

Jüngste Entwicklungen und aktueller Stand des Cat Bond Marktes

Solidum Partners - Juli 2023

Im ersten Halbjahr 2023 konnten mit ILS-Anlagen und mit Cat Bonds im Speziellen sehr erfreuliche Renditen erzielt werden. Im Folgenden möchten wir die Treiber dieser Dynamik erklären und diskutieren, was die Entwicklung heute, Mitte 2023, für Anleger bedeutet, die sich für diese Anlageklasse interessieren.

Nach einem generellen Anstieg von Risikoprämien im ersten Halbjahr 2022 in nahezu allen Anlageklassen – eine Folge davon, dass Zentralbanken weltweit wieder einen Preis für Geld einforderten – führte Hurrikan Ian im letzten Quartal 2022 zu einer weiteren Ausweitung der Risikoprämien für Cat Bonds. Der Hurrikan beeinflusste den Cat Bond Markt durch verschiedene Effekte, welche alle in Richtung höherer Renditen wirkten: i) Die Befürchtung drohender Kapitalverluste, ii) eine objektive Erhöhung des Risikos für aggregierende Strukturen durch partielle Erosion von Selbstbehalten, iii) eine vorübergehende Reduktion des Handelsvolumens im Sekundärmarkt bei einem deutlichen Angebotsüberhang und iv) eine generelle Neupositionierung der Renditeerwartungen von Marktteilnehmern hin zu höherer Kompensation für das übernommene Risiko. Infolge der kombinierten Effekte stieg die durchschnittliche Fälligkeitsrendite des Cat Bond Marktes zum Jahresende 2022 auf das attraktivste Niveau seit dem Ende der Kreditkrise vor gut zehn Jahren.

Zum Jahresende zeigte die Situation deutliche Anzeichen eines kurzzeitigen Überschüssens. Mittlerweile hat sich die Informationslage über die Auswirkungen Hurrikan Ians auf den Cat Bond Markt deutlich verbessert, und anfängliche Sorgen haben sich als übertrieben erwiesen. Obwohl einige wenige Kapitalverluste – und zumeist nur Teilverluste – realisiert werden mussten, verursachte der Hurrikan keinesfalls ein Gemetzel im breiteren Cat Bond Markt. Hinzu kommt, dass selbst für die Aggregationsstrukturen mit dem spätesten Reset die jährlichen Risiko-Perioden nun abgeschlossen sind und diese Anleihen wieder zu ihren normalen Tilgungsverhalten zurückkehren konnten. Schließlich erhöhten sich auch die Handelsvolumina im Sekundärmarkt wieder, und die Preisindikationen der Broker spiegeln heute die korrekten Vergütungsniveaus wider und nicht Liquiditäts-Engpass-getriebene Ausreisser ohne Markttiefe.

Bedeutet dies nun, dass die Party jetzt vorüber ist und ein allgemeiner Investor den Zug verpasst hat? Wir sind dezidiert der Überzeugung, dass genau das Gegenteil zutrifft: Rückblickend wäre es natürlich erfreulich gewesen, von der deutlichen Erholung des Marktes von seinen Tiefstständen Ende 2022 profitiert zu haben. Aber man sollte nicht ausblenden, dass diese zusätzlichen Erträge im Zusammenhang mit sehr realen Risiken bezüglich des Endergebnisses von Hurrikan Ian standen. Diese Risiken zu verstehen und zu bewerten war komplex und stellte für eher periphere Beobachter der Anlageklasse eine beträchtliche Herausforderung dar.

Mitte 2023 sind nun die mit diesen Sondereffekten verbundenen Risiken weitgehend abgeklungen. Allerdings bleibt der allgemeine Sachverhalt bestehen: Der Markt erwartet heute deutlich höhere Renditen für übernommenes Rückversicherungs-Ereignisrisiko. Wir möchten betonen, dass diese gesteigerte Rendite-Erwartung nicht auf Kosten eines höheren Risikos geht, da sich die Wahrscheinlichkeit katastrophaler Rückversicherungs-Ereignisse gegenüber dem vergangenen Herbst nicht geändert hat. In dieser Hinsicht unterscheidet sich die ILS-Anlageklasse von den meisten anderen Segmenten des Kapitalmarktes, in denen das Risiko direkt mit der wirtschaftlichen Gesamtsituation und ihrer Abhängigkeit von aktuellen Herausforderungen wie Inflation, Zinsumfeld und globalen politischen Risiken verbunden ist.

Eine letzte Frage bleibt: Wie lange wird diese sehr attraktive Situation auf dem Cat Bond Markt anhalten? Offensichtlich ist dies eine jener Kristallkugel-Fragen, die so schwer zu beantworten sind, weil sie die Zukunft betreffen... Doch eines scheint relativ sicher: Der Hauptgrund für die den weichen Rückversicherungsmarkt in den letzten Jahren war die Tatsache, dass billiges Zentralbanken-Geld in alle Segmente des Kapitalmarktes floss. Damit wurden nicht nur die Zinssätze auf historische Tiefststände getrieben, sondern es wurde auch der Preis für Risiko allgemein gedrückt, und damit hatten es Investoren schwer, eine adäquate Vergütung für übernommenes Risiko zu erhalten. Im Umkehrschluss erwarten wir, dass die derzeitige attraktive Situation im ILS-Markt in den nächsten 18, vielleicht 24 Monaten anhalten wird, vorausgesetzt, die Zentralbanken kehren nicht kurzfristig wieder zu einer Nullzinspolitik zurück. Eine gewisse Abflachung des Rendite-Niveaus über diese Zeit ist zu erwarten, sollte aber grundsätzlich innerhalb eines weiterhin attraktivem Ertragsbandes verbleiben. Somit ist es nun möglich, von diesem außergewöhnlichen Zustand des ILS-Marktes zu profitieren, ohne dass eine Spezialsituation wie die spezifische Auswirkung des Wirbelsturms Ian beachtet werden muss. Zusätzlich kann ein Investor diese attraktiven Renditen erzielen, ohne die makroökonomischen Risiken zu übernehmen, die auf den typischen Anlageklassen wie Aktien und Bonds lasten.

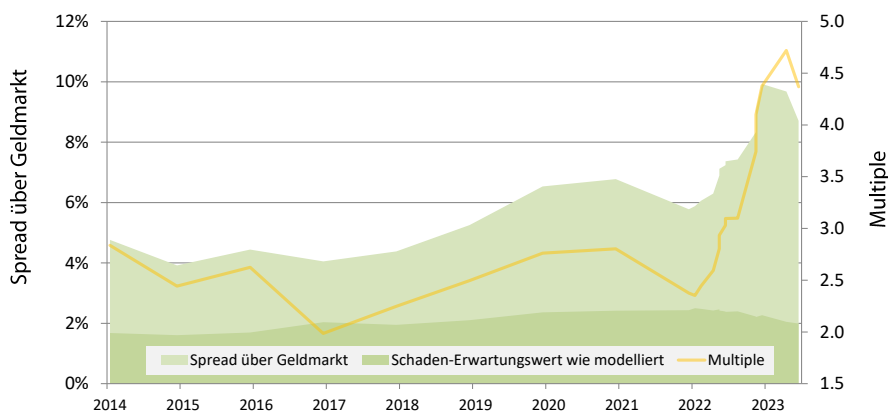


Abbildung 1: Spread über Geldmarkt und Schaden-Erwartungswert des Cat Bond Marktes über Zeit.

Die quantitative Analyse des Marktes in Abbildung 1 basiert auf verschiedenen Preisquellen für Cat Bonds, wobei Mid-Preis-Verfallsrenditen (über Geldmarkt, die Instrumente zahlen Geldmarkt plus Risiko-Spread) berechnet und mit Emissions-Grösse gewichtet wurden. „Pathologische Fälle“, bei denen Marktpreise stark von vergangenen Ereignissen beeinflusst bleiben, sowie Wertschriften mit Restlaufzeit kleiner als 1 Jahr wurden ausgeschlossen, um Verzerrungen zu minimieren. In der Graphik ist deutlich das Anziehen der Risiko-Spreads im ersten Halbjahr 2022 aufgrund der Anpassung an die allgemeinen Kapitalmärkte sowie die sehr starke zusätzliche Ausweitung nach Hurrikan Ian zu sehen. Nach Abklingen der Ian-bezogenen Sondereffekte präsentiert sich der Markt zum Halbjahr 2023 weiterhin sehr stark.

Neben der Ausweitung der Spreads ging über die letzten 18 Monate auch das modellierte Durchschnitts-Risiko des Marktes von ca. 2.4% auf 2.0% zurück, da tendenziell weniger riskante Bonds begeben wurden. Dies wirkte sich zusätzlich positiv auf den „Multiple“, das Verhältnis von Spread zu Schaden-Erwartungswert, aus. Weiter profitiert der Markt auch von den gegenwärtig höheren Basiszinsen, da die Instrumente wie erwähnt als Floater über Geldmarkt strukturiert sind und somit eine gewisse Abschirmung gegen Inflationsrisiken bieten.