

## SIGLO Timeout Nr. 60

### Erfolgsmessung mit Rangkorrelationen

#### Abstract

Im letzten Timeout haben wir die Vorteile von Peergruppenvergleichen zur Leistungsbeurteilung von Anlageprodukten beleuchtet. In diesem Timeout gehen wir einen Schritt weiter und stellen mit den Rangkorrelationen einfache und intuitive, statistische Masse vor, die uns helfen, erzielte Erfolge und vor allem deren Persistenz bei Anlagefonds gegenüber ihren Konkurrenten in einer Peergroup zu messen. Daran können wir ablesen, wie beständig ein Fund die Leistungen der Konkurrenz übertrifft.

#### Einführung und Rennsportbeispiele

Rangkorrelationen wie Spearman's Rank Correlation oder Kendall's Tau sind Masse, um Zusammenhänge zwischen Variablen zu messen. Im Gegensatz zu klassischen Korrelationen sind sie aber nicht parametrisch. Sie unterstellen auch keine linearen Beziehungen zwischen den Untersuchungsobjekten und erfordern keine kardinale, sondern bloss ordinale Ordnung. Je nachdem wie sich diese Ordnung über die Zeit ändert, können wir Aussagen über deren Persistenz und damit über die Beständigkeit von guten Leistungen gewinnen. Stark positive Rangkorrelationen deuten auf Persistenz in den Klassierungen hin, stark negative hingegen auf "entweder Top-oder-Flop" Leistungen. Rangkorrelationswerte um Null deuten auf keinen statistischen Zusammenhang in den periodisch erzielten Rängen innerhalb der Peergruppe hin.

Für Nicht-Statistik-Freaks bietet sich ein Vergleich mit dem Skirennsport an. Ob der strahlenden Gesamtweltcup-Siegerin oder unserem wieder-gelesenen Kugelblitz ein Sieg mit einer Hundertstel- oder einer ganzen Sekunde Vorsprung gelingt, ist uns ziemlich egal. Hauptsache wir sind vorn. Das ist ordinal. Wer oft weit vorn liegt, gewinnt am Schluss den Weltcup. Das ist Persistenz von guten Rennleistungen. Berechnete Rangkorrelationen zeigen dies anhand signifikant positiver Werte. Nicht ohne einen gewissen Neid stellen wir fest, dass diese Werte für Marcel Hirscher, der nun zum fünften Mal in Folge den Ski-Gesamtweltcup gewonnen hat, ausserordentlich hoch ausfallen. Der Typ ist einfach über Jahre hinweg enorm schnell.

Genau das gleiche können wir auch für Anlagefonds berechnen. Einerseits mit dem Ziel, die Leistungen einzelner Produkte oder Indizes gegenüber den direkten Konkurrenten zu messen. Andererseits auch mit der Absicht, Aussagen über eine Peergruppe als Ganzes und damit über einzelne Anlageklassen zu gewinnen.

#### Wer ist die Konkurrenz?

Persistenz unter Anlagefonds ist altbekanntes aber nach wie vor heiss diskutiertes und ungeklärtes Thema. Unzählige akademische Studien kommen zu unterschiedlichen Schlüssen. Ein Hauptgrund liegt aus unserer Sicht in den unterschiedlichen Peergruppen. Natürlich hängt die Klassierung eines Funds vor allem vom Universum der Konkurrenten ab. Berner-Oberländer-Regio-Meister in der Abfahrt zu werden, ist einfacher als Weltcup Sieger in der Disziplin. Der aktuelle Bernermeister dürfte sich aber bewusst sein, dass sein Sieg bei Teilnahme vom Kugelblitz wohl "nur Schnee von gestern" wäre. Das Ergebnis steht und fällt deshalb mit der Qualität und dem Umfang einer Peergruppe. Im Verlauf des Timeouts nehmen wir der Einfachheit halber an, dass die Peergruppen sinnvoll sind und die Ergebnisse deshalb aussagekräftig werden.

***Rangkorrelationen zeigen die Persistenz des Erfolgs von Anlageprodukten über die Zeit im Vergleich mit ihrer Konkurrenz.***

#### Rangkorrelationen bei Anlageklassen

Anhand der durchschnittlichen und über die Zeit rollenden Spearman-Rangkorrelation innerhalb einer Peergruppe, bzw. bei einer Anlageklasse passt SIGLO z.B. die Interpretation historischer Fundrenditen an. Zwei Beispiele verdeutlichen:

Analog zu Abbey Capital errechnen wir in den CTA Peergruppen Spearman-Rangkorrelationen nahe um null. (Soviel Anstand beim Zitieren von guten Research-Ideen muss sein). Offenbar sind die Klassierungen der einzelnen Funds in den Peergruppen für CTAs nicht statisch, sondern variieren über die Zeit, wobei kein klares Muster für die Variationen in den Klassierungen sichtbar wird. Wir betonen hier nochmals explizit, dass die Rangkorrelation nichts über die absolute Höhe von Renditen aussagt, sondern lediglich über deren Rang innerhalb der Peergruppe.

Wenden wir den gleichen Berechnungsprozess für Senior Secured Loans (SSL) an, so finden wir über die letzten Jahre eine rollende Rangkorrelation von rund 0.4. Dies ist zwar noch kein Beweis für Persistenz aber doch eine Indikation, dass gewisse Funds ihre Konkurrenten ziemlich beständig übertreffen. Ob dies nun daran liegt, dass sie bloss systematisch höhere Risiken eingingen und dafür oft belohnt wurden oder ob sie effektiv bessere risikoadjustierte Leistungen erbrachten, kann mit Korrelationen alleine nicht beantwortet werden. Fest steht aber, dass die Klassierungen der SSL Funds innerhalb ihrer Peergruppe wesentlich stabiler ist als bei CTAs.

### Rangkorrelationen von Funds und Indizes

Selbstverständlich lassen sich auch die Rangkorrelationen einzelner Funds oder spezifischer Indizes innerhalb von Peergruppen berechnen.

Im Fall der CTAs zeigte sich, dass einer der erfolgreichsten Funds in den letzten Jahren eine Rangkorrelation unter minus 0.7 aufwies. Wenn man den Manager und die hohe Fund-Volatilität kennt, erstaunt das Ergebnis nicht. Mit seiner Rendite liegt er in den einzelnen Monaten nämlich oft im ersten oder im letzten Dezil. Falls man sich als Anleger durch die hohe Volatilität den gesunden Schlaf nicht rauben lässt, erscheint eine Anlage mit aktivem Rebalancing attraktiv.

Interessant erscheint uns auch, dass der auf die USA fokussierte LSTA Index für SSL seit 2011 rollende Spearman-Rangkorrelationen von über 0.9 aufweist. Innerhalb seiner Peergruppe liegt der Index damit oft im Top Quartil, was ihn nur schwer zu schlagen macht. Natürlich ist es sein Vorteil, alle Transaktionskosten auszublenden, weshalb er in der Praxis kaum zu replizieren ist.

Bei der Interpretation von Rangkorrelationen ist deshalb das makroökonomische Umfeld sowie die Natur von Anlagestrategien zu berücksichtigen. Aktive Strategien mit hohem Turnover in sehr liquiden Instrumenten (CTAs) verhalten sich anders als auf Buy-and-Hold ausgerichtete Ansätze in illiquideren Anlageklassen. Zudem sind Rangkorrelationen von Strategien, die "nur" long-only Risikoprämien abschöpfen, stärker vom aktuellen Marktumfeld in einer Periode abhängig als marktneutrale Hedge Fund Ansätze.

### Was ist ein guter Track Record?

Wir sind immer wieder überrascht, wieviel Wert auch professionelle Anleger auf die historischen Renditen von Anlageprodukten legen. Es lässt sich auch kaum abstreiten, dass ein guter Track Record für den Verkauf und die Kundenbindung wichtig ist. Was aber genau macht einen Track Record "gut oder schlecht"? Der Rahmen am Ende des Timeouts verunmöglicht umfassende Aufzählungen, lässt aber Platz für Grundsätze.

Wir sind der Meinung, dass es eine Mischung aus der absoluten Höhe und dem dafür akzeptierten Risiko (Risikoadjustierung) sowie der relativen Stärke und Persistenz gegenüber den investierbaren Konkurrenzprodukten darstellt. Während man den ersten Aspekt direkt auf den Factsheets ablesen kann und wohl auch vom Verkaufspersonal zu hören bekommt, sind die beiden anderen Aspekte etwas schwieriger zu erfassen. Ein Vergleich mit Konkurrenten ist vor allem in Anlageklassen wichtig, in welchen die Marktindizes verzerrt, nicht repräsentativ oder in der Praxis nicht replizierbar sind. Deshalb entbinden uns Rangkorrelationen innerhalb sorgfältig gebildeter Peergruppen zwar nicht ganz von Selektionsentscheidungen aber erleichtern sie etwas.

#### SIGLO Capital Advisors AG

*ist eine Anlageberatungsfirma in Zürich,  
berät Sie bei der Umsetzung Ihrer Anlagen,  
unterstützt Sie bei der Selektion von Anlageprodukten und Managern, bei der Portfolio-konstruktion und bei der Überwachung,  
erarbeitet massgeschneiderte Lösungen mit konkreten Handlungsempfehlungen für Sie,  
ist zu 100% im Besitz der Partner und hat keine Bindungen zu anderen Finanzinstituten.*

[www.siglo.ch](http://www.siglo.ch) / [contact@siglo.ch](mailto:contact@siglo.ch)

