

# Het monetaire rendement van beleggen in schilderijen

M.M.G. Fase en M. van Tol\*

**H**et rendement van beleggen in schilderkunst wordt bepaald door de prijsontwikkeling. Na lange tijd stabiel te zijn geweest, is deze in de afgelopen jaren onzekerder geworden. In dit artikel wordt een overzicht gegeven van methoden om de prijsindex van schilderkunst te berekenen. De index van de auteurs zelf geeft aan dat beleggen in schilderkunst een (iets) lager rendement geeft dan andere beleggingsvormen.

Met de aankoop van schilderijen is het vermoedelijk net als met studeren: het eraan te ontlenen genoeg prevaleert boven het te behalen rendement. Niettemin is de rendementsberekening voor onderwijs vaak bepleit en intussen zowel aanvaard als in de praktijk talloze malen verricht. Onderwijs wordt in deze zienswijze opgevat als een investering in menselijk kapitaal. Ook voor kunst, zij het op kleinere schaal, zijn wel pogingen gedaan het rendement te becijferen. In de daarbij gevolgde gedachtengang worden kunstaankopen opgevat als een mogelijke belegging ter afwisseling van de aankoop van bijvoorbeeld obligaties, aandelen, goud en vastgoed. Het rendement van kunst wordt geheel bepaald door de prijsvorming na aftrek van de niet geringe veilingkosten en uitgaven voor verzekering en dergelijke.

Ongeveer de helft van de omzet op de internationale kunstveilinghuizen wordt gehaald uit schilderijen<sup>1</sup>. De jaren tachtig lieten een opvallende prijsstijging van schilderkunst zien. Ook na de beurskrach van oktober 1987 bleven de prijzen zich nog geruime tijd in opgaande richting bewegen. Er ontstond veel vertrouwen in de waardevastheid van kunst. De ineenstorting van de prijzen op de kunstmarkt in 1990 lijkt er echter op te wijzen dat ook de kunstmarkt een stuk minder voorspelbaar en veel onzekerder is dan lange tijd werd gedacht.

In dit artikel wordt de prijsontwikkeling van schilderijen op de zogenaamde secundaire of tweedehandsmarkt onderzocht, waarbij de nationale en lokale markt voor werk van eigentijdse en levende kunstenaars buiten beschouwing wordt gelaten. Overheden in verschillende landen hebben een ingrijpende invloed op de prijzen in dit segment van de markt<sup>2</sup>. Om die reden is in dit artikel uitsluitend gekeken naar de kunstprijzen zoals deze tot stand komen op de internationale kunstmarkt. Een belangrijke veronderstelling bij deze begrenzing is dat er op internationaal niveau een redelijke mate van consensus heerst over de kwaliteit van de aangeboden schilderij-

en. Lokale en nationale voorkeuren en marktbelemmeringen worden hierdoor zoveel mogelijk buiten beschouwing gelaten.

## De markt voor schilderkunst

De kunstmarkt, in zekere zin evenals de woningmarkt, onderscheidt zich van de meeste andere goederen- of financiële markten door het gefixeerde aanbod. Dit is een gevolg van het feit dat de goederen die op de kunstmarkt worden verhandeld niet reproduceerbaar zijn. Het gaat bij schilderijen en tekeningen altijd om unica. In termen van vraag en aanbod betekent dit, dat het aanbod (met uitzondering van de hedendaagse kunst) vast staat en dat de prijs van een kunstwerk volledig wordt gedomineerd door de vraag. Volgens de bekende indeling van Marshall is er, om de terminologie van De Jong te gebruiken,

\* De eerste auteur is onderdirecteur van de Nederlandsche Bank en hoogleraar monetaire economie aan de UvA. De tweede auteur heeft kort geleden haar studie economie beëindigd. Dit artikel is voor een gedeelte gebaseerd op haar doctoraalscriptie voor het vak monetaire economie die zij tijdens een stage op de afdeling Wetenschappelijk onderzoek en econometrie van de Nederlandsche Bank schreef. De scriptie 'Kunst als belegging' is opgenomen in de WO&E-onderzoeksrapportenreeks als nr 401.

1. Vgl. Art Sales Index Ltd, *Art Market Bulletin*, november 1993.

2. De nationale overheden laten zich in hun kunstbeleid vaak leiden door allerlei politieke overwegingen zoals behoud van schilderijen voor het eigen land, waardoor verkoop naar het buitenland aan beperkingen onderhevig is. Ook dit belemmert de vrije prijsvorming en waardeontwikkeling, zoals een recent proces in Frankrijk, waar de rechter de staat verplichtte de gedupeerde particuliere verkoper van Van Goghs 'Jardin à Auvers' een schadevergoeding van ongeveer 140 miljoen frank of f 50 miljoen te betalen. Zie artikel Franse staat boet zwaar voor verbod op export kunst, *NRC Handelsblad*, 12 juli 1994.

sprake van een ultrakorte marktperiode<sup>3</sup>. Dit wil zeggen dat de aangeboden hoeveelheid goederen naar boven is begrensd en niet op korte termijn kan worden uitgebreid. Overigens kan het aanbod wel worden ingekrompen, doordat aanbieders hun spullen uit de markt nemen, of doordat kunstwerken immo- biel worden wanneer zij in musea belanden.

Wat de aard van de markt betreft, is er sprake van een onvolkomen markt waar het aanbod niet homogeen is. Dit laatste wil niet zeggen dat er geen enkele substitutie tussen schilderijen mogelijk is. Zoals men in het dagelijks leven een keuze tussen appels en peren maakt op basis van hun kenmerken en onderlinge prijsverhouding, zo geldt dit ook voor de aankoop van kunstwerken. Wanneer twee ter verkoop aangeboden schilderijen beide de gewenste combinatie van specifieke eisen van de verzamelaar bezitten, zal de prijs veelal de doorslag geven bij de aankoop.

### Informatieproblemen

De kunstmarkt is weinig doorzichtig. Behalve over de prijs bestaan er in de kunstmarkt ook veel onzekerheden over de kwaliteit van een werk. Als eerste betreft dit de kans op een vervalsing of foutieve toeschrijving. Zo circuleren er in de Verenigde Staten alleen al meer dan 5000 schilderijen van Corot. Corot zelf zou echter slechts 2000 schilderijen hebben gemaakt<sup>4</sup>. Een tweede risico is de kans op een foutieve toeschrijving. 'De man met de gouden helm' bezit nog maar een fractie van zijn oorspronkelijke waarde, nu het door deelnemers aan het Rembrandtproject als een foutieve toeschrijving is aangemerkt<sup>5</sup>. In dit verband is de 'pedigree', dat wil zeggen de stamboom van een kunstwerk, voor een koper van wezenlijk belang.

Op verschillende manieren is de laatste jaren gepoogd de doorzichtigheid van de kunstmarkt te vergroten. Een potentiële koper kan zich bij een veiling vooraf laten informeren over de geschatte waarde van een stuk. Bovendien staan in de catalogus van de te veilen kunstwerken vaak de geschatte prijzen vermeld. Door regelmatig kijkdagen of veilingen te bezoeken kan bovendien inzicht verworven worden in de prijsstructuur van de markt, terwijl er na gehouden veilingen lijsten met veilingresultaten verschijnen. Echter, de prijzen zoals die tot stand komen in de kunsthandel buiten de veilingen en die van op veilingen onverkochte stukken blijven moeilijk of niet te achterhalen.

### Omvang

De kunstmarkt is in vergelijking met bij voorbeeld de aandelen- of obligatiemarkt niet alleen ondoorzichtig maar ook klein. Op het hoogtepunt van de markt in 1989 was de gezamenlijke omzet op de veilinghuizen bijna £ 3 miljard of f 7 miljard. Thans is deze gedaald, mogelijk als gevolg van de teruglopende conjunctuur sinds 1989, tot nog maar ruim £ 800 miljoen of f 2 miljard. In Nederland werd in 1992 een kunstveilingomzet van nog geen £ 15 miljoen of f 40 miljoen gehaald<sup>6</sup>. Ter vergelijking: in 1992 bedroeg de omzet op de Amsterdamse aandelenmarkt bijna f 450 miljard, dat wil zeggen meer dan 10.000 maal zo groot als de omzet op de Nederlandse markt voor

schilderkunst. Dit beeld verandert niet als rekening wordt gehouden met het aantal deelnemers.

## De prijs van schilderkunst

Basis voor berekening van het rendement is de prijsontwikkeling van schilderkunst. In literatuur en praktijk van de kunsthandel krijgen vier methoden om een prijsindex te berekenen, de aandacht. We laten deze vier methoden kort de revue passeren alvorens met onze eigen benadering te komen.

### Geometrische prijsindex

Bij de berekening van een geometrisch prijsgemiddelde wordt verondersteld dat de waargenomen veilingprijzen van de individuele schilderijen een steekproef vormen uit de onderliggende waardeverdeling van de schilderijen. De prijsindex van de gehele verzameling wordt gebaseerd op deze steekproef van tot stand gekomen veilingprijzen.

Om vergelijking in de tijd mogelijk te maken moet de verzameling, waaruit de te veilen schilderijen worden getrokken, vaststaan. Dit wordt bereikt door alleen de schilderijen die vóór een bepaalde periode geschilderd zijn en waarvan de schilder reeds is overleden tot de verzameling te rekenen. De verhouding van het geometrisch gemiddelde van individuele prijzen in de beschouwde en basis periode  $s$  en  $t$  wordt gebruikt als prijsindex<sup>7</sup>.

Voordeel van het gebruik van de geometrische prijsindex is dat van alle veilinggegevens gebruik wordt gemaakt. Als nadeel van deze methode geldt dat er geen onderscheid wordt gemaakt tussen de verschillende schilderstromingen. Tevens wordt impliciet aangenomen dat telkens kwalitatief gelijkwaardige schilderijen worden geveild.

### Regressie bij herhaalde verkoop

De prijsindexmethode van de Repeat Sales Regression (RSR) is in eerste aanleg ontwikkeld voor de meting van het prijsbeloop van vastgoed. Bij toepassing op schilderkunst gebruikt zij de aan- en verkoopprijs

3. Vgl. A. Marshall, *Principles of economics*, Londen, 1890, blz. 410-411.

4. F. Arnau, *The art of the faker*, Boston, z.j. Zie ook het artikel van G. Telgenhof, De stier van Potter op maat gemaakt, in *NRC Handelsblad* van 20 juli 1994.

5. NIBE, *Kunst en financiën*, Amsterdam, 1993, blz. 135.

6. Art Sales Index Ltd, *Art market bulletin*. Deze cijfers betreffen slechts een gedeelte van de markt.

7. De prijsindexformule is:  $P_t = \prod_{i=1}^n p_{it}^{1/n} \prod_{i=1}^n p_{is}^{-1/n}$ . De grondslag

hiervoor is de volgende gedachtengang. Veronderstel dat de verzameling uit  $n$  schilderijen bestaat. Als  $Dp_i/p_i$  de gemiddelde maatstaf is voor de monetaire appreciatie van schilderij  $i$  over het tijdsverloop  $\Delta t$ , tussen tijdstip  $s$  en  $t$ , dan is de gemiddelde relatieve prijsstijging van alle schilderijen gelijk aan:  $P_t/P_s = \exp [1/n \sum_{i=1}^n (Dp_i/p_i) \Delta t]$ . Substitueer nu

$D(\ln p)$  voor  $Dp_i/p_i$  en in de limietovergang resulteert de bovengegeven prijsindex. Opvallend is de verwantschap met de prijsindex van Divisia, zoals beschreven in F. Divisia, *Economie rationnelle*, Parijs, 1928, blz. 269 e.v.

van afzonderlijke schilderijen om de waardeveranderingen van een gemiddeld of representatief te achten schilderij over een bepaalde tijdsperiode te schatten. Dat wil zeggen dat alleen de verkoopgegevens gebruikt worden van een schilderij dat meerdere malen verkocht is, waarbij steeds naar de prijsontwikkeling van hetzelfde schilderij wordt gekeken. De werkwijze is als volgt. Voor ieder verkooppaar wordt de logaritme van de prijsverhouding berekend, dat wil zeggen de logaritme van de prijs van de latere verkoop minus de logaritme van de prijs gerealiseerd bij de eerste verkoop. In gewone taal is dit ongeveer de procentuele prijsverandering. Hiermee wordt vervolgens een regressie uitgevoerd op een set dummy-variabelen, met een dummy-variabele voor elke verkoop<sup>8</sup>.

Voordeel van het gebruik van de RSR-methode is dat de waardevermeerdering van een zelfde schilderij gemeten wordt waardoor correctie voor de kwaliteitsverschillen tussen de schilderijen niet meer nodig is. Nadeel is echter dat er maar een klein deel van de beschikbare verkoopgegevens wordt gebruikt en dat eventuele waardeschommelingen tussen de beide verkopen onzichtbaar blijven.

#### *Hedonistische prijsindexmethode*

Bij de hedonistische regressiemethode wordt voor de verschillen in de kwaliteit van een schilderij gecorrigeerd. Van een schilderij dat aanleiding gaf tot een transactie worden de objectief waarneembare kenmerken beschreven (bij voorbeeld naam schilder, afmetingen, stroming, enzovoort). De 'hedonistische regressiemethode' schat de impliciete prijs van deze kenmerken, waarbij de kenmerken van een schilderij worden omgezet in binaire of dummyvariabelen die de effectief waargenomen prijzen moeten verklaren<sup>9</sup>. De aldus geschatte regressiecoëfficiënten zijn de impliciete prijzen van deze kenmerken. Deze worden vervolgens van de effectieve prijs van een schilderij afgetrokken. Uit de jaargemiddelden van die verschillen resulteert de prijs van een 'standaarddoek'. Uit de aldus verkregen reeks standaardprijzen wordt een prijsindex berekend.

Voordeel van de hedonistische regressiemethode is dat van alle veilinggegevens gebruik wordt gemaakt en dat in beginsel de prijsontwikkeling van de verschillende schilderstromingen wordt onderscheiden. Het nadeel van de hedonistische regressiemethode is dat vaak maar weinig specifieke kenmerken van een schilderij bekend zijn, waardoor de feitelijke toepassing nogal mager uitvalt, zoals het onderzoek van Buelens en Ginsburgh treffend illustreert.

#### *Sotheby's Art index*

De Sotheby's Art index betreft antiek en schilderijen. Het onderdeel schilderijen bevat vier categorieën, te weten Oude meesters, 19e-eeuwse Europese schilderijen, impressionisten en moderne kunst. Bij de samenstelling van de index voor elk van de vier categorieën wordt uitgegaan van een vast pakket van kunstvoorwerpen. In het basisjaar 1975 is per categorie een mandje met gemiddeld dertig à veertig schilderijen vastgesteld. Schilderijen worden geselecteerd op basis van goede kwaliteit uit de middenklasse van

de markt omdat dit segment volgens Sotheby's de marktontwikkeling het beste weergeeft.

Aan de hand van de prijzen zoals die op de veilingen van Sotheby's tot stand komen voor vergelijkbare kunstwerken taxeren Sotheby's kunstexperts telkens de schilderijen uit het mandje als er een gebeurtenis – dit kan een veiling, een belangrijke tentoonstelling of een publikatie zijn – plaatsvindt, die duidelijk van invloed is op de prijzen in de markt<sup>10</sup>.

Voordeel van Sotheby's Art index is dat niet meer voor verschil in kwaliteit tussen de schilderijen gecorrigeerd hoeft te worden, aangezien steeds naar de prijsontwikkeling van dezelfde kunstwerken wordt gekeken. Eveneens wordt er een onderscheid tussen de verschillende schilderstromingen gemaakt. Nadeel van deze methode is dat de prijzen op een subjectief waardeoordeel van de deskundigen berusten.

#### *Beoordeling vier methoden*

Beoordeling van de geschiktheid van indexcijfers kan op zowel formele als inhoudelijke gronden geschieden<sup>11</sup>. In de hier gevolgde opzet gaat de voorkeur uit naar een inhoudelijke beoordeling van de hiervoor weergegeven indexcijfers voor schilderkunst. Drie eigenschappen lijken daarbij van betekenis, te weten de mate waarin de index is berekend uit feitelijke verkoopprijzen, het onderscheid naar stromingen in de schilderkunst en de mate waarin met kwaliteitsverschillen tussen vergelijkbare schilderijen rekening wordt gehouden. Het is duidelijk dat de hier be-

8. De desbetreffende regressievergelijking is:

$$r_{it} = \sum_{j=1}^T b_j x_{j,t} + u_{it}. \text{ Hierin is } r_{it} \text{ de logaritme van de prijsverhouding van schilderij } i, \text{ met een eerste verkoop op tijdstip } t \text{ en een laatste verkoop op tijdstip } t', T \text{ het aantal waarnemingen, en } x_j \text{ een dummy-variabele welke gelijk is aan 1 tijdens de tweede verkoop en anders een waarde van 0 heeft. } b_j \text{ is de waarde van de logaritmische prijsindex in periode } j \text{ en } u_{it}, \text{ is een storingsterm. De logaritme van de beginwaarde van de index, dat wil zeggen } b_0, \text{ wordt genormaliseerd op nul en is daarmee de basis van de prijsindex. De opvolgende waarden van de logaritme van de prijsindex worden door de regressiecoëfficiënt } b_j \text{ geschat. Zie ook W.N. Goetzmann, Accounting for taste: art and the financial markets over three centuries, } American Economic Review, 1993, \text{ blz. 1370-1376.}$$

9. In formulevorm:  $\ln p_{k,t} = \gamma + \beta t + \sum_i \alpha_i x_{i,kt} + u_{kt}$  met:  $p_{k,t}$  de prijs van schilderij  $k$ , verkocht in jaar  $t$ ;  $x_{i,kt}$  het  $i^e$  karakteristiek van schilderij  $k$  en  $u_{kt}$  de storingsterm. De  $\alpha$ ,  $\beta$ ,  $\gamma$  zijn de te schatten coëfficiënten. Deze methode is ontwikkeld door N. Buelens en V. Ginsburgh, Revisiting Baumol's 'art flows as crap game', *European Economic Review*, 1993, blz. 1351-1371. Zie ook: De rentabiliteit van belegging in kunst, *Bulletin van de Generale Bank*, januari 1993, blz. 2-5.

10. De desbetreffende prijsindex  $P_j$  is een gewoon rekenkundig gemiddelde van prijzen in lopende en basisperiode.

In formulevorm derhalve:  $P_j = \sum_{i=1}^n p_{i,j} / \sum_{i=1}^n p_{i,0}$  met  $P_j$  de index

van schilderstroming  $j$ ;  $p_{i,1}$  en  $p_{i,0}$  de prijs van schilderij  $i$  in respectievelijk de lopende en basisperiode; en  $n$  het aantal kunstwerken in het mandje van de beschouwde kunststroming.

11. Vergelijk I. Fisher, *The making of index numbers*, Boston, 1922; zie ook M.M.G. Fase en T.J. Mourik, Nederlandse beursindexcijfers: inventarisatie en beoordeling, *ESB*, 29 januari 1986, blz. 112-117.

schouwde vier methoden in wisselende mate recht doen aan deze eigenschappen. De meetkundige prijsindex en de hedonistische regressiebenadering stoeien op de feitelijke veilingprijzen. Dit is niet het geval bij de RSR-methode en Sotheby's Art index. Het onderscheid naar stromingen wordt alleen gemaakt bij de hedonistische regressiemethode en Sotheby's Art index. Kwaliteitskenmerken komen uitdrukkelijk tot hun recht bij de RSR-index en Sotheby's Art index en in slechts zeer geringe mate bij de hedonistische regressiemethode. Dit overziend, moet worden geconcludeerd dat geen van de besproken indexcijfers voldoet aan alle gewenste eigenschappen. De voornaamste tekortkoming van de in veel opzichten bevredigende Sotheby's index is dat deze niet berust op feitelijke veilingprijzen. Om dit belangrijke nadeel te verhelpen hebben we in de geest van Sotheby's index een eigen index ontworpen. Hierbij volgen wij de werkwijze van Sotheby's Art index met gebruikmaking van feitelijke veilingprijzen en richten we ons in het bijzonder op de 19e-eeuwse schilderkunst. Dit is een voor veilinghuizen belangrijke stroming met veel handel.

### Prijsindex voor 19e-eeuwse schilderkunst

De belangstelling voor de Europese 19-eeuwse schilderkunst laat een interessante ontwikkeling zien. Dit vindt zijn weerslag in de prijzen. Aan het begin van de twintigste eeuw kon dit schildergenre zich in een grote doch wisselende belangstelling verheugen. Schotse industriëlen bleken bereid aanzienlijke bedragen voor een schilderij van Jozef Israëls of Jacob Maris te betalen. In 1910 bij voorbeeld bracht Jacob Maris' 'Toegang tot de Zuiderzee' £ 3,150 op. In 1924 werd dit doek opnieuw geveld voor een bedrag van £ 2,887 en acht jaar later, in 1932, bracht ditzelfde schilderij nog maar £ 75 op. Het publiek had kennelijk zijn belangstelling voor schilderijen uit die periode verloren. De laatste jaren kan de Europese 19e-eeuwse schilderkunst zich echter opnieuw verheugen in de belangstelling van kunstkopers. Gustave Courbet's 'Flowers on a Bench' is in 1992 in New York voor \$ 1,54 miljoen verkocht. Dit is een prijsrecord voor deze schilder. Ook Jules Dupré's 'Intérieur de Ferme dans le Berry', om een ander voorbeeld aan te halen, wisselde op de New Yorkse veiling voor \$ 93.500 van eigenaar<sup>12</sup>.

Om deze prijsontwikkeling in wat algemenere vorm zichtbaar te maken, hebben wij voor de periode 1972-1992 een eigen prijsindex van de 19e-eeuwse schilderkunst berekend. Hierbij is gebruik gemaakt van de feitelijke internationale in Engelse ponden genoteerde veilingprijzen. Zoals opgemerkt, is onze index naar opzet gebaseerd op Sotheby's Art index en maakt, geheel in de traditie van samengestelde indexcijfers, gebruik van een mandje. Om alle beschikbare veilingprijzen te kunnen benutten is het idee van een mandje met vaststaande schilderijen uit Sotheby's Art index vervangen door een mandje met een vaststaande groep kunstenaars. Dit betreft 61 kunstenaars, waaronder bij voorbeeld C. Springer, I.B.C. Corot, Von Wierus Kowalski en G.H. Breitner, die Sotheby's in 1975 representatief achtte voor het

middensegment van de markt.	1972	100
gedachte bij de keuze van een	1973	121
vaststaande groep kunstenaars is	1974	125
dat hierdoor verschillen in kwaliteit	1975	170
grotendeels worden buitengesloten.	1976	184
De berekening van het indexcijfer	1977	205
verloopt in twee	1978	286
stappen. Eerst wordt per schilder	1979	287
een prijsindex berekend. Vervolgens	1980	298
wordt uit deze indices per schilder	1981	314
de samengestelde index	1982	330
van 19e-eeuwse Europese schilderkunst	1983	388
bepaald. Extreem hoge	1984	460
of lage veilingprijzen zijn op basis	1985	511
van de standaarddeviatie aange-	1986	595
merkt als statistische uitbijters en	1987	624
bij de berekening van de index	1988	780
weggelaten. Het resultaat van de	1989	787
berekening voor de periode 1972-	1990	697
1992 is samengebracht in tabel 1.	1991	715
Tot 1990 is sprake van een stij-	1992	751

gend prijsbeloop. Op het hoogtepunt van de markt in 1989 worden voor de Europese schilderkunst de hoogste prijzen gerealiseerd. In tegenstelling tot andere schilderstromingen is de prijsdaling in de daarop volgende jaren echter gering gebleven. In het jaar 1992 zijn de prijzen bijna weer op het niveau van 1989. Dit bevestigt de toegenomen en aanhoudende belangstelling voor de 19e-eeuwse Europese schilderkunst van de laatste jaren, waarop hierboven werd gezinspeeld.

Op basis van de prijsontwikkeling uit tabel 1 kan een gemiddeld nominaal bruto rendement van 10,6% per jaar worden berekend voor beleggen in 19e-eeuwse Europese schilderkunst. Het betreft een brutocijfer omdat wegens onvoldoende gegevens geen rekening is gehouden met veilingkosten en verzekeringspremies. De spreiding is ongeveer 0,12. Een interessante vraag is hoe deze cijfers zich verhouden tot het beleggingsresultaat en de spreiding volgens andere kunstprijzenindices of tot de beleggingsopbrengst van andere financiële activa.

### Rendement van schilderkunst en andere beleggingen

Een eerste vraag die kan worden gesteld bij de beoordeling van ons resultaat is hoe dit zich verhoudt tot de bevindingen van andere onderzoekers. Tabel 2 biedt hiervan een overzicht. Wat daarin opvalt is dat het door ons gevonden rendement voor 19e-eeuwse Europese schilderkunst volgens onze prijsindex een kleine twee procentpunt lager is dan het overeenkomstig rendement volgens Sotheby's, terwijl de relatieve spreiding precies even groot is. Verder valt op dat het rendement volgens Sotheby's voor de overige stromingen hoger ligt bij een gelijke relatieve spreiding. Ten slotte blijkt volgens de overige in tabel 2 samengebrachte studies het rendement lager uit te vallen naarmate de beschouwde periode langer wordt.

**Tabel 1.**  
**Prijsindex**  
**19e-eeuwse**  
**Europese**  
**schilderkunst**  
**1972=100**

12. Christies International, *Report & Accounts 1992*, blz. 11.

Tabel 2. Nominaal rendement van beleggen in kunst

Auteur	Aard v/d index	Periode	Kunsttype	Gem. rendement per jaar, %	Stand. dev.	Variatie-coëfficiënt
<b>Deze studie</b>	<b>lineair</b>	<b>1972-1992</b>	<b>19e-eeuw</b>	<b>10,6</b>	<b>0,12</b>	<b>0,01</b>
	<b>samengestelde</b>					
Buelens & Ginsburgh	hedonistische	1761-1869	selectie uit	6,1	0,26	0,04
		1870-1913	ten minste	12,9	0,52	0,04
		1914-1961	twee maal geveilde doeken uit de lijst van Reitlinger	5,5	0,36	0,07
Goetzmann	RSR	1720-1990	idem	3,2	0,57	0,18
		1850-1990		6,2	0,65	0,10
		1900-1986		17,5	0,53	0,03
Stein	geometrische	1946-1966	idem	11,0	0,34	0,03
Sotheby's	lineair	1975-1992	totaal	15,0	0,21	0,01
	samengestelde		oude meesters	14,8	0,14	0,01
			19e-eeuw	12,8	0,18	0,01
			impressionisten	15,6	0,23	0,01
			modern	16,4	0,22	0,01

Bronnen: voor eigen bevindingen: tabel 1; voor Buelens & Ginsburgh berekend uit respectievelijk voor Goetzmann ontleend aan de in de tekst genoemde artikelen; voor Sotheby's uit ons door Sotheby's research department beschikbaar gestelde gegevens; voor Stein door ons berekend op basis van J.P. Stein, *The monetary appreciation of paintings*, *Journal of Political Economy*, 1977, blz. 1021-1035.

Een tweede vraag die rijst is hoe het nominale rendement voor 19e-eeuwse Europese kunst afsteekt tegen de opbrengsten van alternatieve beleggingsvormen, waarbij het VK als maatstaf is gebruikt (omdat onze index uit tabel 1 op veilingprijzen luidend in ponden berust). Tabel 3 laat zien dat voor het tijdvak 1972-1992 het nominale kunstrendement lager is dan het rendement op andere beleggingsvormen, maar dat het in de periode 1946-1966 aanmerkelijk gunstiger is. Dit beeld wordt nog versterkt als tevens de gemiddelde prijsstijging in het VK in aanmerking wordt genomen: voor de periode 1972-1992 resulteert dan een reëel rendement van ongeveer 1% per jaar; in de deelperiode 1982-1992 is dit bijna 3% en in de eerste decennia na de tweede wereldoorlog zelfs 7,5% per jaar.

Dit brengt ons op de kwestie van nominaal versus reëel rendement. Een aantal van de klassieke studies over het rendement op schilderijen toont een duidelijke voorkeur voor bepaling van het reële rendement. Een in dit verband veel genoemde studie is die van Baumol<sup>13</sup>. Voor het tijdvak 1652-1961 analyseerde Baumol de schilderijenverkoop en de ontwikkeling van het algemene prijspeil in het VK en berekende hij een gemiddeld reëel rendement op kunst van 0,55%, al lag de mediaan met 0,85% hoger. Dit rendement ligt ongeveer twee procent lager dan de jaarlijkse opbrengst op overheidsobligaties gedurende deze drie eeuwen. Auteurs als Frey en Pomme-

rehne, die de iets langere periode 1635-1987 analyseerden, komen overigens tot een reëel rendement van 1,5%, wat een navenant hoger rendementsoffer voor kunstbezit inhoudt<sup>14</sup>. Ook in onze studie is het kunstrendement lager dan het rendement op alternatieve beleggingswijzen. In het tijdvak 1982-1992 doen goud en vastgoed het echter slechter.

Een interpretatie van dit resultaat zou kunnen zijn dat het bezit van een doek de kunstliefhebber vaak een rendementsoffer waard is van één à twee procentpunt<sup>15</sup>. Dit is het esthetisch of psychisch rendement van kunst, dat wil zeggen de jaarlijkse prijs voor het schilderijenbezit. Ons resultaat spoot ook verrassend met de uitkomst in een recente bijdrage van Pesando<sup>16</sup>. Voor moderne zeefdrukken en Picasso's becijfert deze auteur, onder gebruikmaking van de bovenvermelde RSR-methode, over 1977-1992 een reëel rendement van respectievelijk 1,5% en 2,1%. Dit ligt aanmerkelijk lager dan de gemiddelde reële opbrengst van beleggingen in overheidsobligaties of aandelen van respectievelijk 2,5% en 8,1%. Het beschouwde tijdvak valt nagenoeg samen met het door ons onderzochte. Een geheel andere en meer theoretische interpretatie van deze resultaten biedt het zogenoemde 'Consumption based asset pricing'-model. Volgens dit leerstuk ligt het reële rendement op risicovrije activa, mede gezien de onderlinge afhankelijkheid, lager dan op risicovolle beleggingen<sup>17</sup>. Omkering van deze stelling bete-

kent dat een laag rendement op kunst zou voortvloeien uit de geringere risico's van beleggen in schilderkunst. In diezelfde traditie zou ook het wisselende beeld van rendementsprofielen over de tijd dat uit de literatuur en ons onderzoek naar voren komt passen: over lange periodes vertekenen de data soms het theoretische ideaalbeeld<sup>18</sup>.

13. W.J. Baumol, Unnatural value: or art investment as floating crap game, *American Economic Review*, mei 1986, blz. 10-14.

14. B. Frey en W. Pommerehne, *Muses and markets; exploring in the economics of the Arts*, Basil Blackwell, Oxford, 1989.

15. Zie ook M.M.G. Fase, Rembrandt in de ramsj, *Intermediair*, 1990, 24 augustus 1990, blz. 61-62; en P. de Grauwe, *De Nachtwacht in het donker*, Tiel, 1990.

16. J.E. Pesando, Art as an investment: the market for modern prints, *American Economic Review*, 1993, blz. 1075-1089.

17. Vergelijk bij voorbeeld O.J. Blanchard en S. Fischer, *Lectures on macroeconomics*, Cambridge Mass./Londen, 1989, blz. 506 e.v.

18. Vergelijk de fraaie en nauwgezette analyse van de rente in het VK en de VS ter oplossing van de zogenoemde 'equity premium puzzle' in J.J. Siegel, The real rate of interest from 1800-1990, *Journal of Monetary Economics*, 1992, blz. 227-252.

**Tabel 3. Gemiddeld nominaal totale rendement in het VK voor een aantal beleggingsvormen in %<sup>a</sup>**

	1946-1966	1972-1992	1982-1992
19e-eeuwse kunst	11,0	10,6	8,6
Aandelen	6,7	14,8	19,2
Obligaties	•	11,2	16,0
Goud	1,8	12,9	0,5
Vastgoed	•	11,8	8,2
Gemiddelde lange rente	4,7	11,5	10,3
Inflatie in VK	3,5	9,5	5,7

a. Voor 1946-1966 is de Stein-index gebruikt en het aandelenrendement in dit tijdvak is een benadering. Bronnen: IFS, Investment Property Databank.

## Besluit en conclusie

De voornaamste hinderpaal voor feitelijke verificatie van de wijdverbreide opvatting dat de aanschaf van schilderijen een goede belegging zou zijn, is het ontbreken van een algemeen aanvaarde maatstaf voor de monetaire waardestijging van deze schilderijen. De constructie van een dergelijke maatstaf voor 19e-eeuwse Europese doeken op basis van internationale veilingprijzen was het oogmerk van dit artikel. Het nominale rendement volgt rechtstreeks uit de opgetreden waardestijging en blijkt volgens onze becijfering over de periode 1972-1992, en in ponden gemeenten, gemiddeld 10,6% te bedragen. Vergeleken met andere beleggingsvormen behalve goud en aandelen is dit voor de beschouwde periode geen uitzonderlijk hoog rendement. Uit het feit dat bij de beschouwing van andere deelperioden, en op basis van becijferin-

gen uit de literatuur, het kunstrendement nogal wisselt, kan bovendien worden geconcludeerd dat de variabiliteit en dus het beleggingsrisico relatief groot is. Een voor de belegger interessant gezichtspunt biedt de vraag of toevoeging van kunst de opbrengst en risico's van een beleggingsportefeuille gunstig beïnvloedt. Een gunstig voorteken hiervoor is dat de correlatiecoëfficiënten tussen het rendement van belegging in schilderijen en andere activa zoals aandelen, obligaties en goud opvallend laag is. Op grond daarvan kan worden geconcludeerd dat zich mogelijkheden voordoen voor risicospreiding en enige rendementsverhoging bij toevoeging aan de beleggingsportefeuille van schilderijen. Toch betekent dit niet noodzakelijkerwijs dat voor kunst aankoop, evenmin trouwens als voor studeren, materiële overwegingen doorslaggevend zijn. Heel aardig werd dit enige jaren geleden verwoord in een commentaar op de hiervoor genoemde rendementsoefening van Baumol: "De les van drie eeuwen schilderijenverkoop leert daarom dat men maar beter een kunstvoorwerp kan kopen omdat het mooi is, en niet omdat het misschien in waarde zal stijgen"<sup>19</sup>. Ondanks het soms gunstige rendement op kunst is het niet moeilijk deze conclusie op intuïtieve gronden te beamen.

**M.M.G. Fase**  
**M. van Tol**

19. Zie F.A.G. den Butter en W.C. Boeschoten, *Zichtbare economie*, Schoonhoven, 1989, blz. 46.