

Paulina Paszkiewicz

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Krzysztof Borowski

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie
<https://orcid.org/0000-0003-0434-7573>

Arbitraż na rynku sztuki na przykładzie dzieł artystów z kręgu Młodej Polski

Streszczenie

W ostatnich latach można zaobserwować wzrost zainteresowania inwestorów alternatywnymi aktywami, co stało się szczególnie widoczne po wybuchu pandemii COVID-19. W grupie tych obiektów na uwagę zasługują prace artystów z kręgu Młodej Polski (lata: 1890–1918). Generalnie na rynku sztuki wyróżnia się dwa podstawowe sposoby inwestowania. Pierwszym jest zakup dzieła polskiego artysty na rynku polskim, utrzymanie go w portfelu inwestycyjnym przez pewien czas i dalsza jego odsprzedaż na rynku polskim. Z kolei drugi polega na zakupie dzieła polskiego artysty za granicą (są to tzw. polonika), sprowadzenie dzieła do kraju i jego sprzedaż na rynku polskim. W artykule wykazano występowanie nieefektywności cen na rynku dzieł sztuki w Polsce, objawiającej się wyższymi stopami zwrotu w inwestycje polskich artystów za granicą i odsprzedażą ich dzieł na rynku polskim. Ponadto wykazano, że inwestycje w prace twórców Młodej Polski na rynku polskim przyniosły w analizowanym okresie stopy zwrotu wyższe niż stopy zwrotu z indeksu WIG, S&P 500, złota i inflacji. Przeprowadzono badania stóp zwrotu dzieł dla wybranych jedenastu artystów Młodej Polski oraz w podziale na następujące segmenty rynku sztuki: obraz olejny, rysunek – akwarela, fotografia i litografia.

Słowa kluczowe: inwestycje alternatywne, rynek sztuki, efektywność rynków finansowych

Kody klasyfikacji JEL: G11, G12, G14

1. Wprowadzenie

W ostatnich latach można zaobserwować wzrost zainteresowania inwestorów alternatywnymi aktywami, co stało się szczególnie widoczne po wybuchu pandemii COVID-19. Niepewność rynkowa spowodowana pandemią przełożyła się na zwiększony popyt w segmencie inwestycji w dobra luksusowe, do których zaliczyć można zegarki, samochody czy diamenty. Bezpośrednią konsekwencją tego trendu był wzrost wartości tych aktywów. Poza walorem inwestycyjnym nie bez znaczenia były element kolekcjonerski i przyjemność, jaką niosła ze sobą konsumpcja powyższych dóbr.

Pandemia przyczyniła się również do zwiększonego zainteresowania inwestowaniem w dzieła sztuki, jednak trend wzrostowy w tym obszarze inwestycji alternatywnych widoczny był już przed jej wybuchem, a współczesne analizy sugerują, że możemy się go spodziewać także w następnych latach [Posiadała, 2024]. Światowy rynek dzieł sztuki pozostaje w okresie wzrostu, jednak od 2022 r. widoczne jest jego spowolnienie. Średnia cena dzieła sztuki między lipcem 2022 roku a lipcem 2023 roku wzrosła o 3,8% [Kunzle, Lagasse, 2023, s. 66–65]. Zgodnie z danymi przedstawionymi w corocznych raportach portalu Artinfo.pl w 2023 r. obroty na polskim aukcyjnym rynku dzieł sztuki wyniosły 436,9 mln złotych, spadając o 23% w stosunku do roku poprzedniego, jednak pozostając na poziomie znacznie wyższym niż w poprzedzającym pandemię 2020 r., w którym wyniosły 380,4 mln złotych. Rok wcześniej, czyli w 2019 r., obroty na aukcjach wyniosły jedynie 294,9 mln złotych [Gajewski, 2024].

Wśród kolekcjonerów uznaniem cieszą się prace artystów z kręgu Młodej Polski (lata: 1890–1918). W sztuce okres ten stanowił konglomerat wielu nurtów, takich jak: impresjonizm, secesja, syntetyzm, symbolizm i ekspresjonizm. Zauważalne było również zainteresowanie sztuką Dalekiego Wschodu i ludowością. Była to zarówno epoka skandali, jak i artystycznych innowacji. Najistotniejszymi ośrodkami rozwoju kultury w owym czasie były trzy polskie miasta: Warszawa, Kraków i Lwów. Mimo tego, że Polska nie widniała na mapie Europy, w pracach artystów tego okresu można odnaleźć elementy o tematyce narodowej, nawiązujące do rdzennej polskiej tradycji, celem przypomnienia o dawnej chwale kraju. Wśród kluczowych artystów owego nurtu należy wymienić: Jacka Malczewskiego, Stanisława Wyspiańskiego, Józefa Pankiewicza, Władysława Ślewińskiego, Juliana Fałata, Leona Wyczółkowskiego, Teodora Axentowicza i Olę Boznańską.

Wyróżnia się dwa podstawowe sposoby inwestowania na rynku sztuki:

1. Zakup dzieła polskiego artysty na rynku polskim, utrzymanie go w portfelu inwestycyjnym przez pewien czas i dalsza jego odsprzedaż na rynku polskim.
2. Zakup dzieła polskiego artysty za granicą (są to tzw. polonika), sprowadzenie dzieła do kraju i jego sprzedaż na rynku polskim. W przypadku inwestycji alternatywnych ten sposób inwestowania przyjęto nazywać arbitrażem.

Celem opracowania jest zweryfikowanie występowania nieefektywności cen na rynku dzieł sztuki, objawiającej się w następujący sposób: zakup dzieł za granicą i ich odsprzedaż po wyższej cenie w kraju, z którego pochodzi artysta; a także zweryfikowanie twierdzenia, że

inwestycje w prace twórców Młodej Polski na rynku polskim przynoszą wysokie stopy zwrotu. Hipoteza badawcza sformułowana została w następujący sposób: zyski z segmentu sztuki Młoda Polska są zróżnicowane, zaś wysokie stopy zwrotu dotyczą jedynie wyselekcjonowanych, pojedynczych obiektów, a nie wszystkich dzieł z tego segmentu. Dotychczasowy stan badań w tym obszarze jest niewielki, praca ta stanowi więc jedno z nielicznych opracowań powyższego zagadnienia i wpisuje się w szeroki nurt poświęcony analizie rynków finansowych, a zwłaszcza rynku inwestycji alternatywnych.

2. Przegląd literatury przedmiotu

Jednym z kluczowych elementów decydujących o tym, czy sztukę w ogóle można traktować jako alternatywę dla powszechnie znanych metod inwestycji kapitału, takich jak depozyty bankowe, inwestycje giełdowe czy nieruchomości, jest uzyskana z tak poczynionej inwestycji stopa zwrotu [Grabowska, 2012a; Pawłyszyn, 2012; Cichorska, 2015]. Ponadto inwestycje na rynku sztuki są wykorzystywane do dywersyfikacji portfeli inwestycyjnych [Ostrowska, 2011, s. 1–21; Grabowska, 2012b; Melnyk, 2015; Niedzielska, 2023]. Na polskim rynku sztuki podjęte zostały próby stworzenia indeksu dzieł sztuki. Przykład takiego hedonicznego indeksu cen malarstwa polskiego na podstawie danych pochodzących z rynku aukcyjnego z lat 2007–2010 podają Kompa i Witkowska [2013], a do samej konstrukcji indeksu wykorzystane zostały takie charakterystyki dzieł jak nazwisko autora, informacja o tym, czy żyje, wielkość i technika wykonania obrazu oraz rok sprzedaży. Prace nad konstrukcją indeksu hedonicznego były kontynuowane przez Witkowską i Lucińską [2015] i objęły lata 2007–2013. Metoda indeksu hedonicznego ułatwia nie tylko ocenę ogólnych zmian cen sztuki i zwrotów w czasie, ale jest również użyteczna jako środek porównania wyników inwestycji w sztukę z innymi aktywami. Ponadto, indeksy cen sztuki oszacowane tą metodą pozwalają także na porównanie zysków poszczególnych artystów z benchmarkiem rynkowym.

Rozważania poświęcone konstrukcji indeksu na rynku sztuki w ujęciu międzynarodowym można również znaleźć w pracach takich autorów jak: Candela i Scorcu [1997], Ginsburgh, Mei i Moses [2006, s. 23–45], Collins, Scorcu i Zanolà [2009], Buelens i Ginsburg [2003], Agnello i Pierce [1996], Worthington i Higgs [2005], Kraussl i Logher [2010], Renneboog i Spaeniers [2013] czy Garay, Vielma i Villalobosa [2017]. Garay i in. [2017] stworzyli indeks cen sztuki dla Argentyny i odkryli, że sztuka przyniosła średni nominalny zwrot wynoszący 6,81% (3,81% w wartościach realnych) w latach 1980–2014, z odchyleniem standardowym wynoszącym 29,85% (zwrot nominalny). Zwroty na rynku sztuki miały niską, ale pozytywną korelację z lokalnymi zwrotami z akcji, a także niską, ale negatywną korelację ze zwrotami na rynku amerykańskich akcji i obligacji, sugerując istnienie potencjalnych korzyści z dywersyfikacji zarówno dla lokalnych, jak i międzynarodowych inwestorów. Z kolei Renneboog i Spaeniers [2013], wykorzystując dane z 1,1 miliona sprzedaży przeprowadzonych na aukcjach na całym świecie w latach 1957–2007, zastosowali analizę regresji hedonicznej,

aby oszacować wpływ serii zmiennych na ceny dzieł sztuki. Stwierdzili, że następujące cechy wpływają na ceny dzieł sztuki: rozmiar, technika, podpis, data, temat, dom aukcyjny, atrybuty przypisania autora oraz lokalizacja domu aukcyjnego. Odkryli również, że w okresie badania sztuka generowała realny zwrot w wysokości 3,97% rocznie w dolarach amerykańskich.

Problematyka zależności ceny dzieła od określonych jego charakterystyk została zaprezentowana m.in. w pracach: Czujack [1997], Locatelli-Biey i Zanolą [2002], Renger i Velthuis [2002], a ceny dzieł sztuki i wolumenu obrotu na tym rynku w pracy Białynickiej-Biruli [2018]. Długopolska [2025] wyznaczała dla okresu 2017–2022 stopę zwrotu CAGR dla wybranych dzieł sztuki, jednych z najbardziej znanych artystów współczesnych, której najniższa wartość była równa 41%, a najwyższa 49%. Do grona artystów, których prace zyskały najwięcej na wartości, zaliczyć można: Keitha Haringa, Banksy'ego, Davida Hockneya, Roya Lichtensteina i Andy'ego Warhola.

Badania nad atrybutami inwestycyjnymi sztuki na rynkach wschodzących są stosunkowo rzadkie. Jedne z nielicznych badań przeprowadzili Kraeussl i Logher [2010], którzy analizowali rynki sztuki artystów z trzech największych wschodzących rynków sztuki: z Rosji (w latach 1985–2008), Chin (1990–2008) oraz Indii (2002–2008). Autorzy stwierdzili, że średnie nominalne roczne zwroty w dolarach amerykańskich na tych trzech rynkach wyniosły odpowiednio 10%, 5,7% i 42,2%, wszystkie powyżej stóp inflacji dolara amerykańskiego, szczególnie w niezwykłym przypadku Indii. Jednak analizowane okresy, szczególnie w przypadku Indii (tylko sześć lat), a w mniejszym stopniu w przypadku Rosji, są zbyt krótkie, aby wyciągnąć jednoznaczne wnioski na temat długoterminowych atrybutów inwestycyjnych tych rynków sztuki. Shi, Conroy, Wang i Dang [2018] badali wyniki inwestycyjne obiektów sztuki pochodzących z Chin, stosując metodę powtarzających się transakcji, i stwierdzili średni roczny realny wzrost wartości na poziomie 8,42% w latach 2000–2015 oraz to, że stopy zwrotu z inwestycji w najdroższe obrazy nie wypadają gorzej na tle rynku. Z kolei Garay [2021] wykazał, że średnia stopa zwrotu powyżej inflacji na rynku sztuki dla krajów *emerging markets*, w okresie 1969–2014, była równa 4,3%, a stopy zwrotu uzyskiwane na tych rynkach przez dzieła sztuki charakteryzowały się niską korelacją ze stopami zwrotu na rynku akcji i obligacji w USA.

Przeprowadzone badania i analizy w literaturze przedmiotu dostarczają niejednoznacznych wniosków – do takich wniosków doszli m.in. Frey i Pommerenhe [1989] czy też Srivastava i Babu [2016]. Dla przykładu Renneboog i Houtte [2002] wykazali, że stopa zwrotu z inwestycji w dzieła sztuki jest niższa niż osiągnięta na rynku akcji. Z kolei badania przeprowadzone przez Pesando [1993] udowodniły, że realna stopa zwrotu na rynku nowoczesnego malarstwa w okresie 1954–1978 wynosiła średnio 21% rocznie. Wynik ten znacząco przewyższa średnią roczną stopę zwrotu z inwestycji giełdowych tamtego okresu, mierzoną za pomocą indeksu Dow Jones Industrial Average i wynoszącą 3%. Analizę opłacalności inwestycji na rynku sztuki w okresie 2002–2012, z podziałem na kraje: USA, Wielka Brytania, Dania, Holandia, Francja, Niemcy i Rosja, przeprowadził Potrykus [2013], dochodząc do wniosku, że w przyjętym okresie badawczym najbardziej rentowną inwestycją spośród analizowanych rynków były

prace artystów rosyjskich. Średnio w każdym miesiącu inwestycja w prace mistrzów rosyjskich pozwalała na osiągnięcie 1,47% zysku. Oznacza to, że w ciągu 148 analizowanych miesięcy ta inwestycja przyniosła blisko 761% zysku. Najmniejszy zysk zapewniły w tym samym okresie prace mistrzów holenderskich i francuskich. W przypadku artystów holenderskich stopa zwrotu nie przekroczyła 30%, zaś dla twórców francuskich stopa zwrotu wyniosła 79%. Taki rezultat jest o tyle zaskakujący, iż to właśnie wśród artystów holenderskich oraz francuskich występują najbardziej uznane sławy malarstwa, znane nawet laikom.

Problematyka wzajemnej zależności stóp zwrotu i ryzyka na rynku sztuki i w innych segmentach rynku finansowego została omówiona również w pracach Goetzmana [1993], Chanela, Gerarda-Vareta i Ginsburga [1994], Matsumoto, Adoha i Hobana [1994], Rennebooga i Spaenijersa [2013] oraz Lucińskiej [2015]. W długiej perspektywie czasowej dzieła sztuki przynoszą niższe stopy zwrotu niż te wynikające z inwestycji w klasyczne aktywa [Cacharani, 2023, s. 310–321]. Między 2008 rokiem a pierwszą połową 2023 roku indeks portalu Artnet.pl Top 100 Fine Art przyniósł średnioroczną stopę zwrotu na poziomie 2,5%. Dla porównania inwestycja w giełdowy indeks S&P 500 w tym samym okresie przyniosła 8,5%, w rynek nieruchomości 3,8%, a w złoto 4,9%.

Niezaprzeczną natomiast zaletą segmentu inwestycji alternatywnych jest relatywnie niewielka zależność ich cen od sytuacji na rynkach finansowych. Ich ceny nie tylko nie podążają za trendami obserwowanymi na rynku finansowym, ale również w dobie kryzysu stają się aktywem, po który bardzo często sięgają inwestorzy. W związku z tym są one postrzegane jako składnik portfela zabezpieczający pozycje na rynku akcji i obligacji, a tym samym dywersyfikujący ryzyko. Stanowisko to potwierdzają liczne badania, w tym przeprowadzone przez Cardella, Klinga i Petry'ego [1995], którzy wykazali, że przeciętna nominalna stopa zwrotu na rynku obrazów w latach 1947–1988 wynosząca 7,6% była ujemnie skorelowana ze stopą zwrotu z akcji i obligacji. Niski współczynnik korelacji dla rynku akcji oraz rynku sztuki wskazali w swoich badaniach Ashenfelter i Graddy [2003]. Należy jednak pamiętać, że w pewnych interwałach czasowych zmienność cen na rynku sztuki, a tym samym ryzyko inwestycyjne mogą być relatywnie wysokie [Hodgson, Vorkink, 2004].

Tematyka poruszona w pracy wpisuje się w problematykę efektywności rynków finansowych [David, Oosterlinck, Szafarz, 2013; Botha, Snowball, Scott, 2016] oraz szerzej rozumianej globalizacji rynku sztuki [Alfonso, 2012; Muntenau, 2015; Schultheis, Single, Koefeler, Mazzurana, 2016, s. 34–45].

3. Metodyka badania

Rynek dzieł sztuki nie jest rynkiem regulowanym. Można na nim wyróżnić wiele form obrotu sztuką: na aukcjach, w galeriach jako transakcje zawarte prywatnie między kolekcjonerami, na targach, czy również w przypadku artystów żyjących sprzedaż obiektów w ich osobistych warsztatach. W związku z powyższym dane transakcyjne z niektórych z wyżej

wymienionych form handlu są bardzo trudno dostępne bądź w niektórych przypadkach nieujawniane uczestnikom rynku.

Na potrzeby badania stworzona została baza danych na podstawie transakcji przeprowadzonych w trakcie aukcji i zgromadzonych na portalu artprice.com. Portal ten jest światowym liderem w dostarczaniu informacji o rynku dzieł sztuki, a wykreowana przez niego baza danych zawiera informacje o historycznych transakcjach aukcyjnych prac ponad 830 000 artystów, które są na bieżąco uzupełniane przez dane pochodzące z 7200 domów aukcyjnych na świecie¹.

Celem przeprowadzonego badania było obliczenie stóp zwrotu inwestycji w dzieła sztuki, przy założeniu, że dany obiekt pojawił się ponownie w sprzedaży, po pewnym czasie. co nie byłoby możliwe bez posiadania minimum dwóch rekordów sprzedaży obiektu. Dodatkowym utrudnieniem jest fakt, iż tytuł tej samej pracy mógł ulegać przekształceniom na przestrzeni lat².

Z bazy danych pozyskane zostały dane nt. obrazów określonego artysty, a same obrazy zidentyfikowane zostały na podstawie zdjęcia obiektów, wymiarów obiektów (założony został niewielki margines błędu, tzn., jeśli wymiary prac różniły się między sobą o 1–3 cm przyjmowano możliwość, że jest to ten sam obiekt)³, umiejscowienia podpisu, proveniencji obiektu, stosownego poświadczenia jego autentyczności i stanu zachowania, ale bez uwzględniania preferencji kolekcjonerów⁴. Proveniencja dzieła sztuki była jedynie kryterium pomocniczym, a nie kluczowym. Przyjęto bowiem założenie, że czasami informacja ta mogła być umieszczona, a innym razem nie. W następnym kroku wyselekcjonowanym pracom nadane zostały unikalne indeksy, umożliwiające zweryfikowanie, ile razy pojawiały się na rynku.

W ten sposób utworzona baza danych zawierała informacje o 354 obrazach autorstwa 11 kluczowych twórców okresu Młodej Polski z okresu 1991–2024: Jacka Malczewskiego, Józefa Mehoffera, Józefa Pankiewicza, Juliana Fałata, Leona Wyczółkowskiego, Olgi Boznańskiej, Stanisława Wyspiańskiego, Teodora Axentowicza, Władysława Ślewińskiego, Włodzimierza Tetmajera i Wojciecha Weissa. Łącznie w bazie znalazło się 970 rekordów i wyselekcjonowane zostały następujące zmienne: indeks obrazu, twórca, tytuł, cena młotkowa, cena z uwzględnieniem premii kupującego, data sprzedaży, nazwa domu aukcyjnego, kraj sprzedaży, miasto sprzedaży, kategoria obiektu, technika wykonania, rok powstania dzieła, wymiary, cena wywoławcza, dolna granica estymacji, górna granica estymacji, proveniencja, podpis artysty.

¹ Dane na koniec grudnia 2024 r.

² Taka sytuacja miała miejsce wielokrotnie w przeszłości z uwagi na fakt, że na rynku sztuki obowiązuje pewna dowolność towarzysząca nadaniu nazw obiektom. Przyczyn zmian tytułu może być wiele, od najprostszej niewiedzy, jak wcześniej nazwany był obiekt, po przemyślaną strategię mającą wpłynąć na uzyskanie wyższej ceny młotkowej. Zauważono m.in., że portrety nieznanymi osobami sprzedają się znacznie lepiej, jeśli nie są przypisane do konkretnej postaci. I tak dla przykładu, „Portret Marii Kowalskiej” sprzedaje się lepiej, jeśli będzie zatytułowany „Młoda kobieta z kwiatem bzu” [Miliszkiewicz, 2025].

³ Wynika to z faktu, że każdy dom aukcyjny ma swój sposób podawania wymiarów obiektu, w związku z tym niewielkie różnice są akceptowalne.

⁴ Uwzględnienie preferencji kolekcjonerów jest jedynie możliwe w przypadku dysponowania określonymi danymi w analizowanej bazie danych. W przypadku wykorzystanych baz danych takie informacje nie zostały zawarte.

Na podstawie tak przygotowanych danych skalkulowane zostały realne stopy zwrotu, średnioroczne stopy zwrotu i średni czas utrzymania dzieła zarówno w ujęciu ogólnym, jak i w podziale na techniki wykonania prac i poszczególnych artystów. Następnie przeanalizowano możliwość występowania zjawiska arbitrażu cenowego, rozumianego jako zakup obrazu artysty poza granicami Polski, a następnie jego odsprzedaż z zyskiem, po wcześniejszym sprowadzeniu go do kraju. W tym celu dokonano podziału transakcji dziełami na dwie kategorie: te, które zostały zakupione i sprzedane w Polsce, oraz te, które trafiły na rynek polski z zagranicy. Następnie policzone zostały stopy zwrotu zarówno nominalne, jak i średnioroczne, a także średni czas utrzymywania dzieła w portfelu w podziale na te kategorie.

4. Wyniki badań

4.1. Wnioski dotyczące badania dla całego segmentu sztuki Młoda Polska

Najpierw przeprowadzono obliczenia dla całego segmentu sztuki Młodej Polski, których wyniki w podziale na technikę wykonania zostały zaprezentowane w tabeli 1.

Tabela 1. Średnie stopy zwrotu, średni czas trzymywania i liczba dzieł kupionych i odsprzedanych w Polsce

Technika wykonania	Liczba dzieł	Średnia ROI (w nawiasie wartość minimalna i maksymalna) (w %)	Średnia CAGR (w nawiasie odchylenie standardowe) (w %)	Średnia realna stopa zwrotu (w %)	Średni czas trzymywania dzieła (w latach)
Obraz olejny	172	164 (34–211)	39 (7,4)	155	7,97
Rysunek – Akwarela	142	121 (55–179)	345 (179,2)	107	6,63
Fotografia	7	35 (11–55)	13 (6,4)	28	3,96
Litografia	33	47 (22–68)	25 (8,3)	43	5,22
Średnia		131	153 (45,3)	121	7,03

Źródło: opracowanie własne.

Średnia nominalna stopa zwrotu ROI, obliczona dla wszystkich technik, wynosi 131%, a w ujęciu realnym 121%. Średnioroczna stopa zwrotu (CAGR) przy średnim czasie trzymywania dzieła 7,03 lat jest bardzo wysoka (153%), na tle innych analizowanych wskaźników, co wynika głównie z powodu wzrostu cen w segmencie rysunek – akwarela, w którym to średnioroczna stopa zwrotu wyniosła 345%, podczas gdy realna stopa wynosiła zaledwie 107%. Tak dynamiczny wzrost cen w segmencie rysunek – akwarela jest rezultatem wysokiej średniorocznej

stopy zwrotu osiągniętej przez akwarele utrzymywane przez krótki czas w portfelach inwestorów, co może sugerować spekulacyjny charakter tego segmentu rynku sztuki. Aż 59% akwareli na rynku nie pozostawało w kolekcji dłużej niż 5 lat, a 18% akwareli zostało sprzedanych po mniej niż roku od momentu zakupu. Średnioroczna stopa zwrotu CAGR w tej ostatniej grupie wyniosła aż 1976%. Istotnym ograniczeniem w przypadku stóp CAGR jest założenie o reinwestycji zysków. W związku z powyższym bardziej miarodajnym wskaźnikiem oceny korzyści płynących z inwestycji w sztukę jest średnia stopa zwrotu ROI. Dla akwareli sprzedanych w mniej niż rok od kupna wynosi ona 40%. Ciekawie prezentuje się zachowanie stopy zwrotu ROI wraz z wydłużeniem okresu utrzymywania dzieła w portfelach kolekcjonerów. Średnia stopa zwrotu ROI w kategorii dzieł trzymany od roku do 3 lat wynosiła również 40%, dla dzieł utrzymywanych między 3 a 5 lat była równa 65%, a od 5 do 10 lat – 83%. Znaczący wzrost stopy zwrotu nastąpił dla akwareli pozostających w kolekcjach przez co najmniej 10 lat – stopa ta była równa aż 352%. Jednak im dłużej akwarela pozostawała w portfelach inwestorów, tym niższa była osiągnięta przez nią średnioroczna stopa zwrotu CAGR. Można zatem wysnuć wniosek, że na rynku akwareli najsukcesowniejszym sposobem inwestowania jest szybkie zbycie zakupionego dzieła.

W przypadku obrazów olejnych, litografii i fotografii średnioroczna stopa CAGR była znacznie niższa niż w grupie rysunek – akwarela i wynosiła odpowiednio: 39% dla obrazów olejnych, 25% dla litografii i 13% dla fotografii. Fotografia plasuje się na samym końcu zestawienia z najniższą stopą zwrotu ROI (35%) oraz CAGR (13%). Przyczyny takiego stanu rzeczy można upatrywać w sposobie postrzegania tej techniki artystycznej jako mniej prestiżowej i unikalnej od pozostałych, głównie ze względu na możliwość wykonania wielu odbitek.

Pośród wszystkich kategorii obiektów obrazy olejne cechują się najdłuższym średnim czasem ich trzymania, wynoszącym prawie 8 lat. Dzieła wykonane w tej technice trzymane w portfelu inwestora między 3 a 5 lat osiągają znacznie wyższą całkowitą stopę zwrotu ROI niż pozostające w jego dyspozycji krócej, czyli między rokiem a 3 latami. Wynoszą one odpowiednio: 77% dla obrazów olejnych trzymany od 3 do 5 lat i 32% dla obrazów trzymany od roku do 3 lat. Średnie stopy zwrotu ROI dla obiektów pozostających w kolekcjach między 5 a 10 lat oraz więcej niż 10 lat wyniosły odpowiednio: 156% i 376%, z kolei średnioroczne stopy zwrotu CAGR osiągają niższy wynik niż w przypadku obrazów olejnych utrzymywanych między 3 a 5 lat. W związku z powyższym można sformułować następujący wniosek: aby osiągnąć możliwe najwyższe stopy zwrotu w przypadku inwestycji w obrazy olejne, należy brać pod uwagę dłuższy horyzont czasowy niż w przypadku inwestycji w akwarele, a najbardziej adekwatnym okresem utrzymywania dzieła wydaje się być okres od 3 do 5 lat⁵.

W analizowanym okresie, tj. od daty sprzedaży pierwszego dzieła aż do daty sprzedaży ostatniego dzieła, średnia roczna stopa zwrotu z indeksu WIG była równa 6,7%, indeksu S&P 500 – 13,4%, złota – 6,2%, inflacji w Polsce – 5,7%.

⁵ W przypadku dłuższych horyzontów czasowych należy wziąć pod uwagę ryzyko uzyskania niższych rocznych stóp zwrotu, co wynika z faktu, że obiekty o wyjątkowej jakości kolekcjonerskiej pojawiają się na rynku relatywnie rzadko, pozostając w portfelach kolekcjonerów przez stosunkowo długi czas.

4.2. Arbitraż cenowy

Skalkulowane zostały stopy zwrotu dla prac sprowadzonych z zagranicy, a następnie zostały one porównane ze stopami zwrotu osiąganymi przez dzieła zakupione i odsprzedane lokalnie, tj. w Polsce. Policzone statystyki dla prac kupionych i odsprzedanych lokalnie w Polsce oraz kupionych za granicą i odsprzedanych po sprowadzeniu do kraju zostały przedstawione odpowiednio w tabelach 2 i 3.

W bazie danych dominują informacje dotyczące obiektów zakupionych i odsprzedanych w Polsce (354), podczas gdy prace, które zostały zakupione za granicą, a następnie sprowadzone do Polski i ponownie sprzedane, należą do rzadkości (45). Wśród obydwu kategorii najliczniejszą grupę stanowiły obrazy olejne, następnie rysunki i akwarele, a na końcu fotografie i litografie. Analiza średnich stopy zwrotu pozwala wyciągnąć wniosek, że była ona wyższa w grupie prac sprowadzonych do Polski i odsprzedanych niż w przypadku prac, którym i obrót odbywał się wyłącznie w Polsce. Zależność ta jest szczególnie dobrze widoczna dla akwareli, fotografii i litografii.

Tabela 2. Średnie stopy zwrotu, średni czas trzymania i liczba dzieł kupionych i odsprzedanych w Polsce

Technika wykonania	Liczba prac	Średnia ROI (w nawiasie wartość minimalna i maksymalna) (w %)	Średnia CAGR (w nawiasie odchylenie standardowe) (w %)	Średnia realna stopa zwrotu (w %)	Średni czas trzymania dzieła (w latach)
Obraz olejny	172	160 (121–191)	9 (2,3–11,2)	151	8,46
Rysunek – Akwarela	142	117 (55–169)	14 (5–29)	104	6,82
Fotografia	7	24 (17–42)	6 (2–11)	18	4,27
Litografia	33	43 (22–62)	23 (12–42)	39	5,29
Średnia		125	13	115	7,30

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 3. Średnie stopy zwrotu, średni czas trzymania i liczba dzieł kupionych za granicą i odsprzedanych w Polsce (polonika)

Technika wykonania	Liczba prac	Średnia ROI (w nawiasie wartość minimalna i maksymalna) (w %)	Średnia CAGR (w nawiasie odchylenie standardowe) (w %)	Średnia realna stopa zwrotu (w %)	Średni czas trzymania dzieła (w latach)
Obraz olejny	33	185 (123–325)	200 (111–341)	176	5,23
Rysunek – Akwarela	9	196 (145–543)	6278 (4567–11456)	163	3,22
Fotografia	2	99 (45–189)	49 (40–58)	84	2,25
Litografia	1	245	99	248	1,80
Średnia		185	1407	171	4,62

Źródło: opracowanie własne

W grupie akwareli średnia stopa zwrotu ROI była o 79 pkt. proc. wyższa dla poloników niż w przypadku obiektów nabywanych i sprzedawanych wyłącznie w Polsce. W przypadku średniorocznej CAGR różnica była jeszcze większa i równa 6264 pkt. proc. Ten wynik jest rezultatem wynikającym ze strategii inwestycyjnej, polegającej na zakupie akwareli po niższej cenie za granicą i szybkiej odsprzedaży z zyskiem po sprowadzeniu jej do Polski, co wiąże się z utrzymywaniem obrazu w portfolio przez bardzo krótki czas, a to przekłada się na niezwykle wysoką wartość CAGR. Aż 78% akwareli sprowadzonych do Polski zostaje sprzedanych w czasie krótszym niż 3 lata od terminu zakupu. Kolejną ciekawą obserwacją jest to, że średnia nominalna stopa zwrotu ROI spada wraz z długością trzymania takiego dzieła w portfolio.

W przypadku fotografii średnia nominalna stopa zwrotu ROI wyniosła dla poloników 99%, a dla dzieł sprzedawanych i kupowanych wyłącznie w Polsce – 24%. Z kolei na rynku litografii stopy zwrotu kształtowały się odpowiednio na poziomie 245% i 43%. Również stopa CAGR była większa dla poloników niż dzieł kupowanych i sprzedawanych wyłącznie w Polsce – fotografia: 49% i 6% oraz litografia: 99% i 23%.

W kategorii obrazów olejnych widoczna jest znacząca poprawa wyników inwestycyjnych w przypadku wykorzystania strategii sprowadzenia obrazu do Polski i jego odsprzedaży na miejscu. Średnia nominalna stopa zwrotu ROI była wyższa o 15 pkt. proc. (160% w pierwszym przypadku i 185% w drugim), a średnioroczna stopa zwrotu CAGR okazała się być wyższa aż o 191 pkt. proc. (200% w pierwszym przypadku i 9% w drugim). Bez względu na technikę wykonania, obiekty przywiezione do Polski były szybciej odsprzedawane niż prace zakupione na polskim rynku aukcyjnym. Czas ten był średnio dwukrotnie krótszy dla każdej kategorii. Sprowadzone do kraju prace z okresu Młodej Polski najczęściej sprzedawane są przez największe warszawskie domy aukcyjne: Desę Unicum (44%), Polswiss Art (20%) oraz Agrę Art (13%). Największym ośrodkiem sprzedaży poza stolicą był Sopocki Dom Aukcyjny, w którym dokonanych zostało 11% transakcji w analizowanym okresie. Przedstawione wyniki jednoznacznie dowodzą tezy, że sprowadzenie pracy artysty z kręgu Młodej Polski do kraju jego pochodzenia i jej odsprzedaż wiąże się z osiąganiem wyższych zysków.

Liczba prac poszczególnych artystów Młodej Polski, które zostały zakupione za granicą, a następnie sprowadzone do Polski i tutaj sprzedane, wyniosła: Władysław Ślewiński (10), Olga Boznańska (7), Stanisław Wyspiański oraz Jacek Malczewski (po 6 prac), Julian Fałat (5), Józef Pankiewicz (4), Wojciech Weiss i Teodor Axentowicz (po 2) oraz Leon Wyczółkowski, Włodzimierz Tetmajer i Józef Mehoffer (po 1).

Powodów, dla których prace tych artystów cieszą się największą popularnością, jest wiele. Wśród kluczowych należy wymienić dwa. Po pierwsze, głównym ośrodkiem życia i twórczości zarówno Władysława Ślewińskiego, jak i Olgi Boznańskiej był Paryż. Stąd też duża dostępność ich prac na rynku francuskim. Po drugie, popyt na prace znamienitych artystów, takich jak Stanisław Wyspiański czy Jacek Malczewski, od wielu lat utrzymuje się na wysokim poziomie, a ich prace osiągają zawrotne ceny na lokalnym rynku sztuki. Stano-

wi to dużą zachętę do poszukiwania ich prac na innych rynkach i sprowadzania ich do Polski celem odsprzedaży. Ta struktura podaży i popytu przekłada się na częstotliwość, z jaką sprowadzane są dzieła tych twórców.

Spośród dzieł zakupionych poza granicami i sprzedanych w Polsce najczęściej jest przypadków szybkiej odsprzedaży rozumianej jako czas krótszy niż dwa lata z zyskiem nieprzekraczającym 250%. Ta grupa obiektów cechuje się również najwyższymi średniorocznymi stopami zwrotu przekraczającymi 100%. Wyniki przeprowadzonej analizy sugerują brak występowania zależności między długością trzymywania w portfolio obiektu kupionego poza granicami Polski a osiągniętą przez niego nominalną stopą zwrotu ROI. Jedynym czynnikiem ulegającym istotnej zmianie jest pogarszająca się wraz z czasem przetrzymania obiektu średnioroczna stopa zwrotu CAGR. Poczyniona obserwacja prowadzi do wniosku, że w przypadku chęci wykorzystania strategii arbitrażu cenowego, sprowadzając dzieło zakupione po niższej cenie za granicą i sprzedając po wyższej w Polsce, najrozsądniej jest przeprowadzić tę sprzedaż możliwie najszybciej. Przetrzymywanie takiego obiektu w portfolio dłużej nie niesie za sobą żadnych szczególnych korzyści majątkowych.

Zbiornicze podsumowanie osiągniętych stóp zwrotu przez poloniki, namalowane przez 11 artystów, zamieszczone zostało w tabeli 4. Szczegółowej analizie zostaną poddane w niniejszym opracowaniu stopy zwrotu osiągnięte na pracach dwóch niezwykle uznanych artystów Młodopolskich: Jacka Malczewskiego i Stanisława Wyspiańskiego.

Tabela 4. Stopy zwrotu ROI dla poszczególnych artystów w podziale na technikę wykonania (w %)

Artysta	Obraz olejny	Rysunek – Akwarela	Fotografia	Litografia	Łącznie
Jacek Malczewski	295	67	–	79	279
Stanisław Wyspiański	120	161	35	–	136
Józef Mehoffer	57	93	–	79	82
Józef Pankiewicz	66	87	–	29	55
Władysław Ślewiński	45	2	–	–	43
Włodzimierz Tetmajer	283	–	–	–	283
Olga Boznańska	55	–	–	–	55
Teodor Axentowicz	25	46	–	34	41
Julian Fałat	87	71	–	–17	67
Wojciech Weiss	75	15	–	3	57
Leon Wyczółkowski	537	267	–	64	206
Średnia	164	121	35	47	131

Źródło: opracowanie własne.

4.3. Stopy zwrotu na rynku prac autorstwa Jacka Malczewskiego

Wśród zebranych prac autorstwa Jacka Malczewskiego znajdowało się 66 obrazów olejnych, cztery akwarele i jedna litografia. Średnia nominalna stopa zwrotu prac tego artysty dla wszystkich kategorii wyniosła 279%. Pośród zebranych prac znalazło się jednak osiem obserwacji odstających, których nominalna stopa zwrotu przekroczyła 800%, co przełożyło się na osiągnięcie tak wysokiej średniej stopy zwrotu dla wszystkich obiektów. Przed przystąpieniem do szczegółowej analizy wyników sprzedaży prac Jacka Malczewskiego po wykluczeniu tych obiektów, warto przyjrzeć im się bliżej i zweryfikować, co stanowiło o ich wyjątkowości. Wszystkie osiem obrazów było wykonanych w technice olejnej i przetrzymywanych w kolekcjach stosunkowo długo: od 18 do prawie 28 lat. Sprzedano je w latach 2020–2021. Czas ten dla rynku dzieł sztuki był wyjątkowy, przypadający w okresie pandemii COVID-19, która przyczyniła się do zwiększonego popytu na dobra luksusowe i kolekcjonerskie, takie jak dzieła sztuki czy zegarki. Jest to mechanizm często obserwowany w dobie niepewności i braku stabilności rynkowej. Właśnie w latach 2020–2021 można było zauważyć rekordowe wyniki sprzedaży w polskich domach aukcyjnych, które uległy pewnemu osłabieniu w 2022 r. i 2023 r. Zbiega się to z rekordowymi cenami, jakie były płacone za prace Jacka Malczewskiego, Wojciecha Fangora i innych polskich artystów. Długi okres trzymania dzieł świadczy o ich wyjątkowości, która również została doceniona przez inwestorów. Pomimo stosunkowo długiego czasu utrzymywania tych prac, średnioroczne stopy zwrotu CAGR utrzymały się na poziomie od 10% do nawet 16%. Wśród wszystkich możliwych technik obrazy olejne cieszą się największym uznaniem, między innymi ze względu na swoją trwałość. Wśród obiektów, które uzyskały rekordowe stopy zwrotu, znalazł się tylko jeden, który został sprowadzony z zagranicy.

Po wykluczeniu ośmiu obserwacji odstających średnia stopa nominalna zwrotu dla wszystkich kategorii obiektów spadła z 279% do 111%. Zestawienie stóp zwrotu z inwestycji w pozostałe prace Jacka Malczewskiego zostało przedstawione w tabeli 5.

Czas trzymania obiektów w portfelu był relatywnie długi i wynosił średnio 9,33 lat. Największymi realnymi stopami zwrotu charakteryzują się prace wykonane w technice olejnej, z kolei najmniejszą stopą zwrotu cechują się akwarele. Średnia realna stopa zwrotu dla obrazów olejnych wynosi 104%, zaś dla akwareli 58%. Z kolei średnioroczna stopa zwrotu CAGR wyniosła w obu kategoriach: 11% dla obrazów olejnych i 5% dla akwareli. Inaczej przedstawia się sytuacja z litografią, która utrzymywana było krótko w portfelu, tj. średnio ok. jednego roku i przyniosła realną i roczną stopę zwrotu CAGR na poziomie 80%. Na koniec warto zauważyć, że ceny prac tego autora znajdują się w wyraźnym trendzie wzrostowym.

Większość transakcji na prace autorstwa Jacka Malczewskiego zawieranych jest w Polsce. W zestawieniu znalazło się sześć obiektów, które zostały sprowadzone na rynek polski z zagranicy. Wszystkie z nich były obrazami olejnymi. Średni czas trzymania tych prac wynosił 8 lat i był o 2 lata krótszy niż średni czas trzymania obrazów zakupionych w Polsce. Średnie stopy zwrotu dla tej grupy obiektów były znacząco wyższe niż dla prac pochodzących

z polskiego rynku sztuki. Średnia nominalna stopa zwrotu dla tej kategorii obiektów wyniosła 369%, podczas gdy ta sama stopa zwrotu dla obiektów zakupionych lokalnie była równa 289%. Średnioroczna stopa zwrotu CAGR była również istotnie większa i równa 22%, podczas gdy dla lokalnego rynku ukształtowała się na poziomie 11%. Mimo niewielkiej liczby prac, na których strategia ta została przeprowadzona, była ona skuteczna. Fakt ten prowadzi do wniosku, że zjawisko arbitrażu cenowego na obrazach Jacka Malczewskiego miało miejsce w analizowanym okresie.

Tabela 5. Średnie stopy zwrotu i średni czas trzymania prac Jacka Malczewskiego w podziale na technikę wykonania po wykluczeniu obserwacji odstających

Technika wykonania	Średnia stopa zwrotu ROI (w %)	Średnia stopa zwrotu CAGR (w %)	Średnia realna stopa zwrotu (w %)	Średni czas trzymania dzieła (w latach)
Obraz olejny	114	11	104	9,60
Rysunek – Akwarela	67	5	58	7,31
Fotografia	–	–	–	–
Litografia	79	80	80	1,00
Średnia	111	12	101	9,33

Źródło: opracowanie własne.

4.4. Stopy zwrotu na rynku prac autorstwa Stanisława Wyspiańskiego

Szczegółowej analizie zostało poddanych 56 prac autorstwa Stanisława Wyspiańskiego, w tym 45 akwareli, cztery obrazy olejne i siedem fotografii. Średnia nominalna stopa zwrotu z inwestycji w prace Stanisława Wyspiańskiego dla wszystkich kategorii wynosiła 136%, z czego najwyższy wzrost uzyskano na akwarelach – 161%, na drugim miejscu uplasowały się obrazy olejne – 120%, natomiast najmniejszą stopę zwrotu osiągnęły fotografie – 35%. Po dokładnym przeglądzie danych wyróżnionych zostało dziewięć prac, które cechowały się ponadprzeciętnie wysokimi zwrotami wynoszącymi, dla których ROI przekroczyło 400%, co prowadziło do zawyżania wspomnianych statystyk. Aż sześć z dziewięciu dzieł, które znalazły się w zestawieniu najbardziej dochodowych, było utrzymywanych w kolekcjach przez około 20 lat. Jedynie trzy obrazy pozostawały w portfolio krócej i uzyskały roczną stopę zwrotu CAGR na poziomie ponad 20%. Wśród nich znalazł się obraz olejny przechowywany przez okres 7,8 lat, dla którego stopa CAGR wyniosła 25%, a akwarela utrzymywana przez czas 3,1 roku dała stopę CAGR na poziomie 79% (trzecim obiektem była wspomniana wcześniej akwarela, przechowywana przez okres jednego roku). Obrazy pozostające w kolekcji w długim horyzoncie czasowym uzyskały stopy zwrotu CAGR na poziomie od 8% do 12%. Wyniki analizy stóp zwrotu z inwestycji w dzieła Stanisława Wyspiańskiego po wykluczeniu obserwacji odstających zostały zaprezentowane w tabeli 6.

Tabela 6. Średnie stopy zwrotu i średni czas trzymania prac Stanisława Wyspiańskiego w podziale na technikę wykonania po wykluczeniu obserwacji odstających

Technika wykonania	Średnia stopa zwrotu ROI (w %)	Średnia stopa zwrotu CAGR (w %)	Średnia realna stopa zwrotu (w %)	Średni czas trzymania dzieła (w latach)
Obraz olejny	32	7	30	10,66
Rysunek – Akwarela	64	16	56	4,61
Fotografia	35	13	28	3,96
Litografia	–	–	–	–
Średnia	56	15	49	4,85

Źródło: opracowanie własne.

Wśród wszystkich kategorii obiektów średnia realna stopa zwrotu wyniosła 49%, a średnioroczna stopa zwrotu CAGR utrzymała się na poziomie 15%. Największą grupę dzieł pędzla Wyspiańskiego dostępnych na rynku stanowią akwarele. Po przeanalizowaniu wyników z tabeli 6 można zauważyć, że stanowią one również najbardziej dochodową inwestycję spośród dostępnych technik. Średnia realna stopa zwrotu dla akwareli wyniosła 56%. Tak wysoka stopa zwrotu na rynku akwareli wynikała ze wzrostu zainteresowania właśnie tym segmentem rynku sztuki w analizowanym okresie. Na drugim miejscu uplasowały się obrazy olejne z realną stopą zwrotu na poziomie średnio 30%. Najmniejsze zyski przyniosły fotografie, ze średnią realną stopą zwrotu równą 28%. Zarówno akwarele, jak i litografie nie były utrzymywane w kolekcjach długo. Rysunki i akwarele były średnio odsprzedawane po niecałych 5 latach, a fotografie po niespełna 4 latach. Obie kategorie uzyskały średnioroczną stopę zwrotu CAGR powyżej 12%: rysunki i akwarele 16%, a fotografie 13%. Najdłużej trzymane były obrazy olejne, średnio blisko 11 lat. Przełożyło się to na znacznie niższą roczną stopę zwrotu CAGR na poziomie 7%. Warto również zaznaczyć, że popyt na dzieła autorstwa Stanisława Wyspiańskiego jest wysoki i utrzymuje się o wielu lat. Dodatkowym pozytywnym czynnikiem, który należy wziąć pod uwagę w przypadku oceny zyskowności inwestycji w dzieła Stanisława Wyspiańskiego, jest obserwowany na rynku wzrost wartości sprzedaży jego prac.

Ostatnim przeanalizowanym elementem szczegółowego przeglądu inwestycji w prace autorstwa Stanisława Wyspiańskiego była skuteczność wykorzystania strategii arbitrażowej na jego dziełach poprzez sprowadzenie ich z zagranicy i odsprzedaż po wyższej cenie w Polsce. W zestawieniu znalazło się 56 prac, których obrót miał miejsce tylko na rynku polskim, oraz sześć, które zostały zakupione za granicą, a następnie sprowadzone i odsprzedane w Polsce. Wśród prac Stanisława Wyspiańskiego sprowadzonych do kraju z zagranicy znalazły się cztery akwarele i dwie fotografie. Średni czas trzymania prac w obu kategoriach jest znacząco krótszy w przypadku tych, które przywieziono do Polski z zagranicy. Akwarele zakupione i odsprzedane w kraju były trzymane przez inwestorów przez ok. 7 lat, natomiast te zakupione za granicą i odsprzedane w Polsce przez około 3,5 roku. Średni czas pozostawiania w portfolio był zatem niemal dwukrotnie krótszy dla prac przywiezionych z zagranicy. W przypad-

ku fotografii stosunek ten wygląda podobnie. Średnie stopy zwrotu osiągnięte przez prace przywiezione z zagranicy były znacznie wyższe niż średnie stopy zwrotu z prac kupionych i odsprzedanych w Polsce. Średnia nominalna stopa zwrotu dla akwareli z pierwszej kategorii wyniosła 306%, przy średniej rocznej stopie zwrotu CAGR na poziomie 233%, natomiast średnie stopy zwrotu dla prac z drugiej kategorii wyniosły odpowiednio 149% ROI i 16% CAGR. Strategia zakupu fotografii Stanisława Wyspiańskiego za granicą i odsprzedaży w Polsce okazała się również bardziej korzystna niż zakup na polskim rynku aukcyjnym. Średnie nominalne stopy zwrotu ROI wyniosły 99% dla prac z zagranicy i 24% dla tych kupionych w Polsce. Średnioroczna stopa zwrotu CAGR wyniosła z kolei 49% dla fotografii zakupionych poza Polską i 6% dla tych zakupionych w kraju.

Szukając pewnych cech wspólnych powyższej grupy obiektów, warto zauważyć, że wszystkie obrazy są portretami kobiet o niewielkich rozmiarach, wykonanymi w technice pastelu na papierze. Jest to relatywnie niedroga technika, która była bardzo często wykorzystywana przez Stanisława Wyspiańskiego. Stopy zwrotu uzyskane na fotografiach autorstwa Stanisława nie odbiegały od zwrotów osiąganych na jego pastelach. Kolejnym wspólnym elementem wszystkich obiektów był okres, w którym inwestorzy zdecydowali się na ich sprzedaż. Sprzedaż wszystkich prac odbyła się w latach 2019–2023. Czas ten był niezwykle korzystny, gdyż popyt na prace Wyspiańskiego utrzymywał się na bardzo wysokim poziomie, a jego prace uzyskiwały historyczne rekordy cenowe na polskim rynku aukcyjnym.

5. Podsumowanie

Rosnące w ostatnich latach zainteresowanie rynkiem dzieł sztuki przyciąga coraz szersze grono nabywców. Obrazy i inne obiekty twórczości artystycznej stały się nie tylko elementem kolekcji miłośników sztuki, ale również segmentem rozszerzonego portfolio inwestorów. Chcąc traktować dzieło sztuki jako aktywo o charakterze inwestycyjnym należy jednak pamiętać o kilku kluczowych kwestiach. Po pierwsze, istnieje niezwykle trudne do wyeliminowania ryzyko zakupu falsyfikatu. Po drugie, ze względu na prawne regulacje niektórych państw wywóz zakupionych obiektów może być utrudniony bądź wręcz zupełnie niemożliwy. Przekłada się to na brak płynnego przepływu prac między rynkami i może przyczyniać się do zmniejszenia potencjalnego grona nabywców. Po trzecie, zakup dzieła sztuki może wiązać się nie tylko z chęcią zabezpieczenia kapitału, ale również niesie ze sobą przyjemność z konsumpcji, rozumianą jako przyjemność czerpana z obcowania z obiektem wysokiej klasy, jak i pewnego prestiżu, który łączy się z jego posiadaniem. Przyjemność ta jest nieodłącznym elementem inwestycji w dobra luksusowe, do których zaliczyć należy dzieła sztuki.

Przeprowadzone badania pozwalają na dogłębne zrozumienie rezultatów inwestycji poczynionych w dzieła twórców okresu Młodej Polski, w szczególności takich ikon polskiego malarstwa jak: Jacek Malczewski, Stanisław Wyspiański, Leon Wyczółkowski, Julian Fałat czy Józef Mehoffer. Faktem jest, że inwestując w prace powyższych artystów, można było uzyskać

bardzo wysokie stopy zwrotu, jednak nie dotyczy to wszystkich obiektów ich autorstwa. Osiągane stopy zwrotu były niezwykle zróżnicowane i mimo zadowalających uśrednionych wyników nieoceniona na tym rynku zdaje się być wiedza ekspercka pozwalająca odróżnić dzieła wysokiej klasy osiągające rekordowe stopy zwrotu. Poza rozróżnieniem jakości obiektów, kluczowym jest również wybór odpowiedniego momentu sprzedaży. Osoba inwestująca w tym segmencie rynku powinna cechować się dużą znajomością uwarunkowań na nim panujących.

Strategia arbitrażu cenowego polegająca na zakupie obrazu twórcy z kręgu Młodej Polski, a następnie jego odsprzedaż po sprowadzeniu go do kraju pochodzenia artysty, czyli Polski, okazała się być skuteczna i była regularnie przeprowadzana na rynku polskim w ostatnich latach. Osiągane stopy zwrotu na tych obiektach są średnio znacznie wyższe niż na pracach, których obrót odbywa się na rynku polskim. Warto jednak wspomnieć o wyczerpywaniu się podaży poloników na rynkach zagranicznych, co w przyszłości może doprowadzić do znacznego spadku wykorzystania tej formy inwestycji.

Dyskusyjnym tematem zdaje się jednak być przyszłość tej strategii inwestycyjnej. Liczba obiektów autorstwa młodołopolan obecnych na rynkach zagranicznych jest skończona. Zasadnym zdaje się zatem być pytanie, jak wiele pozostało na rynku zagranicznym prac, których w ciągu ostatnich lat nie sprowadzono do Polski. Jeśli większość z nich została już zakupiona i przetransportowana do kraju, strategia nie może być uskuteczniata na szeroką skalę. Jest to zagadnienie wymagające dalszej, pogłębionej analizy.

Uzyskane wyniki pozwalają na wyciągnięcie wniosku, że segment obrazów olejnych charakteryzuje się większą stabilnością stóp zwrotu niż rynek akwareli – dotyczy to segmentu poloników. W przypadku obrazów olejnych i akwareli zakupionych i odsprzedanych w Polsce można mówić o podobnym poziomie stabilności cen. Ponadto zakupy obrazów olejnych z kategorii poloników wpisują się w kategorię kolekcjonerstwa z uwagi na dłuższy okres ich pozostawiania w kolekcjach niż akwarele, które traktowane są głównie jako obiekty inwestycyjne, o krótkich interwałach czasowych pozostawiania w portfolio nabywcy i wysokich stopach zwrotu. Wykorzystując analogię do rynku kapitałowego, można powiedzieć, że na rynku poloników obrazy olejne zachowują się podobnie jak spółki typu *blue chips*, a akwarele – jak spółki spekulacyjne (*high flyers*), zaś w przypadku tych samych dzieł kupionych i odsprzedanych w Polsce zmienność cen jest podobna. Natomiast niezależnie do tego, czy fotografie zostały nabyte i sprzedane w Polsce, czy też sprowadzone z zagranicy na rynek polski, okres ich pozostawiania w portfelach inwestorów był najkrótszy ze wszystkich klas analizowanych aktywów, a uzyskiwane stopy zwrotu były najniższe.

Warto odnotować fakt, że w przypadku obrazów olejnych najwyższe stopy zwrotu były udziałem takich artystów jak: Leon Wyczółkowski, Jacek Malczewski i Włodzimierz Tetmajer. W segmencie rysunek – akwarela kolejność ta przedstawia się następująco: Leon Wyczółkowski, Stanisław Wyspiański i Józef Mehoffer.

Uzyskane rezultaty potwierdzają wynik wcześniejszych badań, w których autorzy wykazują, że w analizowanych okresach stopa zwrotu na rynku sztuki była wyższa niż na rynku akcji czy też innych segmentów rynku finansowego jak surowce czy inflacja [Pesado, 1993;

Marre, Docclo, Ginsburgh, 1994; Cardell i in., 1995; Kraeussl, Logher, 2010; Potrykus, 2013; Renneboog, Spaeyers, 2013; Gary i in., 2017; Shi i in., 2018; Garay, 2021; Długopolska, 2025;], a pozostają w opozycji do wyników badań innych autorów, zdaniem których zależność ta jest odwrotna [Hodgson, Vorkink, 2004; Cacharani, 2023, s. 310–321].

Wraz z nieprzerwanie rosnącym segmentem inwestycji w dzieła sztuki wzrasta zapotrzebowanie na przeprowadzanie dokładnych badań tego rynku. Niniejsza praca stanowi obecnie jedno z nielicznych opracowań analizy stóp zwrotu w dzieła sztuki na rynku polskim, a zwłaszcza w polonika. Jest także jedynym dotychczas przeprowadzonym szczegółowym badaniem rezultatów inwestycyjnych w dzieła artystów Młodej Polski. Pozostaje zatem dobrym źródłem informacji dla inwestorów, banków oferujących usługi z zakresu art bankingu, funduszy inwestujących w dzieła sztuki czy innych podmiotów zainteresowanych inwestowaniem w sztukę. Bariera, jaką stanowił brak dostępności danych z transakcji rynkowych, stopniowo zostaje zniesiona. Portale zbierające informacje o przeszłych i obecnych rezultatach aukcyjnych, takie jak artprice.pl, otwierają szerokie pole możliwości dogłębnego przeanalizowania owego zagadnienia. Z biegiem lat stan badań w tej materii będzie się zatem zapewne zwiększał. Istotnym ograniczeniem badania jest stosunkowo mała próba badawcza, jednak otrzymane wyniki pozwalają na wyciągnięcie kierunkowych wniosków.

Bibliografia

Wydawnictwa zwarte

1. Cacharani, R., Fernandez, M. (2023). *Performance of Art as an Asset Class. Art & Finance Report*. Deloitte, s. 310–321.
2. Ginsburgh, V., Mei, J., Moses, M. (2006). *On the Computation of Price Indices*. W: *Handbook of Economics of Art and Culture*, V. Ginsburgh, D. Throsby (eds.). Amsterdam: Elsevier.
3. Kunzle, C., Lagasse, J. (2023). *Global Art Market Review. Art & Finance Report*. Deloitte.
4. Ostrowska, E. (2011). *Portfel inwestycyjny, klasyczny i alternatywny*. Warszawa: C.H. Beck.
5. Schultheis, F., Single, E., Koefeler, R., Mazzurana, T. (2016). *Art Unlimited? Dynamics and Paradoxes of a Globalizing Art World*. Bielefeld: Verlag.

Artykuły naukowe

1. Agnello, R., Pierce, R. (1996). Financial Returns, Price Determinants, and Genre Effects in American Art Investment, *Journal of Cultural Economics*, 2(4), s. 359–383.
2. Alfonso, L. (2012). Ut Oeconomia Pictura: How the Global Art Market is Changing the Dominant Canons, *International Journal of Arts*, 6(2), s. 53–59.
3. Ashenfelter, O., Graddy, K. (2003). Auctions and the Price of Art, *Journal of Economic Literature*, 41, s. 763–787.
4. Białynicka-Birula, J. (2018). Changes in the Global Art Market, *Oeconomia Copernicana*, 9(4), s. 695–714.

5. Botha, F., Snowball, J., Scott, B. (2016). Art Investment in South Africa: Portfolio Diversification and Market Efficiency, *South African Journal of Economic and Management Sciences*, 9(3), s. 358–368.
6. Buelens, N., Ginsburgh, V. (1993). Revisiting Baumol's Art as a Floating Crap Game, *American Economic Review*, 76(2), s. 10–14.
7. Candela, G., Scorcu, A. (1997). A Price Index for Art Market Auctions, *Journal of Cultural Economics*, 21, s. 175–196.
8. Cardell, S., Kling, J., Petry, G. (1995). Stamp Returns and Economic Factors, *Southern Economic Journal*, 56(2), s. 411–427.
9. Chanel, O., Gerard-Varet, L., Ginsburgh, V. (1994). Prices and Returns on Paintings: An Exercise on How to Price the Priceless, *Geneva Paper on Risk and Insurance Theory*, 19, s. 7–21.
10. Cichorska, J. (2015). Rozwój rynku sztuki jako przykład inwestycji alternatywnych, *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H Oeconomia*, 4, s. 69–83.
11. Collins, A., Scorcu, A., Zanola, R. (2009). Reconsidering Hedonic Art Price Indexes, *Economic Letters*, 104(2), s. 57–60.
12. Czujack, C. (1997). Picasso at Auctions, 1963–1994, *Journal of Cultural Economics*, 21, s. 229–247.
13. David, G., Oosterlinck, K., Szafarz, A. (2013). Art Market Inefficiency, *Economic Letters*, 121(1), s. 23–35.
14. Dluhopolska, T. (2025). Investing in Works of Art: Analysis of the Global Art Market Dynamics and Current Trends of Its Development, *Journal of European Economy*, 1(24), s. 113–130.
15. Frey, B., Pommerenhe, W. (1989). Art Investment: An Empirical Inquiry, *Southern Economic Journal*, 56, s. 396–409.
16. Garay, U. (2021). Determinants of Art Prices and Performance by Movements: Long-run Evidence from an Emerging Market, *Journal of Business Research*, 127, s. 413–426.
17. Garay, U., Vielma, G., Villalobos, E. (2017). El Arte como Alternativa de Inversión: El caso de Argentina, *Academia Revista Latinoamericana de Administración*, 30(3), s. 362–382.
18. Goetzmann, W. (1993). Accounting for Taste: Art and Financial Markets over Three Centuries, *American Economic Review*, 83(5), s. 1370–1376.
19. Grabowska, A. (2012). Inwestycje alternatywne na rynku sztuki, *Zeszyty Naukowe ZPSB Firma i Rynek*, 42(1), s. 37–45.
20. Grabowska, A. (2012). Inwestycje na rynku sztuki jako narzędzie dywersyfikacji portfela inwestycyjnego w dobie kryzysów na rynkach finansowych, *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 247, s. 106–114.
21. Hodgson, D., Vorkink, K. (2004). Asset Pricing Theory and the Valuation of Canadian Paintings, *The Canadian Journal of Economics*, 37, s. 629–655.
22. Kompa, K., Witkowska, D. (2013). Indeks rynku sztuki. Badania pilotażowe dla wybranych malarzy polskich, *Zarządzanie i Finanse*, 3(2), s. 33–50.
23. Kraeussl, R., Logher, R. (2010). Emerging Art Markets, *Emerging Markets Review*, 11(4), s. 301–318.
24. Locatelli-Biey, M., Zanola, R. (2002). The Sculpture Market: An Adjacent Year Regression Index, *Journal of Cultural Economics*, 26, s. 65–78.

25. Lucińska, A. (2015). The Art Market In the European Union, *International Advances in Economic Research*, 21(1), s. 67–79.
26. Marre, M., Docclo, S., Ginsburgh, V. (1994). Returns of Impressionist, Modern and Contemporary European Paintings, *Annales d'Economie et Statistique*, 35, s. 143–181.
27. Matsumoto, K., Adoh, S., Hoban, J. (1994). Rates of Return on Art Objects, the Fisher Hypothesis and Inflationary Expectations, *Financial Review*, 29(4), s. 495–519.
28. Melnyk, Y. (2015). Zarządzanie ryzykiem na rynku sztuki, *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 376, s. 185–194.
29. Miliszkiewicz, J. (2025). Kliencie, na rynku sztuki broń się sam, *Rzeczpospolita*, 15.01.2025, s. A16.
30. Muntenau, A., Pece, A. (2015). Investigating the Art Market Efficiency, *Procedia Social and Behavioral Sciences*, 59(1), s. 82–88.
31. Niedzielska, A. (2023). Globalny rynek sztuki w obliczu kryzysów 2008 oraz 2020 roku, *TECHNE*, 11, s. 259–277.
32. Pawłyszyn, Ł. (2012). Rynek sztuki jako alternatywa dla rozwoju tradycyjnej, bankowej oferty depozytowej, *Politeja*, 21(9), s. 545–562.
33. Pesando, J. (1993). Art as an Investment: The Market of Modern Prints, *American Economic Review*, 83(5), s. 1075–1089.
34. Potrykus, M. (2013). Rynek inwestowania w sztukę jako przykład inwestycji alternatywnej, *Zarządzanie i Finanse*, 4(2), s. 343–356.
35. Rengers, M., Velthuis, O. (2002). Determinants of Price for Contemporary Art in Dutch Galleries, *Journal of Cultural Economics*, 26, s. 1–28.
36. Renneboog, L., Houtte, T. (2002). The Monetary Appreciation of Paintings: From Realism to Magritte, *Cambridge Journal of Economics*, 26(3), s. 331–357.
37. Renneboog, L., Spaenjers, C. (2013). Buying Beauty: On Prices and Returns in the Art Market, *Management Science*, 59(1), s. 36–53.
38. Shi, Y., Conroy, P., Wang, M., Dang, C. (2018). The Investment Performance of Art in Mainland China, *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(6), s. 1358–1374.
39. Srivastava, A., Babu, S. (2016). Art as an Alternative Investment vis-à-vis Stock: A Study, *International Journal of Arts-based Educational Research*, 14(7), s. 5327–5341.
40. Witkowska, D., Lucińska, A. (2015). Hedoniczny indeks cen obrazów sprzedanych na polskim rynku aukcyjnym w latach 2007–2013, *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse. Rynki finansowe. Ubezpieczenia Rynek kapitałowy: skuteczne inwestowanie*, s. 515–527.
41. Worthington, A., Higgs, H. (2005). Financial Returns and Price Determinants in the Australian Art Market, 1973–2003, *The Economic Record*, 81(253), s. 113–123.

Strony internetowe

42. Gajewski, M. (2024). *Artinfo.pl* ogłasza wyniki rynku sztuki za 2023 rok, <http://artinfo.pl,2024> (dostęp: 16.01.2025).
43. Podsiadała, P. (2024). *Prognoza 2024*, <http://artinfo.pl,2024> (dostęp: 12.01.2025).
44. <http://artprice.com> (dostęp: 12.11.2024).

Arbitration on the Art Market on the Example of Works by Artists from the Young Poland Movement

Abstract

In recent years, an increase in investor interest in alternative assets has been observed, which became particularly evident after the outbreak of the Covid-19 pandemic. Among these assets, the works of artists from the Young Poland movement (years: 1890–1918) deserve special attention. Generally, there are two basic ways to invest in the art market. The first is to purchase a work by a Polish artist on the Polish market, keep it in an investment portfolio for a certain period and then resell it on the Polish market. The second involves buying a work by a Polish artist abroad (these are known as *polonika*, i.e. Polish materials), bringing the work to the country and selling it on the Polish market. The article shows pricing inefficiencies on the art market in Poland, manifested by higher returns on investments in works of Polish artists abroad and reselling them on the Polish market. Moreover, it has been proved that investments in the works of the Young Poland artists on the Polish market yielded returns higher than those of the WIG index, S&P 500, gold, and inflation during the analysed period. Studies were conducted on the returns of works for eleven selected artists of Young Poland, and categorised into the following segments of the art market: oil painting, drawing/watercolour, photography and lithography.

Keywords: alternative investments, art market, financial market efficiency
