

# Promotie

## Essays in alternative investments

**D**e ondermaatse rendementen op heel wat financiële activa en de wereldwijde groei in het aantal vermogende huishoudens hebben geleid tot een groeiende aandacht voor alternatieve beleggingen, zoals investeringen in kunst, postzegels en wijn. Het proefschrift onderzoekt de rendementen op zulke beleggingen in verzamelobjecten. Een van de belangrijkste problemen met de bestaande literatuur is dat studies vaak met kleine datasets en korte tijdsperiodes werken. Daarom bouwt het proefschrift nieuwe databases op, voor zowel kunst als postzegels, zodat de prijsevoluties op een accurate manier gemeten kunnen worden. Voor kunst wordt er gebruikgemaakt van veilingdata, verzameld uit verschillende (off- en online) bronnen. De basis voor het onderzoek naar postzegels zijn Britse prijscatalogi, die reeds aan het einde van de negentiende eeuw gepubliceerd werden.

Het meten van rendementen op activa die slechts heel infrequent verhandeld worden – zoals kunst, maar ook vastgoed – is niet evident. Onderzoekers maken traditioneel gebruik van twee verschillende methodes. De eerste is de hedonische regressie, waarbij transactiepreizen geregresseerd worden tegen een aantal prijsbepalende karakteristieken (bijvoorbeeld de grootte van een schilderij of de reputatie van de artiest) en tijds effecten. De tweede is de zogeheten *repeat-sales*-regressie, die prijsevoluties schat op basis van die items waarvoor zowel een aan- als een verkoopprijs waargenomen wordt. Beide methodes hebben voor- en nadelen; de keuze hangt dikwijls af van de aard van de beschikbare data.

Het proefschrift vindt dat de langetermijnrendementen op kunst en postzegels positief zijn, maar substantieel lager dan de rendementen op aandelen. Voor kunst en postzegels worden gemiddelde jaarlijkse rendementen gerapporteerd van 2,5 respectievelijk 2,9 procent (in Britse ponden en na aftrek van inflatie) over de periode 1900–2009. Aandelen brachten over dezelfde periode 5,3 procent op; overheidsobligaties slechts 1,4 procent. Ondanks de lagere toename in waarde, benadert de volatiliteit van kunst- en postzegelprijzen die van aandelen. Gemiddeld gezien verdrievoudigden kunstprijzen bijvoorbeeld in de tweede helft van de jaren tachtig, maar de crash die daarop volgde was minstens even uitgesproken. Het hoge prijsniveau van 1990 zou pas in 2007 opnieuw bereikt worden. De prijsvolatiliteit van de index onderschat daarenboven het reële risico dat de meeste investeerders nemen, doordat het erg moeilijk is om in een gediversifieerde kunstportfolio te investeren.



Auteur **Spaenjers, C. (2011)**  
 Titel **Essays in alternative investments**  
 Proefschrift **Tilburg University**

**CHRISTOPHE SPAENJERS**  
 Assistant Professor aan de HEC Paris

Er zijn heel wat verschillen in de langetermijnrendementen tussen types kunst. Over de laatste 25 jaar zijn olieverschilderijen en naoorlogse kunst bijvoorbeeld veel sterker in waarde gestegen dan het gemiddelde werk. Ook is de premie (de relatieve meerprijs) voor de duurste kunst stelselmatig omhooggegaan, wat gezien kan worden als een illustratie van *superstar economics*. Indien de wereldwijde vraag naar kunst blijft stijgen, is er mogelijk een plaats weggelegd voor kunst van hoge kwaliteit in de portfolio's van vermogende investeerders met een langetermijnhorizon. De lange horizon is belangrijk omdat de transactiekosten in de kunstmarkt erg hoog liggen.

Tegelijk heeft het proefschrift ook aandacht voor de determinanten

van de prijsevoluties in de kunst- en postzegelmarkt. Vorig onderzoek heeft zich vooral gericht op de impact van Amerikaanse en Britse aandelenmarkten. Het proefschrift verruimt de kennis inzake *fundamentals* door ook het belang van andere economische variabelen te onderschrijven. Evoluties in economische groei, inkomensongelijkheid en inflatieverwachtingen hebben een impact op de prijs van verzamelgoederen, al varieert de rol van elk van deze factoren. Zo zal de prijs van postzegels – net als die van goud of diamant, maar niet die van kunst – stijgen in tijden van hoge onzekerheid over de toekomstige inflatie. Omgekeerd duwt een groeiende inkomensongelijkheid de prijs van topkunst omhoog, maar niet per definitie die van postzegels of minder bekende kunst. Lokale economische omstandigheden hebben impact op de prijs van kunst verhandeld in hetzelfde land, maar minder indien de kunst wereldwijd in zwang is.

Het rendement op verzamelobjecten hangt dus vooral af van evoluties in de – door economische omstandigheden beïnvloede – vraag. Ook evoluties in smaak kunnen echter een rol spelen; over de zeer lange termijn vallen zelfs volledige verzamelcategorieën soms uit de mode. Aan het eind van de negentiende eeuw werden erg hoge prijzen betaald voor zilvergoed, en aan het begin van de twintigste eeuw herhaalde de geschiedenis zich in de handel van tapijten. Kunstwerken zijn slechts langzamerhand waardevollere verzamelobjecten geworden, wat uiteindelijk culmineerde in de astronomisch hoge prijzen van de laatste decennia. Dit illustreert het gevaar van *survivorship bias*: elk onderzoek naar alternatieve beleggingen loopt het risico enkel die artiesten of verzamelcategorieën te beschouwen die niet uit de gratie van westerse verzamelaars en investeerders zijn gevallen. Verder onderzoek zal hier dieper op ingaan.

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.