

Home Bias: Ist «heimelig anlegen» der Goldstandard?

Wer investiert, darf nicht «alle Eier ins selbe Körbchen legen» – so der Grundsatz der Diversifikation. Doch Investorinnen und Investoren gewichten den Heimmarkt konsequent stärker. Rückblickend gesehen liegen sie damit goldrichtig – und sollten dennoch den Blick über den Tellerrand wagen.



Von **Thomas U. Fischer, CFA**
Chief Investment Officer
Berner Kantonalbank BEKB

«Zuhause schmeckt das Essen am besten»: Diesem Grundsatz folgen Anlegerinnen und Anleger von Bern bis New York – und von New York bis Tokio. Sie investieren einen grossen Teil ihres Vermögens in der eigenen Heimat, statt ihre Anlagen international zu diversifizieren. Dieser «Home Bias» (Heimmarktneigung) wurde in der Literatur bereits umfassend analysiert. «Vernünftig» wäre demzufolge eine geografisch und branchenmässig breite Diversifikation aller riskanten Anlagen entsprechend ihrem Marktwert. Im Fall von Aktien z.B. der Kauf des MSCI All Country World Index, der mehr als 2'800 Unternehmen aus über 40 Ländern abbildet. Würden Schweizer Pensionskassen nach diesem Grundsatz handeln, dürften Schweizer Unternehmen nur ein Gewicht von etwa 3% am gesamten Aktien-Engagement haben – sie werden jedoch mit 15 oder mehr Prozent gewichtet. Das Beispiel zeigt, dass der Home Bias nicht auf Privatpersonen beschränkt ist.

«Unsere Währung, unser Staat, unsere Regeln»

Wer in die internationalen Kapitalmärkte investiert, investiert auch in Fremdwährungen – im Fall einer Apple-Aktie z.B. in den Dol-

lar. Seit dem Jahrtausendwechsel haben der Dollar und der Euro gegenüber dem Franken rund 40% eingebüsst, das Pfund gar über 50%. Ausländische Anlagen müssten erst einmal um den entsprechenden Wert steigen, um diese Währungsverluste überhaupt erst wettzumachen. Solche Währungsschwankungen lassen sich zwar absichern – doch Absicherungen kosten Geld. In der Heimat gibt es dieses Risiko (vermeintlich) nicht. Ein vernünftiger Grund, auf das «Bollwerk Schweizer Franken» und sein Anlageuniversum zu setzen.

Bei Obligationen ist die Währungsabsicherung als «Best Practice»-Vorgehen die bevorzugte Variante. Ein historischer Backtest zeigt, dass das Rendite-Risikoverhältnis beim Einsatz währungsbesicherter Fremdwährungsanleihen leicht verbessert werden kann. Zudem bestehen einige Unterkategorien wie Hochzins- oder Schwellenländeranleihen nur in Fremdwährungen. Allerdings gelten Obligationen auch als «Fels in der Brandung» in einem ausbalancierten Portfolio. Aus Sicht von Schweizer Anlegern scheint der Heimmarkt auch insofern attraktiv, als dass gerade die Eidgenossenschaft im internationalen Vergleich einen tiefen Schuldenstand aufweist. Unsere Nationalbank hat von umfangreichen Kaufprogrammen heimischer Obligationen abgesehen – und im Extremfall einer Schuldenrestrukturierung sind ausländische Anleger mit komplexen Herausforderungen konfrontiert. Insofern ist die Dominanz von Franken-Obligationen nachvollziehbar.

Der politische Aspekt lässt sich auch auf den Faktor «Stabilität» ausweiten. US-Sanktionen gegen Russland oder Strafzölle auf China-Technologie: Sie brauchen einen überzeugten Nestlé-Aktionär nicht (direkt) zu kümmern. Die brutale Invasion Russlands in die Ukraine etwa war der berüchtigte «Schwarze Schwan»: Ein sehr unwahrscheinliches Ereignis, das für russische Anlagen und den Energiesektor dramatische Folgen hatte.

Ebenfalls mit Vernunft begründbar ist der Respekt vor ausländischen Gesetzen und Steuern: Auf US-Aktien wird ab einem

bestimmten Betrag eine Erbschaftssteuer fällig, selbst wenn die Anlegerinnen und Anleger keinen US-Pass haben – und keine Immobilien dort besitzen. Auch (teilweise) steuerfreie Dividenden ohne allzu bürokratisches Rückforderungsprozedere sind ein Grund, auf heimische Anlagen zu setzen.

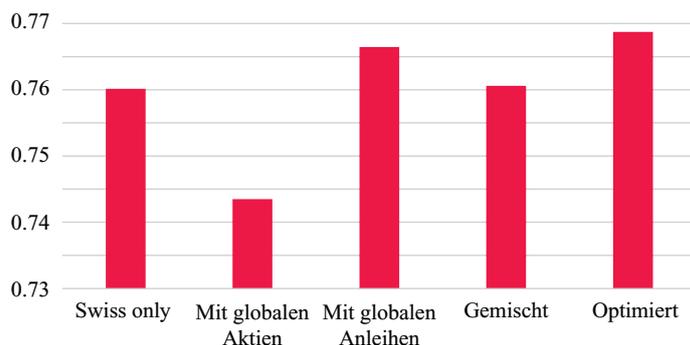
Der Einbezug ausländischer Aktien in heimischen Portfolios ist sehr wohl verbreitet. Paradoxerweise haben aber gerade ausländische Aktienanlagen in den letzten rund 50 Jahren das Verhältnis von Rendite und Risiko kaum verbessert.

Geradezu unbeliebt scheinen Ausland-Engagements bei indirekten Immobilienanlagen zu sein. Schweizer Immobilienfonds sind ein typischer (der beste?) Sharpe-Ratio-Booster für gemischte Portfolios. Diese Investments weisen eine moderate Fremdkapitalquote (unter 30%) und Volatilität auf (ca. 8% p.a.). Leicht zugängliche Anlagen im Ausland mit ähnlichen finanzökonomischen und statistischen Eigenschaften sind Mangelware. Insofern ist hier die Tendenz zum Home Bias nicht nur nachvollziehbar, sondern auch sinnvoll. Defensive Wohnimmobilienanlagen im Ausland (mit soliden Bestandesliegenschaften und Währungsabsicherung) wären jedoch gerade deshalb eine willkommene Ergänzung, weil Immobilienkrisen in der Regel national – und nicht global – stattfinden (Krisen in den USA mal ausgenommen, angesichts der Grösse).

Warum also setzen sich Anlegerinnen und Anleger solchen Klumpenrisiken aus? Studien zum Thema zeigen, dass sie ausländische Anlagen eben nicht einfach nüchtern als Instrument betrachten, um ihr Portfolio zu diversifizieren – sondern die Distanz zum Markt, zur anderen Kultur und fremden Sprache eine grosse Rolle spielen. Die Autoren sprechen von «Unsicherheitsvermeidung» und «Ambiguitätsaversion». Will heissen: Entscheiderinnen und Entscheider meiden systematisch Situationen, in denen ihnen die Wahrscheinlichkeiten unbekannt sind. Investierende vertrauen dem ausländischen Markt also weniger, weil das Neue und Unbekannte ihnen Unwohlsein bereitet.

Rendite/Risiko (1.9.1971–1.8.2022)

Je höher der Wert, umso mehr Rendite hat der Investor für sein eingegangenes Risiko erhalten



Gemischt: Typisches Portfolio eines institutionellen Anlegers

Optimiert: Beimischung von langen US-Staatsanleihen und inflationsindexierten Obligationen

Zuhause ist's schön – aber Diversifikation macht dennoch Sinn

Warum also sollte man trotzdem im Ausland investieren? Schliesslich bietet die Schweiz vielen Konzernen eine Heimat, die weltweit tätig sind – und nur einen Bruchteil der Einnahmen hier erzielen. Auf den ersten Blick eine willkommene Diversifikation, ein Spiegel der weltweiten Konjunktur. Doch der erste Eindruck täuscht: Wer in den Swiss Performance Index SPI – also den Gesamtmarktindex für den schweizerischen Aktienmarkt – investiert, legt sich ein deutliches Übergewicht von Lebensmitteln (Schokolade und Kaffee), Pharma, Finanzdienstleistern und Uhrenfirmen ins Depot.

Trotz der globalen Ausrichtung fehlt dem Schweizer Portfolio die sektorielle Diversifikation. Gerade die beliebten Schweizer Schwergewichte – Nestlé, Roche und Novartis – führen dazu, dass viele Anlegerinnen und Anleger einen zu starken Fokus auf die Gesundheits- und Basiskonsumgütersektoren haben. Hier droht die Gefahr eines Klumpenrisikos: Leidet einer dieser Sektoren weltweit (oder eines der Unternehmen),

wird der ganze Schweizer Aktienmarkt in Mitleidenschaft gezogen. Zudem sind es defensive Sektoren, die in Zeiten der Hochkonjunktur weniger vom boomenden Wachstum profitieren. Gerade Champions im Technologiebereich – wie Halbleiter, Künstliche Intelligenz oder Elektromobilität – sucht man an der Schweizer Börse vergeblich. Oder man findet sie, aber niemals in Form von Unternehmen, die es mit Apple, Google und Tesla etc. aufnehmen könnten.

Der Zugang zu Märkten wie «Erneuerbare Energien» und «Technologie» – letzterer eine besondere Stärke des US-Marktes – macht angesichts der gegenwärtigen Herausforderungen Sinn. Nachhaltige Anlagestrategien dürften ganz allgemein nicht ohne den Blick über die Landesgrenzen auskommen. Themen wie Cleantech, Künstliche Intelligenz und Blockchain werden die Zukunft prägen – und lassen sich nicht allein mit einem Schweizer Portfolio abbilden.

Die sektorielle Diversifikation gilt genauso bei den Festverzinslichen. Langlaufende US-Staatsanleihen etwa sind gute Diversifizierer für Aktienmarktrisiken. In-

flationsgeschützte Anleihen gibt es überdies (vorerst) nur im Ausland.

Aus Sicht der Diversifikation, besonders der sektoriellen, ist das Home-Bias-Verhalten der Schweizer Investorinnen und Investoren also irrational. Doch was sagt die Statistik?

Empirie: Immer eine Frage des Zeitraums

Ein Swiss-only-Portfolio hat rückblickend gesehen risikoadjustiert besser performt als eines mit ausländischen Obligationen und Aktien – und zwar über den stolzen Zeitraum von 51 Jahren. Ein dermassen langer Zeitraum beschäftigt wahrscheinlich die wenigsten Anleger. Wer nicht so weit zurückschaut, wäre mit US-Aktien besser gefahren als mit Schweizer Titeln. In den vergangenen 10 Jahren – Jahre voller Turbulenzen – hätte man mit dem S&P-500-Index in Dollar eine Rendite von rund 250% erwirtschaftet; umgerechnet in Franken wären es rund 130% gewesen (jeweils inkl. Dividenden). Der SMI weist in diesem Zeitraum mit 44% zwar eine sehr gute, doch vergleichsweise viel geringere Rendite aus.

Die Vergangenheit ist an der Börse bekanntlich nie ein Garant für die Zukunft. Und der grundsätzliche Zweck der internationalen Diversifikation liegt nicht darin, die Performance zu erhöhen – sondern ein geringeres Risiko bei gleichem Renditepotenzial einzugehen. Unter Betrachtung verschiedener Zeiträume kann diese Prämisse auch empirisch bestätigt werden. So haben ausländische Aktien selbst über einen längeren Zeitraum dazu beigetragen, das Portfoliorisiko zu reduzieren.

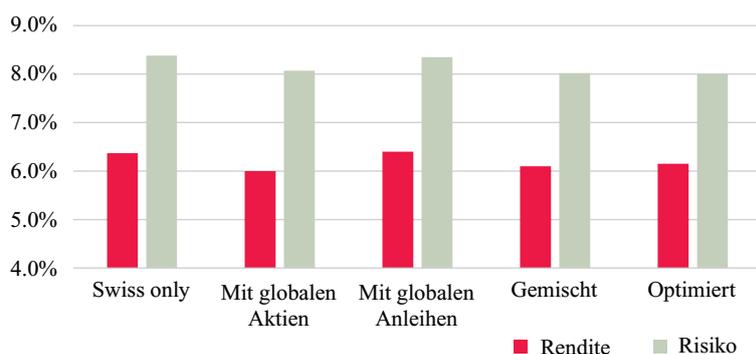
In den letzten 50 Jahren sind die Korrelationen von Anlagerenditen und Zinsen zwischen den Ländern deutlich angestiegen – und dies trotz (oder gerade wegen) flexibler Wechselkurse. Vor dem Hintergrund steigender Zinsen hat aber auch die Korrelation zwischen Aktien und Obligationen wieder ins Positive gedreht – dies war das vorherrschende Regime von 1950 bis 2000. Nach dem Ende sinkender Zinsen – und mit zunehmender Globalisierung – dürfte die internationale Diversifikation wieder an Bedeutung gewinnen. Angesichts der geopolitischen Entwicklungen bleibt einzig die Länderauswahl offen.

Zuhause mag das Essen tatsächlich am besten schmecken – und dennoch lohnt sich der Blick über den Tellerrand.

thomas.fischer@bekb.ch

www.bekb.ch

Rendite und Risiko (1.9.1971–1.8.2022)



Gemischt: Typisches Portfolio eines institutionellen Anlegers

Optimiert: Beimischung von langen US-Staatsanleihen und inflationsindexierten Obligationen