

ПРИКЛАДНЫЕ ИССЛЕДОВАНИЯ

ИНВЕСТИЦИИ В АРТ-РЫНКИ В СТРАНАХ С РАЗНЫМ УРОВНЕМ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ: ДОХОДНОСТЬ И РИСКИ

Н.В. Яковлева

Российский университет дружбы народов
ул. Миклухо-Маклая, 6, Москва, Россия, 117198

Рассматриваются некоторые особенности арт-рынков США, Великобритании, Италии, Австралии, Латинской Америки второй половины XX — начала XXI в. Приведены данные исследований турецкого рынка живописи в период с 1990 по 2005 гг., а также данные о средней ежегодной доходности различных видов инвестиций в Турции. Обосновывается вывод о возможности диверсификации инвестиционного портфеля путем вложений в произведения искусства как в экономически развитых странах, так и в странах с высоким уровнем инфляции и нестабильной экономикой.

Ключевые слова: анализ инвестиций, инвестиции в искусство, фондовые рынки, арт-рынки, арт-индексы, методы диверсификации, рынок турецкой живописи.

Произведения искусства часто рассматривают как некий «эстетический» продукт, который имеет ряд только ему присущих особенностей. «Эстетический» продукт уникален: два арт-объекта на одну и ту же тему, даже если они созданы одним и тем же художником, безусловно различны, поэтому разнородность является неотъемлемой чертой арт-рынка. Более того, каждый продавец уникального полотна является монополистом. В некотором смысле монополистом является также и сам художник: подлинные картины Пикассо могут быть созданы только самим Пикассо.

Обладание дорогим предметом искусства приносит его владельцу эстетическое удовольствие, повышает его социальный статус и личную самооценку. Поскольку стоимость арт-объекта может со временем возрастать, а зачастую возрастать весьма существенно, закономерен интерес не только частных лиц, но и институциональных инвесторов к искусству как к финансовому инструменту, позволяющему диверсифицировать инвестиционный портфель.

Число продаж одной и той же картины, как правило, невелико. Многие картины продавались всего лишь однажды, в связи с чем вторичный арт-рынок нельзя считать хорошо развитым. Следует отметить также, что цены на произведения искусства изменяются под влиянием моды на автора, направления, стилистического вкуса и т.д., т.е. под влиянием неэкономических факторов.

Некоторые особенности мирового арт-рынка второй половины XX в.

В 1950—1960-е гг. наряду с ростом производства и торговли в мире в целом бурно развивался и мировой арт-рынок. В последующее десятилетие, начиная с Д.П. Штайна, экономисты исследовали проблемы мировой экономики в той части, которую можно назвать «экономикой искусства». В работах Р. Андерсона (1974), Д. Штайна (1977), В. Баумола (1986), Б. Фрэй и В. Поммерехна (1989), основывавшихся на методе повторных продаж, изучалась доходность от вложений в искусство. Р. Андерсон применил метод повторных продаж, изучив аукционные продажи картин художников периода 1780—1970 гг. Он выяснил, что ежегодная доходность от продаж картин составила 3,0%, причем цены на произведения импрессионистов и современных художников росли быстрее, чем на картины художников других категорий. Андерсон полагал, что несколько более высокая доходность от вложений в искусство, чем в ценные бумаги (3,0% против 2,6%), объясняется такими неэкономическими факторами, как престиж и мода.

В 1977 г. Д. Штайн впервые проанализировал ценовую составляющую предметов искусства, в частности живописи, с целью установить, может ли искусство рассматриваться как один из финансовых инструментов с поддающимся оценке риском [1]. Штайн рассчитал первый арт-индекс, основываясь на аукционных продажах в период с 1946 по 1968 гг. крупнейшими аукционными домами в США и Великобритании картин художников, умерших до 1946 г. Он также применил модифицированную CAPM-модель к описанию метода расчета доходности от вложений в искусство. Он утверждал, что живопись имеет два вида доходности: финансовую, благодаря возрастающей цене, и нефинансовую, благодаря «невычисляемой» эстетической ценности. В изученном периоде ежегодная доходность от вложений в живопись составила, по Штайну, 10,5%, в то время как доходность от вложений в акции — 14,3%.

Используя данные о стоимости произведений искусства, полученные в 1961 г. Г. Рейтлингером, В. Баумол в 1986 г. пришел к выводу о том, что вопреки сложившемуся мнению вложения в живопись не являются прибыльным бизнесом [2]. Баумол изучил 640 случаев множественных продаж предметов искусства с интервалом в 20 лет для каждого объекта изучения. Он зафиксировал доходность от вложения в живопись на уровне 0,55% в сравнении с доходностью в 2,5% британских государственных облигаций. Инвестирование в искусство оказались еще менее выгодными по сравнению с фондовым рынком. Однако, как подчеркивает В. Баумол, нельзя недооценивать «эстетическую» доходность для инвесторов в предметы искусства даже на фоне не слишком высокой финансовой отдачи.

В 1989 г. аналогичные исследования предпринимают Б. Фрэй и В. Поммерехн [3]. Высокие цены на полотна французских импрессионистов и старых мастеров породили мнение о высокой доходности вложений в живопись. Базируясь на том же банке данных по продажам, что и Баумол в 1986 г., Фрэй и Поммерехн увеличили временной интервал своих исследований на 350 лет по ряду стран в период с 1635 по 1987 г., изучая лишь повторные продажи работ живописцев, скончавшихся до 1937 г. Кроме того, они выделили два подпериода, пытаясь ответить на вопрос о различии уровней доходности вложений в живопись до и после

Второй мировой войны. Фрэй и Поммерехн установили, что доходность в 1,5% от вложений в живопись в 2 раза ниже, чем доходность от вложений в ценные бумаги. Они также пришли к выводу, что вложения в предметы искусства для ценителей прекрасного привлекательны не столько с точки зрения будущей прибыли, сколько с эстетической точки зрения. Исследователи также отметили, что интерес к арт-рынку может значительно возрасти, если будут предусмотрены налоговые льготы для владельцев значимых арт-объектов и лиц, передающих произведения искусства в дар музеям.

Р. Коффман в 1991 г. [4] и Д. Песандо [5] в 1993 г. изучали эффективность арт-рынка. В своих исследованиях 1991 г. Коффман отмечал, что арт-рынок включает в себя не только аукционные дома, но и частных дилеров, гаражные продажи, блошинные рынки и тому подобное, где доходность инвесторов может быть значительно выше в силу неполноты сведений, которыми располагают продавцы произведений искусства относительно стоимости арт-объектов. Иными словами, не обладая специальными знаниями, продавцы, желая, например, быстрее продать то или иное произведение искусства, продают его значительно ниже рыночной стоимости.

В 1993 г. Песандо, используя метод повторных продаж для исследования рынка современных гравюр, проданных на аукционах, рассчитал арт-индекс в период с 1977 по 1992 гг. с целью

В 1993 г. Х.М.К. Мок во главе группы исследователей выяснил, что доходность от покупки современной китайской живописи составляет лишь 0,74 в сравнении с доходностью рыночных портфелей в Гонконге, Сингапуре и Тайване в 1,96, 1,34 и 1,4 соответственно [6].

В 1993 г. В. Гоцман [7], исследуя доходность от вложений в предметы искусства с 1716 по 1986 гг. и строя арт-индекс на повторных продажах, зафиксировал прибыль в 2% в сравнении с 3,3% прибыли от вложений в акции Английского банка за тот же период. В своем исследовании Гоцман отмечает возрастание интереса к вложениям в предметы искусства с ростом благосостояния индивидуума. Росту цен, по его мнению, способствуют также глобализация и «выравнивание» интереса к одним и тем же арт-объектам жителей разных стран. В качестве примера В. Гоцман приводит возрастающий интерес к работам французских импрессионистов и рост цен на их полотна на различных мировых аукционах.

В 1995 г. Б. Фрэй и Р. Эйхенбергер [8], изучая доходность от вложений в различные виды арт-объектов, противопоставили «чистых коллекционеров» «чистым игрокам на арт-рынке». «Чистые игроки» покидают арт-рынок в момент нестабильности цен на арт-объекты в то время как «чистые коллекционеры» остаются на нем, руководствуясь не столько размерами будущей прибыли, сколько собственным вкусом и желанием иметь определенный объект предметом своей коллекции. «Чистые коллекционеры» зачастую покупают объект, даже сознавая, что цена на него может со временем снизиться.

В 1997 г. Фрэй [9] представил интересный обзор арт-рынка. Исследования по этой тематике он разбил на три категории.

В первой категории исследуются целесообразность вложений в искусство в сравнении с вложениями в государственные облигации, акции и недвижимость,

а также природа физической выгоды от обладания произведением искусства. Например, Г. Кандела и А. Скорцу [10] в 1997 г. вычислили индекс арт-рынка Италии, опираясь на метод выборочного отбора живописных полотен, а также сравнили рост арт-индекса с доходностью других финансовых инструментов. Они выяснили, что в период с 1983 г. по 1994 г. цены на произведения искусства росли параллельно с инфляцией, а доходность от вложений в искусство была ниже, чем от вложений в другие финансовые инструменты. Кандела и Скорцу выявили, с одной стороны, слабую зависимость между доходностью от долгосрочных вложений в искусство и доходностью от вложений в фондовый рынок и рынок акций, а с другой стороны, сильную зависимость между доходностью от долгосрочных вложений в искусство и доходностью от вложений в недвижимость.

Вторую категорию составляют более детальные работы по изучению продаж произведений живописи аукционными домами, предпринятые в 1997 г. К. Чужак [11] и в том же году Поммерехном и Л. Фельдом [12]. Чужак изучила рынок аукционных продаж полотен Пикассо в период с 1964 по 1993 гг. и пришла к выводу, что коллекционеры платят большие деньги за эти полотна в период экономического спада. Кроме того, она указывает на более высокие средние цены в США, чем в Великобритании. Предположение, что покупатели менее разборчивы в периоды экономического роста, оказалось ошибочным. В 1997 г. Поммерехн и Фельд изучили вопрос о влиянии закупочной политики музеев на цены на живопись, продаваемую на аукционах. Они получили эмпирическое подтверждение гипотезы о том, что государственные музеи за пределами США в среднем платят более высокие цены на аукционах, принося, таким образом, более высокий доход владельцам картин.

Третья категория включает работы по самым разным объектам и формам коллекционирования. М. Росс и С. Зондерван [13] в 1989 г. изучали доходность от продаж скрипок Страдивари. Б. Бартон и Дж. Якобсен [14] в 1999 г. представили обзор почти всех исследований уровня доходности от инвестирования в различные арт-объекты и предметы коллекционирования. Для каждого из исследуемых объектов они представили предполагаемый и реальный уровень доходности за определенный период, а также сравнили его с индексом американской фондовой биржи и доходностью долгосрочных государственных облигаций.

Северо-американский, латиноамериканский и австралийский арт-рынки начала XXI в. В 2002 г. Дж. Мей и М. Мозес [15] констатировали, что исследователи арт-рынка сталкиваются с двумя серьезными трудностями: его неоднородностью и отсутствием постоянных продаж. Они преодолели эти трудности, построив свой арт-индекс на основе повторных продаж предметов искусства на аукционах, используя 4896 ценовых пар в период с 1875 по 2000 гг. Дж. Мей и Мозес рассчитали также подиндексы для основных категорий живописцев: старые мастера, импрессионисты, американские и современные художники — и сравнили доходность от вложений в произведения живописи с доходностью традиционных финансовых инструментов, таких как акции, облигации и золото. Они пришли к выводу, что арт-рынок может оказаться для инвесторов более привлекательным, чем рынок государственных облигаций, но, безусловно, проигрывает

фондовому рынку. Индекс Мея—Мозеса очень слабо коррелирует с другими финансовыми инструментами и, следовательно, инвестирование в искусство может снизить риски при формировании финансового портфеля.

Используя модифицированный индекс повторных продаж, М. Локалетти-Бьей и Р. Занола [16] в 1999 г. изучили 1446 пар повторных продаж в период с 1987 по 1995 гг. Они выяснили, что вложения в живопись с 1987 по 1991 гг. демонстрировали более высокую доходность в сравнении с вложениями в альтернативные финансовые инструменты, такие как 30-летние государственные облигации США, американский фондовый рынок и золото в противоположность периоду с 1992 по 1995 гг., когда доходность арт-рынка была значительно ниже (исключение составил лишь 1993 г.).

Применяя общую гедоническую модель к большой базе данных о продажах на аукционах картин американских художников, Р. Агнелло [17] в 2002 г. выяснил, что ежегодная доходность от вложений в американскую живопись, составляет 4,2%, значительно ниже доходности фондового рынка (11,6%). Более того, она уступает как краткосрочным, так и долгосрочным государственным облигациям (8,5% и 7,1% соответственно). Доходность арт-рынка оказалась даже ниже уровня инфляции в 5,4%. Агнелло пришел к заключению, аналогичному полученным предыдущими исследователями арт-рынка, о том, что инвестирование в живопись не является особо привлекательным с точки зрения доходности бизнесом. Тем не менее хорошо осведомленные богатые коллекционеры, покупая картины известных мастеров, могут получать гораздо более значительные прибыли, чем уровень доходности, демонстрируемый арт-рынком в целом. Этот вывод Агнелло полностью согласуется с выводами Л. Зингера и Г. Линча [18], полученными в 1997 г.

В 2003 г. О. Ашенфельтер и К. Грэдди [19] изучали влияние известных аукционных домов на формирование цен на живопись и другие предметы искусства. Они рассчитали также арт-индексы для импрессионистов и современных художников, применяя как гедонический метод, так и метод повторных продаж. Придя к заключению о том, что индекс, вычисленный по гедоническому методу, недооценивает реальную доходность при исследованиях за короткий период времени, Ашенфельтер и Грэдди указали на возможную проблему с недостаточной репрезентативностью метода повторных продаж.

В 2003 г. Э. Уортингтон и Х. Хиггс [20], отмечая высокий уровень интеграции мировых арт-рынков, пришли к выводу о возможности диверсификации портфеля путем инвестирования в несколько альтернативных арт-рынков.

В 2004 г. С. Эдвардс [21] применил гедонический метод к обширной базе из 12 600 наблюдений за продажами работ 115 художников из 17 стран Латинской Америки в период с 1978 по 2001 гг. Он отметил высокую доходность латиноамериканской живописи наряду с высокой волатильностью. Отмечая слабую корреляцию с традиционными составляющими международного финансового портфеля, Эдвардс посчитал возможным инвестирование в латиноамериканскую живопись как способ его диверсификации.

В 2004 г. Д. Годсон и К. Воркинг [22], анализируя влияние различных факторов (возраст художника, его популярность и др.) на аукционные цены, изучили данные о продажах картин наиболее известных канадских художников в период с 1968 по 2001 г. Для ответа на вопрос о том, может ли канадская живопись быть объектом инвестирования, был вычислен соответствующий арт-индекс. Годсон и Воркинг отметили, что их результаты согласуются с результатами предыдущих исследований в части более низкой по сравнению с фондовым рынком доходности и одновременно с этим более низкими рисками.

В 2005 г. Э. Уортингтон и Х. Хиггс [20] использовали гедоническую модель для изучения рынка австралийской живописи. Ими были изучены 37 605 полотен 60 широко известных австралийских художников, проданных ведущими аукционными домами в период с 1973 по 2003 г. За рассматриваемый временной интервал доходность составила 7%, стандартное отклонение — 16%. Уортингтон и Хиггс подчеркнули также, что сам по себе аукционный дом играет весьма важную роль в формировании цены на продаваемый арт-объект.

В 2005 г. М. Локалетти-Бьей и Р. Занола [23], объединив гедоническую модель с моделью повторных продаж, вычислили полугодовые арт-индексы для гравюр П. Пикассо, проданных в период с 1988 по 1995 г.

Исследования турецкого рынка живописи. Упомянутые выше исследования и результаты относятся к арт-рынкам стран с высоким уровнем экономического развития. Весьма интересными представляются результаты, полученные в 2006 г. А. Секин и Э. Атукерен [24] в ходе предпринятого ими первого исследования арт-рынка турецкой живописи в период с 1989 по 2006 г. Турция — страна с высокими темпами инфляции, экономика которой подвержена частым кризисам. Следовательно, потенциальная возможность диверсификации инвестиционного портфеля за счет вложений в произведения искусства в этой стране заслуживает пристального внимания.

В контексте арт-рынка к измеряемым характеристикам чаще всего относят имя художника, дату создания картины, ее длину и ширину (или площадь), материал, на котором картина написана, технику живописи и другую информацию о художнике и картине. Секин и Атукерен провели исследования продаж восемью аукционными домами Турции 1030 полотен тринадцати турецких художников за восемнадцатилетний период. Изучались картины, написанные на холсте, бумаге, картоне, дереве и оргалите в технике масло, акварель, тушь, гуашь, смешанная техника, др.

Оказалось, что цены на картины, написанные маслом, акварелью, гуашью, с применением смешанной техники, выше, чем цены на картины, отнесенные к разряду «другая техника», и почти не отличаются в среднем от цен на работы, выполненные тушью. Картины на холсте и оргалите продавались по более высоким, а на бумаге — по более низким ценам, чем выполненные на картоне. Картины на дереве несущественно отличались по цене от картин на картоне. Эти результаты означают, что в плане «инвестиционной» ценности картины картон предпочтительней, чем бумага, а холст и оргалит предпочтительней, чем картон.

Таблица 1

Доходность от вложений в искусство и другие финансовые институты Турции (%)

Год	Арт-рынок, тл	Fogex тл/дол. США	Золото (24 карата)	12-месячные депозиты, тл	ISE 100	ISE номинальная доходность	ИПЦ	Рост ВВП
1990	90,1	22,82	23,45	57,58	310,25	2,62	60,31	9,3
1991	27,4	60,34	51,24	66,13	-6,59	3,95	65,97	0,9
1992	24,6	64,64	57,03	73,65	6,28	6,43	70,08	6,0
1993	0,0	60,44	68,44	74,46	181,50	1,65	66,09	8,0
1994	274,8	170,01	181,46	69,30	87,67	2,78	106,26	-5,5
1995	177,6	53,6	55,88	74,99	97,89	3,56	93,63	7,2
1996	61,1	77,95	78,24	92,79	68,81	2,87	80,35	7,0
1997	322,4	86,93	58,61	93,03	200,67	1,56	85,73	7,5
1998	15,2	71,67	54,07	93,31	52,28	3,37	84,64	3,1
1999	59,2	60,91	51,95	85,49	89,96	0,72	64,87	-4,7
2000	97,4	48,46	49,29	38,19	129,28	1,29	54,92	7,4
2001	-2,2	96,47	90,83	62,17	-26,05	0,95	54,40	-7,5
2002	105,3	22,88	41,81	53,88	4,12	1,20	44,96	7,9
2003	15,8	-0,85	15,08	40,28	15,66	0,94	25,30	5,8
2004	9,4	-4,74	7,95	23,61	60,78	1,37	10,58	8,9
2005	-13,9	-5,73	2,42	19,88	49,49	1,71	8,18	7,4

Источник: [25]

Представленные в табл. 1 данные о ВВП отражают глубокий кризис в экономике Турции в 1994, 1999 и 2001 гг. Доходность всех типов инвестиций в эти годы отличалась весьма существенной волатильностью, отражая общеэкономическую нестабильность. Уровень инфляции в 1994 г. превысил 100%, оставался выше 50% вплоть до 2002 г. и только в 2004—2005 гг. снизился до 10—8%.

Таблица 2

Средняя ежегодная доходность различных видов инвестиций в Турции (%)

Виды инвестиций	1990—2005
Живопись	54,87
... Стандартное отклонение	99,73
Fogex (тл /дол. США)	46,14
... Стандартное отклонение	44,30
12-месячные банковские депозиты	57,46
... Стандартное отклонение	23,52
Золото (24 карата)	47,46
... Стандартное отклонение	41,48
Стамбульская фондовая биржа	60,36
... Стандартное отклонение	88,30
Уровень инфляции	54,32
... Стандартное отклонение	27,98

Источник: [25].

Средняя ежегодная доходность от вложений в живопись за период с 1989 по 2005 гг. составила 54,9% в то время, как средний уровень инфляции за тот же период составил 54,3%. Таким образом, вложения в турецкую живопись демонстрируют неотрицательную доходность, что может по крайней мере служить защитой сбережений от инфляции. За тот же период средняя годовая доходность турецкого фондового рынка (в турецких лирах) составила 60,4%. Этот результат полностью согласуется с результатами международных исследований, свидетельствующих о том, что в целом инвестиции в фондовый рынок более доходны, чем инвестиции в арт-рынки.

Корреляционная таблица доходности различных видов инвестиций и ВВП в Турции (1989–2005)

Виды инвестиций	Арт-рынок, тл	ISE 100	Forex, тл/дол. США	Золото (24 карата)	12-месячные депозиты, тл	ВВП
Арт-рынок, тл	1,0000	0,6581	-0,1899	-0,4456	-0,3119	0,4199
ISE 100	0,7794	1,0000	-0,2153	-0,4400	-0,1719	0,4893
FOREX	0,3968	0,2664	1,0000	0,7439	0,2433	-0,6927
Золото	0,2818	0,0547	0,9473	1,0000	0,2732	-0,4862
12-месячные депозиты	0,4671	0,3283	0,8275	0,7435	1,0000	-0,2849
ВВП	0,3090	0,3591	-0,5123	-0,5209	-0,3037	1,0000

Источник: [24].

Примечание. В верхнем треугольнике записаны коэффициенты корреляции реальных доходностей (номинальные минус индекс потребительских цен), в нижнем треугольнике — коэффициенты корреляции номинальных доходностей.

Таким образом, вследствие отрицательной корреляции с золотом, валютным рынком и 12-месячными депозитами, вложения в живопись с целью диверсификации инвестиционного портфеля должны быть признаны целесообразными.

ЛИТЕРАТУРА

- [1] *Stein, John Picard.* The Monetary Appreciation of Paintings // *Journal of Political Economy.* — 1977. — 85(5). — P. 1021—1035.
- [2] *Baumol, William J.* Unnatural Value: or Art Investment as Floating Crap Game // *American Economic Review.* — 1986. — 76(2). — P. 10—14.
- [3] *Frey Bruno S. and Werner W. Pommerehne.* Art Investment: An Empirical Inquiry // *Southern Economic Journal.* — 1989. — 56(2). — P. 396—409.
- [4] *Coffman, Richard B.* Art Investment and Asymmetrical Information // *Journal of Cultural Economics.* — 1991. — 15(2). — P. 83—94.
- [5] *Pesando, James E.* Art as Investment: The Market for Modern Prints // *American Economic Review.* — 1993. — 83(5). — P. 1075—1089.
- [6] *Mok H.M.K., Ko V.M.K., Woo S.S.M. and Kwok K.Y.S.* Modern Chinese Paintings: An Investment Alternative // *Southern Economic Journal.* — 1993. — 59. — P. 808—816.
- [7] *Goetzmann, William N.* Accounting For Taste: Art and the Financial Markets Over Three Centuries // *American Economic Review.* — 1993. — 83(5). — P. 1370—1376.
- [8] *Frey, Bruno, S. and Reiner Eichenberger.* On the Return of Art Investment Return Analyses // *Journal of Cultural Economics.* — 1995. — 19. — P. 207—220.
- [9] *Frey, Bruno S.* Art Markets and Economics: Introduction // *Journal of Cultural Economics.* — 1997. — 21. — P. 165—173.
- [10] *Candela, Guido and Antonello E. Scorcu.* A Price Index for Art Market Auctions, An Application to the Italian Market of Modern and Contemporary Oil Paintings // *Journal of Cultural Economics.* — 1997. — 21. — P. 175—196.
- [11] *Czujack, Corinna.* Picasso Paintings at Auction // *Journal of Cultural Economics.* — 1997. — 21(3). — P. 229—247.
- [12] *Pommerehne, Werner, W. and Lars P. Feld.* The Impact of Museum Purchase on the Auction Prices of Paintings // *Journal of Cultural Economics.* — 1997. — 21. — P. 249—271.
- [13] *Ross, Myron H. and Scott Zondervan.* Capital Gains and the Rate of Return on a Stradivarius // *Economic Inquiry.* — 1989. — 27. — P. 529—540.
- [14] *Burton, Benjamin, J. and Joyce P. Jacobsen.* Measuring Returns on Investment in Collectibles // *Journal of Economic Perspectives.* — 1999. — 13(4). — P. 193—212.

- [15] *Mei, Jianping and Michael Moses*. Art as an Investment and the Underperformance of Masterpieces // *American Economic Review*. — 2002. — 92(5). — P. 1656—1668.
- [16] *Locatelli-Biey, Marilena and Roberto Zanola*. The Market for Picasso Print: A Hybrid Model Approach // *Journal of Cultural Economics*. — 2005. — 29(2). — P. 127—136.
- [17] *Agnello, Richard J*. Investment Returns and Risk for Art: Evidence from Auctions of American Paintings // *Eastern Economic Journal*. — 2002. — 28(4). — P. 443—463.
- [18] *Singer, Leslie P. and Garry A. Lynch*. Are Multiple Art Markets Rational? // *Journal of Cultural Economics*. — 1997. — 21. — P. 197—218.
- [19] *Ashenfelter, Orley and Kathryn Graddy*. Auctions and the Price of Art // *Journal of Economic Literature*. — 2003. — 41. — P. 763—786.
- [20] *Worthington, Andrew C. and Helen Higgs*. A Note on Financial Risk, Return and Asset Pricing in Australian Modern and Contemporary Art // *Journal of Cultural Economics*. — 2006. — 30. — P. 73—84.
- [21] *Edwards, Sebastian*. On the Economics of Latin American Art: Creativity Patterns and Rates of Return // *Economia Spring Issue*. — 2004. — P. 1—35.
- [22] *Hodgson, Douglas J. and Keith P. Vorkink*. Asset Pricing Theory and the Valuation of Canadian Paintings // *Canadian Journal of Economics*. — 2004. — 37(3). — P. 629—655.
- [23] *Locatelli-Biey, Marilena and Roberto Zanola*. The Market for Picasso Print: A Hybrid Model Approach // *Journal of Cultural Economics*. — 2005. — 29(2). — P. 127—136.
- [24] *Seçkin, Aylin and Erdal Atukeren*. Art and the Economy: A First Look at the Market for Paintings in Turkey // *Economics Bulletin*. — 2006. — 26(3). — P. 1—13.

INVESTMENT IN ART-MARKETS IN THE COUNTRIES WITH DIFFERENT LEVELS OF ECONOMIC DEVELOPMENT: RATE OF RETURN AND RISKS

N.V. Yakovleva

Peoples' Friendship University of Russia
Miklucho-Maklaya str., 6, Moscow, Russia, 117198

Some features of art-markets of the USA, Great Britain, Italy, Australia and Latin America covering the period from the middle of 20-th century to the beginning of the 21-th century are considered in the work. The results of investigations for the market for paintings and statistical data of annual rate of return of different kinds of investments in Turkey are given. The conclusion of the possibility for the diversification of any portfolio by investing to art not only in the developed countries, but also in an environment of high inflation and large macroeconomic volatility is made.

Key words: investment analysis, art investment, stock market, art-market, art index, methods of diversification, Turkish paintings.