



**Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research.**



www.ppcmetrics.ch

Analyse nach Anlagekategorien

Übergewichtung des Heimmarkts aus guten Gründen?

Für eine Schweizer Pensionskasse kann die Übergewichtung des Heimmarkts in gewissen Bereichen des Anlageportfolios sinnvoll sein. Dies gilt jedoch nicht für eine zentrale Anlagekategorie.

IN KÜRZE

Schweizer Pensionskassen weisen in allen wichtigen Anlageklassen einen Home Bias auf. Während bei Immobilien und Obligationen ein Home Bias aufgrund des Risikomanagements gerechtfertigt ist, führt ein Übergewicht von Schweizer Aktien zu Konzentrationsrisiken, die nicht durch die Finanzmärkte abgegolten werden.

Die wichtigste Erkenntnis der modernen Portfoliotheorie von Harry Markowitz aus dem Jahr 1952 ist, dass Finanzmärkte nur jenes Risiko einer Anlage entschädigen, das nicht durch eine Investition in andere Anlagen neutralisiert werden kann. Ein rationaler Anleger investiert entsprechend in ein möglichst breit diversifiziertes Portfolio, das nur systematische, sprich nicht neutralisierbare Risiken enthält.

Interessanterweise weisen die Portfolios von Schweizer Pensionskassen 68 Jahre nach der Publikation von Markowitz immer noch ein Defizit an Diversifikation auf – nämlich in Form einer starken Übergewichtung von heimischen Anlagen. Die erste Abbildung zeigt, dass Schweizer Pensionskassen in sämtlichen wichtigen Anlageklassen einen substantiellen Home Bias aufweisen. Diese Übergewichtungen sind in den letzten 10 Jahren nur leicht zurückgegangen.

Die Deutlichkeit des Home Bias wirft die Frage auf, ob Schweizer Pensionskassen schlicht irrationale Anlagestrategien verfolgen oder ob es spezifische Gründe für die Übergewichtung von heimischen Anlagen gibt.¹

Immobilien: Ein besonderer Markt

Der stärkste Home Bias von Schweizer Pensionskassen besteht bei den Immobilien. Gemessen am globalen Immobilienmarkt beträgt der Anteil Schweizer Immobilien lediglich 1 Prozent. Der Anteil heimischer Immobilien in Pensionskassenportfolios beläuft sich aber im Schnitt auf 88 Prozent.

Das typische Immobilienportfolio einer Schweizer Pensionskasse ist somit einseitig den Risiken des Schweizer Immobilienmarkts ausgesetzt. Hierzu zählen insbesondere konjunkturelle und demografische Entwicklungen sowie Änderungen in der Zuwanderungspolitik, bei den Bauvorschriften und im Mietrecht. Diesem Konzentrationsrisiko steht aber eine Reihe von Vorteilen gegenüber.

Der Schweizer Immobilienmarkt weist mit rund 50 Prozent einen ausserordentlich hohen Anteil Wohnliegenschaften auf. Im globalen Durchschnitt beträgt dieser Anteil nur rund 15 Prozent. Globale Immobilienfonds investieren vorwiegend in Geschäftsimmobilien. Die Fonds sind dadurch deutlich abhängiger von der Entwicklung der Unternehmen, die diese Liegenschaften mieten. Zudem ist der Fremdfinanzierungsgrad globaler Immobilienanlagen rund doppelt so hoch wie bei Schweizer Immobilienfonds.

Beide Aspekte führen dazu, dass die Charakteristik globaler Immobilienanlagen viel eher derjenigen von Aktien entspricht. Dies ist bei Schweizer Immobilien nicht der Fall. In einem Gesamtportfoliokontext ist daher der Diversifikationseffekt von globalen Immobilien geringer, als dies auf den ersten Blick erscheint.²

Obligationen: Entscheidendes Zinsrisiko

Die Obligationenportfolios von Schweizer Pensionskassen weisen im Durchschnitt ebenfalls einen hohen



Lukas Riesen
CFA, Partner
PPCmetrics



Oliver Dichter
Dr. oec,
Managing Consultant
PPCmetrics

¹ Einen retrospektiven Vergleich der Resultate anhand eines Musterportfolios lesen Sie auf Seite XY (complementa).

² Zum Home Bias bei Immobilien und insbesondere zu den Möglichkeiten ausländischer Immobilienmärkte siehe auch Artikel Bezak, Seite XY.

Home Bias auf. Im Vergleich zu den Immobilien weist der Schweizer Obligationenmarkt allerdings keine speziellen strukturellen Eigenschaften auf, die einen Home Bias rechtfertigen würden. Das Gegenteil ist der Fall. Aufgrund des überproportional hohen Anteils an Schuldern aus dem Finanzsektor ist der Markt für Franken-Obligationen schlechter diversifiziert als der globale Obligationenmarkt.

Dennoch ist der Home Bias bei Franken-Obligationen gerechtfertigt. Der Grund ist, dass Kreditrisiken nur eine Komponente des Anlagerisikos von Obligationen darstellen. Entscheidend für den Home Bias ist die zweite Komponente – die Zinsrisiken.

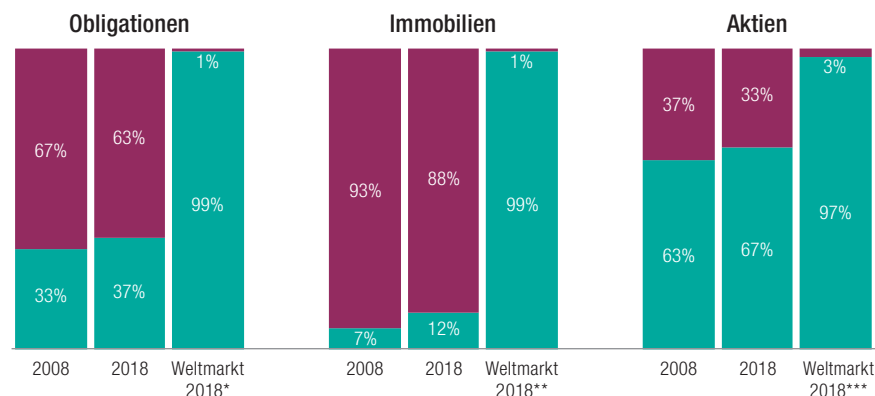
Rentenzahlungen wie auch alle übrigen Verpflichtungen von Schweizer Pensionskassen fallen immer in Franken an. Abgesehen von möglichen Zahlungsausfällen (Kreditrisiko), ermöglicht ein Portfolio aus Franken-Obligationen diese Rentenzahlungen mit hoher Sicherheit zu decken. Insbesondere Pensionskassen mit hohem Rentneranteil investieren aus Risikomanagementüberlegungen oft einen hohen Anteil ihres Vermögens in Franken-Obligationen.

Aktien: Keine Vorteile für die Schweiz

Das Aktienportfolio einer durchschnittlichen Schweizer Pensionskasse besteht zu einem Drittel aus in der Schweiz kotierten Titeln. Der Anteil von Schweizer Aktien am globalen Aktienmarkt beträgt hingegen nur 3 Prozent. Im Gegensatz zum Home Bias bei Obligationen- und Immobilienanlagen ist das Übergewicht bei Schweizer Aktien aber weder auf Asset-Liability-Überlegungen noch auf strukturelle Vorteile zurückzuführen. Aktienkurse von heimischen wie auch von ausländischen Unternehmen entwickeln sich unabhängig von Pensionskassenverpflichtungen.

Oft wird argumentiert, dass Schweizer Aktien kein oder zumindest nur ein geringeres Währungsrisiko aufweisen. Bei dieser Argumentation ist aber Vorsicht geboten. Aufgrund der globalen Ausrichtung vieler Schweizer Unternehmen reagieren die Kurse von Schweizer Unternehmen ebenfalls auf Schwankungen des Aussenwerts des Frankens. Exemplarisch zeigte sich dies, als der Mindestkurs zum Euro am 6. September 2011 eingeführt

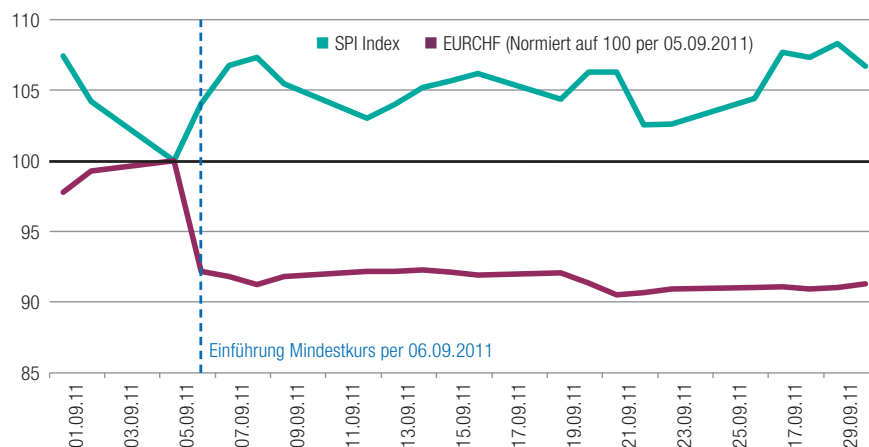
Entwicklung des Home Bias über die letzten 10 Jahre



* Barclays Global Aggregate Index
 ** FTSE EPRA Nareit Global Real Estate Index
 *** MSCI World Index

■ Schweiz ■ Ausland

Einführung des Mindestkurses – Auswirkungen auf den Aktienmarkt



wurde (siehe Grafik). Während der Franken an Wert verlor, verbuchte der Schweizer Aktienmarkt erhebliche Kursgewinne. Für einen ausländischen Investor, der den Schweizer Aktienmarkt aus einer Euro- oder Dollar-Perspektive betrachtete, resultierten indessen kaum Wertschwankungen.

Das entscheidende Argument gegen einen Home Bias bei Aktien ist aber die Struktur des Schweizer Aktienmarkts. Mehr als 50 Prozent der Marktkapitalisierung entfallen auf die drei Schwergewichte Nestlé, Novartis und Roche, was ein erhebliches Konzentrationsrisiko zur Folge hat. Insbesondere juristische Risiken und strategische Fehlentscheide des Managements sind über eine bessere Diversifikation des Anlageportfolios vermeidbar. Sie werden daher von den Kapitalmärkten auch nicht entschädigt.

Zusätzlich zu titelspezifischen Risiken weist der Schweizer Aktienmarkt auch eine sehr unausgeglichene Branchenstruktur auf. Während über zwei Drittel

des Markts auf den Gesundheitssektor entfallen, stammt nur gerade ein Prozent der Marktkapitalisierung des Schweizer Aktienmarkts von IT-Unternehmen. International ist der IT-Sektor mit einem Marktanteil von 16 Prozent sogar leicht bedeutender als der Gesundheitssektor (13 Prozent).³

Maxime der Diversifikation

Die Erkenntnis, dass Anlageportfolios möglichst breit diversifiziert sein sollten, bleibt auch nach 68 Jahren moderner Portfoliotheorie relevant. Im Bereich der Immobilien ist ein Abweichen vom Credo der maximalen Diversifikation nachvollziehbar. Bei den Obligationen ist eine Übergewichtung von Franken-Obligationen aus Asset-Liability-Sicht sogar explizit sinnvoll. Im Bereich der Aktien sprechen aber titel- und branchenspezifische Risiken gegen einen Home Bias. ■

³ Mehr zum Home Bias bei Aktien und Obligationen lesen Sie im Artikel Weber, Seite XY.

Jährlich publizieren wir mehr als 40 Fachartikel zu unterschiedlichen Fragestellungen.



Unsere Fachleute teilen ihr Wissen und ihre Meinungen mit der Öffentlichkeit.



Erleben Sie uns live an den diversen Tagungen, die wir mehrmals jährlich organisieren.



PPCmetrics AG Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research. Mehr

