MARCHE DE L'ART ET THEORIE FINANCIERE

Philippe SPIESER
ESCP-EAP Group
Professor of Finance

79 avenue de la République
75011 Paris
spieser@escp-eap.net

Marché de l'art et théorie financière

Abstract

The market of fine Arts products, (for main example here : painting) could be regarded as a specific compartment of financial assets; besides, financial theory invites to do so, due to the limitations of the classical CAPM.

Some general considerations as well as a reflection on financial assets invites us to consider the artistic assets as financial products, since there is a market for those products close to the financial markets mechanisms.

Some common characteristics make the two products comparable: existence of an "auctioneer" which is replaced in financial markets by the rational expectations hypothesis, empirical evidence that artistic products are alternative investments when markets are dull...

But there are some features which make the artistic assets radically different from the financial ones: long term volatility which is besides an insufficient measure for risk, price discontinuities, presence of important public agents (museums). A convergence process is nevertheless operating.

Ph SPIESER

Professeur de Finances

ESCP EAP

79 avenue de la République

75011 Paris

spieser@escp-eap.net

L'avantage de commencer un sujet d'étude est de pouvoir envisager les choses d'un point de vue naïf et on l'espère, original et prometteur. L'inconvénient est de passer pour un Béotien un peu naïf. Veuillez considérer cette contribution comme une réflexion entre deux disciplines jusqu'ici séparées. Pardonnez le tropisme financier qui m'anime.

Depuis plusieurs années, en tant que professeurs de finance, nous disons à nos étudiants que les produits financiers peuvent être classés en trois grandes catégories, par ordre croissant de rendement et simultanément de risque : les produits du marché monétaire, les produits obligataires et les actions. Nous restons par ailleurs un peu vagues sur trois catégories que nous citons, dont nous pensons qu'elles se rangent dans des produits financiers d'investissement mais dont le classement pose problème :

- les produits financiers marginaux : l'or par exemple
- l'immobilier
- enfin les produits artistiques

Dans ce papier qui se veut un « work in progress » nous voudrions poser la problématique de l'assimilation des biens artistiques à des biens financiers, traçant des pistes de réflexion pour des papiers de recherche à venir.

I)Quelques « faits stylisés »

A New-York, mercredi 7 novembre 2007, Sotheby's a enregistré une remarquable contreperformance. Certes, son œuvre vedette, *Te Poipoi* (Le Matin), de Gauguin, a été adjugé à 39,2 millions de dollars (27 millions d'euros), au milliardaire de Hongkong, Joseph Lau. Mais il était estimé entre 40 et 60 millions (*cf: Le Monde* du 6 novembre). *Tête de femme*, une sculpture de Picasso représentant Dora Maar, estimée entre 20 et 30 millions de dollars, a été adjugée pour 29,1 millions de dollars, établissant ainsi un nouveau record pour une sculpture de l'artiste espagnol. Mais *Les Champs* (champs de blé), peint deux semaines avant son suicide par Vincent Van Gogh n'a pas trouvé preneur. Estimé à 35 millions de dollars, il n'a attiré aucune offre. Même déception pour *La Lampe*, de Picasso, ou *L'Echo*, (Braque), et bien d'autres qui n'ont suscité aucune enchère. Avec près de 25 % d'invendus, la vacation a totalisé 269,7 millions de dollars (184 millions d'euros), bien en dessous de l'estimation basse de 355,6 millions de Sotheby's.

Remarquable pour nous est que les analystes financiers ne s'y étaient pas trompés : depuis le 26 octobre, l'action de la compagnie anglo-saxonne avait chuté de 10 %. Les garanties offertes par la maison aux vendeurs, une somme forfaitaire obtenue que le tableau soit vendu ou pas avaient parues trop élevées aux spécialistes. L'une d'entre elle, citée par l'agence Bloomberg, évaluait les garanties de la vente d'hier entre 153 et 209 millions de dollars et le marchand new-yorkais Richard Feigen estimait que « *s'ils avaient des garanties aussi importantes et beaucoup d'invendus, cela risquait d'avoir un effet repoussoir sur le marché* ».

Pourtant, la veille, mardi 6 novembre, la société rivale Christie's avait obtenu de fort beaux résultats avec un record mondial pour une toile de Matisse : *L'Odalisque, harmonie bleue*, peinte en 1937, avait pulvérisé une estimation haute de 20 millions de dollars pour s'arracher à 33,6 millions, et l'ensemble de la vacation avait totalisé 395 millions de dollars, un score dans la fourchette des prévisions. Le marchand britannique James Roundell, interviewé par le *New York Times*, a déclaré que « *si vous cherchez un krach dans le marché de l'an, il sera difficile à trouver* ». Et surtout, démentant les craintes d'un retournement lié à la crise boursière outre-Atlantique, et à la faiblesse du dollar, qui fait la part belle aux acheteurs européens ou asiatiques, les Américains avaient représenté plus de 48 % des acheteurs. Le moins que l'on puisse dire est que l'anticipation n'est pas bonne...

Concluons de la période récente à l'émergence de mauvaises surprises mais pas d'effondrement du marché à un moment où les marchés financiers eux, connaissent de fortes secousses. Concluons aussi sur, une forte dispersion des prix.

II) Les produits artistiques sont-ils des produits financiers ?

1-Une remarque initiale s'impose : les théoriciens des modèles mono ou multifactoriels sont conscients qu'il faut considérer, parmi les actifs risqués, TOUS les produits d'investissements ; La critique faite par Ross et adressée au Modèle d'équilibre des actifs dû à Sharpe, Lintner et alii, critique qui a débouché sur le modèle APT (1976), repose essentiellement sur l'oubli de ces opportunités d'investissement qui rendent le marché incomplet au sens mathématique du terme..

Mais d'emblée se posent de nombreuses questions :

- Quels types de biens culturels faut-il prendre en compte ?
- Les biens culturels ne sont-ils que cela ?
- Où s'arrête la notion de bien culturel ?

- Peut-on appliquer le modèle standard d'évaluation financière à ces produits ?
- Le temps n'est-il pas une variable essentielle dans ce marché ?

Je vous propose d'articuler notre réflexion, centrée sur la peinture (ce qui constitue déjà une limitation de l'ensemble de référence) sous les aspects suivants :

1° Peut-on parler des biens culturels comme des biens d'investissements (ou de financement, selon le point de vue) ? Cette réflexion doit s'accompagner d'une réflexion sur la notion de marché.

2° Sont-ils susceptibles d'une analyse en terme d'espérance variance à la Markowitz-Sharpe Lintner Mossin ? On rappelle que ce modèle s'appuie sur une représentation linéaire de la rentabilité par rapport au risque, et de la prise en compte d'un risque global de marché en fonction duquel tous les produits financiers à l'équilibre, peuvent être estimés.

2° Les auteurs (Goetzmann,...) sont d'accord pour soutenir que les peintures sont des marchandises économiques *sui generis* puisqu'elles sont à la fois des biens de consommation durables et des « actifs financiers ».

Les peintures sont de façon immédiate des biens de consommation, apportant un service non pécuniaire et donc difficile à apprécier monétairement, de « visionnement ». Le plaisir retiré est donc un plaisir du sens, de la sensation, hédoniste.

De façon seconde ce sont des biens en capitaux, rapportant un rendement financier par leur appréciation. On achète parfois ou souvent une peinture pour la revendre, espère-t-on, plus cher que son prix d'achat.

Elles sont même des marchandises ayant une dimension spéculative évidente dans la mesure où la demande détermine la future appréciation des prix et où la future appréciation prévue des prix détermine la demande, indépendamment du plaisir de possession, de la même façon que des immeubles sont achetés dans des quartiers dont on espère qu'ils se réhabiliteront, sans avoir l'idée de les habiter.

3° Mais les spécificités de ce marché le font différer des marchés financiers de façon radicale.

Envisageons ces aspects sous l'angle des marchés, puis des produits et enfin des prix, en négligeant l'aspect pourtant important de la fiscalité.

Marchés

Les marchés financiers sont libres, les transactions y sont privées, sans commissaire priseur désormais puisque les transactions, toutes électroniques, révèlent un prix sur lequel se fixent des anticipations qui jouent le rôle du commissaire cher à Adam Smith. Ils sont organisés sous forme de marchés dirigés par les ordres (« carnet d'ordre ») ou dirigés par les prix (« market making »), le teneur de marché cotant une fourchette de prix. On espère qu'ils sont efficaces c'est-à-dire que des anticipations rationnelles s'y forment permettant que les prix suivent une « random walk »- une marche au hasard. Sur ces marchés, l'information est gratuite, disponible pour tous, et les participants sont informés en même temps et subissent des conditions de marchés (prix, négociation...) identiques : aucune asymétrie d'informations n'est perceptible.

Or pour les peintures, on distingue plusieurs modes de cotation, les enchères et les prix fixes résultant de transactions de gré à gré.

Il apparaît que le sous-ensemble de peintures mises aux enchères n'est pas fixe car avec le temps les œuvres de bonne qualité sont écrémées, sorties du marché et rangées dans les musées. Les prix d'enchères ne représentent donc certainement pas un échantillon uniforme des valeurs des peintures vendues aux enchères. Certaines peintures sont adjudgées plus ou moins fréquemment que d'autres, et certains prix d'enchères peuvent être faussés par des pratiques non compétitives.

Un certain nombre d'arguments renforcent encore ce caractère.

- *Le premier biais est représenté par les achats des musées.*

Le « poids » des musées (financier mais aussi réputationnel) joue un rôle déterminant. Nous en avons eu un exemple éclairant avec le Louvre et sa politique d'exportation de marque notamment dans les pays du Golfe. Une œuvre mise aux enchères et convoitée par un musée trop pauvre peut déclencher (cf Angleterre) un appel public à l'épargne. La préemption est une limitation du marché libre. Les musées peuvent assécher certains segments de marché. Mais il semble que la majeure partie des œuvres de bonne qualité acquises par les musées est vendue en privé par négociation plutôt qu'aux enchères.

- *La deuxième source de biais est que les prix d'enchères ne représentent pas un échantillon uniforme des valeurs des peintures mises aux enchères.*

Les œuvres des artistes à la mode ou certaines écoles peuvent dominer les salles des ventes hors de proportion par rapport à leur stock. Ceci lui paraît relativement peu probable car les peintures très chères sont rarement vendues aux enchères. La connivence parmi les revendeurs tend à diminuer les prix d'enchères. Les « rachats prétendus », parce qu'un vendeur pousse vers le haut une peinture en l'achetant lui-même par le concours d'un intermédiaire afin d'enregistrer une

valeur élevée de l'œuvre (qui peut plus tard être vendue de façon utile), gonflent artificiellement des prix. Ces caractéristiques distinguent les œuvres d'art des produits financiers classiques.

Il est évident que l'efficacité ne règne pas sur le marché de l'art. La simple observation de deux courtiers dominants sur le plan international le prouve, l'information est parcellisée, parcellaire, et les anticipations ne sont pas rationnelles.

Enfin l'information sur ces marchés n'a pas du tout les propriétés de diffusion générale et homogène qu'on a distinguées supra.

Produits

Les produits des marchés financiers sont fongibles, ont une maturité fixée contractuellement (obligations) ou infinie (actions) et enfin ne sont pas susceptibles d'être falsifiés (sauf les billets de banque).

Sur le marché de l'art, les produits ne sont absolument pas fongibles, au contraire il y a une spécificité forte de chaque œuvre et naturellement de chaque artiste. On peut même aller plus loin : posséder deux œuvres jumelles a plus de valeur que posséder une seule des œuvres¹ alors que posséder deux actions rend deux fois plus riche qu'en posséder une seule.

Plus important est que la maturité des biens à certains égards est impossible à préciser d'emblée, même si a priori on se rapproche d'un modèle actions avec une maturité infinie. En effet certaines toiles et certains artistes semblent avoir une maturité éternelle, d'autres subissent d'amples effets de mode – prenons l'exemple de Georges de la Tour, peintre méprisé encore au début du XX^{ème} siècle. Cette réflexion amène à la prise en compte du temps qui nous paraît beaucoup plus dilaté sur le marché de l'art : la volatilité des prix² doit être appréciée séculairement tandis que la volatilité des prix des actifs financiers est calculée le plus fréquemment sur 250 observations journalières (soit un an de cotation).

L'œuvre d'art est un objet qui peut être stocké et ne peut pas être reproduit. Il peut faire l'objet d'une demande d'investissement dont la rentabilité est évaluée par rapport à celle d'autres éléments d'actif. Cependant, beaucoup d'autres différences placent le marché de l'art à part des marchés financiers :

Sur les marchés financiers, un nombre élevé de valeurs mobilières homogènes et remplaçables est acheté et vendu, ce qui n'est pas le cas des produits artistiques en raison de leur caractère unique, en d'autres termes le degré de substituabilité de ces derniers est presque nul.

¹ la fonction de valeur par rapport aux quantités n'est pas homogène

² définie comme l'écart-type des variations relatives des prix.

Le propriétaire d'une œuvre d'art possède un monopole, tandis que n'importe quelle action ou titre donné sont possédés par un grand nombre d'individus qui, théoriquement, agissent indépendamment les uns des autres..

Les transactions sur les titres et actions ont lieu sans interruption tandis que les transactions portant sur les œuvres d'art peuvent prendre plusieurs décennies. Mais à cet égard on doit souligner une modification notable due à Internet : certains sites (ARTPRICE .COM) proposent des cotes remises à jour toutes les 4 heures. L'évolution vers un marché financier est nette.

Enfin, il ne faut pas oublier que les œuvres peuvent être contrefaites, ce dont les experts ne s'aperçoivent pas toujours ce qui pose un problème qui ne se pose pas par définition avec les biens financiers : le décalage entre le prix et la valeur.

Prix

La valeur fondamentale d'un actif financier est connue ; c'est la valeur actuelle des revenus(cash-flows) attendus. L'œuvre d'art au contraire ne possède a priori aucun prix d'équilibre sauf à intégrer les revenus de visionnement. De ce point de vue, la location par les musées (le Louvre au premier chef...) d'œuvres d'art prêtées à l'occasion d'exposition (payantes) désormais longues permet de les estimer précisément.

Les coûts de maintenance sont beaucoup plus élevés pour les œuvres d'art que pour les valeurs mobilières (coûts d'assurance, frais payés par le vendeur et l'acheteur en ventes aux enchères), même si les impôts supportés par ces marchandises sont plus avantageux.

Comment aborder le placement en produits artistiques ? Il convient de les étudier statistiquement et nous prendrons l'exemple de l'étude de Goetzmann.

III) Les problèmes méthodologiques : analyse de l'approche de W Goetzmann³ «

Comptabilité du goût : l'art et les marchés financiers » (1993)

William Goetzmann a réalisé en 1993 une étude qui a pour titre « Comptabilité du goût : l'art et les marchés financiers sur plus de trois siècles ». L'avantage d'une telle étude est de pouvoir tenter de

³ 1. William N. Goetzmann, « Accounting for taste : Art and the Financial Markets Over Three Centuries », *American Economic Review*, vol. 83, December 1993.

répondre à la question simple : les biens artistiques présentent-ils une rentabilité alternative significative aux placements financiers ? L'ancienneté de l'étude peut étonner mais à ma connaissance c'est la seule étude assez exhaustive dont les méthodes se rapprochent nettement des méthodes classiques en finance.

1-Premier point : l'index

Pour construire un index, de rendement de l'art, Goetzmann utilise les prix de transaction des peintures mises sur le marché au moins deux fois au cours de la période 1715-1986. Cet index lui permet une comparaison des mouvements de prix des peintures aux fluctuations du marché des actions, et également une évaluation du risque et des caractéristiques de rentabilité des placements en art.

La première difficulté est donc bien de construire un bon indice « boursier » des biens artistiques. Les indices boursiers classiques sont des indices de Laspeyres : des prix pondérés par des capitalisations boursières rapportés à une situation d'origine (1000 en 1993 pour le CAC40). Or la rotation d'actifs financiers dans les indices est beaucoup plus importante que pour les biens artistiques qui peut être inférieure à 1 dans le siècle.

La deuxième difficulté est donc de prendre en compte de l'inflation puisqu'on travaille sur très longue période.

Deuxième point : corrélation

L'auteur note une forte corrélation entre la demande en art et la richesse financière agrégée à très long terme, confirmée par la forte corrélation entre l'index de l'art et l'index des bourses des valeurs de Londres sur la même période. Il interprète cela comme étant l'évidence que la demande en art augmente avec la richesse des collectionneurs d'art, ce qui les rapproche des biens financiers d'élasticité supérieure à 1.

Ce rapport entre les prix de l'art et la richesse des collectionneurs entraîne selon lui d'autres implications lorsque l'on considère l'art comme outil de placement. En effet, si un amateur d'art pouvait penser que détenir des capitaux « sous forme d'objets d'art » constituait une barrière de protection contre les fluctuations du marché des actions, il semble selon lui que ce soit le cas contraire.

Les risques et les caractéristiques de rendement d'un portefeuille de peintures suggèrent qu'un agent de type risque-adverse (ayant une aversion pour le risque) ne trouve pas dans l'art un achat attractif s'il ne poursuit que des buts d'investissement.

Or se pose un problème de séparation des variables : quand la bourse monte c'est à la suite d'un afflux de liquidités consécutif à un accroissement de richesse (exemple : période 2002-2007) et le marché de l'art apparaît comme un complément, en terme d'opportunité d'investissement, aux autres possibilités d'investissement. Mais quand les marchés financiers se retournent, trois effets adverses peuvent influencer le marché de l'art :

- certains peuvent continuer de rechercher les biens artistiques comme opportunités d'investissement ;

- certains peuvent essayer de vendre leur patrimoine parce que leur fortune a été amputée par la crise ;

- certains jusque là indifférents peuvent alors s'intéresser au marché de l'art notamment ceux que l'on qualifiera sans esprit critique de « nouveaux riches ». L'exemple des Russes et des Chinois est éclairant à cet égard.

Conclusion :

On peut se poser de nombreuses questions sur l'identification des biens artistiques comme opportunités d'investissement. Partant d'une situation où les deux types de produits étaient très dissemblables, on ne peut que souligner aujourd'hui la convergence des produits, marchés et prix vers un marché au sens financier du terme. Certaines différences resteront cependant par nature irréductibles mais les produits artistiques seront à ranger dans une théorie unifiée des marchés financiers.

Bibliographie

Baumol W.J. « La valeur antinturelle ou l'Art considéré comme un coup de poker » Paris, la Documentation Française, 1987

Chanel O., Géréd-Varet L-A., Ginsburgh V., « Is Art such a Bad Investment » EHESS, Marseille 1990a.

Cueco H. “la peinture dernière valeur refuge” Le Monde diplomatique , juin 1989

Frey BS. Eichenberger R., “On the return of Art, Investment return Analysis, Survey and evaluation” EE Review, 39,1995 ,

William N. Goetzmann, « Accounting for taste : Art and thé Financial Mar-kets Over Three Centuries », *American Economie Review*, vol. 83, December 1993.

Mahé de Boislandelle H . « Marché de l'art et Gestioon de patrimoine », *Economica*, 2005

Spieser Ph., *Informations économiques et marchés financiers* *Economica*, 2000

Spieser Ph, *La bourse* Vuibert, 2ème ed.2006