

Schweizer, bleib bei deinen Aktien

Michael Schäfer 10.11.2014, NZZ EQUITY



Wer sich bei der Geldanlage auf heimische Aktien konzentriert, fährt besser als oft behauptet. (Bild: Illustration Jens Bonnke)

Sich bei Aktienanlagen weitgehend auf einheimische Titel zu verlassen, gilt als unvernünftig. Doch die Kosten des als Home-Bias bezeichneten Phänomens dürften kleiner sein als gedacht.

«Schuster, bleib bei deinen Leisten», lautet ein bekanntes Sprichwort. In vielen Lebenslagen wird dies als guter Rat ausgesprochen, in einem Bereich raten Experten dagegen kategorisch davon ab: bei den Geldanlagen. Dort sei es vielmehr ratsam, seine Investitionen breit zu streuen – unter anderem eben auch international –, wodurch sich die Portfolioeffizienz, also das Verhältnis von Risiko und Rendite, deutlich verbessere. Fast ebenso hartnäckig weigern sich Privatanleger jedoch weltweit, diesen gutgemeinten Rat zu befolgen. Doch wie schlimm ist es tatsächlich, wenn Anleger das eigene Land als den Nabel der Welt betrachten?

Verpasste Chancen

Das beschriebene Phänomen wird als Home-Bias bezeichnet und ist in der Literatur der Finanzwissenschaften bestens dokumentiert. Die meisten

Studien stellen dabei fest, dass Anleger innerhalb ihrer Aktienpositionen einheimische Titel im Schnitt mit 70 bis 100% gewichten. Die Abweichung gegenüber dem Weltportfolio, das in der Theorie am effizientesten ist, ist jedoch je nach dessen Herkunftsland höchst unterschiedlich: Während knapp die Hälfte der globalen Marktkapitalisierung auf die US-Börsen entfällt, macht der Schweizer Aktienmarkt nur gut 3% aus. Ein amerikanischer Investor, der 70% US-Titel hält, hat «den Rest der Welt» um 20 Prozentpunkte untergewichtet, ein Schweizer bei analoger Ausgangslage um 67 Prozentpunkte.

Langfristig rentieren Schweizer und währungsgesicherte globale Aktien ähnlich

In %, indiziert, 100 = 1. 1. 1999



QUELLE: BLOOMBERG

NZZ-INFOGRAFIK / efi.

Noch drastischer formuliert es Andreas Homberger vom Zürcher Vermögensverwalter Hinder Asset Management, wonach ein Schweizer, der sein Aktienportfolio zu 70% mit einheimischen Papieren bestückt, diese dreissigmal stärker gewichtet, als es gemessen am Weltportfolio der Fall sein dürfte. Er verpasse so weitgehend die Chancen, die sich in anderen Industriestaaten und in Schwellenländern böten. Letztere machten bereits über ein Drittel des globalen Sozialprodukts aus, ihre Staatshaushalte seien oft solider finanziert als die der Industrieländer, und sie wiesen zudem höhere Wachstumsraten auf.

Wer sich auf inländische Valoren beschränke, sei auch nicht an Firmen wie Apple, Google, Daimler oder Siemens beteiligt. Zudem sei der Schweizer Aktienmarkt nicht nur verhältnismässig klein, sondern zeichne sich auch dadurch aus, dass gewisse Sektoren nur sehr schwach oder gar nicht vertreten seien. Zu diesen zählen wichtige Bereiche wie Energie, Versorgung, Informationstechnologie oder Rohstoffgewinnung. All diese Nachteile müssten Anleger in Form von sogenannten Home-Bias-Kosten bezahlen. Schwer ins Gewicht falle über einen längeren Zeitraum die Minderrendite, die ein reines Schweizer Aktienportfolio gegenüber dem Weltmarkt aufweise. Diese schätzt Homberger auf immerhin 1% pro Jahr. Einen Anteil von mehr als einem Viertel an heimischen Dividentiteln innerhalb der Aktienquote hält er deshalb für wenig vernünftig.

Gesunkener Nachteil

Eine kürzlich an der Universität St. Gallen abgeschlossene Doktorarbeit legt jedoch nahe, dass die Kosten des Home-Bias tiefer sind als vermutet. Die Ergebnisse der von Julius Agnesens verfassten Arbeit zeigen, dass Anleger ausserhalb der USA langfristig mit jährlichen Renditeeinbussen von rund 1,6% rechnen müssen. Für Amerikaner beträgt der Wert nur 0,2%, für Schweizer 1,1%, was quasi dem von Homberger genannten Wert entspricht. Die Zahlen basieren auf der Kursentwicklung der im Aktienindex S&P Global 1200 enthaltenen Titel zwischen 1990 und 2012 unter der Annahme einer 80%igen Gewichtung des jeweiligen Heimmarktes.

Dass die entgangene Rendite für US-Anleger markant tiefer ist als für die aller anderen Länder, liegt massgeblich daran, dass man mit dem amerikanischen Markt bereits die Hälfte des Weltportfolios besitzt. Der Home-Bias-Effekt ist für sie also bedeutend kleiner als für den Rest der Welt. Jedoch zeigt Agnesens, dass ein Teil der Home-Bias-Kosten nicht auf die mangelnde internationale Diversifikation zurückzuführen ist, sondern auf die Ineffizienz kapitalgewichteter Indizes.

Je ungleicher die Gewichte in einem Index nämlich verteilt sind (im Swiss-Market-Index mit 20 Titeln machen die Schwergewichte Nestlé, Novartis und Roche rund 60% aus), umso konzentrierter sind die Risiken und umso weniger effizient ist er. Auch hier ist der Nachteil für amerikanische Anleger am geringsten. Die vielen US-Aktien im S&P Global 1200 bieten per se eine

bessere Diversifikation, als es für andere Länder der Fall ist. Aus Schweizer Perspektive macht dieser Aspekt mit jährlich 0,6 Prozentpunkten etwas mehr als die Hälfte der insgesamt durch den Home-Bias verursachten Minderrendite aus, der «pure» Home-Bias-Effekt beträgt also nur 0,5 Prozentpunkte. Je stärker ein Portfolio auf das Heimatland konzentriert sei, umso wichtiger sei die Diversifikation innerhalb des Marktes, heisst es deshalb in der Studie.

Neben diesem bisher unbeachteten Effekt zeigt Agnesens auch, dass die Kosten des Home-Bias über die Zeit spürbar gesunken sind. Lagen sie für die Schweiz zu Beginn des Untersuchungszeitraums bei rund 1,5% jährlich, betrugen sie zwischen 2010 und 2012 nur noch rund 0,5% und damit weniger als die Hälfte des für den gesamten Zeitraum ermittelten Werts.

Weil heute viele Firmen internationaler agierten, habe der Nutzen der regionalen Diversifikation am Aktienmarkt abgenommen, resümiert Agnesens. Dies führe dazu, dass Privatanleger, denen bei ausländischen Einzeltiteln oft beachtliche Transaktions- oder Verwaltungskosten aufgebürdet werden, vielfach keinen Renditevorteil durch die internationale Diversifikation erzielen könnten; für institutionelle Anleger sei sie dagegen weiterhin vorteilhaft. Berücksichtigt man zudem die Nachteile, die sich dort aus steuerlichen Aspekten ergeben (etwa US-Erbschaftssteuern oder Rückforderung von ausländischen Quellensteuern), nimmt deren Attraktivität nochmals ab.

Entscheidende Währungen

Weniger klar dürfte sein, wie sich die zweite Dimension der Home-Bias-Kosten, nämlich das Risiko des Portfolios und damit auch seine Effizienz, verändert, wenn Klumpenrisiken, die der Kapitalmarkt nicht entschädigt, wie empfohlen eliminiert werden. Durch eine Gleichgewichtung der Aktien können Anleger dies relativ einfach umsetzen. Diese verringert zwar den Nachteil des höheren Risikos im Vergleich zum Weltportfolio, durch die stärkere Gewichtung kleinerer Titel («Small-Cap-Bias») steigt es jedoch wieder an. Zugleich nimmt dadurch auch die erwartete Rendite zu, so dass sich an der Grundaussage wenig ändern dürfte.

Essenziell ist dagegen der Umgang mit Währungsrisiken. Während diese laut der Studie im globalen Schnitt kaum einen Einfluss hatten, waren sie für

Schweizer Anleger in der Vergangenheit elementar (vgl. Grafik). Aufgrund des starken Frankens lieferte eine gemäss Lehrbuch vorgenommene internationale Diversifikation nur dann gute Ergebnisse, wenn Währungsrisiken abgesichert waren. Würde man die Kosten der Absicherung berücksichtigen, würde sich das Ergebnis nochmals zugunsten der Schweizer Aktien verschieben.

Summa summarum scheinen die Nachteile des Home-Bias inzwischen zu klein, um ihn zu verteufeln. Dies ist aber keinerlei Garantie, dass Anleger künftig mit heimischen Valoren stets besser fahren werden. Wer dieses Risiko nicht eingehen will, kann mit einem in Franken abgesicherten ETF günstig in das Weltportfolio investieren und dabei viele der Nachteile umschiffen, die Einzeltitel mit sich bringen, wie Homberger empfiehlt. Wer mit einem hohen Gewicht an ausländischen Titeln nicht gut schlafen kann – psychologische Effekte zählen neben dem Kostenfaktor zu den wichtigsten Gründen für den Home-Bias –, muss sich ob seiner Schweizer Titel nicht allzu sehr grämen, solange diese sinnvoll diversifiziert sind.