


Studie Risikomanagement 2020 – Zusammenfassung

Wege aus dem Home Bias: Welche Strategien Portfolios wirklich besser machen

Philipp Brugger und Ingo Schmitz



Viele deutsche institutionelle Investoren neigen noch immer dazu, überproportional in Deutschland und im Euroraum zu investieren. Diese Studie untersucht diesen sogenannten Home Bias und quantifiziert die Vorteile einer Internationalisierungsstrategie mit Schwerpunkt auf den liquiden Anlageklassen Aktien und Renten.

Inhalt

1	Einleitung	04
2	Home Bias – eine Bestandsaufnahme	07
3	Den Home Bias reduzieren – aber wie?	10
4	Mehr als Internationalisierung: Aktives Portfoliomanagement	17
5	Fazit	20

1 Einleitung

1 Einleitung

Die dieser Kurzfassung zugrunde liegende Studie untersucht den Home Bias institutioneller Investoren und quantifiziert die Effekte von stärkerer Internationalisierung im Portfolio.

Die Coronakrise wirkt auf die Kapitalmärkte verschiedentlich wie ein Hebel – insbesondere auch im Euroraum. Schon vor der Pandemie haben diverse strukturell nachteilige Faktoren die Attraktivität von Investments in Europa begrenzt. Diese Effekte werden nun teilweise verstärkt, neue Kapitalmarktrisiken kommen hinzu: Dazu gehören die sprunghaft angestiegene Staatsverschuldung in vielen Ländern und die substanzielle Erosion von Geschäftsmodellen vieler Unternehmen.

Nicht alle, aber einige dieser neuen Risiken könnten asymmetrisch zulasten von Investments im Euroraum wirken. Dies soll nicht negieren, dass es auch positive Entwicklungen gibt: Die Einigung auf einen Wiederaufbaufonds etwa dürfte die Risikoprämie für Anlagen im Euroraum gesenkt haben. An bestimmten strukturellen Grundmustern wie der nachteiligen demografischen Entwicklung oder dem Rückstand im digitalen Technologiebereich ändert dies allerdings wenig.

Vor diesem Hintergrund ist mehr denn je zu hinterfragen, warum hiesige Investoren immer noch überproportional in Deutschland und im Euroraum investiert sind. Die Notwendigkeit, den Internationalisierungsgrad des eigenen Portfolios zu überprüfen, hat sich durch Corona

nochmals erhöht. Hinzu kommt, dass durch die Einengung des Zinsdifferenzials zwischen den USA und dem Euroraum die Währungssicherungskosten so niedrig sind wie seit Langem nicht mehr. Sprich: Auch die Möglichkeiten für rentable Investments in anderen Währungen, zum Beispiel im US-Dollar, können sich jüngst verbessert haben – sofern der Nettoeffekt aus Renditeveränderung und niedrigeren Hedgingkosten positiv ist.

Die dieser Kurzfassung zugrunde liegende Studie untersucht den Home Bias institutioneller Investoren und quantifiziert die Effekte von stärkerer Internationalisierung im Portfolio. Dazu wird ein Analyserahmen entwickelt, der vom „klassischen“ Ansatz der Portfoliooptimierung auf Basis einer strategischen Asset Allocation abweicht und verschiedene systematisch abgeleitete Optionen beleuchtet.

In der Praxis sind institutionelle Investoren mit Regulierungsvorschriften konfrontiert, die zum Teil den Spielraum für eine Internationalisierungsstrategie begrenzen. Deshalb untersucht die Studie die Attraktivität einzelner sequenzieller Internationalisierungsschritte. Diese Schritte bezüglich der Gewichtung bestimmter Regionen und (Sub-)Anlageklassen sind, wie sich zeigt, unterschiedlich lohnenswert. Dabei



erlaubt es der Analyserahmen, je nach Subanlageklasse sehr unterschiedliche optimale Kombinationen von Internationalisierungsgrad und Währungssicherung zu bestimmen.

Die Studie weist nach, dass eine differenzierte Internationalisierungsstrategie fast immer das Portfolio verbessert. Sie fokussiert dabei auf die liquiden Anlageklassen Aktien und Anleihen. Die Beimischung alternativer Anlageklassen wie Rohstoffe und Immobilien wird in kurzen Exkursen behandelt, Optionen im Bereich eher illiquider Investments wie Infrastruktur, Private Debt und Private Equity werden in der Studie ausgeklammert.

In Summe leistet die Studie eine Handreichung, wie international diversifizierte Portfolios in der Praxis entstehen können – eine mögliche Antwort für Investoren auf die schwierigen strukturellen Rahmenbedingungen im Euroraum und die Wirkungen der Corona-Pandemie. Teilaspekte bauen auf früher erschienenen Studien von Union Investment auf, insbesondere zu den Themen Japanisierung der Eurozone und Deglobalisierung (siehe Fußnoten 2 und 3 auf Seite 11). Nachfolgend finden Sie die wesentlichen Punkte der Studie als Zusammenfassung. Union Investment stellt die Langversion der Untersuchung unter www.die-risikomanager.de zur Verfügung.



[zum Inhaltsverzeichnis](#)

2 Home Bias – eine Bestandsaufnahme

2 Home Bias – eine Bestandsaufnahme

Viele hiesige institutionelle Investoren gewichten Wertpapiere aus Deutschland und aus dem Euroraum noch immer überproportional hoch in ihren Portfolios. Dieses Phänomen wird als Home oder auch als Near Bias bezeichnet.

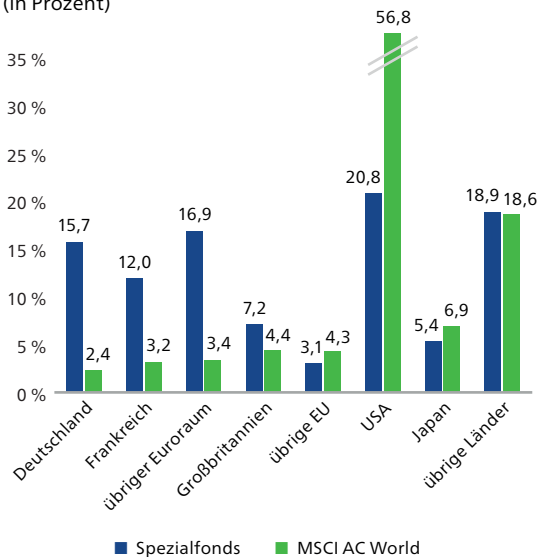
Trotz der über mehrere Jahrzehnte anhaltenden Globalisierung der Realwirtschaft und an den Kapitalmärkten neigen viele Investoren noch immer dazu, stärker im eigenen Land anzulegen als im Ausland. Zu den offenbar weiterhin gültigen Gründen für den Home Bias zählen dabei eine (gefühlte) bessere Informationsbasis bezüglich des Wirtschaftsgeschehens im eigenen Land, Sprachbarrieren und

eine länderspezifische Regulierung. Außerdem können höhere Transaktionskosten im Ausland, Währungseffekte oder Steuervorschriften eine Rolle spielen.

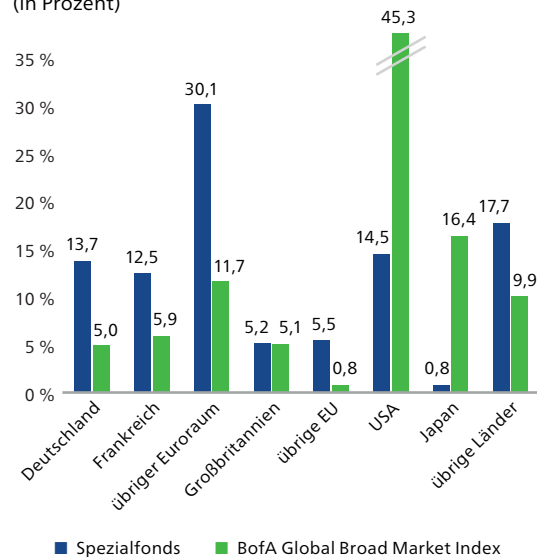
Der Home Bias von institutionellen Anlegern lässt sich mit einer Analyse von Spezialfonds nachweisen.¹ Zu den wichtigsten Inhabergruppen zählen hier etwa Versicherungen, Alters-

Abbildung 1 Regionale Verteilung von Aktien und Anleihen in Spezialfonds im Vergleich zum globalen Kapitalmarkt

Aktien: Anteile Regionen
(in Prozent)



Anleihen: Anteile Regionen
(in Prozent)



Quelle: Deutsche Bundesbank, Union Investment; Stand: Januar 2020.

¹ Für diese Analyse nutzen wir Zahlen der Deutschen Bundesbank.

vorsorgeeinrichtungen oder Kreditinstitute. Ihr Anlagevolumen lag Anfang des Jahres 2020 bei fast 1.639 Milliarden Euro.

Anleihen sind bei Spezialfonds mit 58 Prozent die wichtigste Anlageform, insofern ist das im Euroraum strukturell verfestigte Niedrigzinsumfeld von besonderer Bedeutung. Anteile an Investmentfonds machen 26 Prozent aus, Aktien spielen mit 16 Prozent eine geringere Rolle. Die regionale Verteilung der Anlagen offenbart einen Home Bias, sowohl bei Anleihen als auch bei Aktien, doch bei Letzteren ist der Effekt ausgeprägter.

Immerhin ist der Home Bias in den vergangenen Jahren deutlich zurückgegangen: Vor rund 30 Jahren stammten noch über 80 Prozent der Aktien und Anleihen in Spezialfonds aus Deutschland, im Jahr 2020 lag dieser Anteil nur noch bei 16 Prozent (Aktien) und bei 14 Prozent (Anleihen).

Neben der Fokussierung auf deutsche Anlagen ist allerdings auch ein Near Bias (also verstärkte Investitionen im Euroraum) zu konstatieren, besonders auf der Anleihenseite. Dieser Near Bias ist größer geworden und damit zum Teil an die Stelle des Home Bias getreten.

Eine Analyse von Spezialfonds von Union Investment bestätigt die Ergebnisse: Sowohl eine überproportionale Anlage im heimischen Markt als auch die Verlagerung hin zu Anlagen im Euroraum ist festzustellen. Bei den Anleihen ist der Anteil deutscher Rentenpapiere seit 2007 von 55 Prozent auf noch etwa 21 Prozent gefallen, was unter anderem mit den besonders niedrigen Renditen von Bundesanleihen zusammenhängen dürfte. Im gleichen Zeitraum ist der Anteil der Euroländer von rund 31 Prozent auf 41 Prozent gestiegen. Bei den Aktien hat der Anteil deutscher Papiere von 30 Prozent auf 19 Prozent abgenommen. Dafür verzeichneten Aktien aus Nordamerika die größten Zuwächse, von knapp 8 Prozent im Jahr 2007 auf etwa 23 Prozent im Jahr 2020.



3 Den Home Bias reduzieren – aber wie?

3 Den Home Bias reduzieren – aber wie?

Eine Reihe von Gründen spricht für eine stärkere Internationalisierung des Portfolios. Mit unserem neu entwickelten systematischen Analyseansatz lässt sich der Nachteil des Home Bias mit Blick auf Return und Risiko klar belegen. Auch einzelne kleinere Schritte können das Portfolio verbessern. Vor allem bei Anleihen sollte das Währungsrisiko teilweise abgesichert werden, für Aktien ist häufig eine Nichtabsicherung sogar attraktiver.

Warum sind Home und Near Bias nachteilig? Aus einer Reihe von Gründen ist es sinnvoll, stärker jenseits des Euroraums zu investieren. Zum einen scheint das Niedrig- oder sogar Negativzinsumfeld in der Eurozone auf Jahre zementiert zu sein.² Strukturelle Faktoren wie die schwache Kreditnachfrage aus dem Unternehmenssektor und die demografische Entwicklung sprechen dafür, dass sich an der schwachen Wirtschaftsdynamik und entsprechend niedrigen Zinsen im Euroraum vorerst nichts ändern wird – der europäische Anleihemarkt hat damit perspektivisch weiter weniger Potenzial als andere Regionen. Gleichzeitig leidet der europäische Aktienmarkt im internationalen Vergleich unter den Defiziten im Bereich digitaler Technologie.

Corona und die Folgen

Die Coronakrise verstärkt zumindest mittel- bis langfristig den Anreiz, das Portfolio international auszurichten. Entscheidend für diese These sind vor allem die asymmetrischen Wirkungen der Pandemie, welche die Position des

Euroraums relativ gesehen weiter verschlechtern könnten. Die Krise wirkt bei der Digitalisierung als Trendverstärker. Der schon bestehende Rückstand der EU-Ökonomie im Technologiebereich dürfte sich so vergrößern.

Die Pandemie könnte auch im Zusammenwirken mit dem Konflikt zwischen den USA und China die Tendenzen der Deglobalisierung verstärken.³ Zwar trifft dies nicht nur die EU, sondern auch Asien und andere Schwellenländerregionen mit hohem Exportanteil. Die US-Ökonomie hingegen ist stärker binnenorientiert und deshalb weniger anfällig für eine reduzierte Dynamik des Welthandels. Schließlich könnten die staatlichen Corona-Hilfspakete in der EU tendenziell strukturschonender wirken als in den USA und schwächere Unternehmen vor der Insolvenz retten. Diese „Zombifizierung“ von Teilen der Ökonomie belastet mittelfristig die Dynamik des Wachstums in der EU.

Dass die Coronakrise das Zinsdifferenzial zwischen US- und Bundesanleihen hat schrumpfen lassen und Internationalisierung so gesehen

² Siehe hierzu die UI-Studie „Internationalisierung schlägt Japanisierung – Auswege aus dem Niedrigzinsumfeld“; erschienen im November 2019, www.institutional.union-investment.de/startseite-de/Kapitalmarkt/Themenpapier-Japanisierung

³ Siehe hierzu die UI-Studie „Systemschock für den Welthandel: Wie verändert Covid-19 die Globalisierung?“; erschienen im August 2020, www.institutional.union-investment.de/startseite-de/Kapitalmarkt/Themen_Systemschock_fuer_den_Welthandel.html

aktuell weniger vorteilhaft erscheint als noch 2019, trifft nur vordergründig zu. Zum einen muss man die deutlich gesunkenen Kosten der Währungsbesicherung einbeziehen, und zum anderen erscheint es durch die stärkere Dynamik der US-Wirtschaft wahrscheinlich, dass sich das Zinsdifferenzial mittelfristig wieder ausweitet.

Der Weg zum internationalen Portfolio

Im Mittelpunkt einer klassischen Portfolio-optimierung steht die strategische Asset Allocation. In der Studie wählen wir aus analytischen Gründen einen anderen Referenzpunkt:

die tatsächliche Verteilung der Assets an den Weltkapitalmärkten. Auf dieser Basis entwickeln wir ein Optimierungsframework, das durch hohe Variabilität und damit auch Praxisnähe geprägt ist. Bildlich gesprochen: Man kann an jeder Anlageklassen-Schraube einzeln drehen und den Optimierungseffekt isolieren – und zwar mehr oder minder stufenlos kombiniert mit unterschiedlichen Graden der Währungsabsicherung.

Im Einzelnen: Wir konstruieren zwei Portfolios, um im Vergleich zu zeigen, wie groß der Effekt der Internationalisierung ist. Das erste ist das „Status-quo-Portfolio“: Es ist das Portfolio eines durchschnittlichen institutionellen Investors

Abbildung 2 **Status-quo-Portfolio und Weltportfolio im Vergleich**

Anlageklasse	Region	Status-quo-Portfolio			Weltportfolio*			Differenz in Prozentpunkten (Status-quo-Portfolio minus Weltportfolio)	
		Gewicht Anlageklasse	Regionengewicht innerhalb der Anlageklasse	Gewicht im Gesamtportfolio	Gewicht Anlageklasse*	Regionengewicht innerhalb der Anlageklasse	Gewicht im Gesamtportfolio	Regionengewicht innerhalb der Anlageklasse	Gewicht im Gesamtportfolio
Aktien	Deutschland	13,6 %	19,9 %	2,7 %	13,6 %	2,5 %	0,3 %	+ 17,4 Pp.	+ 2,4 Pp.
	übriger Euroraum		36,0 %	4,9 %		6,3 %	0,9 %	+ 29,7 Pp.	+ 4,0 Pp.
	USA		25,7 %	3,5 %		48,0 %	6,5 %	- 22,3 Pp.	- 3,0 Pp.
	übrige entwickelte Länder		15,4 %	2,1 %		31,2 %	4,2 %	- 15,8 Pp.	- 2,1 Pp.
	Schwellenländer		2,9 %	0,4 %		12,0 %	1,6 %	- 9,1 Pp.	- 1,2 Pp.
Staatsanleihen	Kern-Euroraum	38,4 %	58,9 %	22,6 %	38,4 %	27,8 %	10,7 %	+ 31,1 Pp.	+ 11,9 Pp.
	Peripherie Euroraum		22,7 %	8,7 %		13,9 %	5,3 %	+ 8,8 Pp.	+ 3,4 Pp.
	USA		14,6 %	5,6 %		45,8 %	17,6 %	- 31,3 Pp.	- 12,0 Pp.
	Schwellenländer		3,9 %	1,5 %		12,5 %	4,8 %	- 8,6 Pp.	- 3,3 Pp.
Unternehmensanleihen (Investment Grade)	in Euro	45,7 %	94,7 %	43,3 %	45,7 %	37,1 %	17,0 %	+ 57,6 Pp.	+ 26,3 Pp.
	in US-Dollar		5,3 %	2,4 %		62,9 %	28,7 %	- 57,6 Pp.	- 26,3 Pp.
Unternehmensanleihen (High Yield)	in Euro	2,4 %	83,3 %	2,0 %	2,4 %	27,4 %	0,7 %	+ 55,9 Pp.	+ 1,3 Pp.
	in US-Dollar		16,7 %	0,4 %		72,6 %	1,7 %	- 55,9 Pp.	- 1,3 Pp.

* Anlageklassenadjustiertes Weltportfolio: Die Gewichte der Anlageklassen wurden vom Status-quo-Portfolio übernommen in der Annahme, dass der Investor seine Anlageklassengewichte bei einer Internationalisierung stabil hält. Die Anlageklassengewichte im nichtadjustierten Weltportfolio sind 60 Prozent Aktien, 30 Prozent Staatsanleihen, 9 Prozent Unternehmensanleihen (IG) und 1 Prozent Unternehmensanleihen (HY).

Quelle: Deutsche Bundesbank, J.P. Morgan, Union Investment; Stand: Januar 2020; durch Rundungen summieren sich Prozentwerte nicht immer auf 100 Prozent.

aus Deutschland mit einem entsprechenden Home Bias, also mit einem Fokus auf Wertanlagen aus Deutschland und aus dem Euroraum.⁴ Das Portfolio besteht aus (gerundet) 13,6 Prozent Aktien, 38,4 Prozent Staatsanleihen, 45,7 Prozent Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating (IG) und 2,4 Prozent High-Yield-Anleihen (HY).

Dem Status-quo-Portfolio stellen wir das „Weltportfolio“ gegenüber, das in jeder Anlageklasse die regionale Verteilung der Weltfinanzmärkte abbildet – es ist definitorisch vollständig internationalisiert und weist somit keinen Home oder Near Bias auf.⁵ Zur Vereinfachung unserer Betrachtung ist das Weltportfolio (zunächst) zu 100 Prozent gegen Währungsschwankungen abgesichert. Für den Vergleich normieren wir das Weltportfolio auf die vier Anlageklassen mit insgesamt 13 regionalen Kategorien des Status-quo-Port-

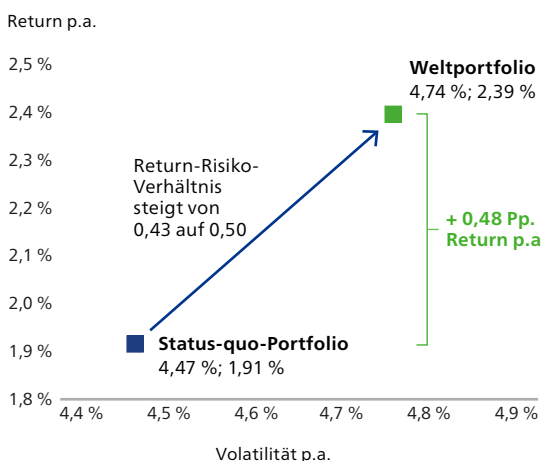
folios und übertragen dessen Anlageklassengewichte auf das Weltportfolio.

Das Weltportfolio ist über alle Anlageklassen weniger stark in Deutschland und im Euroraum gewichtet; entsprechend sind die Anteile der USA und des Nicht-Euroraums höher.

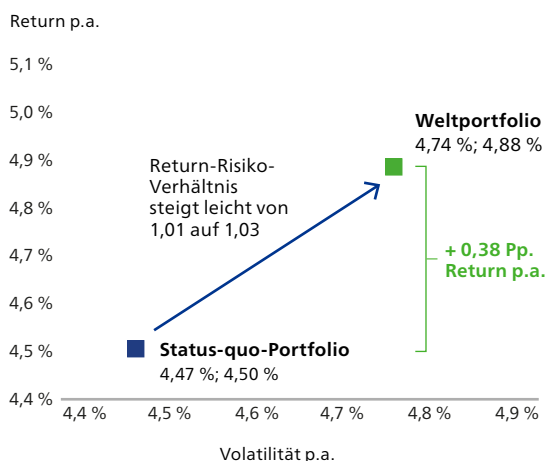
Beide Portfolios vergleichen wir mithilfe des Return-Risiko-Verhältnisses. Es misst den Return einer Wertanlage pro Risikoeinheit. Für die Returnerwartungen nutzen wir grundsätzlich die fundamentalen Kapitalmarktprognosen von Union Investment (Horizont: fünf Jahre). Diesen liegt eine neu entwickelte, auf der Verarbeitung einer Vielzahl von Informationen und hauseigenen Analysen beruhende Systematik zugrunde. Historische Ertragschätzer dienen hingegen eher als Quercheck. Für die Annahmen zur Volatilität und Korrelation greifen wir auf historische Daten ab 2001 zurück.

Abbildung 3 **Status-quo-Portfolio im Vergleich mit dem Weltportfolio bei unterschiedlichen Returnannahmen**

Basis: 5-Jahres-Prognose Union Investment



Basis: Prognose auf Grundlage historischer Returns



Quelle: Union Investment.

⁴ Für die Konstruktion nutzen wir Zahlen der Deutschen Bundesbank sowie Daten von Union Investment.

⁵ Für die Konstruktion des Portfolios greifen wir auf Daten von J.P. Morgan und Barclays zurück.

Der Vergleich (siehe Abbildung 3) zeigt, dass das Weltportfolio auf Basis der 5-Jahres-Prognose von Union Investment mit 2,39 Prozent eine höhere Returnerwartung als das Status-quo-Portfolio (1,91 Prozent) aufweist. Zwar steigt mit der Internationalisierung auch die Volatilität, aber nur moderat. Im Ergebnis steigt das Return-Risiko-Verhältnis von 0,43 im Status-quo-Portfolio auf 0,50 im Weltportfolio. Diese Ergebnisse lassen sich mit historischen Returns verifizieren. Bei Letzteren zeigt sich ein ähnliches Muster, aufgrund der Differenz zwischen den historischen und vorausblickenden Prognosen allerdings auf unterschiedlichem Niveau (Differenz etwa 2,5 Prozentpunkte). Der Grund dafür ist, dass die UI-Prognose im aktuellen Niedrigzinsumfeld klar unterhalb der historischen Returns der vergangenen 20 Jahre liegt.

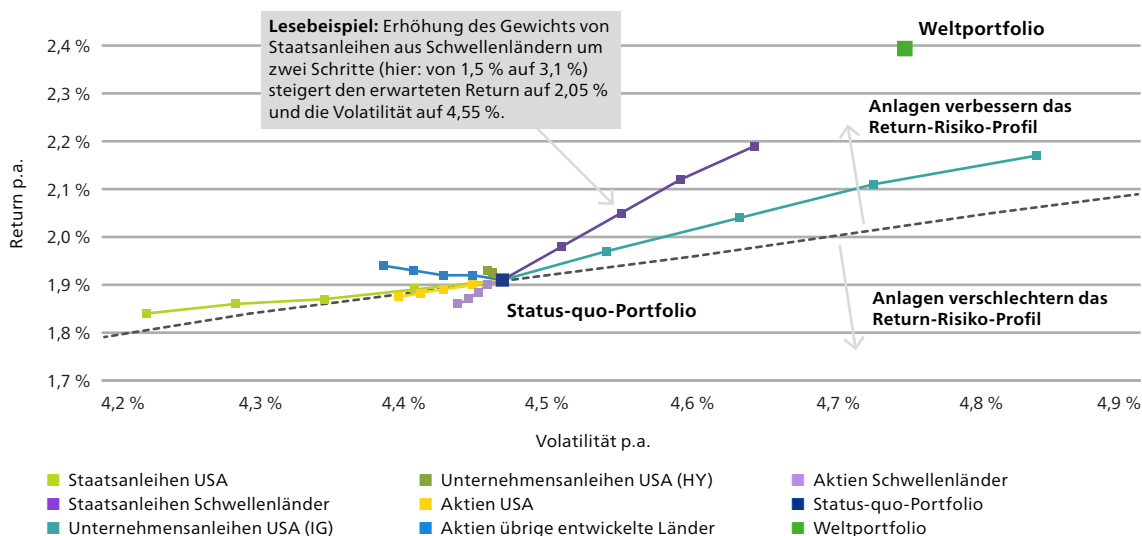
Effekte einzelner Internationalisierungsschritte

Das Weltportfolio stellt die Vorteile der Internationalisierung in einer Welt ohne Beschrän-

kungen dar. In der Praxis sind institutionelle Investoren aber mit einer Regulierung konfrontiert, die den Spielraum für eine Internationalisierungsstrategie einschränken kann. Diese Regeln unterscheiden sich stark je nach Investorengruppe: Für Versicherungen gelten andere Vorschriften als für Banken oder Stiftungen.

Um Vorteile gegenüber dem Status quo zu realisieren, ist aber eine vollständige Internationalisierung nicht notwendig. Auch einzelne Schritte können das Portfolio verbessern. Mit einer Sensitivitätsanalyse untersuchen wir, welche Auswirkungen Internationalisierungsschritte in einzelnen Anlageklassen und Regionen auf Return und Volatilität haben. Sieben der 13 Komponenten aus dem Status-quo-Portfolio werden als „internationale“ Komponenten ausgewählt und in vier Schritten erhöht, bis die Gewichte des Weltportfolios erreicht sind. Dagegen werden die sechs übrigen Komponenten als „Heimregionen“ klassifiziert und schrittweise reduziert.

Abbildung 4 Wirkung einzelner Internationalisierungsschritte



Hinweis: Jeder Punkt steht für einen Internationalisierungsschritt innerhalb der jeweiligen Anlageklasse.
Quelle: Union Investment.

Sechs der sieben internationalen Anlageklassen führen bei einer Erhöhung des Gewichts zu einer Verbesserung des Return-Risiko-Verhältnisses (siehe Abbildung 4). Das ist besonders deutlich bei Aktien aus den übrigen entwickelten Ländern (Japan, Großbritannien und andere) sowie bei den Unternehmensanleihen im High-Yield-Bereich in US-Dollar. Staatsanleihen aus den Schwellenländern sowie Unternehmensanleihen (Investment Grade) in US-Dollar liefern höhere erwartete Renditen und ein verbessertes Return-Risiko-Verhältnis, allerdings bei erhöhter Volatilität. Die Erhöhung des Anteils von Staatsanleihen aus den USA führt dagegen zu einer niedrigeren Returnerwartung, aber auch zu geringerer Volatilität. Im Ergebnis verbessert sich auch hier das Return-Risiko-Verhältnis relativ zum Status-quo-Portfolio.

Durch die unterschiedlichen Abweichungen zwischen Status-quo-Portfolio und Weltportfolio innerhalb der einzelnen Anlageklassen sind auch die Schritte unterschiedlich groß, mit denen diese Differenzen zwischen den Portfolios überbrückt werden. Entsprechend verschiedenartig sind die Auswirkungen der einzelnen Schritte auf Return und Volatilität. Die stärksten Veränderungen bei der Volatilität resultieren aus Veränderungen bei den Staatsanleihen aus den USA: Pro Schritt sinkt die Volatilität um 0,62 Prozentpunkte. Die stärksten Veränderungen bei der Returnerwartung erzeugen die Internationalisierungsschritte bei Staatsanleihen aus Schwellenländern (plus 0,41 Prozentpunkte) sowie bei Unternehmensanleihen (Investment Grade) in US-Dollar (plus 0,71 Prozentpunkte).

Währungsabsicherung

Bis zu diesem Punkt der Analyse war für alle Anlagen außerhalb des Euro das Währungsrisiko zu 100 Prozent gesichert. Grundsätzlich muss Hedging differenziert betrachtet werden. Nicht immer führt eine komplette Absicherung des Währungsrisikos zu den besten Ergebnissen. Wie relevant Hedging ist, zeigt ein Vergleich mit historischen Finanzmarktdaten zwischen einem ungesicherten und einem gesicherten Weltportfolio. Die abgesicherte Variante weist bei nahezu gleicher Returnerwartung auf der einen Seite zwar eine deutlich geringere Volatilität auf, aber auf der anderen Seite einen größeren maximalen Wertverlust. Grund dafür ist, dass Positionen in US-Dollar als Diversifikator wirken können, wenn in Krisensituationen der US-Dollar relativ zum Euro steigt („Risk-off-Eigenschaft“). Fazit: Die Nichtabsicherung sorgt für eine Diversifizierung der Wertanlage, aber war in der Vergangenheit aus einer Return-Risiko-Perspektive nicht attraktiv. Nur in Krisenzeiten hilft der Verzicht auf Hedging, den maximalen Wertverlust zu reduzieren.

Eine gezielte Internationalisierung von Renteninvestments kann sich lohnen, aber dabei müssen die Währungsrisiken genau beachtet werden. Welche Subanlageklassen eignen sich besonders, und wie hätte deren optimale Währungsabsicherung ausgesehen? Ausgehend von einem eurozentrierten Portfolio betrachten wir unterschiedliche internationalisierte Portfolios mit Blick auf das Return-Risiko-Profil. Dabei werden sowohl das Ausmaß der Internationalisierung als auch der Grad der Währungs-

Abbildung 5 Historischer risikoadjustierter Return

Optimale Beimischung und Absicherung von in US-Dollar notierenden Staatsanleihen aus Schwellenländern

		Grad Währungsabsicherung											
		0 %	10 %	20 %	30 %	40 %	50 %	60 %	70 %	80 %	90 %	100 %	
Grad Internationalisierung	0 %	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73
	10 %	0,86	0,86	0,86	0,86	0,85	0,85	0,85	0,84	0,84	0,83	0,83	0,83
	20 %	0,92	0,93	0,94	0,94	0,95	0,95	0,94	0,94	0,93	0,92	0,91	0,91
	30 %	0,92	0,94	0,96	0,98	1,00	1,00	1,01	1,00	0,99	0,98	0,95	0,95
	40 %	0,88	0,91	0,94	0,98	1,00	1,02	1,03	1,03	1,02	1,00	0,97	0,97
	50 %	0,82	0,86	0,90	0,94	0,97	1,00	1,02	1,02	1,01	0,99	0,95	0,95
	60 %	0,77	0,81	0,85	0,90	0,93	0,97	0,99	1,00	0,99	0,96	0,92	0,92
	70 %	0,72	0,76	0,81	0,85	0,89	0,92	0,95	0,96	0,95	0,92	0,88	0,88
	80 %	0,68	0,72	0,76	0,80	0,84	0,88	0,91	0,92	0,91	0,88	0,83	0,83
	90 %	0,65	0,69	0,72	0,76	0,80	0,84	0,86	0,88	0,87	0,84	0,79	0,79
	100 %	0,62	0,65	0,69	0,73	0,77	0,80	0,83	0,84	0,83	0,80	0,75	0,75

Quelle: Union Investment; Stand: Juli 2020.

absicherung von 0 bis 100 Prozent variiert. Es werden beide Dimensionen miteinander in Verbindung gesetzt, um die historisch „optimalen“ Return-Risiko-Kombinationen zu ermitteln.⁶ Die Ergebnisse zeigen, dass die Beimischung etwa von Staatsanleihen aus den Schwellenländern (in US-Dollar notiert) am attraktivsten ist. Die besten Ergebnisse resultieren aus einer Internationalisierung von 40 bis 60 Prozent und einem Hedging mit einem Anteil von 50 bis 80 Prozent (siehe Abbildung 5).

Auch bei Unternehmensanleihen sind solche aus Schwellenländern attraktiv: Sie erzielen mit Absicherungsquoten von 70 bis 90 Prozent gute Ergebnisse. Anleihen aus den USA sollten ein wichtiger Bestandteil einer Internationalisierungsstrategie sein, da es dort viele Firmen-

anleihen gibt, die auf währungsgesicherter Basis einen Mehrertrag gegenüber europäischen Firmenanleihen bieten und historisch höhere Renditen aufweisen.

Bei Aktien sind die Internationalisierungsvorteile mit ungesicherter Währung besonders stark ausgeprägt. Ein Grund dafür ist die „Risk-off-Eigenschaft“ des US-Dollar. Insbesondere Aktien aus den USA sind attraktiv aufgrund einer Sektorgewichtung mit hohem Technologieanteil, besserer Wettbewerbsfähigkeit und höherer Profitabilität. Eine ungesicherte Diversifikation in US-Aktien kann die Returnerwartung erhöhen ohne einen Anstieg des erwarteten Risikos, was zu einem besseren Return-Risiko-Verhältnis eines solchen Portfolios führt.

⁶ Für die Analyse nutzen wir historische Finanzmarktdaten seit Mai 2003.

4 Mehr als Internationalisierung: Aktives Portfoliomanagement

4 Mehr als Internationalisierung: Aktives Portfoliomanagement

Das Weltportfolio kann weiter verbessert werden: Mit dem Know-how des aktiven Portfoliomanagements und sinnvollen Beimischungen weiterer Anlageklassen entsteht das „Perspektivportfolio“. Die verschiedenen Strategien im „Möglichkeitenraum“ haben unterschiedlich starke Auswirkungen: Es entstehen Varianten des Perspektivportfolios, die ein besseres Return-Risiko-Profil relativ zum Weltportfolio aufweisen.

Zunächst optimieren wir das Weltportfolio mithilfe des Union Risk Contribution-Ansatzes, den Union Investment vor allem im Bereich institutioneller Hausmandate nutzt. Daraus resultiert ein Perspektivportfolio mit einer verbesserten Returnerwartung, einer leicht höheren Volatilität (2,95 Prozent und 5,1 Prozent im Vergleich zu 2,39 Prozent und 4,7 Prozent beim Weltportfolio) und damit einem insgesamt besseren Return-Risiko-Verhältnis. Ein Grund dafür sind die stärkere Gewichtung bei den High-Yield-Unternehmensanleihen (circa plus 6 Prozentpunkte relativ zum Status-quo-Portfolio) und bei Anleihen aus den Schwellenländern (circa plus 7 Prozentpunkte).

Korrelations- und Co-Drawdown-Analysen zeigen, dass die Beimischung von Wertanlagen außerhalb Europas die Diversifikation eines Portfolios klar verbessert. Außerdem wird ersichtlich, dass Investoren über die geschickte Kombination von Anlageklassen Diversifikationspotenziale sichern können: Aktien und Anleihen bilden eigene Cluster und eignen sich zur Kombination, ebenso Rohstoffe.

Die Möglichkeit der Beimischung anderer Anlageklassen als Aktien und Anleihen stellt sich für jeden Investor anders dar, deshalb hatten wir Rohstoffe und – als weniger liquide Anlageklasse – Immobilien zunächst ausgeklammert. In der Studie gehen wir in kurzen Exkursen auf das Potenzial dieser beiden ergänzenden Anlageklassen ein. Es ist bekannt, dass beide aufgrund ihrer Diversifikationseigenschaften Teil einer ausgewogenen Asset Allocation sein sollten. Dies gilt auch im Kontext einer expliziten Internationalisierungsstrategie.

Wenn man den Bereich der liquiden Anlageklassen verlässt, erweitert sich der Optionsraum erheblich. Bisher weisen etwa Immobilien bei deutschen institutionellen Investoren einen besonders starken Fokus auf den Heimatmarkt auf im Vergleich zu Aktien und Anleihen. Allerdings ist das Interesse an Auslandsinvestitionen in den vergangenen Jahren stark gestiegen. Immobilien im Ausland können lohnenswert sein, Gründe dafür sind teilweise höhere Returns und vor allem die Möglichkeit zur Diversifikation. In den vergangenen Jahren



hat sich die Markttransparenz in vielen Ländern verbessert, und die Risiken sind gesunken. Eine Internationalisierungsstrategie für Immobilien findet hier also eine verbesserte Grundlage.

Abschließend: Auch wenn man im Bereich der liquiden Anlageklassen bleibt, erschöpft sich das Instrumentarium des aktiven Portfoliomanagements nicht in Internationalisierungsstrategien. Moderne Investmentansätze machen sich neben regionalen Divergenzen andere – zum Teil auch nur phasenweise auftretende – Strukturmuster der Kapitalmärkte

zunutze. Ein Beispiel: Disruptive Megatrends wie Digitalisierung und die durch den Klimawandel erforderliche Transformation der Wirtschaft eröffnen Spielräume für Ansätze des sogenannten „Thematischen Investierens“. Die Auswahl geeigneter Themen, deren effiziente Implementierung in Investmentstrategien sowie das kontinuierliche Monitoring des Portfolios etwa hinsichtlich aktueller Entwicklungen oder der Bewertung des Themas sind hierbei zentral. „Thematisches Investieren“ funktioniert deshalb nur als Teilbereich aktiven Managements.



5 Fazit

5 Fazit

Durch Home und Near Bias vergeben institutionelle Investoren Renditechancen in anderen Wirtschaftsräumen. Die dieser Kurzfassung zugrunde liegende Studie zeigt in einem systematisch entwickelten Analyserahmen, welchen Effekt eine differenzierte Internationalisierungsstrategie im Vergleich mit einem in Deutschland beziehungsweise im Euroraum überproportional investierten Portfolio erzielen kann.

Für institutionelle Investoren können einzelne Internationalisierungsschritte unterschiedlich lohnenswert sein, je nach Anlageklasse und Region. Insbesondere Aktien aus anderen entwickelten Ländern (zum Beispiel Japan und Großbritannien) sowie Anleihen im High-Yield-Bereich aus den USA können das Portfolio verbessern. Staatsanleihen aus den Schwellenländern sowie Unternehmensanleihen (Investment Grade) aus den USA liefern ebenfalls höhere erwartete Renditen und ein verbessertes Return-Risiko-Verhältnis für das Gesamtportfolio, allerdings bei erhöhter Volatilität.

Mehr Staatsanleihen aus den USA führen dagegen zu einer niedrigeren Returnerwartung, aber auch zu geringerer Volatilität, sodass sich das Return-Risiko-Verhältnis verbessert. Für den Aspekt der Währungsabsicherung ergeben sich klare Empfehlungen: Aus einer Return-Risiko-Perspektive sind Anleihen aus Schwellenländern (in US-Dollar notiert) am attraktivsten. Für das Währungsrisiko dieser Investments sollte eine Teilabsicherung erfolgen. Bei Aktien sind dagegen die Internationalisierungsvorteile mit ungesicherter Währung besonders stark ausgeprägt.

Die Empfehlung einer Internationalisierungsstrategie in einem vor allem durch die Corona-Pandemie und den Konflikt zwischen den USA und China eher fragilen globalen Umfeld scheint geopolitisch betrachtet natürlich nicht ohne Ambivalenz. Implizit wird in den langfristigen Kapitalmarktprognosen von Union Investment und damit dieser Studie unterstellt, dass sich die Tektonik der Weltwirtschaft nicht allzu drastisch verschiebt und die Kapitalmärkte sonstige politische und realwirtschaftliche Entwicklungen adäquat widerspiegeln. Dies gegeben gibt es auch von unserer Analyse nur indirekt erfasste Argumente für eine Internationalisierung von Portfolios. Grund dafür ist die Erwartung, dass Corona und die sich abzeichnende neue Blockbildung mit den USA und China als Hauptprotagonisten die schon zuvor existierenden Deglobalisierungstendenzen in bestimmten Bereichen verstärken.

Eine weniger integrierte Weltwirtschaft bedeutet, dass sich an den Kapitalmärkten der Gleichlauf verschiedener Anlageregionen reduzieren könnte. Dadurch steigt das Diversifikationspotenzial durch Internationalisierung. Diese wahrscheinliche Entwicklung können Investoren für sich nutzen.



Regionale Asymmetrien, die durch die Corona-Pandemie zumindest mittel- bis langfristig eher verstärkt werden und in vielen Fällen zulasten des Euroraums gehen könnten, machen die Internationalisierung von Portfolios notwendiger und attraktiver denn je.

Die Langversion der Studie können Sie unter www.die-risikomanager.de herunterladen.

Wir arbeiten für Ihr Investment

Herausgeber:

Union Investment Institutional GmbH
Weißfrauenstraße 7
60311 Frankfurt am Main

Tel.: 069 2567-7652
Fax: 069 2567-1616

www.die-risikomanager.de

Diese Studie wurde mit großer Sorgfalt verfasst,
dennoch wird die Haftung auf grobes Verschulden
beschränkt. Änderungen vorbehalten.

Stand: Oktober 2020

