

**Discurso de Incorporación como Individuo de Número a la
Academia Nacional de Ciencias Económicas del
Dr. Urbi Garay¹**

Doctor Humberto García Larralde, Presidente y demás miembros de la Directiva de la Academia Nacional de Ciencias Económicas

Individuos de Número de la Academia Nacional de Ciencias Económicas

Presidentes y demás miembros de las Academias Nacionales Presentes

Doctora Rosa Amelia González, Directora Académica del IESA

Estimados colegas economistas, profesores y estudiantes,

Queridos familiares y amigos,

Señoras y señores,

Quisiera comenzar estas palabras expresando mi más sentido agradecimiento a los miembros de la Academia Nacional de Ciencias Económicas por el extraordinario honor que me han concedido al recibirme como uno de sus pares. Este lugar siempre ha infundido en mí una profunda impresión de respeto, solemnidad y excelencia, desde los tiempos en los que era estudiante de economía.

Reconozco muy especialmente al profesor Pedro Palma, por haber tenido la deferencia de postularme para ocupar el Sillón N° 4 de esta prestigiosa Corporación, y al profesor Asdrúbal Baptista, por haber tenido la cortesía de revisar el trabajo que envié a esta Institución, como parte de los requisitos exigidos para incorporarme como uno de sus Individuos de Número, y por ofrecer el discurso de contestación que seguirá posterior a mis palabras. Mi sincera expresión de gratitud a ambos, a quienes conocí a través de sus escritos, cuando estudiaba

¹ Se han agregado unas notas al final del documento en las que se hacen algunas referencias a la literatura analizada.

economía en la Universidad Católica Andrés Bello, y posteriormente como colega en el IESA. Igualmente, será un verdadero honor compartir de ahora en adelante actividades, con ambos, así como con todos los miembros de esta distinguida Academia.

Considero pertinente recordar aquí la misión de la Academia Nacional de Ciencias Económicas, la cual es:

“Contribuir con el desarrollo de las Ciencias Económicas en sus aspectos teóricos y políticos, con especial énfasis en América Latina y Venezuela, a través del impulso a la investigación, de la colaboración en la definición de estrategias para el desarrollo económico y social en los distintos planes de la Nación, de la participación en el diseño y en la elaboración de programas docentes de las instituciones de educación superior, de la proposición de iniciativas legislativas y de la promoción de publicaciones, conferencias y foros científicos y políticos.”

Y agrego que a esta magna Institución le corresponde cumplir con su misión en los que acaso sean los tiempos más difíciles por los que haya tenido que transitar desde su creación, no sólo por la crisis económica, política, social y hasta humanitaria sin precedentes que vive el país, sino también por el adverso entorno que han tenido que enfrentar todas las Academias, ahora acrecentado por el repudiable suceso del asalto que sufriera este Palacio hace apenas tres semanas.

Siguiendo lo establecido en esta ilustre Academia, el discurso que pronunciaré ante este distinguido auditorio, el cual espero que no se les haga excesivamente largo, consta de un panegírico de nuestro insigne predecesor, el Doctor Rafael Crazut, y de un resumen del trabajo titulado “La Relación Rendimiento-Riesgo en Ambientes de Elevada Volatilidad: El Caso de Venezuela”, presentado a la Junta de Individuos de Número de la Academia Nacional de Ciencias Económicas, como uno de los requisitos de ingreso a esta Corporación.

Panegírico del Doctor Rafael Crazut

Es lo tradicional en el acto de incorporación a la Academia que el recién electo Individuo de Número pronuncie un panegírico de quien le precedió. En mi caso, el Sillón N. 4 fue ocupado, tal y como comenté anteriormente, por el Doctor Rafael José Crazut, a quien lamentablemente no tuve la fortuna de conocer en vida, aunque sí a través de sus valiosos escritos en materia económica. Considero que es una gran responsabilidad suceder al Doctor Crazut en este Sillón, el cual ocupó desde la creación de esta Academia. Con este panegírico quisiera expresar mi personal homenaje a su memoria.

Rafael Crazut nació en Churuguara, Estado Falcón, en 1926. Fue economista egresado de la Universidad Central de Venezuela (1950), Institución en la que también obtuvo su Doctorado (1958) y de la que fue Profesor Titular.

Su vida profesional la dedicó primordialmente al Banco Central de Venezuela, al que ingresó a comienzos de los años sesenta, brindándole al banco las siguientes dos décadas de su vida, para posteriormente retornar en 2001 como Director. En el Banco Central desempeñó los cargos de Jefe del Departamento de Investigaciones Económicas, Jefe del Departamento de Estadística, adjunto al Primer Vicepresidente, Vicepresidente de Estudios y segundo Vicepresidente. Además, en su carácter de funcionario del Banco Central, asistió como asesor a distintas reuniones internacionales que habían sido patrocinadas por el Fondo Monetario Internacional y por los Bancos Centrales de otros países.

El Doctor Crazut fue Individuo de Número Fundador de esta Academia, de la que fue además su Secretario, Tesorero y Contralor Interno. Su labor al frente de esta insigne Corporación fue de gran relevancia, muy especialmente en sus comienzos, en la década de los años ochenta, cuando fue partícipe activo e incansable de la Institución en tiempos en los que la Academia de Ciencias Económicas recorría sus primeros pasos.

También fue Secretario del Consejo de Economía Nacional y Secretario de la Presidencia de la Corporación Venezolana de Fomento. El Doctor Crazut tuvo el privilegio de que muchos de sus méritos le fueran reconocidos en vida. Así, fue honrado, entre otros, con la Orden Francisco de Miranda, Primera Clase; la Orden

Andrés Bello, Primera Clase; la Orden José María Vargas, Primera Clase; y la Orden 27 de junio, Segunda Clase.

Entre sus obras se encuentran: "Consideraciones acerca de las inversiones extranjeras en Venezuela", "Manuel Egaña. Obra y pensamiento", "Ecología y desarrollo económico. Comentarios sobre la experiencia venezolana", y "La inmigración en Venezuela."

Ahora bien, tal vez su obra más reconocida sea el libro "El Banco Central de Venezuela. Notas sobre su historia y evolución, 1940-1970", publicado en 1970, y que fue re-editado en varias ocasiones. Este libro es de capital importancia para entender los altibajos del devenir económico del país desde la fundación del Banco Central en 1940, así como los hitos de política monetaria y cambiaria en Venezuela a lo largo de las décadas posteriores. El libro también ofrece una síntesis de los aspectos más destacables de la historia y evolución del Banco Central de Venezuela.

Quienes conocieron al Doctor Crazut lo consideran como una persona responsable, que siempre abogó por mejorar las condiciones de vida de los empleados del banco. También destacan su incansable labor institucional al frente del Banco Central, su perseverancia en la promoción de la investigación económica en el banco, y su convencimiento de que el banco debía producir y divulgar estadísticas, las cuales, demás está decir, son esenciales para entender la evolución económica del país, y poder diseñar estrategias de política económica.

El Doctor Crazut falleció a sus 84 años, en Caracas, el día 28 de mayo de 2010, dejando un extenso legado de vida y obra.

Resumen del Trabajo de Incorporación

El Trabajo de Incorporación que la Junta de Individuos de Número de esta Institución consideró y admitió contó con dos objetivos principales. El primero, consistió en estudiar los atributos de inversión de varias clases de activos a disposición de los inversionistas en Venezuela durante las últimas décadas. Las inversiones examinadas fueron: acciones, bonos, bienes inmuebles y obras de arte.

El segundo objetivo del trabajo radicó en analizar los beneficios potenciales, desde el punto de vista de un inversionista que intenta diversificar los riesgos de su cartera, de haber invertido en los activos venezolanos aquí examinados, y en estudiar la relación entre los rendimientos de las inversiones analizadas y una serie de variables macroeconómicas.

El rendimiento y el riesgo están directamente relacionados puesto que aquellos activos que sean percibidos como más riesgosos deberían ofrecer mayores rendimientos esperados. El estudio de la relación rendimiento-riesgo permite entender, entre otros temas, cómo han reaccionado las diferentes inversiones analizadas a los avatares económicos y políticos a los que ha estado sometido el país durante las últimas décadas, y brinda además una primera línea de aproximación acerca de su comportamiento futuro esperado, permitiendo de esta manera establecer la proporción que cada una de las inversiones analizadas debería tener al diseñar carteras de inversión.

Para algunas de las series de tiempo empleadas en el trabajo, los rendimientos ya habían sido calculados por instituciones públicas o privadas (este es el caso de las acciones y de los bonos). Para otras, en particular para las series de inversión en bienes inmuebles, los rendimientos fueron estimados por otros autores, y fueron reportados y utilizados en el trabajo. Finalmente, la serie de rendimientos anuales del arte venezolano fue estimada por el autor y es mostrada en el trabajo de incorporación por primera vez.

En esta labor de recopilar y procesar series económicas y financieras estoy en deuda con el trabajo pionero de economistas como Simon Kuznetz, quien fuera profesor de la Universidad de Harvard (para el caso de las series económicas); y de William Goetzmann, Roger Ibbotson, y Robert Shiller, profesores de la

Universidad de Yale, y a quienes tuve el privilegio de conocer durante mis estudios de postgrado (para el caso de las series financieras). Similarmente, en Venezuela, el profesor Asdrúbal Baptista ha desarrollado una labor encomiable de compilación, estimación y divulgación de series estadísticas de la economía venezolana, la cual se refleja en su celebrado libro “Bases Cuantitativas de la Economía Venezolana”, publicación cardinal que ya ha sido re-editada en varias ocasiones.

En el trabajo se reportan las series completas de rendimientos anuales de las inversiones analizadas, algunas de las cuales abarcan casi ocho décadas. Lo anterior se hizo con la esperanza de que la divulgación de las series de estos rendimientos sea de utilidad para los académicos, los gerentes de política económica, y el público general al proveerles datos consistentes (y en algunos casos inéditos) de las series temporales de rendimiento reportadas. Ello es particularmente relevante en la situación actual del país, en la que estadísticas de toda índole, y especialmente las de tipo económico y financiero, son divulgadas cada vez con un mayor retraso.

Por razones de tiempo, y debido a lo que considero, si se me permite, son los hallazgos más novedosos presentados en el trabajo, he decidido dedicar el discurso de incorporación a disertar sobre los atributos de las dos inversiones alternativas venezolanas que examiné: las inversiones en inmuebles y en obras arte.

Tanto los inmuebles como las obras de arte son bienes heterogéneos, puesto que no existen ni dos propiedades ni dos obras de arte que sean idénticos. Lo anterior, unido a la iliquidez inherente a ambas inversiones, hace que la valoración de estas dos clases de activos sea mucho más compleja que la correspondiente a las acciones y a los bonos. Ello exige, inevitablemente, que las conclusiones que se puedan desprender, en relación a los atributos de inversión de los bienes inmuebles y de las obras de arte, deban ser ponderadas con particular cautela.ⁱ

Inversión inmobiliaria en Venezuela (1986-2011)

Los inmuebles han representado, tanto en Venezuela como en el resto del mundo, una de las inversiones más importantes que han realizado los individuos y las familias, bien sea al comprar una vivienda para habitarla o cuando se decide invertir una parte de los ahorros en otra propiedad con la esperanza de obtener un ingreso por concepto de alquileres. Adicionalmente, la inversión en bienes raíces ofrece la posibilidad de proteger el patrimonio, debido a los potenciales beneficios de cobertura con respecto al riesgo de inflación tradicionalmente asociados a la inversión inmobiliaria. Lo anterior no es poca cosa en nuestro país, considerando que desde hace tres décadas la tasa de inflación anual no ha bajado de dos dígitos, desde el 2015 trepó a los tres dígitos, y para este año se teme que ya sea de cuatro dígitos, con algunos economistas inclusive proyectando que este año el Índice de Precios al Consumidor se duplicará cada tres meses, aproximadamente.

Se puede invertir en el sector inmobiliario de manera directa (escogiendo propiedades específicas y ejerciendo un control directo sobre las inversiones), e indirecta (también conocida como inversión titularizada) al adquirir acciones, bonos, fondos o productos derivados dedicados al sector de bienes raíces y negociados en las bolsas de valores, lo cual le ofrece a los inversionistas mayores grados de regulación y transparencia, y mayores niveles de liquidez.

La inversión indirecta en inmuebles ha experimentado un gran auge a nivel mundial en los últimos años. Disertemos por un momento acerca de las condiciones necesarias para que este desarrollo pueda llegar a ocurrir en Venezuela. Comenzaremos señalando que el éxito de cualquier instrumento de inversión negociable requiere de la existencia de un mercado de capitales líquido y profundo, en el que además participen una gran cantidad de inversionistas institucionales e individuales. Así, para que los ahorristas se puedan beneficiar de los rendimientos y de la diversificación de sus inversiones en títulos tales como los que disponen de bienes inmuebles como activo subyacente, es necesario contar con un mercado de capitales robusto.

De acuerdo con la literatura económica reciente, existen tres condiciones básicas para que los mercados de capitales progresen. Primero, un mercado de capitales no puede desarrollarse sin estabilidad macroeconómica.ⁱⁱ La estabilidad alienta el crecimiento económico y el ahorro interno, ocasionando un aumento potencial en la demanda de productos que se coticen en los mercados de capitales.

En segundo lugar, para que el mercado de capitales pueda desarrollarse es necesaria la existencia de un sector bancario dinámico, debido a que ambos sistemas de financiamiento se complementan. En el pasado, cuando los países emergentes han sufrido crisis bancarias, el crédito se ha contraído significativamente y el tamaño de los mercados de capitales se ha reducido sustancialmente.ⁱⁱⁱ

En tercer lugar, el impulso del mercado de capitales requiere de la existencia de un marco legal e institucional sólido, en el que unas instituciones fuertes protegen los derechos de los acreedores y de los inversionistas (particularmente, de los pequeños inversionistas); y complementan la actividad de los organismos reguladores.

Ahora bien, retornemos a la discusión acerca de los atributos de los bienes inmuebles como activo de inversión y analicemos de qué tipo de variables depende su precio. Una revisión de la literatura nos refiere a una serie de factores relativos a la demografía, la geografía, la regulación, el tratamiento impositivo, y la economía.^{iv} Así, por ejemplo, una caída en el nivel de actividad económica suele estar acompañada de un aumento en la tasa de desempleo, ocasionando una reducción en la demanda de bienes raíces. A su vez, una caída en el ciclo económico también afecta a la industria de la construcción por el lado de la oferta, al reducirse la actividad del sector hasta tanto los promotores inmobiliarios visualicen una mejora en los niveles de actividad económica, lo que permitiría presagiar que las propiedades a ser edificadas podrán ser vendidas a unos precios que cubran los costos y que admitan obtener un mínimo de rentabilidad.^v

El sistema bancario es otro canal por el cual el mercado inmobiliario se relaciona con la economía, puesto que los costos de financiamiento en el sector

comercial inmobiliario aumentan cuando la política monetaria se hace más restrictiva, afectando así las valoraciones en el sector de bienes raíces.^{vi}

En Venezuela, el problema de la vivienda es notorio y se traduce en una elevada demanda insatisfecha, tanto de la clase popular como de la clase media, que no se puede postergar. Planes como la Misión Vivienda tan solo han podido atender a una parte de esa demanda insatisfecha, y por cierto lo han conseguido a un costo por unidad habitacional muy elevado. La población del país sigue creciendo y se hace evidente que es indispensable la participación del sector privado en la ejecución de soluciones habitacionales.

Entre 1986 y 2011, período para el cual fue posible conseguir información de precios de inmuebles en Venezuela (medidos empleando los precios de los apartamentos en Caracas), éstos triplicaron su valor (medidos en dólares corrientes), aunque con amplias fluctuaciones a lo largo de los años,^{vii} ofreciendo un rendimiento promedio anual de 8,10%, el cual estuvo por encima de la tasa de inflación en dólares, y un riesgo de 26,4% (desviación estándar).

Al observar la evolución de la serie, se aprecia que entre 1994 y 1995 los precios de los inmuebles cayeron abruptamente, en medio de la crisis económica de esos dos años. En 1996 se elimina el control de cambios vigente desde 1994 y la economía retoma la senda de crecimiento, y ello es acompañado por un aumento sustancial en los precios de los inmuebles en 1997, luego de lo cual se estabilizan, para precipitarse nuevamente en 2002 y 2003, en medio de la fuerte recesión económica y devaluación del bolívar de esos dos años. En 2004 los inmuebles reanudaron la tendencia alcista hasta 2011, último año disponible en la serie. Lamentablemente, las series de precios de los inmuebles a las que tuve acceso no han sido actualizadas hasta nuestros días. La fuerte devaluación sufrida por el bolívar a partir de 2013 hace presumir una caída en los precios de los inmuebles, expresados en dólares, en los últimos cuatro años.

En el trabajo se reportan los resultados correspondientes a pruebas de correlación y de causalidad de Granger entre las alternativas de inversión consideradas y algunas variables macroeconómicas. Entre estos resultados, destaca la moderadamente elevada correlación entre el rendimiento de los inmuebles en

Venezuela y la tasa de crecimiento económico (0,44), confirmándose así el fuerte componente cíclico (de precios y de actividad) que tiene el sector de bienes raíces, no sólo en Venezuela, sino también a nivel internacional.^{viii}

Por último, es pertinente indicar aquí que la elaboración y cálculo de índices de precios de inmuebles tomó un impulso a nivel mundial después de que se desatara la crisis financiera internacional en 2008-09, la cual estuvo precedida, en el caso de varios países, por un sector inmobiliario que había crecido aceleradamente (tanto a nivel de metros cuadrados construidos como a nivel de precios), y cuyo nivel de actividad y precios posteriormente se desplomó. Ello llevó a las autoridades de numerosos países a iniciar un proceso exhaustivo de estimación y cálculo de índices de precios de los inmuebles de las ciudades más importantes, convirtiendo a este tipo de indicador en uno de los más seguidos, tanto por el público general como por quienes hacen política económica. Esta es una labor que está pendiente en Venezuela.

Inversión en obras de arte en Venezuela (1970-2015)

En esta sección del trabajo se analiza el desempeño de haber invertido en obras de artistas plásticos venezolanos entre 1970 y 2015. Hasta donde hemos podido comprobar, este es el primer estudio que se realiza sobre los atributos del arte venezolano como inversión, al diseñar y analizar un índice de precios de obras de artistas locales.

Venezuela cuenta con una larga tradición en las artes plásticas, como pocos países en el continente. Las obras de sus artistas modernos y contemporáneos, como por ejemplo, Armando Reverón, Gego, Jesús Soto, Alejandro Otero y Carlos Cruz-Diez, entre otros, no sólo son exhibidas en las salas de los principales museos del mundo, sino que también hacen frecuente acto de presencia en las más reconocidas casas de subastas, alcanzando precios que rivalizan con los de los más cotizados artistas plásticos de otros países de América Latina.

Las obras de arte, consideradas como activo de inversión, tienen unas características sui géneris puesto que, en teoría, y a diferencia de las acciones, de los bonos, o de los bienes inmuebles, no generan ingresos a sus poseedores, excepto en los contados casos de algunos fondos de inversión en arte que devengan un ingreso por concepto de alquiler de las obras que mantienen en sus carteras. Por otra parte, y a diferencia de las acciones y de los bonos, la tenencia de obras de arte permite a los coleccionistas disfrutar de unos beneficios estéticos (más allá de los potenciales rendimientos financieros) que no se pueden cuantificar, lo que convierte a las obras en un bien de consumo (algunos economistas han llegado incluso a caracterizar a las obras de arte como inversiones “emocionales” o de “pasión”).

El arte representa una inversión alternativa que ha ganado aceptación entre los inversionistas en las últimas décadas a nivel mundial. Ello se ha debido, en parte, al mediocre desempeño exhibido por las acciones en los mercados internacionales desde comienzos de siglo, lo que ha llevado a la búsqueda de nuevas opciones de inversión, tales como las representadas por las obras de arte, entre otras. Además, ha surgido un interés creciente por invertir en arte debido a los beneficios de diversificación que este tipo de activos brinda al exhibir una baja correlación con las clases de activos tradicionales, además de ofrecer el potencial de obtener ganancias en el capital invertido.^{ix}

La inversión en obras de arte tiene un alto componente de “sesgo local” (“*home bias*”) debido a que se ha documentado que los coleccionistas se sienten atraídos por adquirir obras de artistas de su misma nacionalidad.^x Así, es de prever que, más allá del deseo de adquirir obras de arte por el disfrute estético que éstas puedan suscitar, las condiciones económicas locales también incidirán en el mercado doméstico de arte. La construcción de índices de precios de artistas locales debería entonces arrojar luces acerca de la situación económica y el estado de ánimo de los inversionistas de un determinado país.

Para poder evaluar los atributos del arte venezolano como inversión fue necesario construir un índice de precios de artistas venezolanos. Este tipo de índices se estima empleando precios observados de las obras de arte que han sido negociadas en subastas. Los dos métodos principales que se han utilizado para

calcular índices de precios de obras de arte son el método de las *ventas repetidas* y el método de los *precios hedónicos*.

El método de las ventas repetidas estima el rendimiento de invertir en arte a partir de los cambios en los precios de aquellas obras de arte que son vendidas en una subasta, y que en una fecha posterior son vendidas nuevamente en otra sesión de subasta, constituyendo así un par de ventas “repetidas.” Por otra parte, el método de los precios hedónicos utiliza la información contenida en todas las ventas realizadas en subastas (incluidas las re-ventas).^{xi xii}

El método de precios hedónicos tiene la ventaja de que permite utilizar información referida a todas aquellas transacciones que dispongan de datos, incluso si se refieren a ventas individuales. Y en el caso de mercados relativamente pequeños como el venezolano, se hace muy difícil poder construir un índice de ventas repetidas debido a la dificultad de conseguir suficientes pares de ventas de la misma obra en un determinado período de tiempo.^{xiii}

En el trabajo de incorporación se presentó la elaboración de un índice exhaustivo de precios de artistas plásticos de Venezuela, a partir de 6.627 ventas de obras de 62 artistas venezolanos llevadas a cabo en subastas, tanto en Venezuela como en otros países, durante el período 1970-2015. Hasta donde hemos podido comprobar, este período es el más largo que se haya empleado en estudios del arte como inversión en países no desarrollados.^{xiv} El índice se calculó mediante la estimación de una regresión de precios hedónica en la que la variable dependiente fue el precio de la obra y las variables independientes o atributos fueron: el nombre del artista, la casa de subasta, el área de la obra, la técnica empleada, si la obra estaba firmada, y fechada por el artista, si la obra fue vendida antes o después de que falleciera el artista, y la fecha en la que se subastó la obra. El índice de precios de arte se construye a partir de los coeficientes de la regresión correspondientes a las variables dicotómicas que representan el año en el que la obra fue subastada.^{xv}

Al observar el índice de precios se puede apreciar que los años setenta fueron una década dorada para el mercado del arte venezolano, particularmente en lo que a precios se refiere. A lo largo de esa década el precio promedio de las obras de arte se quintuplicó (medido en dólares corrientes), lo cual se puede

explicar por el auge económico vivido por el país en medio de los dos choques de los precios del petróleo (1973 y 1979), y por la estabilidad cambiaria de esos años. Sin embargo, la crisis sufrida a comienzos de los años ochenta, en medio de la recesión económica y la devaluación de 1983, significó una caída de precios importante en el mercado del arte venezolano.

Entre la segunda mitad de los años ochenta y la década de los años noventa hubo una recuperación progresiva de los precios de las obras de arte, aunque con una elevada volatilidad y con algunas caídas puntuales importantes como la de 1989 (año de fuerte ajuste económico), y los años de la crisis bancaria y desaceleración económica (mediados de la década de los años noventa). El índice de precios continuó creciendo en el nuevo milenio, con una pausa en 2009 y 2010, años de recesión económica, una fuerte subida en 2011, y una disminución a partir de 2012. Esta última coincidió con la dramática caída de la economía venezolana de los últimos años y con la fuerte devaluación sufrida por el bolívar.^{xvi} El rendimiento promedio aritmético anual en dólares del arte venezolano durante ese período fue de 6%, el cual fue superior a la tasa de inflación anual en dólares de casi 4% observada durante ese período, con una desviación estándar de 40,40%.

Por último, el rendimiento del arte venezolano exhibe una correlación relativamente baja con las acciones de empresas venezolanas y de EEUU, y con los bonos de ese país, lo que le confiere atributos para ser incluido en una cartera diversificada, a pesar de la volatilidad de rendimientos exhibida durante el período de estudio. También resalta la relativamente elevada correlación entre el rendimiento del arte y la tasa de inflación de Venezuela (0,49), lo cual sugiere que invertir en arte venezolano ha ofrecido una cierta cobertura contra el riesgo de inflación.

Desafortunadamente, los beneficios potenciales de la diversificación entre las varias clases de activos venezolanos aquí estudiados, desaparecen o se reducen de manera importante cuando se consideran las trabas (como los controles de cambio 1983-1989, 1994-1996, y el vigente desde 2003), y los riesgos (más allá del riesgo inherente a la inversión en estos activos como resultado de las fluctuaciones de sus precios) que cualquier inversionista hubiese tenido que enfrentar durante el período estudiado.

Reflexión final

Venezuela cumple este año, después de numerosos altibajos, cuarenta años de disminución de su PIB per cápita. Y es que desde 1977 la economía del país ha estado en caída, con la excepción de algunos breves períodos de recuperación durante ese lapso.

La situación de extrema gravedad por la que ha estado discurriendo Venezuela en los últimos años puede tentarnos a descuidar el estudio de temas tales como los abordados en este trabajo. Cuestiones que, no obstante, serán de gran importancia para cuando se inicie la reconstrucción del país, proceso para el que se deberán acometer cuantiosas inversiones, una parte significativa de las cuales recaerá sobre el sector privado. El concurso del mercado de capitales y de la banca, tanto nacional como internacional, será esencial, al facilitar los fondos necesarios para financiar tamaña reconstrucción.

Quiero concluir estas palabras manifestando que estoy consciente de la gran responsabilidad que los miembros de esta Academia me han conferido al nombrarme individuo de número, en tiempos en los que el país atraviesa por su más difícil situación económica, política y social en tiempos modernos. Asimismo, les reitero que cuentan con mi apoyo incondicional para llevar adelante las tareas que le son intrínsecas a esta Corporación en pos del país.

Muchas gracias

Caracas, 8 de febrero de 2017

Paraninfo del Palacio de las Academias

ⁱ Es pertinente comentar aquí que se ha documentado que tanto el mercado inmobiliario como el del arte es menos eficiente que el mercado de acciones y de bonos, por lo que los precios de los activos transados en éstos tienden a responder con rezagos al impacto de las variables económicas (véase a Donahue y otros, 2009).

ⁱⁱ Rojas-Suárez (2014) y Garay (2017).

ⁱⁱⁱ Rojas-Suárez (2014) y Garay (2017).

^{iv} Véase, entre otros, a Plazzi, Torous y Valkanov (2004).

^v Case y Shiller (1989).

^{vi} Bernanke y Blinder (1988).

^{vii} Estos valores reflejan únicamente la rentabilidad producida por las variaciones en los precios de los inmuebles durante este período y no incluyen la rentabilidad generada por los alquileres que un inversionista en inmuebles pudiera haber percibido durante ese período, de manera que subestiman los rendimientos de haber invertido en bienes raíces. Por otra parte, tampoco reflejan los gastos de mantenimiento, de condominio, impuestos y otros que son inherentes a la inversión inmobiliaria.

^{viii} Donahue y otros (2009).

^{ix} Goetzmann (1993), Mei y Moses (2002), Campbell (2008), y Renneboog y Spaenjers (2013).

^x Véanse a Goetzmann, Renneboog y Spaenjers (2011), y a Renneboog y Spaenjers (2014).

^{xi} Véase el trabajo seminal sobre el modelo de los precios hedónicos de Rosen (1974).

^{xii} Entre la información de cada obra de arte que se emplea para poder construir el índice de precios se tiene (variables independientes): Nombre del artista, técnica empleada (por ejemplo, acrílico, técnica mixta, óleo, acuarela y trabajos en papel), nombre de la casa de subasta (por ejemplo, Sotheby's, Christie's, etc.), área de la obra, año de la subasta, si la obra de arte estaba fechada, si estaba firmada, y si el artista estaba vivo al momento de realizarse la subasta.

^{xiii} Buelens y Ginsburgh (1993), Chanel, Gérard-Varet y Ginsburgh, (1996), Agnello y Pierce (1996), Biey y Zanola (2005), y Higgs y Worthington (2005), entre otros, utilizaron el método de regresiones de precios hedónicos para estimar los índices de precios del arte. Renneboog y Spaenjers (2013) utilizaron el método hedónico para estimar el rendimiento del arte entre 1957 y 2007, logrando ensamblar una base de datos con más de un millón de transacciones de obras de arte.

^{xiv} Previamente, Brandini, Garay y Márquez (2015) habían elaborado un índice de precios de arte similar para los países Andinos, aunque para un período de tiempo más corto (1990-2014).

^{xv} Baumol (1986) construyó un índice de precios de obras arte. Para ello, utilizó la metodología de las ventas repetidas y consiguió que la inversión en obras de arte proporcionó un rendimiento real de apenas 0,6% al año entre 1652 y 1961, es decir, a lo largo de un período de más de trescientos años. Posteriormente, Goetzmann (1993) calculó, también utilizando la metodología de las ventas repetidas, que el rendimiento del arte superó escasamente a la tasa de inflación (en 2% al año), y

que fue menor que el rendimiento de las acciones, y similar al de los bonos entre 1716 y 1986. Goetzmann, Renneboog, y Spaenjers (2011) consiguieron que los precios de las obras de arte exhibieron un aumento en las décadas siguientes a la Segunda Guerra Mundial, y que este aumento se relacionaba con el incremento observado en la desigualdad en la distribución del ingreso, y que también era explicado de manera rezagada por el rendimiento de las acciones.

^{xvi} La mayoría de las obras de arte a partir de las cuales se construyó el índice se negocian en bolívares y luego fueron re-expresadas en dólares para poder calcular el índice.