

Samenvatting van RBA-scriptie: “Climbing the swap curve: A carry strategy using forward starting swaps”

Auteur

Vincent van Antwerpen¹

Renteswaps zijn een beproefd middel waarmee pensioenfondsen en verzekeraars de waarde van hun langetermijnverplichtingen richting deelnemers en polishouders ongevoelig maken voor fluctuerende renteniveaus. Maar wie is de natuurlijke tegenpartij die in deze swaptransacties de vaste rente betaalt? En zou er, bij onvoldoende natuurlijke tegenpartijen, geen mogelijkheid moeten zijn voor beleggers om een risicopremie te verdienen tegen acceptabele risico's?

Een bekende en bovendien uitgebreid gedocumenteerde beleggingsstrategie voor obligaties is bekend onder de naam *riding-the-curve*. Een belegger koopt een obligatie met een looptijd van bijvoorbeeld tien jaar en verkoopt deze na een jaar. Op deze manier wordt gebruikgemaakt van het feit dat de rente voor tien jaar doorgaans hoger is dan de rente voor negen jaar. Als de rentecurve gedurende het jaar niet verandert, rendeert de obligatiebelegging immers niet alleen met de ontvangen couponrente, maar ook nog eens extra omdat de negenjaarsrente op moment van verkoop onder de oorspronkelijk afgesproken tienjaarsrente ligt. Voor verschillende valuta en over verschillende periodes is aangetoond dat deze *riding-the-curve*-strategie aantrekkelijke rendementen geeft. Het risico van deze strategie is dat het positieve effect volledig teniet kan worden gedaan door een sterk stijgende rente.

De *carry* van een belegging wordt gedefinieerd als het verwachte rendement onder de aanname dat financiële markten niet veranderen. De bovenstaande *riding-the-curve*-strategie wordt ook wel een *carry*-strategie genoemd.

In een historische simulatie vanaf 1999 tot en met 2015 heb ik onderzocht wat de risicorendementskarakteristieken zijn van een *carry*-strategie, waarin niet alleen gebruik wordt gemaakt van het stijgende linkerdeel (korte looptijden) van de swapcurve, maar ook



van het relatief vlakke, of soms zelfs inverse, rechterdeel (lange looptijden) van de swapcurve. Op beide stukken van de curve wordt een positie opgebouwd met positieve *carry*, zodat bij een gelijkblijvende rentecurve het rendement positief is. Bijkomend voordeel van deze strategie is dat de posities een omgekeerde rentegevoeligheid hebben, waardoor de totale positie ongevoelig gemaakt kan worden voor parallele veranderingen van de swapcurve.

De beleggingsstrategie maakt gebruik van *forward-starting*-swaps: een contractuele afspraak om in de toekomst een vooraf afgesproken vaste rente te ruilen tegen de variabele zesmaands-Euribor-rente. De swapmarkt in euro's is relatief nieuw waardoor er geen lange reeks betrouwbare marktinformatie beschikbaar is. De historische simulatie begint in januari 1999. Elke werkdag wordt een positie op het korte eind van de curve ingenomen, waarin de vaste rente ontvangen wordt en een positie op het lange eind van de curve ingenomen, waarin de vaste rente betaald wordt. De looptijden worden zodanig gekozen dat de *carry* maximaal is. De hoofdsommen worden zo gekozen dat de positie ongevoelig is voor paral-

lele renteveranderingen. Na een maand wordt de positie afgewikkeld. Bij een positieve waarde van de swaps wordt de opbrengst toegevoegd aan het vermogen en bij een negatieve waarde van de swaps wordt het verlies onttrokken aan het vermogen. Aan het eind van elke maand wordt het vermogen teruggebracht tot het niveau van ongeveer vijf maal de initiële *margin* die gestort zou moeten worden bij een centrale tegenpartij. Hierdoor blijft het risico van de strategie relatief laag en bovendien constant gedurende de simulatieperiode.

Het gemiddelde maandrendement over de gesimuleerde periode bedraagt 1,8%, ofwel 1,6% boven het zesmaands-Euribor-rendement, bij een standaarddeviatie van 5%. Het laagste rendement over de simulatieperiode bedraagt -15%. De Sharpe-ratio op jaarbasis bedraagt 1,1, wat hoog is in vergelijking met bijvoorbeeld aandelen, waarbij een Sharpe-ratio van 0,2 doorgaans acceptabel is voor beleggers (risicopremie van 4% bij een standaarddeviatie van 20%).

Een aantal kanttekeningen tot besluit. De simulatiehorizon is kort en beschrijft bovendien een periode waarin rentes voornamelijk gedaald zijn. Het verwachte rendement is zeer gevoelig voor de ingeschatte transactiekosten. Bij een verdubbeling van de ingeschatte transactiekosten van 1 basispunt naar 2 basispunten daalt het verwachte maandrendement met 0,8%. Het handelen van swaps, en met name *forward-starting*-swaps, is complex en wordt bovendien complexer door de EMIR-regelgeving. Deze complexiteit zorgt voor hoge kosten, waardoor de strategie alleen rendabel uit te voeren is voor een relatief groot vermogen. ■

Noot

¹ Vincent van Antwerpen is Fiduciair Manager bij Kempens Capital Management N.V.