

Wie wirkte sich der Home Bias über die letzten zehn Jahre aus?

Heimatliebe ohne viel Effekt

Im vergangenen Jahrzehnt hätten Pensionskassen weder mit mehr noch mit weniger Home Bias wesentlich höhere Renditen erzielt. In anderen Jahrzehnten hätte es hingegen Unterschiede gegeben, auch beim Risiko.

Mit den Daten aus dem Complementa Risiko Check-up haben wir zunächst eine für die 2. Säule repräsentative durchschnittliche Allokation für die letzten zehn Jahre berechnet. Im zweiten Schritt haben wir daraus zwei hypothetische Portfolios konstruiert – eines mit maximalem und eines mit minimalem Home Bias. Die Portfolios unterscheiden sich dabei nicht in der Quote der einzelnen Anlagekategorien, sondern nur in der Zusammensetzung aus Schweizer und ausländischen Anlagen. Dies gilt für die drei Kategorien Obligationen, Aktien und Immobilien. Wegen eingeschränkter inländischer Investitionsmöglichkeiten bei alternativen Anlagen sind die drei Portfolios dort in allen Szenarien gleich gehalten.

Was heisst «maximaler» und «minimaler» Home Bias?

Bei den Aktien investieren Pensionskassen knapp ein Drittel in Schweizer Unternehmen. Das maximale Home-Bias-Portfolio setzt auf 100 Prozent einheimische Titel, das minimale Home-Bias-Portfolio hingegen nur auf etwa 3 Prozent, was dem Anteil der Schweizer Titel am globalen Aktienmarkt entspricht. Die Obligationen kann man auch in beide Extreme verteilen, wobei Pensionskassen im Schnitt aktuell etwa die Hälfte in Franken und die andere Hälfte in Fremdwährungen halten.

Bei den Immobilien ist der Home Bias aktuell noch stark ausgeprägt. Nur 14 Prozent der gehaltenen Immobilien liegen im Ausland. Es gibt aber auch gesetzliche Einschränkungen, die die Quote ausländischer Immobilien auf maximal ein Drittel festsetzen. Diese Restriktion haben wir bei der Konstruktion des minimalen Home-Bias-Portfolios beachtet.

Das maximale Home-Bias-Portfolio hat naturgemäss eine tiefe Fremdwährungsquote, beim minimalen Home-Bias-Portfolio haben wir die Fremdwährungsquote nicht erhöht, sondern die Auslandspositionen gehedged aufgebaut.

Über zehn Jahre gibt es kaum Unterschiede

Wie die rechte Grafik zeigt, haben die drei simulierten Portfolios einen sehr ähnlichen Verlauf. Die Durchschnittsperformance liegt beim realen Mix der Pensionskassen und bei dem Portfolio mit dem minimalen Home Bias bei 4.4 Prozent p.a., das Portfolio mit dem maximalen Home Bias hat mit 4.6 Prozent p.a. leicht besser abgeschnitten.

Möglicherweise ist das letzte Jahrzehnt nicht ganz repräsentativ, daher weiten wir den Blick auf 50 Jahre (linke Grafik). Das maximale Home-Bias-Portfolio schlägt über diesen langen Zeitraum mit 5.9 Prozent p.a. jenes mit minimalem Home Bias (5.3 Prozent p.a.). Das ist

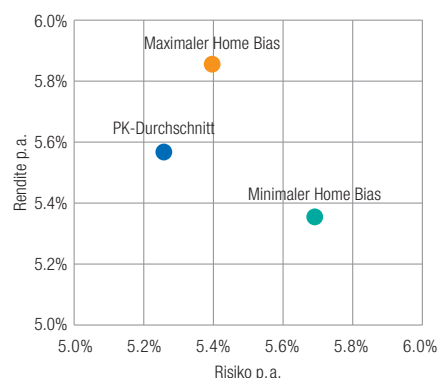
erklärbar, hat sich die Schweiz doch wirtschaftlich überdurchschnittlich stark entwickelt. Beim Risiko zeigt sich, dass die vollständige internationale Diversifikation in den letzten 50 Jahren keine Reduktion des Risikos gebracht hätte. Durch das tiefere Währungsrisiko ist das Risiko bei maximalem Home Bias sogar leicht tiefer.

Spannend ist aber, dass es mit den 80er Jahren des vergangenen Jahrhunderts ein Jahrzehnt gegeben hat, in dem ein ausgeprägter Home Bias sehr negativ war. Hier steht eine Rendite von 6.7 Prozent p.a. einer von 9.6 Prozent p.a. gegenüber. Investoren von Schweizer Anlagen hatten in diesen zehn Jahren bei Obligationen, Aktien und Immobilien gleichermaßen das Nachsehen.

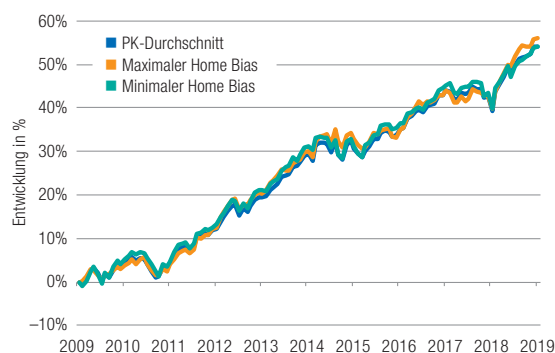
Wie werden nun die 2020er Jahre?

Beim Blick nach vorne sollte man sich nicht zu sehr vom Blick zurück blenden lassen. Wir sind überzeugt, dass ein gewisses Mass an internationaler Diversifikation das Risiko senkt, zumal der Schweizer Markt starke Konzentrationen auf einzelne Branchen und Unternehmen beinhaltet. Bei zusätzlichen Investitionen im Ausland ist es ratsam, sich Gedanken über die Währungsabsicherung zu machen, auch weil der Schweizer Franken als «sicherer Hafen» eine gewisse Besonderheit gegenüber anderen Währungen besitzt. |

Rendite-Risiko-Verhältnis 1970–2019



Vermögensverlauf 2010–2019



Andreas Niedermann

Leiter Reporting und Analytics,
Complementa AG

Jürgen Rothmund

Studienleiter Complementa
Risiko Check-up,
Complementa AG

Quel a été l'impact du biais domestique au cours des dix dernières années?

Le patriotisme sans grand effet

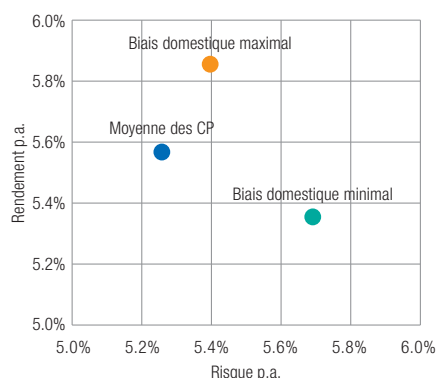
Au cours de la dernière décennie, les caisses de pensions n'auraient pas obtenu des rendements sensiblement plus élevés en diminuant ou accentuant le biais domestique. Les divergences auraient été plus nettes au cours des décennies précédentes, y compris en termes de risque.

En nous basant sur les données de l'étude Risk Check-up de Complementa, nous avons d'abord calculé une allocation moyenne pour les dix dernières années qui est représentative du 2^e pilier. Dans un deuxième temps, nous avons construit sur cette base deux portefeuilles hypothétiques – l'un avec un biais domestique maximal et l'autre avec un biais minimal. Les portefeuilles ne diffèrent pas au niveau de l'allocation d'actifs, mais seulement au niveau de la composition des placements suisses et étrangers dans les trois catégories obligations, actions et immobilier. En raison des possibilités limitées d'investissement dans les produits alternatifs en Suisse, les trois portefeuilles sont identiques sur ce point dans tous les scénarios.

Que signifie un biais domestique «maximal» ou «minimal»?

Les caisses de pensions investissent un petit tiers de leur portefeuille actions dans des entreprises suisses. Un portefeuille à biais domestique maximal serait composé à 100% de titres suisses, un portefeuille minimal en contiendrait à peine 3%, ce qui correspond à la part des actions suisses sur le marché boursier mondial. Les deux extrêmes sont les mêmes pour les obligations, mais en moyenne, les caisses de pensions détiennent actuellement une moitié en francs suisses et l'autre en monnaies étrangères.

Rapport risque/rendement 1970–2019



Au niveau de l'immobilier, le biais domestique est encore très marqué. Seuls 14% des biens immobiliers détenus sont situés à l'étranger. Par ailleurs, il existe des restrictions légales qui fixent à un tiers au maximum la quote-part d'immobilier autorisée à l'étranger. Nous avons tenu compte de ces restrictions dans la construction du portefeuille à biais domestique minimal.

Dans le portefeuille à biais domestique maximal, la proportion de monnaies étrangères est naturellement faible, dans le portefeuille à biais domestique minimal nous ne l'avons pas augmentée, mais avons couvert les positions étrangères.

Sur dix ans, il n'y a pratiquement pas de différences

Comme le montre le graphique de droite, les trois portefeuilles simulés ont une évolution très similaire. La performance moyenne s'établit à 4.4% p.a. pour le mix réel des caisses de pensions et le portefeuille à biais domestique minimal, le portefeuille à biais domestique maximal a fait légèrement mieux avec 4.6% p.a.

Comme il se peut que la dernière décennie ne soit pas entièrement représentative, nous avons ouvert la fenêtre d'observation à 50 ans. Sur cette longue période, le portefeuille avec un biais

domestique maximal bat celui avec le biais domestique minimal (5.9% contre 5.3% p.a.). L'explication réside dans l'essor économique supérieur à la moyenne en Suisse. Quant au risque, il s'avère qu'une diversification internationale complète ne l'aurait pas diminué au cours des 50 dernières années, il a même été un peu plus bas avec un biais domestique maximal à cause du risque de change plus faible.

Ce qui est intéressant, c'est que dans la décennie des années 80 du siècle dernier, une forte polarisation sur le marché domestique avait un effet très négatif et rapportait 6.7% p.a. contre 9.6% sans biais. Durant cette décennie, les investisseurs en placements suisses étaient perdants sur toute la ligne, tant pour les obligations que pour les actions et l'immobilier.

Et à quoi ressembleront les années 2020?

Le passé appartient au passé, ne l'oublions pas en regardant devant pour voir ce qui nous attend. Nous sommes en effet convaincus qu'un certain degré de diversification internationale permettra de réduire le risque, d'autant plus que le marché suisse affiche de fortes concentrations sur certaines branches et certaines entreprises. Au cas d'une plus forte exposition à l'étranger, il faudra songer à couvrir les risques de change, notamment parce que le franc suisse compte comme valeur refuge et présente, en tant que telle, certaines particularités par rapport à d'autres monnaies. |

Andreas Niedermann
Jürgen Rothmund

Evolution des actifs 2010–2019

