Art Index* possam estar mais próximos de segmentos mais tradicionais e conservadores da sociedade, a

limitação da disponibilidade do índice não nos permite avançar a análise ao longo dos anos 2000 para confirmar ou refutar este argumento.

Por fim, cabe também em trabalhos subsequentes discutir a alocação ótima de obras de arte em portfólios diversificados, para investidores com diferentes níveis de aversão ao risco.

Referências

CHEMALLE, T. Ensaio sobre Eficiência Informacional: O Bitcoin e o Mercado da Arte. São Paulo, 2019. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/28038>

MEI, J., MOSES, M. Art as an investment and the underperformance of masterpieces. *Am. Econ. Rev.* 92(5),1656–1668. 2002.

NAKAMOTO, Satoshi. Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System. 2008. Disponível em: <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>

¹ **Thierry Chemalle é Mestre em Finanças pela FGV-EESP, Professor Assistente do Mestrado Profissional e dos Cursos de Masters da FGV-EESP e pesquisador de Arts Economics e Finanças do FGV Invest da FGV-EESP.**

E-mail: thierry.chemalle@fgv.br