

Heimatliebe beim Investieren

Kein reines Schweizer Phänomen

Investoren rund um die Welt investieren lieber im eigenen Land als im Ausland. Die Gründe dafür sind teils durchaus rational, teils aber auch wenig stichhaltig.

IN KÜRZE

Weltweit geht der Home Bias von Pensionskassen tendenziell zurück. Eine gewisse Übergewichtung von Obligationen des eigenen Währungsraums ergibt in Hinblick auf die Verpflichtungen Sinn.

Was verleitet Schweizer Pensionskassen dazu, den relativ kleinen lokalen Markt zu favorisieren? In diesem Artikel gehen wir auf die Heimatliebe der hiesigen Investoren näher ein und ziehen Vergleiche zu anderen Ländern, wo das Phänomen noch stärker auftritt. Der Fokus liegt dabei auf Aktien und Obligationen.

Home Bias in Zahlen

Die beiden Grafiken (Seite 70) stellen für Aktien und Obligationen die weltweit grössten Pensionskassenmärkte einander gegenüber. Dabei wird je der Anteil der Inlandinvestitionen angegeben.

Es fallen die zwei dunkelgrauen US-Linien auf, die einen sehr hohen Home Bias zeigen. Berücksichtigt man das Volumen und die Liquidität des lokalen Markts, wird klar, warum vor allem die Amerikaner weniger Interesse an ausländischen Anlagen zeigen.

Bevor wir näher auf den Home Bias zu sprechen kommen, sind zwei Feststellungen zu den Grafiken zu machen:

- Es gibt eine klare globale Tendenz, vor allem bei Aktien mehr im Ausland zu investieren. Dies ist der Globalisierung der Märkte geschuldet wie auch dem Umstand, dass die Marktteilnehmer, hauptsächlich aufgrund von Fortschritten in der IT, immer besser vernetzt sind.
- Die Obligationen sind «heimischer» als die Aktien. Dies erklärt sich primär dadurch, dass die verhältnismässig stabilen (und jeweils in der lokalen Währung denominierten) Erträge als Quasi-Hedge zu den Verpflichtungen der Pensionskassen zählen.

Der letzte Satz gibt uns schon eine wesentliche Antwort auf die zentrale Frage:

Warum überhaupt dieser Home Bias?

Die Antwort setzt sich aus mehreren Teilen zusammen:

Verpflichtungen

Die Leistungen der Vorsorgeeinrichtungen werden in lokaler Währung ausbezahlt, und sie werden im entsprechenden gesetzlichen und marktwirtschaftlichen Rahmen hergeleitet. Auch wenn die Rechnungslegung, wie in der Schweiz, nicht rein mit den Marktpreisen zusammenhängt, haben das Zinsniveau und die Währung einen Einfluss auf die technischen Parameter der Verpflichtungen.

Somit können diese viel eher durch Anlagen im Inland abgebildet werden als durch ausländische. Bei dem Teil des Portfolios, der auf Risikominimierung ausgerichtet ist (Anleihen), ist diese Argumentation, wie oben schon beobachtet, am stärksten.

Wechselkurse

Wird im Ausland investiert, entstehen Fremdwährungsrisiken, die nicht unbedingt durch eine Risikoprämie entlohnt werden. Insbesondere bei den Obligationen im Ausland spielen die Devisenschwankungen eine wichtige Rolle. Diese können zwar mehrheitlich abgesichert werden, aber die daraus resultierenden Kosten können erheblich sein.

Weitere Kosten

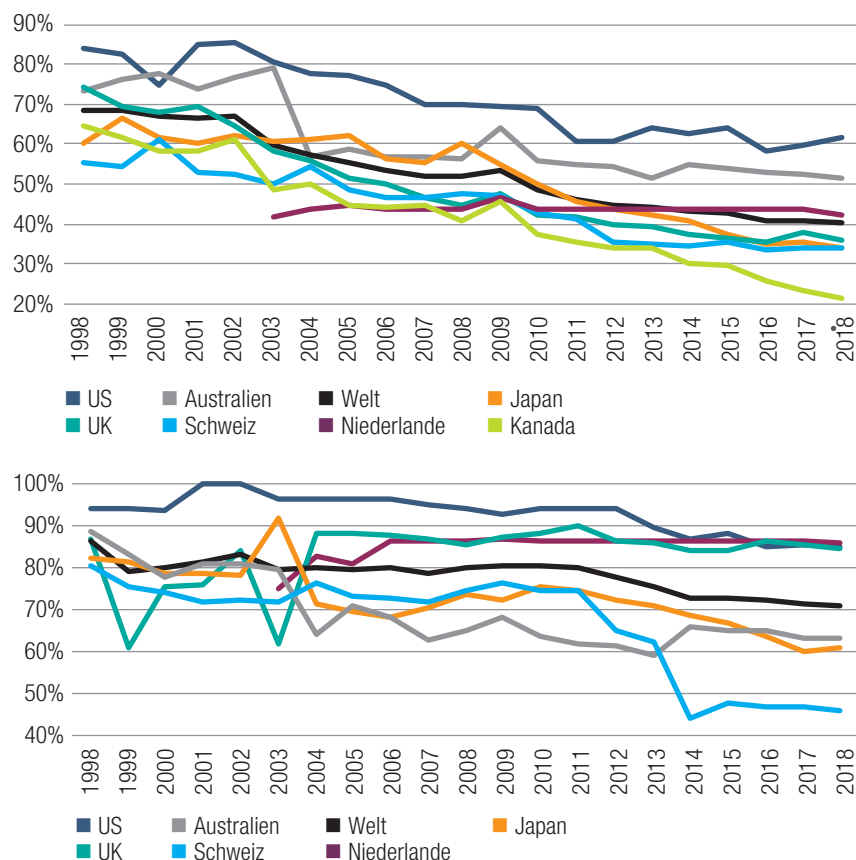
Wer eine Auslandsinvestition wagt, muss oft mit höheren Transaktions- und fortlaufenden Kosten rechnen, beispielsweise für die Vermögensverwaltung. Dazu ist die steuerliche Behandlung meistens ungünstig. So können für Schweizer Anleger im Ausland Stempelsteuern bei Transaktionen anfallen.

Fehlende Expertise

Den lokalen Markt kennt man am besten, die Firmen sind vertrauter, und die Sprache wird verstanden. Ein Ausbau der fehlenden Marktkenntnisse ist mit Aufwand und Kosten verbunden und erfordert auch etwas Mut.



Michael Valentine
Investment Consultant
Willis Towers Watson



Inlandanteil am Aktienportfolio
(globale Pensionskassen)

Inlandanteil am
Obligationenportfolio
(globale Pensionskassen)

Quelle: Willis Towers Watson, Global Pension Assets Study (GPAS), 2019. Andere Studien, die den Schweizer Markt erfassen, weisen in der Regel höhere Inlandanteile als die GPAS auf, die das Herkunftsland des Schuldennemittenten berücksichtigt.

Patriotismus

Ceteris paribus legen Investoren lieber im eigenen Land an, wenn sie die heimischen Werte und Unternehmen unterstützen wollen.

Und was ist mit der Schweiz?

Einige Besonderheiten prägen das Anlageverhalten der hiesigen Pensionskassen:

Rechnungslegung (Swiss GAAP FER 26)

Wie schon angedeutet, werden die Verpflichtungen nicht direkt an die Bewertungen lokaler Anleihen geknüpft. Das schwächt die Bindung an den lokalen Markt, der damit weniger wirksam als Liability-Hedge, sprich der Absicherung der Verpflichtungen, dient.

Zinsniveau

Spätestens seit der Einführung von Negativzinsen im Jahr 2015 liegen die Schweizer Zinssätze im internationalen Vergleich sehr tief. Das erhöht zwar das Interesse an fremden Investitionen, jedoch auch die Kosten für eine Fremdwährungsabsicherung.

Schweizer Franken

Die lokale Währung ist verhältnismässig stark, da sie als sicherer Hafen gilt. Das bedeutet, dass eine Anlage im Ausland tendenziell mit Devisenkursverlusten verbunden ist.

Marktgrösse

Die Schweiz macht nur etwa 3 Prozent des MSCI-ACW-Aktienindex aus. Wer auf ausländische Titel verzichtet, vergeblich 97 Prozent des globalen kotierten Marktwerts. Bei Anleihen gelten ähnliche Verhältnisse. Dies zwingt Anleger zu einer globaleren Sichtweise, wobei (mit Ausnahme der USA) das Argument der Marktgrösse bei den anderen Ländern vergleichbar ist.

Wie sich das alles auf den Home Bias von Schweizer Vorsorgeeinrichtungen auswirkt, lässt sich kaum schlüssig ableiten. Die Zusammenhänge, Entscheidungswege und Rahmenbedingungen sind viel zu kompliziert. Jedoch lässt sich anhand der GPAS-Befunde zumindest eine Aussage machen: Die Schweizer legen verhältnismässig international an, insbesondere bei den Anleihen und vor

allem, seitdem die Obligationen in der Schweiz hartnäckig negative Zinsen abwerfen.

Die aufgelisteten Faktoren spielen dabei sicherlich eine Rolle, aber schliesslich schwingt auch die Trägheit eines komplexen Systems in unbekanntem Masse mit (im englischen Sprachraum wird von «inertia» gesprochen). Dieses subjektive kulturelle Argument besagt: Wir legen so an, wie wir immer angelegt haben, weil wir uns so wohlfühlen.

Der Blick nach vorne

Vergleiche mit Werten aus der Ferne und aus der Vergangenheit sind zwar interessant. Doch muss sich eine optimale Anlagestrategie lediglich nach zwei Grundpfeilern richten:

- den kassenspezifischen Eigenschaften, wie der Risikotoleranz und -fähigkeit;
- einer möglichst breiten Diversifizierung der Anlagen.

Dies bedingt klare, strukturierte, langfristig ausgelegte und zukunftsorientierte Entscheidungen sowie die Bereitschaft, «fremde» Anlagen stärker in Betracht zu ziehen. **I**