

SIGLO Timeout Nr. 79

ILS Revisited: Punkt, Punkt, Komma, Strich

Abstract

“Punkt, Punkt, Komma, Strich” oder besser bekannt als “Die Montagsmaler” ist ein Gesellschaftsspiel, wo es darum geht, einen Begriff auf Grund der Zeichnung eines Teammitgliedes zu erraten. Je nach Zeichentalent des Malers kommt es hier zu den herrlichsten Missverständnissen. Wenn wir aktuell die Diskussion um die Anlageklasse ILS verfolgen, fühlen wir uns auf Grund der gemachten Skizzierungen an ein finanzökonomisches „Montagsmaler“ erinnert, wo es uns nur sehr schwer gelingt, unsere Einschätzung des Marktes in den von Investoren gemachten Äusserungen wiederzuerkennen. Mit einem Rückblick beginnend möchten wir dem Leser vorrausschauend Chancen und Risiken aufzeigen, welche sich gemäss unserer Ansicht aus dem Ereignissen der letzten Monate ergeben.

> USD 95 Mia.

Mit Hurrikan Harvey (August), Irma und Maria (September), zwei schweren Erdbeben in Mexiko (September) und den zusätzlichen verheerenden Waldbränden in Kalifornien im Oktober ist es zu einer regelrechten Serie von Naturereignissen auf den amerikanischen Kontinenten gekommen. Auch wenn keines dieser Ereignisse einen versicherten Schaden von mehr als USD 25 Mia. verursachen wird, werden sie in der Summe zu einer Belastung für den Rückversicherungsmarkt und somit auch für die ILS-Investoren. Swiss Re geht gesamthaft von Schäden von mehr als USD 95 Mia. aus.

Von +2% bis -58% YTD

Im Produkteuniversum haben wir als direkte Folge der Ereignisse eine sehr grosse Streuung der Anlageresultate der verschiedenen Fonds beobachtet. Während einige Anlageprodukte per Ende Oktober für das Jahr 2017 eine positive Rendite ausweisen, haben andere Produkte mehr als die Hälfte ihrer NAVs verloren. Auch innerhalb der risikogerechten Peergruppen, wo wir Produkte mit ähnlichem Risikobudgets vergleichen, rentiert das Top Quartil weit über dem Bottom Quartil. Im Fall unserer SIGLO Non Life Balanced ILS Peergroup liegt diese Spanne im doppelstelligen Prozentbereich. Wenn wir davon ausgehen, dass wir die Peergruppen nicht ganz zufällig zusammengestellt haben, wie lässt sich denn diese grosse Streuung erklären?

5 * 20 > 1 * 40

Die Verluste sind strategie-, trigger- und instrumentenspezifisch. Grundsätzlich gilt: je

mehr Verträge mit aggregierenden Triggern, desto höher die Verluste der Manager. Wir möchten dies an einem einfachen, illustrativen Beispiel darstellen:

- Manager A schreibt einen Kontrakt von USD 10.0 Mio. US All Natural Perils (ANP) mit Trigger USD 40 Mia. Industrie Loss per Occurence und kriegt dafür eine Prämie von 10% p.a. Wenn in den USA ein Event eintritt, welcher einen versicherten Schaden von mehr als USD 40.0 Mia. verursacht, verliert der Manager die ganze Deckung.
- Manager B schreibt ebenfalls einen USD 10.0 Mio. US ANP Vertrag, Trigger USD 60 Mia. Industrie Loss Aggregate und verdient damit ebenfalls eine Prämie von 10% p.a. D.h., dass wenn in den USA ein oder mehrere Events eintreffen, welcher in der Summe einen versicherten Schaden von mehr als USD 60.0 Mia. verursachen, verliert der Manager die ganze Deckung.

Auf den ersten Blick ist man versucht, für die gleiche Prämie den Vertrag mit dem höheren Attachment Punkt zu wählen. Also den Vertrag von Manager B. Der Unterschied zwischen den Verträgen liegt aber beim Zusatz „Occurence“ vs. „Aggregate“. Der zweite Vertrag zahlt nicht nur bei einem einzelnen Event mit einem Schaden von USD 60.0 Mia. aus, sondern auch wenn der gesamte Industrieschaden aggregiert grösser ist als USD 60.0 Mia. Während also der Manager A im Jahr 2017 schadensfrei bleibt

(kein einziger Event hat mehr Schaden als USD 40.0 Mia. verursacht), verliert der Manager B seine gesamte Einlage (Industrieschaden in den USA liegt über USD 60.0 Mia.).

Beide zustandsbedingten Wertschriften von Manager A und B haben in etwa den gleichen Expected Loss. Sie können also auch in der gleichen Peergroup eingeteilt werden. Obwohl der eine Vertrag mit einer Rendite von +10% abschliesst und der andere mit -100%. So ist es in einem Jahr mit vielen Frequenzschäden möglich, dass es trotz hoher Risikokongruenz innerhalb der Peergroup zu einer hohen Dispersion der Anlageresultate kommt.

QS - XL

Retrozessionen, also die Rückversicherung von Rückversicherungen, sind mehrheitlich aggregierende Strukturen. Das gilt sowohl für Quoten-Verträge (Quota Shares) als auch Excess of Loss-Strukturen. Retrozessionen können als gehebeltes Buch von direkten Rückversicherungen angesehen werden. Der Investor kann hier vom Rating der Rückversicherung profitieren und dadurch impliziten Leverage aufbauen, weil die Rückversicherung die Verträge nicht vollständig unterlegen muss. Es überrascht also nicht, dass in der Tendenz Manager mit einer höheren Retro-Allokation auch stärker unter den Verlusten im 2017 gelitten haben als andere. Dieser Effekt wurde vor allem durch den Sturm Maria noch verstärkt.

Δ (Hurrikan Maria)

Puerto Rico, das von Hurrikan Maria hart getroffen wurde, hat eine der höchsten Versicherungsdichten der Welt. Die lokalen Erstversicherungen strukturieren ihre Rückversicherung hauptsächlich über den globalen Rückversicherungsmarkt. ILS Manager, welche keine Retrozessionen zeichnen, waren somit auch nicht vom Wirbelsturm betroffen. Die gleiche Tendenz können wir auch für Waldbrände in Kalifornien feststellen. Manager, welche die globale Rückversicherungsindustrie abdecken, sind deshalb sowohl vom Sturm Maria als auch den Waldbränden betroffen, welche aggregierend zu den höheren Verlusten geführt haben.

90 Min. + 5

Erst wenn der Schiedsrichter abpfeift, ist das Spiel zu Ende. Diese Weisheit von Uwe Seeler gilt auch für den ILS-Markt. Insbesondere bei

aggregierenden Strukturen muss damit gerechnet werden, dass sich die Bewertung und finale Abrechnung auf Grund der Vielzahl und Komplexität der Verträge deutlich hinauszieht. Die Verträge gehen in die Verlängerung (Extension). Das gilt insbesondere für aggregierende Retrostrukturen, welche per Ende Jahr auslaufen. Die Rückversicherungen werden die Sicherheiten, welche dem Vertrag unterliegen, erst dann freigegeben, wenn sie sicher sind, dass die Verträge auch schadensfrei sind. Das führt für den Investor zwar nicht zu direkten Verlusten aber zu Opportunitätskosten. Sie können das Kapital per 1. Januar 2018 nicht reinvestieren und verpassen somit mit einem Teil des Kapitals das wichtige Renewal.

10 – 20% Prämienanstiege realistisch

Nach Irma hat es nicht lange gedauert, bis ILS Fondanbieter mit neu aufgelegten Produkten an Investoren herangetreten sind. Die These war, dass der Markt Back Up-Deckungen benötigt, um sich nach den Ereignissen noch vom Resten der US Windsaison und dem immer präsenten Erdbebenrisiko zu schützen (der Erdbebenschutz durch US ANP-Verträge wurde aufgebraucht).

Bei Backup-Prämien ist es üblich, dass nochmals eine volle Jahresprämie bezahlt wird. Unabhängig davon, wie lange die Periode bis zum nächsten Renewal dauert. Per Ende September bedeutet dies somit eine Verdreifachung der annualisierten Rendite. Backup-Deckungen per 1.10.2017 wären somit unbestritten sehr attraktiv gewesen. Diese Backup Deckungen werden aber nur dann breit und in grossen Volumen vom Markt nachgefragt, wenn es zu deutlich grösseren Verlusten in einem Umfeld kommt, wo der Markt nicht sehr gut kapitalisiert ist. Das war aber im Jahr 2017 definitiv nicht der Fall. Auch wenn einzelne Transaktionen zu deutlichen Prämienanstiegen geschrieben wurden, können wir ein um 40-60% höheres Prämienumfeld für den Gesamtmarkt, wie wir es in gewissen Verkaufsgesprächen vernommen haben, nicht beobachten. Dafür waren die Events auch in der Summe schlicht zu klein. Wir hören aber auch Stimmen, welche sagen, dass die Prämien nicht ansteigen werden. Auch für diese Aussage haben wir relativ wenig bis kein Verständnis. Wenn wir mit unseren Gegenparteien sprechen, kommen wir zum Schluss, dass der Gesamtmarkt per 1.1.2018 mit einem Prämienanstieg von 10 – 20% auf die Ereignisse

in 2017 reagieren wird. Die Streuung der Prämienanstiege ist von zwei Faktoren abhängig:

- **Instrument:** der Retro-Markt wird wie beschrieben am härtesten vom Markt getroffen. Marktteilnehmer gehen davon aus, dass vom Sub-Markt mit einer Grösse vor der Krise von USD 20 – 25 Mia. 50% verloren und weitere 25% blockiert sind. Rückversicherungen, welche vom Retro-Markt abhängig sind und die Deckungen für das neue Jahr brauchen, werden auf Grund der Verknappung gar nicht darum herum kommen, für die Erneuerung einen Aufpreis zu zahlen. Im London Llyods-Markt werden deshalb Preisaufschläge in der Höhe von 25 – 50% vermutet.
- **Region:** Programme, welche Verluste erlitten, weisen normalerweise höhere Prämienanstiege auf als verlustfreie Kontrakte. Da vor allem der US-Markt hart getroffen wurde, wird vor allem in den USA mit einem höheren Preisanstieg gerechnet als zum Beispiel für das japanische oder europäische Geschäft. Der Preis der Diversifikation im NatCat-Markt wird deshalb unverändert hoch bleiben.

Auf Grund der Eigenheiten des Versicherungsmarktes gibt es innerhalb der verschiedenen Märkte grosse Differenzen. Dies ist aus einer Angebots- und Nachfrageoptik auch nachvollziehbar. Die höchsten Preisanstiege werden im Konsens in US-lastigen, aggressiveren Retroprogrammen zu beobachten sein, welche kleinere Rück-

Versicherungen abdecken. Internationales Geschäft in Europa und Japan wird seine bescheidene Prämienhöhe hingegen nicht anpassen müssen.

Fazit

Obwohl alle in der gleichen Anlageklasse ILS investiert sind, könnten die subjektiven Schilderungen und Einschätzungen der Investoren nicht unterschiedlicher sein. Während die einen von einem Disaster sprechen, werden andere bis zum Jahresende sogar noch kleine Gewinne schreiben dürfen. Oder: Der eine schreit im Montagsmaler „Ente“, der andere „Kuh“. Nur lacht in unserem Fall niemand. Es erscheint uns zentral, aus dem Geschehenen zu lernen. Retroperspektiv ist es nun beispielsweise allen klar, dass es nicht reicht, nur den Expected Loss von Produkten zu vergleichen. Das hat das Jahr 2017 deutlich illustriert. Das Risikomanagement und die Performance-Analyse im komplexem Bereich ILS muss mehrdimensional sein, um allfällige Klumpenrisiken im Voraus zu identifizieren.

Die Krise hat auch ihr Gutes. Im Schnitt wird die erwartete Rendite, abgesichert in CHF, für ILS Anlagen um 100 – 150 Basispunkte auf CHF 2.5 – 3.0% ansteigen. Während viele liquide Kreditanlagen aus einer Margenbetrachtung aktuell unter Wasser sind, bietet das ILS-Segment neben kausaler Diversifikation eine attraktive Rendite. Die relative Attraktivität hat daher im Gesamtportfolio Kontext deutlich zugenommen. Wie die Ereignisse dieses Jahr veranschaulicht haben, ist in dem heterogenen Anlagesegment ILS aber die Umsetzung ein entscheidender Erfolgsfaktor.

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 / contact@siglo.ch

