

UN ANÁLISIS EMPÍRICO DE LOS FACTORES DETERMINANTES DE LA REVALORIZACIÓN DE LA FILATELIA DE MONACO: LA TIRADA Y LA ANTIGÜEDAD COMO SUBVARIABLES INDICADORAS DE LA ESCASEZ

Ricardo Hernández Mogollón
José Luis Coca Pérez
José Torres Pruñonosa

RESUMEN

El objetivo de este trabajo es analizar si uno de los factores determinantes en la valoración de la filatelia, la escasez, es un factor determinante de la revalorización de la misma. Para ello hemos acudido a dos variables que determinan la escasez de un sello: la tirada y la antigüedad. Finalmente, hemos analizado el comportamiento de una variable intermedia: el precio filatélico.

PALABRAS CLAVE: Escasez, Filatelia, Revalorización, Mónaco, Bienes Tangibles de Colección.

ABSTRACT

The aim of this study is to analyse if one of the determining factors in valuing philately - scarcity - is a determining factor in the appreciation in value of philately. In order to do so we have focused on two variables that determine the scarcity of stamps: the print run and the age of the stamp. Finally, we have analysed the behaviour of an intermediate variable: stamp prices.

KEY-WORDS: Scarcity, Philately, Appreciation, Monaco, Collectibles.

1. CONSIDERACIONES INICIALES

Al introducir el concepto de filatelia de inversión, se desea subrayar la máxima que **no todos los sellos son aptos para la inversión, aunque sí todos los sellos sirven para coleccionar**. La razón de esta exposición deriva de la distinción, de lo que son series básicas y series conmemorativas. En principio, con carácter general, las series básicas no son aptas para la inversión debido a que como soportan la máxima carga del consumo postal, sus numerosas reimpresiones no están sujetas a disposiciones oficiales, sino que quedan a la discreción de correos; no tienen control de tirada y como consecuencia no se destruyen las planchas. Sin embargo, como es lógico, sí son sellos que sirven para coleccionar. Al ser los efectos de mayor consumo y circulación tradicionalmente han representado la efigie del Jefe del Estado, un emblema nacional, etc. Por otra parte, con carácter general, las series conmemorativas, servirán para la inversión, aunque dependerá de diversos factores relacionados con la oferta y de la demanda.

Esto nos lleva a hablar del **valor de un sello**, el cual no es ni material ni puramente artístico y está sujeto a muchas variables. El verdadero valor de un sello es, sobre todo, el comercial, y éste descansa en la base de

millones y millones de coleccionistas de todo el mundo. Ese y no otro es el valor real. Analicemos a continuación los factores más decisivos que determinan el valor de un sello²⁷⁰:

- **Garantía de emisión:** Es necesario que los sellos hayan sido emitidos por un Estado (nunca por agencias privadas poco fiables) y que dicho Estado mantenga el principio de destrucción de las planchas ante notario, una vez realizada la emisión, con notificación pública del número de ejemplares emitidos. Es importante, por tanto, que sean sellos que pertenezcan a la F.I.P. (Federación Internacional de Filatelia).
- **Escasa tirada:** Si en una emisión el número de ejemplares impresos es pequeño, la posibilidad de saturación del mercado es casi nula.
- **Calidad:** La calidad del sello es un factor importantísimo a tener en cuenta. Contrariamente a lo que sucedía en los primeros tiempos de la filatelia, la calidad de los sellos ha pasado a ser el factor decisivo en su valoración. Siempre es mejor pagar un poco más por un sello perfecto y sin reparaciones que intentar ahorrar comprando ejemplares de escasa calidad, ya que a la hora de vender sólo se revalorizarán los sellos que se encuentren en buen estado. A este respecto cabe señalar que algunas peculiaridades relacionadas con la calidad son las siguientes:
 - *El centrado.*
 - *El color.*
 - *El dentado.*
 - *Ausencia de deficiencias formales.*
- **Gran aceptación:** No es suficiente que la tirada sea corta; es necesaria una buena aceptación. Si un sello no es demandado por el mercado internacional aunque su tirada haya sido corta, su precio no se verá incrementado en la medida esperada.

La unión de estos factores determina el propio activo filatélico en sí. En función de la relación existente entre estos factores obtendremos distintos niveles de liquidez, rentabilidad y seguridad en nuestra inversión. El activo filatélico va a oscilar, desde el punto de vista del precio, en función de varios factores que permitirán la cotización del activo, y por tanto, permite la existencia de distintas posiciones de compra y venta que deberán dotar de liquidez al valor.

El objetivo del presente trabajo es realizar un análisis empírico sobre los factores determinantes de la revalorización filatélica antes descritos. Para ello se ha usado una filatelia que está considerada como de las mejores bajo los parámetros relativos a la filatelia financiera: la monegasca. A través de los precios de dos²⁷¹ catálogos, se ha compilado una base de datos sobre los precios relativos a toda la filatelia emitida por Mónaco para los años comprendidos entre 2000 y 2004²⁷². Posteriormente, se ha analizado si existe significación estadística en el comportamiento de precios de la filatelia analizada durante el último lustro, respecto al primer factor determinante del valor filatélico: la escasez.

²⁷⁰ Coca (2001), pp. 147, 148.

²⁷¹ Domfil e Yvert-et-Tellier.

²⁷² Es decir, los **sellos** objeto de análisis son todos los emitidos por Mónaco, desde que emitió el primero en el año 1885. No obstante, los **precios** de todos esos sellos se han analizado para el horizonte temporal correspondiente a los últimos cinco años.

2. DESCRIPCIÓN DE LA MUESTRA

La muestra empleada para el análisis consiste en toda la filatelia emitida por el principado de Mónaco, desde que este país emitió su primer sello, esto es, desde el año 1885. Los catálogos filatélicos empleados para hallar sus correspondientes precios son los catálogos Yvert et Tellier y Domfil, para los años comprendidos entre 2000 y 2004.

2.1. CATÁLOGOS FILATÉLICOS EMPLEADOS

El catálogo Yvert et Tellier se edita en Francia y los ejemplares correspondientes a los años 2000 y 2001, estaban denominados en francos franceses, mientras que los catálogos a partir del año 2002 estaban marcando los precios filatélicos en euros. Por lo tanto, ha sido necesario convertir los precios de los dos primeros años a euros, usando el tipo fijo de cambio oficial del Banco Central Europeo.²⁷³ El catálogo Domfil está editado en España y todos los precios de los últimos cinco catálogos anuales de Mónaco están denominados en euros, con lo cual no es necesario realizar ningún tipo de modificación previa en dichos precios, antes de la explotación de la base de datos.

Ambos catálogos, enumeran la filatelia monegasca²⁷⁴ con un sistema propio de numeración. Por un lado, la numeración del catálogo Domfil está formado por las tres últimas cifras del año de emisión de la serie, seguidas por el número de orden del sello dentro del año. Así pues, por ejemplo, el número 959.24, corresponde al sello vigésimo cuarto del año 1.959.²⁷⁵ Por otro lado, el catálogo Yvert et Tellier enumera correlativamente la filatelia, pero reiniciando la numeración para cada uno de los siguientes subgrupos: Filatelia no incluida en ninguna categoría posterior, Sellos para el correo aéreo, Hojas bloque, Carnets, Pruebas de lujo, Sellos pre-obliterados, Sellos fiscales, Sellos telefónicos, Cartas postales, Sobres postales, Sobres, Bandas para periódicos, Aerogramas, Sobres “Distingo”, Embalajes prefranqueados “Dilingo”.

El que cada catálogo tenga un sistema de numeración distinto, sin lugar a dudas, ha hecho que el proceso de carga de datos haya sido muy lento, dado que ha sido necesario buscar la correspondencia de numeración para un mismo sello. Además, ha sido necesario establecer cuál de los dos sistemas de numeración prevalece sobre el otro, dado que en algunos casos existen discrepancias. Por tanto, se ha optado por usar la numeración Domfil, dado que ésta considera otorgar un número propio no a una calidad de sello, sino a un sello diferente del resto, independientemente de sus calidades. Eso no ocurre con el catálogo Yvert et Tellier que en ocasiones otorga varios números a un mismo sello, si éste tiene diferentes calidades. Así pues, la base de datos estará formada por un total de 2.858 sellos.

²⁷³ El tipo de conversión irrevocable del euro, desde el 1 de enero de 1999, es el siguiente: 1 euro = 6,55957 francos franceses.

²⁷⁴ Así como la de otros países

²⁷⁵ Cuando el catálogo incluye sellos de más de un país, a esta numeración se le añade un código de país formado por tres letras. Así pues, este sello en un catálogo internacional tendría la siguiente numeración: MON-959.24.

2.2. CALIDADES FILATÉLICAS

En un catálogo filatélico podemos encontrar infinidad de precios en función de las calidades que presenta el sello. No obstante, las más usadas son: sellos nuevos²⁷⁶, sellos con charnela y sellos usados. Tan sólo se han recogido estos tres precios en la base de datos confeccionada, observándose una total coincidencia de las calidades recogidas en los dos catálogos usados como fuente de información. Así pues, se han asignado precios en función de las siguientes calidades, según los siguientes periodos de tiempo:

- Entre 1885 y 1890: sellos con charnela y usados
- Entre 1891 y 1960: sellos nuevos, sellos con charnela y sellos usados.
- A partir de 1960: sellos nuevos y usados.

Por lo tanto, en la base de datos contamos para un mismo sello, un total de hasta 30 precios: uno para cada uno de los **dos catálogos** empleados; uno para cada uno de las **tres calidades** posibles; y uno para cada uno de los **cinco años** objeto de estudio.

2.3. VARIABLES

Además de los 30 precios para cada uno de los sellos, la base de datos contempla las siguientes variables:

- *ID: variable identificadora*
- *Numeración Domfil*
- *Numeración Yvert-et-Tellier*
- *Año de emisión*
- *Valor facial*
- *Descripción*
- *Tirada: este dato ha sido extraído del catálogo Domfil.*

2.4. DEPURACIÓN DE LA BASE DE DATOS

Todo proceso de carga de datos incluye la inevitable comisión de errores. Es por ello que siempre es preciso revisar la validez de los datos. Para ello se ha revisado individualizadamente todos los precios de los sellos que produjesen revalorizaciones anuales anormalmente altas²⁷⁷ o bajas²⁷⁸.

3. ESCASEZ

Si un sello es escaso, esto puede deberse a dos circunstancias. En primer lugar, a que las series emitidas hayan sido pocas, es decir, que la tirada haya sido muy escasa. En segundo lugar, un sello puede ser actualmente escaso por la antigüedad del mismo. Estos son los dos parámetros que usaremos para medir si existe significación estadística entre la escasez y la revalorización filatélica.

²⁷⁶ Sin señal de fija sellos.

²⁷⁷ Superiores a un 25%.

²⁷⁸ Inferiores al 10%, con signo negativo.

No obstante, antes de analizar cada uno de estos factores, es preciso definir la variable relativa a la revalorización. Dado que no evaluaremos la evolución de la revalorización a lo largo del lustro comprendido entre los años 2000 y 2004, bastará con usar la media aritmética de las revalorizaciones anuales de cada sello para cada una de las tres calidades: sellos nuevos (en adelante, **Calidad A**), sellos con charnela (en adelante, **Calidad B**) y sellos usados (en adelante, **Calidad C**). Finalmente, para cada sello se obtendrá la media aritmética de todas las calidades existentes (en adelante, **Total**).

4. TIRADA

Teóricamente, la hipótesis de partida (H_1) es que la **tirada es un factor que incide en la revalorización**, y dicha incidencia es inversamente proporcional, esto es, si la tirada de la serie emitida es escasa, mayor revalorización experimentará dicha serie y viceversa. Por lo tanto, cabría esperar que los coeficientes de correlación lineal entre la tirada y la revalorización fuesen negativos. No obstante, eso no ocurre, tal y como puede observarse en la tabla 1, donde todos los coeficientes de correlación, tanto para el conjunto de precios así como para cada una de las tres calidades, son positivos, si bien el más alto tan sólo muestra una correlación directa del 8,2% (Calidad B).

Tabla 1: Análisis de Correlación y Regresión Lineal: Tirada-Revalorización

	Coefficiente correlación	F	T-valor (α)	T-valor (β)	R²	R² Ajustado	Durbin-Watson
Total	0,049	5,011*	56,794***	2,239*	0,242%	0,194%	1,770
Calidad A	0,050	5,282*	46,670***	2,298*	0,255%	0,207%	
Calidad B	0,082	4,254*	31,820***	2,063*	0,673%	0,515%	
Calidad C	0,030	1,885	48,827***	1,373	0,091%	0,043%	
*** = Prob < 0,001; ** = Prob < 0,01; * = Prob < 0,05							

Fuente: elaboración propia

Además, en la tabla 1 se muestran los resultados obtenidos de realizar una regresión lineal, siendo la variable a explicar la revalorización y la explicativa la tirada. Los resultados de este análisis indican que el modelo planteado no es robusto, dado que presentan un r^2 ajustado inferior al 1%. No obstante, tanto los resultados del test F de significatividad conjunta como los tests t de significatividad individual, muestran que **no se puede rechazar** la hipótesis nula (H_1) de que la **revalorización se ve influida por la tirada**. Por lo tanto, podemos afirmar que la tirada afecta a la revalorización, si bien esta variable no tiene suficiente valor explicativo como para predecir la evolución de la variable independiente.

La tabla 2 muestra los resultados obtenidos segmentando la muestra por decenios, para el conjunto de la revalorización (esto es, sin distinguir entre calidades). Tan sólo para la filatelia correspondiente a la década de los años 20 y la emitida hasta 1919, el coeficiente de correlación es negativo. Además, la correlación de estas dos variables es más significativa en estos dos periodos que en los otros (20,1% y 33% respectivamente), si bien el modelo sigue sin ser suficientemente robusto (con un r^2 ajustado del 2,5% y el -0,254% respectivamente) y el estadístico del test F no muestra significación estadística.

CITIES IN COMPETITION

Tabla 2: Análisis de Correlación y Regresión Lineal: Tirada-Revalorización (por décadas)

	Coefficiente correlación	F	T-valor (α)	T-valor (β)	R ²	R ² ajustado
Total	0,049	5,011*	56,794***	2,239*	0,242%	0,194%
Hasta 1919	-0,330	0,977	19,578***	-0,989	10,885%	-0,254%
1920s	-0,201	2,690	22,125***	-1,640	4,034%	2,534%
1930s	0,063	0,319	21,437***	0,565	0,392%	-0,838%
1940s	0,143	4,721*	9,586***	2,173*	2,037%	1,606%
1950s	0,137	4,602*	33,572***	2,145*	1,874%	1,467%
1960s	0,064	1,317	28,323***	1,148	0,412%	0,099%
1970s	0,158	11,349***	7,597***	3,368***	2,503%	2,282%
1980s	0,068	2,389	16,892***	1,546	0,459%	0,267%
1990s	0,171	4,602*	27,449***	2,145*	2,938%	2,300%
*** = Prob < 0,001; ** = Prob < 0,01; * = Prob < 0,05						

Fuente: elaboración propia

Con el objetivo de clarificar aún más los resultados, hemos realizado un análisis para cada conjunto de sellos emitidos en un mismo año, para cada una de las tres calidades, así como para la revalorización total experimentada en las tres calidades posibles. De esta forma, aislamos aún más el factor de la tirada, dado que no es lo mismo que un sello emitido recientemente haya tenido cierta tirada, que el que un sello emitido hace décadas tuviese la misma cantidad emitida.

Así pues, la tabla 3 desagrega año a año los resultados obtenidos realizando un análisis de regresión y correlación lineal entre las revalorizaciones de los sellos (en el conjunto de sus calidades) segmentándolos por año de emisión. Si bien los resultados son mayoritariamente poco significativos y tendentes a mostrar una correlación positiva entre ambas variables, cabe destacar el año 1963 con una correlación positiva del 89,1%, siendo el modelo de predicción más robusto, pues no sólo los test F y t son estadísticamente significativos, sino que adicionalmente presenta un r² ajustado del 78,8%.

Tabla 3: Análisis de Correlación y Regresión Lineal: Tirada-Revalorización (por años)

Año	Coefficiente correlación	F	T-valor (α)	T-valor (β)	R ²	R ² ajustado
1919	-0,434	1,628	21,187***	-1,276	18,873%	7,283%
1920	0,418	2,117	9,813***	1,455	17,469%	9,215%
1921	-0,027	0,002	0,913	-0,046	0,071%	-33,239%
1922	0,123	0,183	22,336***	0,428	1,501%	-6,707%
1925	0,187	0,181	10,346***	0,426	3,500%	-15,800%
1933	0,207	0,899	8,796***	0,948	4,302%	-0,483%
1937	-0,358	2,504	9,273***	-1,582	12,837%	7,710%
1938	-0,155	0,592	2,154*	-0,770	2,409%	-1,657%
1939	-0,766	19,823***	18,007***	-4,452***	58,608%	55,651%
1940	0,394	7,348**	1,741	2,711**	15,519%	13,407%
1941	0,183	0,621	0,761	0,788	3,336%	-2,034%

FINANCE MANAGEMENT CHALLENGES

1942	0,273	1,528	-1,214	1,236	7,442%	2,570%
1945	-0,622	6,301*	8,624***	-2,510*	38,654%	32,519%
1946	0,459	8,256**	11,619***	2,873**	21,030%	18,483%
1948	0,063	0,159	11,045***	0,399	0,395%	-2,095%
1949	-0,141	0,650	10,052***	-0,806	1,990%	-1,072%
1950	0,159	0,439	-0,009	0,662	2,515%	-3,220%
1951	-0,335	3,413	15,110***	-1,847	11,222%	7,934%
1953	0,535	12,420**	5,544***	3,524**	28,605%	26,302%
1954	0,736	20,052***	10,852***	4,478***	54,118%	51,419%
1955	0,025	0,020	15,316***	0,142	0,061%	-2,967%
1956	-0,400	7,994**	13,227***	-2,827**	15,990%	13,990%
1957	-0,063	0,068	5,269***	-0,261	0,398%	-5,461%
1958	0,283	1,222	-0,117	1,105	8,026%	1,456%
1959	0,526	9,164**	9,441***	-3,027**	27,633%	24,618%
1960	-0,363	5,615*	11,163***	-2,370*	13,176%	10,830%
1961	0,066	0,078	2,295*	0,279	0,430%	-5,101%
1962	0,762	38,682***	0,974	6,219***	58,010%	56,510%
1963	0,891	138,667***	-4,123***	11,776***	79,389%	78,817%
1964	0,704	30,529***	0,563	5,525***	49,617%	47,992%
1965	0,624	7,653*	6,022***	2,766*	38,940%	33,852%
1966	0,308	3,562	6,158***	1,887	9,483%	6,821%
1967	0,015	0,006	12,519***	0,079	0,022%	-3,426%
1968	0,632	23,293***	-0,732	4,826***	39,959%	38,243%
1969	0,523	15,078***	1,711	3,883***	27,375%	25,560%
1970	-0,073	0,197	6,401***	-0,443	0,529%	-2,160%
1971	0,606	11,051**	3,055**	3,324**	36,773%	33,446%
1972	0,003	0,000	3,482**	0,018	0,001%	-2,127%
1973	0,212	1,647	4,026***	1,283	4,494%	1,766%
1974	0,714	55,221***	-0,023	7,431***	51,026%	50,102%
1975	0,451	10,967**	7,763***	3,312**	20,321%	18,468%
1976	0,344	5,902*	5,925***	2,429*	11,828%	9,824%
1977	-0,010	0,004	1,942	-0,067	0,009%	-2,031%
1978	0,568	27,117***	1,786	5,207***	32,237%	31,048%
1979	0,816	79,895***	-4,258***	8,938***	66,638%	65,804%
1980	0,014	0,012	14,198***	0,111	0,019%	-1,496%
Año	Coefficiente correlación	F	T-valor (α)	T-valor (β)	R²	R² ajustado
1981	0,477	14,127***	6,889***	3,759***	22,739%	21,129%
1982	0,087	0,408	9,441***	0,639	0,750%	-1,088%
1983	0,081	0,316	2,315*	0,562	0,653%	-1,417%
1984	0,050	0,133	6,953***	0,364	0,250%	-1,632%
1985	0,061	0,211	4,753***	0,460	0,369%	-1,379%
1986	-0,068	0,257	8,560***	-0,507	0,465%	-1,345%

CITIES IN COMPETITION

1987	0,484	13,153***	-2,191*	3,627***	23,423%	21,642%
1988	0,447	10,260**	5,795***	3,203**	20,016%	18,065%
1989	0,596	19,275***	2,385*	4,390***	35,514%	33,671%
1990	0,218	2,105	12,206***	1,451	4,773%	2,506%
1991	0,198	1,745	15,342***	1,321	3,901%	1,666%
1992	0,240	2,253	5,704***	1,501	5,739%	3,191%
1993	-0,224	1,271	18,878***	-1,127	5,030%	1,073%
*** = Prob < 0,001; ** = Prob < 0,01; * = Prob < 0,05						

Fuente: elaboración propia

La tabla 4 desagrega año a año los resultados obtenidos realizando un análisis de regresión y correlación lineal entre las revalorizaciones de los sellos (para la calidad A) segmentándolos por año de emisión. La tabla 5 hace lo propio con la Calidad B y la tabla 6 con la Calidad C.

Tabla 4: Análisis de Correlación y Regresión Lineal: Tirada-Revalorización Calidad A (por años)

Año	Coefficiente correlación	F	T-valor (α)	T-valor (β)	R ²	R ² ajustado
1919	-0,349	0,973	8,986***	-0,986	12,198%	-0,345%
1920	0,285	0,882	9,418***	0,939	8,101%	-1,089%
1921	-0,444	0,738	1,743	-0,859	19,740%	-7,013%
1922	-0,209	0,549	19,939***	-0,741	4,374%	-3,595%
1925	0,256	0,352	8,052***	0,593	6,575%	-12,110%
1933	0,012	0,003	3,656**	0,056	0,016%	-4,984%
1937	-0,443	4,143	7,192***	-2,036	19,597%	14,867%
1938	-0,060	0,087	1,111	-0,295	0,361%	-3,791%
1939	-0,716	14,732**	16,563***	-3,838**	51,274%	47,793%
1940	0,121	0,595	1,753	0,771	1,466%	-0,997%
1941	0,095	0,162	1,122	0,403	0,894%	-4,612%
1942	-0,457	5,003*	2,260*	-2,237*	20,842%	16,676%
1945	-0,618	6,177*	8,280***	-2,485*	38,184%	32,003%
1946	0,320	3,545	9,066***	1,883	10,263%	7,368%
1948	-0,020	0,017	10,880***	-0,129	0,042%	-2,457%
1949	-0,102	0,335	9,277***	-0,579	1,035%	-2,058%
1950	0,150	0,393	0,031	0,627	2,259%	-3,490%
1951	-0,328	3,251	17,503***	-1,803	10,748%	7,442%
1953	0,379	5,204*	8,141***	2,281*	14,373%	11,611%
1954	0,565	7,960*	7,202***	2,821*	31,892%	27,886%
1955	-0,138	0,638	14,174***	-0,799	1,896%	-1,077%
1956	-0,466	11,676**	13,231***	-3,417**	21,753%	19,890%
1957	-0,336	2,167	9,298***	-1,472	11,308%	6,090%
1958	0,348	1,931	-0,481	1,390	12,121%	5,844%
1959	0,575	11,836**	9,458***	-3,440**	33,029%	30,239%

FINANCE MANAGEMENT CHALLENGES

1960	-0,326	4,407*	8,569***	-2,099*	10,643%	8,228%
1961	0,064	0,074	2,279*	0,271	0,407%	-5,126%
1962	0,760	38,217***	-0,802	6,182***	57,715%	56,205%
1963	0,902	157,861***	-5,512***	12,564***	81,430%	80,914%
1964	0,725	34,389***	-1,040	5,864***	52,591%	51,062%
1965	0,811	23,059***	4,642***	4,802***	65,772%	62,920%
Año	Coefficiente correlación	F	T-valor (α)	T-valor (β)	R²	R² ajustado
1966	0,385	5,899*	4,075***	2,429*	14,784%	12,278%
1967	-0,009	0,002	9,391***	-0,049	0,008%	-3,440%
1968	0,566	16,460***	-0,396	4,057***	31,986%	30,043%
1969	0,491	12,673***	0,064	3,560***	24,060%	22,162%
1970	-0,133	0,667	4,923***	-0,817	1,770%	-0,885%
1971	0,592	10,240**	1,355	3,200**	35,020%	31,600%
1972	-0,116	0,643	3,080**	-0,802	1,349%	-0,750%
1973	0,171	1,059	3,127**	1,029	2,936%	0,162%
1974	0,721	57,414***	-1,826	7,577***	51,999%	51,093%
1975	0,431	9,838**	4,662***	3,137**	18,619%	16,726%
1976	0,204	1,908	5,151***	1,381	4,157%	1,979%
1977	-0,022	0,024	1,414	-0,155	0,049%	-1,991%
1978	0,585	29,712***	0,373	5,451***	34,265%	33,112%
1979	0,796	68,946***	-5,069***	8,303***	63,285%	62,367%
1980	0,026	0,043	10,546***	0,208	0,065%	-1,449%
1981	0,431	10,971**	3,830***	3,312**	18,604%	16,908%
1982	0,111	0,668	5,844***	0,817	1,222%	-0,607%
1983	0,101	0,492	1,907	0,701	1,014%	-1,048%
1984	0,109	0,633	6,057***	0,796	1,180%	-0,685%
1985	0,102	0,599	3,053**	0,774	1,039%	-0,697%
1986	0,003	0,000	5,921***	0,019	0,001%	-1,817%
1987	0,365	6,600*	-0,886	2,569*	13,306%	11,290%
1988	0,466	11,394**	3,097**	3,376**	21,747%	19,839%
1989	0,574	17,189***	0,427	4,146***	32,936%	31,020%
1990	0,164	1,157	9,101***	1,076	2,680%	0,363%
1991	0,334	5,383*	10,494***	2,320*	11,126%	9,060%
1992	0,167	1,066	3,519**	1,032	2,800%	0,173%
1993	-0,166	0,680	14,642***	-0,825	2,755%	-1,297%
*** = Prob < 0,001; ** = Prob < 0,01; * = Prob < 0,05						

Fuente: elaboración propia

CITIES IN COMPETITION

Tabla 5: Análisis de Correlación y Regresión Lineal: Tirada-Revalorización Calidad B (por años)

Año	Coefficiente correlación	F	T-valor (α)	T-valor (β)	R ²	R ² ajustado
1919	-0,407	1,387	30,156***	-1,178	16,536%	4,612%
1920	0,628	6,511*	7,126***	2,552*	39,433%	33,376%
1921	0,241	0,184	0,105	0,429	5,789%	-25,615%
1922	-0,333	1,498	18,550***	-1,224	11,098%	3,689%
1925	0,021	0,002	6,765**	0,047	0,044%	-19,947%
1933	0,819	40,682***	27,154***	6,378***	67,041%	65,393%
1937	-0,231	0,961	9,010***	-0,980	5,351%	-0,216%
1938	-0,273	1,929	2,986**	-1,389	7,439%	3,582%
1939	-0,722	15,227**	15,409***	-3,902**	52,099%	48,678%
1940	0,479	11,885**	0,771	3,448**	22,907%	20,980%
1941	0,217	0,893	0,713	0,945	4,728%	-0,565%
1942	0,521	7,089*	-2,647*	2,662*	27,172%	23,339%
1945	-0,628	6,513*	8,279***	-2,552*	39,441%	33,385%
1946	0,591	16,660***	9,937***	4,082***	34,956%	32,857%
1948	-0,143	0,834	10,391***	-0,913	2,043%	-0,406%
1949	-0,164	0,881	8,458***	-0,939	2,679%	-0,362%
1950	0,127	0,281	0,019	0,530	1,624%	-4,163%
1951	-0,360	4,011	18,118***	-2,003	12,933%	9,708%
1953	0,470	8,804**	6,314***	2,967**	22,117%	19,605%
Año	Coefficiente correlación	F	T-valor (α)	T-valor (β)	R ²	R ² ajustado
1954	0,769	24,579***	10,857***	4,958***	59,114%	56,709%
1955	0,026	0,022	13,543***	0,147	0,066%	-2,962%
1956	-0,242	2,601	8,390***	-1,613	5,833%	3,591%
1957	-0,638	11,668**	10,772***	-3,416**	40,701%	37,213%
1958	0,311	1,496	-0,261	1,223	9,655%	3,202%
1959	0,495	7,773*	7,797***	-2,788*	24,463%	21,316%

*** = Prob < 0,001; ** = Prob < 0,01; * = Prob < 0,05

Fuente: elaboración propia

Tabla 6: Análisis de Correlación y Regresión Lineal: Tirada-Revalorización Calidad C (por años)

Año	Coefficiente correlación	F	T-valor (α)	T-valor (β)	R ²	R ² ajustado
1919	-0,348	0,964	37,384***	-0,982	12,104%	-0,453%
1920	0,050	0,025	9,403***	0,159	0,253%	-9,722%
1921	-0,043	0,006	1,615	-0,075	0,185%	-33,087%
1922	0,378	1,997	8,175***	1,413	14,269%	7,125%
1925	0,180	0,167	8,111***	0,408	3,227%	-16,128%
1933	0,520	7,407*	22,845***	2,722*	27,025%	23,376%

FINANCE MANAGEMENT CHALLENGES

1937	-0,207	0,760	8,986***	-0,872	4,282%	-1,349%
1938	-0,111	0,298	1,667	-0,546	1,227%	-2,888%
1939	-0,665	11,123**	12,940***	-3,335**	44,274%	40,293%
1940	0,429	9,040**	1,222	3,007**	18,433%	16,394%
1941	0,221	0,927	0,509	0,963	4,899%	-0,385%
1942	0,160	0,496	-0,693	0,704	2,544%	-2,585%
1945	-0,501	3,344	7,012***	-1,829	25,061%	17,567%
1946	0,308	3,257	13,495***	1,805	9,506%	6,587%
1948	0,174	1,249	3,634***	1,118	3,029%	0,605%
1949	-0,105	0,354	9,401***	-0,595	1,094%	-1,997%
1950	0,166	0,481	-0,078	0,694	2,753%	-2,967%
1951	-0,252	1,829	8,888***	-1,352	6,345%	2,876%
1953	0,486	9,610**	2,169*	3,100**	23,664%	21,202%
1954	0,695	15,916***	10,336***	3,989***	48,353%	45,315%
1955	0,158	0,841	10,763***	0,917	2,485%	-0,470%
1956	-0,406	8,308**	16,006***	-2,882**	16,515%	14,527%
1957	0,242	1,058	0,800	1,028	5,857%	0,320%
1958	0,082	0,094	0,265	0,307	0,668%	-6,427%
1959	0,283	2,095	6,527***	-1,447	8,028%	4,196%
1960	-0,339	4,804*	12,627***	-2,192*	11,493%	9,101%
1961	0,067	0,082	2,311*	0,286	0,454%	-5,076%
1962	0,702	27,235***	5,748***	5,219***	49,307%	47,497%
1963	0,865	106,945***	-2,161*	10,341***	74,816%	74,116%
1964	0,595	16,966***	3,697***	4,119***	35,371%	33,286%
1965	0,207	0,536	7,383***	0,732	4,277%	-3,700%
1966	0,126	0,546	8,074***	0,739	1,581%	-1,313%
1967	0,054	0,086	16,313***	0,293	0,295%	-3,143%
1968	0,644	24,821***	-1,039	4,982***	41,492%	39,820%
1969	0,387	7,035*	5,416***	2,652*	14,957%	12,831%
1970	0,083	0,256	7,746***	0,506	0,687%	-1,997%
1971	0,518	6,957*	5,833***	2,638*	26,803%	22,950%
1972	0,165	1,313	2,050*	1,146	2,718%	0,648%
1973	0,255	2,434	5,048***	1,560	6,501%	3,830%
Año	Coefficiente correlación	F	T-valor (α)	T-valor (β)	R²	R² ajustado
1974	0,569	25,313***	2,793**	5,031***	32,323%	31,046%
1975	0,329	5,228*	10,518***	2,286*	10,840%	8,767%
1976	0,499	14,570***	6,402***	3,817***	24,877%	23,169%
1977	0,015	0,010	1,331	0,102	0,021%	-2,019%
1978	0,481	17,186***	3,620***	4,146***	23,166%	21,818%
1979	0,820	81,881***	1,081	9,049***	67,181%	66,361%
1980	-0,009	0,006	16,183***	-0,075	0,008%	-1,507%
1981	0,506	16,480***	14,226***	4,060***	25,559%	24,008%

CITIES IN COMPETITION

1982	-0,012	0,008	18,714***	-0,089	0,015%	-1,837%
1983	0,054	0,138	2,798**	0,372	0,287%	-1,791%
1984	-0,046	0,110	7,450***	-0,332	0,207%	-1,676%
1985	-0,026	0,040	5,732***	-0,199	0,070%	-1,684%
1986	-0,164	1,528	10,604***	-1,236	2,704%	0,935%
1987	0,463	11,711**	-2,400*	3,422**	21,405%	19,578%
1988	0,305	4,193*	7,906***	2,048*	9,278%	7,065%
1989	0,553	15,416***	7,484***	3,926***	30,577%	28,594%
1990	0,297	4,069	16,860***	2,017	8,833%	6,662%
1991	-0,073	0,227	16,074***	-0,477	0,526%	-1,787%
1992	0,327	4,432*	9,133***	2,105*	10,696%	8,282%
1993	-0,206	1,065	16,447***	-1,032	4,248%	0,259%
*** = Prob < 0,001; ** = Prob < 0,01; * = Prob < 0,05						

Fuente: elaboración propia

En resumen, podemos afirmar que **no se puede rechazar la hipótesis nula (H_1) de que la revalorización se ve influida por la tirada**, dado que en el análisis agregado, los resultados del test F de significatividad conjunta como el test t de significatividad individual, son estadísticamente significativos. Por lo tanto, podemos afirmar que la tirada afecta directamente a la revalorización, si bien esta variable no tiene suficiente valor explicativo como para predecir la evolución de la variable independiente. No obstante, **al contrario de lo que a priori se preveía, dicha correlación es positiva.**

4.1. UNA VARIABLE INTERMEDIA: EL PRECIO

Con el objetivo de clarificar las causas que provocan una correlación positiva entre la tirada y la revalorización filatélica (cuando de partida preveíamos que la correlación sería negativa), vamos a introducir una variable intermedia entre las dos analizadas: el precio. Esta variable no es más que la media aritmética de todos los precios de los catálogos para cada una de sus calidades. El planteamiento consiste en el establecimiento de dos hipótesis nulas:

1. **El precio de los sellos depende de la tirada (H_2)**, y dicha relación es inversamente proporcional. Así pues, nos encontramos con que las series con una tirada escasa poseen un alto precio y viceversa.
2. **La revalorización de los sellos depende del precio de los mismos (H_3)**, y dicha relación es inversamente proporcional. Así pues, nos encontramos con que los sellos con un elevado precio poseen una baja revalorización y viceversa.

Por lo tanto, se han realizado dos análisis de correlación y regresión lineal siendo en primer lugar la tirada la variable explicativa y el precio la variable a explicar, mientras que en el segundo análisis la revalorización era la variable a explicar y el precio la variable explicativa.

Los resultados del primer análisis (Tirada-Precio) se pueden observar en la tabla 7. Los coeficientes de correlación para todas las calidades, así como para el conjunto de los sellos en todas sus calidades, son negativos. No obstante, los resultados de este análisis indican que el modelo planteado de predicción obtenido no es robusto pues presenta un r^2 ajustada inferior al 1%. En cuanto a los resultados de los test de significatividad, tan sólo el

test t de significatividad individual (α) muestra que **no se puede rechazar la hipótesis nula (H_2) de que los precios se ven influidos por la tirada.**

Tabla 7: Análisis de Correlación y Regresión Lineal: Tirada-Precio

	Coefficiente correlación	F	T-valor (α)	T-valor (β)	R²	R² ajustado
Total	-0,028	1,618	0,004**	0,204	0,078%	0,030%
Calidad A	-0,028	1,662	0,004**	0,197	0,080%	0,032%
Calidad B	-0,050	1,565	0,012*	0,211	0,249%	0,090%
Calidad C	-0,028	1,659	0,004**	0,198	0,080%	0,032%
*** = Prob < 0,001; ** = Prob < 0,01; * = Prob < 0,05						

Fuente: elaboración propia

Los resultados del segundo análisis (Precio-Revalorización) se pueden observar en la tabla 8. Los coeficientes de correlación para todas las calidades, así como para el conjunto de los sellos en todas sus calidades, son negativos. No obstante, los resultados de este análisis indican que el modelo planteado de predicción obtenido no es robusto pues presenta un r^2 ajustada inferior al 1%. En cuanto a los resultados de los test de significatividad, tan sólo el test t de significatividad individual (α) muestra que **no se puede rechazar la hipótesis nula (H_3) de que los precios se ven influidos por la tirada.**

Tabla 8: Análisis de Correlación y Regresión Lineal: Precio-Revalorización

	Coefficiente correlación	F	T-valor (α)	T-valor (β)	R²	R² ajustado
Total	-0,004	0,038	0,010*	0,845	0,001%	-0,034%
Calidad A	-0,001	0,005	0,041*	0,944	0,000%	-0,036%
Calidad B	-0,035	0,850	0,022*	0,357	0,119%	-0,021%
Calidad C	-0,002	0,015	0,008**	0,903	0,001%	-0,035%
*** = Prob < 0,001; ** = Prob < 0,01; * = Prob < 0,05						

Fuente: elaboración propia

Por lo tanto, la explicación de que la tirada y la revalorización sean variable con un coeficiente de correlación positivo, puede deberse a que la tirada incide negativamente en el precio, y éste a su vez lo hace de forma negativa en la revalorización. Este planteamiento es válido teóricamente, dado que una baja tirada crea escasez, y ésta a su vez hace que los precios de los **sellos muy escasos**²⁷⁹ sean muy altos. Por otro lado, una tirada amplia, si bien razonable, permite que el precio de los **sellos escasos**, no sea muy elevado. Así pues, los sellos escasos, al ser más baratos, son más líquidos y permiten al inversor obtener plusvalías mayores que las de los sellos muy escasos, que debido a su alto precio, no se revalorizan en igual grado, debido a que son más ilíquidos.

²⁷⁹ Los sellos conmemorativos pueden separarse entre sellos escasos y muy escasos.

5. ANTIGÜEDAD

Teóricamente, la hipótesis de partida (H_4) es que **la antigüedad es un factor que incide en la revalorización**, siendo dicha incidencia directamente proporcional, esto es, cuanto más antiguos sean los sellos, más escasos serán y, por lo tanto, mayor revalorización experimentará y viceversa. Por lo tanto, cabría esperar que los coeficientes de correlación lineal entre la antigüedad y la revalorización fuesen positivos. No obstante, eso no ocurre, tal y como puede observarse en la tabla 9, donde todos los coeficientes de correlación, tanto para el conjunto de precios así como para cada una de las tres calidades, son negativos, si bien el más alto tan sólo muestra una correlación directa del -4,9% (Calidad A).

Además, en la tabla 9 se muestran los resultados obtenidos de realizar una regresión lineal, siendo la variable a explicar la revalorización y la explicativa la antigüedad. Los resultados de este análisis indican que el modelo planteado no es robusto, dado que presentan un r^2 ajustado inferior al 1%. No obstante, tanto los resultados del test F de significatividad conjunta como el test t de significatividad individual, muestran que **no se puede rechazar la hipótesis nula (H_4) de que la revalorización se ve influida por la antigüedad**. Por lo tanto, podemos afirmar que la antigüedad afecta a la revalorización, si bien esta variable no tiene suficiente valor explicativo como para predecir la evolución de la variable independiente.

Tabla 9: Análisis de Correlación y Regresión Lineal: Antigüedad-Revalorización

	Coefficiente correlación	F	T-valor (α)	T-valor (β)	R ²	R ² ajustado
Total	-0,022	1,404	28,985***	-1,185	0,050%	0,014%
Calidad A	-0,049	6,631*	34,043***	-2,575*	0,236%	0,201%
Calidad B	-0,046	1,514	12,144***	-1,231	0,212%	0,072%
Calidad C	-0,009	0,270	21,429***	-0,520	0,010%	-0,026%
*** = Prob < 0,001; ** = Prob < 0,01; * = Prob < 0,05						

Fuente: elaboración propia

Con el objetivo de clarificar las causas que provocan una correlación negativa entre la antigüedad y la revalorización filatélica (cuando a priori preveíamos que la correlación sería negativa), vamos a introducir nuevamente, la variable precio, que no es más que la media aritmética de todos los precios de los catálogos para cada una de sus calidades. El planteamiento consiste en el establecimiento de dos hipótesis nulas:

1. **El precio de los sellos depende de la antigüedad (H_5)**, y dicha relación es directamente proporcional. Así pues, nos encontramos con que las series más antiguas poseen un alto precio y viceversa.
2. **La revalorización de los sellos depende del precio de los mismos (H_3)**, y dicha relación es inversamente proporcional. Así pues, nos encontramos con que los sellos con un elevado precio poseen una baja revalorización y viceversa.²⁸⁰

²⁸⁰ Esta segunda hipótesis nula (H_3) es la misma que la realizada en el epígrafe 4.1.

Por lo tanto, se han realizado dos análisis de correlación y regresión lineal siendo en primer lugar la antigüedad la variable explicativa y el precio la variable a explicar, mientras que en el segundo análisis la revalorización era la variable a explicar y el precio la variable explicativa.

Los resultados del primer análisis (Antigüedad-Precio) se pueden observar en la tabla 10. Los coeficientes de correlación para todas las calidades, así como para el conjunto de los sellos en todas sus calidades, son positivos. No obstante, los resultados de este análisis indican que el modelo planteado de predicción obtenido no es robusto pues presenta un r^2 ajustada inferior al 4%. Sin embargo, tanto los resultados del test F de significatividad conjunta como el test t de significatividad individual muestran que **no se puede rechazar la hipótesis nula (H_0) de que los precios se ven influidos por la antigüedad.**

Tabla 10: Análisis de Correlación y Regresión Lineal: Antigüedad-Precio

	Coefficiente correlación	F	T-valor (α)	T-valor (β)	R ²	R ² ajustado
Total	0,125	44,408***	0,000***	0,000***	1,558%	1,523%
Calidad A	0,095	25,668***	0,012*	0,000***	0,910%	0,874%
Calidad B	0,196	28,396***	0,000***	0,000***	3,846%	3,710%
Calidad C	0,107	32,752***	0,004**	0,000***	1,154%	1,119%

*** = Prob < 0,001; ** = Prob < 0,01; * = Prob < 0,05

Fuente: elaboración propia

Los resultados del segundo análisis (Precio-Revalorización) se pueden observar en la tabla 8²⁸¹. Los coeficientes de correlación para todas las calidades, así como para el conjunto de los sellos en todas sus calidades, son negativos. No obstante, los resultados de este análisis indican que el modelo planteado de predicción obtenido no es robusto pues presenta un r^2 ajustada inferior al 1%. En cuanto a los resultados de los test de significatividad, tan sólo el test t de significatividad individual (α) muestra que **no se puede rechazar la hipótesis nula (H_0) de que los precios se ven influidos por la tirada.**

Por lo tanto, la explicación de que la antigüedad y la revalorización sean variables con un coeficiente de correlación negativo, puede deberse a que la tirada incide positivamente en el precio, y éste a su vez lo hace de forma negativa en la revalorización. Este planteamiento es válido teóricamente, dado que un sello muy antiguo es **muy escaso**²⁸², siendo sus precios muy altos. Por otro lado, un sello no tan antiguo, es **escaso**, pero su precio no es muy elevado. Así pues, los sellos escasos, al ser más baratos, son más líquidos y permiten al inversor obtener plusvalías mayores que las de los sellos muy escasos, que debido a su alto precio, no se revalorizan en igual grado, debido a que son más ilíquidos.

6. CONSIDERACIONES FINALES

En primer lugar, es necesario recordar que el análisis empírico efectuado a lo largo de este trabajo se circunscribe única y exclusivamente a la filatelia emitida por uno de los muchos estados que lo hacen: Mónaco.

²⁸¹ Véase epígrafe 4.1.

²⁸² Los sellos conmemorativos pueden separarse entre sellos escasos y muy escasos.

Por lo tanto, las conclusiones a las que se llega a través de este análisis, deben ser tomadas con cierta prudencia, debido al carácter sectorial de la muestra empleada, a pesar de que la filatelia monegasca sea, tal y como se ha mostrado anteriormente, una de las más selectas del mundo y de las más idóneas para usarla como objeto de inversión. Así pues, las principales conclusiones a las que se ha llegado a través del presente trabajo, son las siguientes:

1. Respecto a la escasez, tanto la tirada como la antigüedad inciden (aunque con unos coeficientes de correlaciones muy cercanos a 0) en la revalorización filatélica.
2. No obstante, tal y como puede observarse en la tabla 11, dicha incidencia es contraria a lo que a priori se suponía, es decir, ambas variables tienen una relación directa. Esto es debido a que la tirada y la antigüedad inciden de forma directa en una variable intermedia, el precio filatélico, y ésta, a su vez, incide de forma inversa en la revalorización filatélica.
3. Dado que el precio incide de forma inversa en la revalorización filatélica, tal y como hemos dicho en la segunda conclusión, la filatelia óptima para invertir no es la **muy escasa** (que tiene precios exorbitantes), sino la **escasa**. Esta tercera conclusión ha sido anteriormente apuntada por investigaciones anteriores²⁸³ y coincide con la política de selección de valores filatélicos que realizan Sociedades de Inversión Filatélica, tales como Afinsa Bienes Tangibles y Fórum Filatélico. Además, esta circunstancia reafirma una de las características propias de la inversión en bienes tangibles de colección y, particularmente, una de las características más distintivas de la inversión filatélica: la accesibilidad²⁸⁴.

Tabla 11: Resumen hipótesis contrastadas

<i>Hipótesis</i>	<i>Resultado contraste</i>	<i>Relación a priori</i>	<i>Correlación</i>
<i>H₁: La revalorización depende de la tirada</i>	<i>No se puede rechazar</i>	<i>Inversa</i>	<i>Positiva</i>
<i>H₂: El precio depende de la tirada</i>	<i>No se puede rechazar</i>	<i>Inversa</i>	<i>Negativa</i>
<i>H₃: La revalorización depende del precio</i>	<i>No se puede rechazar</i>	<i>Inversa</i>	<i>Negativa</i>
<i>H₄: La revalorización depende de la antigüedad</i>	<i>No se puede rechazar</i>	<i>Directa</i>	<i>Negativa</i>
<i>H₅: El precio depende de la antigüedad</i>	<i>No se puede rechazar</i>	<i>Directa</i>	<i>Positiva</i>

Fuente: elaboración propia

BIBLIOGRAFÍA

Coca, J.L. (1998): *Análisis del mercado financiero de bienes tangibles: el caso particular de la filatelia financiera*, Tesis doctoral, Universidad Complutense de Madrid

Coca, J.L. (2001): *La inversión en bienes tangibles de colección. Cien preguntas clave y sus respuestas*. Madrid: Dykinson, S.L.

Coca, J.L.; Torres, J. (2003): "Inversiones en filatelia financiera: valor filatélico", *Best Papers Proceedings 2003 of XII International Conference: El Gobierno Equilibrado de la Empresa*, Editores: Dr. Priamo Rodríguez y Carlos Rodríguez Rad., European Association of Management and Business Economics (AEDEM) y Universidad Tecnológica de Santiago (UTESA), Santiago de los Caballeros (República Dominicana), pp. 53-64.

Gramp, W. (1991): *Arte, Inversión y Mecenazgo. Un análisis Económico del Mercado del Arte*. Barcelona: Ariel.

²⁸³ Coca (1998), pp. 216,217.

²⁸⁴ Coca (2001), p. 42.

FINANCE MANAGEMENT CHALLENGES

Gutián, R. (1998): *Modelización de activos financieros; el caso de la filatelia española como inversión*, Documento de Trabajo.

Gutián, R. (2001): “El concepto de activo nocional y su aplicación fuera de los mercados financieros”, *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, Vol. 10, Núm. 4, pp. 83-90.

Instituto Superior de Técnicas y Prácticas Bancarias (2001): *Guía de la inversión en productos alternativos*, Madrid, Cinco Días.

Parejo, J.A.; Cuervo A.; Calvo A.; Rodríguez, L.: *Manual de sistema Financiero Español* (10ª edición), Ariel Economía.

Suárez, A.S. (1996): *Decisiones óptimas de Inversión y Financiación en la Empresa* (18ª edición), Madrid: Editorial Pirámide.