

SIGLO Timeout Nr. 91 „Ring of Fire“ – ILS revisited

Abstract

Das Stück war Johnny Cashes grösster Erfolg in den Country-Charts und wurde zu einem der populärsten Titel des Genres. Der Songtitel der US Musiklegende passt auch sehr gut zur aktuellen Lage im Anlagesegment ILS. Die Waldbrände in Kalifornien setzen die Anlagerendite nach der schwierigen Windsaison in Japan und den USA im Jahr 2018 weiter unter Druck und sorgen bei vielen ILS-Investoren nach dem schwierigen Jahr 2017 für erhitzte Gemüter. Im neuen Timeout laden wir unsere Leser deshalb dazu ein, die aktuelle Faktenlage emotionslos zu analysieren.

Geprüft

„ILS ist ein psychologisch anspruchsvolles Anlagesegment“. Diese implizite Warnung ist fester Bestandteil jeder unserer Schulungsveranstaltungen zum Thema Versicherungsrisiken. Den regelmässigen, kleinen Erträgen stehen seltene, dafür teilweise um so grössere Verluste auf Grund von Ereignissen gegenüber. Dies widerspiegelt sich auch in der Schiefe der Renditeverteilung. Die Gefahr von stetigen Renditen liegt darin, dass die inhärenten Risiken des Segmentes mit jedem weiteren positiven Monat in Vergessenheit geraten.

Die Risikoprämie in ILS erklärt sich dadurch, dass die Einnahmen in der Summe langfristig höher sein müssen als die zu bezahlenden Verluste.

In den guten ILS Jahren 2012 – 2016 wurden solide absolute Renditen erzielt, welche im Umfeld des Ertragsdrucks im nie aufhören wollenden Tiefzinsumfeld viele neue Investoren angezogen haben. Die Sturmserie HIM und die Waldbrände in Kalifornien im Jahr 2017, sowie Taifun „Jebi“ und „Trami“ in Japan, Hurrikan „Florence“ und Hurrikan „Michael“ und aktuell die erneuten Waldbrände in den USA haben die Investorengemeinde aus ihrer finanz-ökonomischen „Wohlfühlphase“ gerissen. Seit Sommer 2017 ist die ILS-Anlegerpsychologie unter Dauerstress.

Bleed out vs. Blow up

Was die letzten 18 Monate so anspruchsvoll machte, ist der konstante, nicht abreissende Strom von negativen Nachrichten. Der ganz grosse Verlustfall blieb zwar glücklicherweise aus. Das anhaltende Buchen von Reserven und Verlusten liess jedoch die erhofften positiven Erträge auf dem Portfolio erodieren. Dieses „Bleed out“ ist eine Geduldprobe, welche in

der Verhaltensforschung wohl bekannt ist. Wie wissenschaftliche Experimente zeigen, bevorzugen die meisten Menschen schnelle, einmalige Verluste gegenüber andauernden Verlusten in kleinen Portionen. Wir können diese akademischen Ergebnisse am laufenden Selbstversuch bestätigen. Besonders ärgerlich sind in diesem Zusammenhang die im Timeout Nr. 88 erklärten „Loss Creeps“ resp. das Nachbuchen von Reserven aus dem Jahr 2017, welche vor allem die erste Jahreshälfte 2018 dominiert haben.

Ermüdungsbrüche

Ermüdungsbrüche, welche in der Fachmedizin auch Stressfrakturen genannt werden, kommen von der ständigen Belastung eines Knochens. Wenn wir uns in der Investoren- und Beraterlandschaft umhören, sehen wir gewisse Parallelen. Das Vertrauen in das Segment ILS ist teilweise angeknackst und in einigen Fällen gebrochen. Einige Investoren haben sich angesichts der erneuten Verluste bereits aus dem ILS-Segment verabschiedet. Gegner von alternativen Anlagen fühlen den Aufwind unter ihren Flügeln und sehen sich in ihrer Pauschal-kritik bestärkt, dass das ILS-Segment – wie alle anderen teuren Produkte des alternativen Spektrums auch – nichts taugt.

„If you can't stand the heat, then get off my street“

Die von Madonna gesungene Strophe im Song „I Love New York“ soll hier nicht als trotzig Antwort an die „Zweifler“ verstanden werden. Was aber einige Anleger im Angesicht der Verluste ausblenden, ist, dass es sich bei der Anlageklasse ILS um eine Risikoprämie handelt. Diese beruht darauf, dass Prämieinnahmen der Portfolios langfristig nach Kosten höher sind als die kumulierten Verluste durch Ereignisse. Die Verluste sind in die Erwartungshaltung an die Anlageklasse einzubinden. Mit schlechteren Phasen wie jetzt ist per Definition immer zu

rechnen. Wer Verluste nicht akzeptieren kann, hätte nie investieren dürfen.

Implementierung ≠ Strategie

Eine von uns häufig gemachte Beobachtung unterstreicht die Tendenz vieler Anleger, aus der eigenen individuellen Rendite Rückschlüsse auf den Gesamtmarkt zu ziehen. Bei einem Anlageproduktuniversum, dessen Dispersion erzielter Renditen für das bisherige Jahr 2018 bis Ende Oktober über 20% beträgt (von +6% bis -17%), können die unterschiedlichsten Stimmungsbilder entstehen (siehe Timeout Nr. 88). Auch wenn wir die Position des „Warners“ in der Finanzökonomie als wenig zweckmässig erachten, möchten wir sie hier trotzdem bemühen: ein Investor tut gut daran, bei der Einschätzung der Anlageklasse die praktische Umsetzung von der strategischen Frage zu trennen. Oder wenn wir das Kind direkt beim Namen nennen: Man sollte die möglicherweise unglückliche, eigene Selektion nicht mit dem Zustand des Marktes als Ganzes verwechseln.

Der Blick aufs Wesentliche

Die vorangegangene sanfte „Chropfleerete“ kann sicherlich als Indiz gewertet werden, dass die Geschehnisse der letzten Monate auch an uns nicht ganz spurlos vorbei gegangen sind. Emotionen sind beim Investieren aber immer ein schlechter Ratgeber. Wir laden unsere Leser deshalb dazu ein, sich mit uns (virtuell) auf den Tisch zu stellen und das Wirrwarr mit etwas Distanz aus der Vogelperspektive zu betrachten.

1. Markttrendite

Nach dem negativen Jahr 2017 (USD -5.60%) müssen wir wohl auch im Jahr 2018 von einer negativen Rendite des Eureka Hedge ILS Advisers Index, welcher sich aus dem Durchschnitt von über 30 Produkten berechnet, ausgehen. Die YTD Rendite der Benchmark liegt per Ende Oktober zwar noch bei +0.72%, im November 2018 werden die Waldbrände in Kalifornien aber zu Verlusten von rund -1.5% bis -2.5% führen. Es schmerzen aber nicht nur Kapitalverluste, sondern auch entgangene positive Erträge. Das aktuelle Jahr ist nach 2017 folglich eine weitere Enttäuschung.

2. Diversifikationseigenschaften

Das ILS Segment bleibt trotz gleichzeitiger Verluste mit den Aktienmärkten im Oktober - zumindest einseitig - eine kausal unabhängige Risikoprämie. Die kausale Unabhängigkeit äussert sich langfristig in einer Korrelation von 0. Das schliesst aber nicht aus, dass ein

Handelskrieg von Präsident Trump und Hurrikan „Michael“ gleichzeitig passieren können. So wie eine Schwalbe noch keinen Frühling macht, stellt auch ein „Ausreisser“ die kausale Unabhängigkeit noch nicht in Frage.

Kausale Unabhängigkeit bedeutet nicht, dass die Korrelation von Anlagerenditen in jeder Periode bei null liegen muss.

3. Investorenreaktion

Die zwei schlechten Jahre haben und werden Spuren hinterlassen. Nachdem im Jahr 2017 die Kapitalverluste durch Mittelzuflüsse überkompensiert wurden, erscheint das Interesse heute deutlich abgeflaut. Einige von uns befragte ILS-Manager melden gar, dass sie eher von (teilweise signifikanten) Mittelabflüssen ausgehen. Bei anderen Häusern können wir uns nicht vorstellen, dass die erzielten Resultate keine Konsequenzen nach sich ziehen werden. Nach dem Wachstum der letzten Jahre halten wir es deshalb für realistisch, dass der ILS Markt insgesamt sogar leicht schrumpft.

4. Verfassung der Rückversicherungsindustrie

Trotz versicherten Verlusten von über USD 150 Mia. hat die Rückversicherungsindustrie als Ganzes im Jahr 2017 ordentlich abgeschlossen. Die Swiss Re erzielte einen Gewinn von CHF 335 Mio., die Munich Re von EUR 388 Mio. und die Hannover Re von EUR 958 Mio. Nicht nur wir haben uns die Frage gestellt, wer die USD 150 Mia. Rechnung aus dem Jahr 2017 beglichen hat. Trading Risk, eine Fachzeitschrift für ILS- Investoren, geht davon aus, dass die ILS- Industrie in etwa 15% der Verluste bezahlt hat. Die anderen 50% der Verluste sind bei den Erstversicherungen gedeckt worden und die restlichen 35% durch die Rückversicherungen. Wir wagen deswegen die Hypothese, dass die Gewinnergebnisse der Rückversicherer neben dem guten Anlagejahr zumindest teilweise einen buchhalterischen Ursprung haben. Sprich es wurden Reserven aufgelöst. Mit der Eventserie im Jahr 2018 wird die Bilanzstärke der Versicherungsindustrie nun aber geschwächt.

Die Rückversicherungsindustrie wird für das Jahr 2019 aus zwei Gründen auf höhere Prämien bei ihren Kunden pochen. Einerseits kann erwartet werden, dass das Angebot für Retrozessionen (Rückversicherung für Rückversicherungen) sinkt und somit teurer wird. Andererseits braucht die Industrie im

Property & Casualty Business eine Stärkung der Reserven. Dies kann nur durch höhere Prämien erreicht werden.

5. Angebot und Nachfrage

Die Preisfindung ergibt sich bei Versicherungsprämien aus dem Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage. Aktuell beobachten wir zwei sich verstärkende Bewegungen. Angebotsseitig wird die Nachfrage nach Risikoübernahme im ILS-Bereich in der Tendenz sinken. Auf der anderen Seite hat die Versicherungsindustrie nach 2017 und 2018 nicht mehr im gleichen Masse die Möglichkeit, die Risiken auf den Büchern zu belassen. Ceteris paribus dürfen wir in dieser Konstellation davon ausgehen, dass die Prämien ansteigen werden.

6. Prämienentwicklung

Wir haben im Laufe der ersten Dezemberwoche fünf ILS-Manager befragt, wie sie das Prämienumfeld per 1. Januar 2019 einschätzen. Nach den teilweise falschen Prognosen aus dem Jahr 2018 hat man sich generell vorsichtig geäussert. Jeder der befragten Manager geht für das Jahr 2019 aber von höheren Prämien aus. Im Schnitt darf mit einem Anstieg von 5% bis 15% gerechnet werden, je nach Peril. Die Gefahr des günstigen „Marginal Buyers“ sehen wir für das 1/1 Renewal wirklich nicht.

Zusammenfassend müssen wir nach dem schwierigen 2017 auch im Jahr 2018 mit dem Verlust der geplanten Jahresrendite rechnen. In USD halten wir eine Jahresrendite von +0% bis +2% nach wie vor im Rahmen des Möglichen. Wir sehen aber Indizien, dass es im Jahr 2019 zu den Prämien erhöhungen kommt, auf welche wir im Jahr 2018 vergeblich gewartet haben.

Taktische Opportunität

Der Cat Bond-Markt befindet sich bereits seit einigen Wochen unter Druck. Gemäss Marktteilnehmern versuchen einige Manager, Liquidität zu schaffen und entsprechend Cat Bonds zu verkaufen. Es fehlt aber schlicht und einfach an Käufern. Die Verwerfungen haben sich durch die Ereignisse in den USA (Waldbrände, Hurrikan „Michael“) noch verstärkt. Per Ende November handelt der Cat Bond-Markt mit einem Risikoaufschlag von +6.45%. Bei einer Geldmarktbasis von +2.5% entspricht dies aktuell einer No Loss-Rendite in USD von fast 9% vor Kosten. Mit drohenden Rücknahmen zum Jahresende bei gleichzeitig voller Pipeline am Primärmarkt für Cat Bonds im Jahr 2019 besteht per Ende Januar resp. Ende Februar 2019 ein gutes Einstiegsfenster für eine liquide ILS-Anlage. Dies ist keine risikolose Kaufempfehlung, sondern ein Hinweis auf eine spannende, antizyklische Anlageidee, welche wir mit einem Teil unserer Kunden prüfen.

Abschliessende Gedanken

Nach den guten Jahren 2012 – 2016 sind die letzten 24 Monate am ILS-Markt zweifellos eine Belastungsprobe. Mehrere aufeinander folgende negative Jahresrenditen sind aber auch bei traditionellen Anlagen keine Seltenheit! Den Mehrwert des ILS-Segmentes nach 2017 und 2018 generell in Frage zu stellen, halten wir deshalb für verfehlt. Im Gesamtportfoliokontext hat sich der Grenznutzen der Anlageklasse auf Grund der schlechten letzten zwei Jahre nicht verändert. An unserer im Timeout Nr. 88 formulierten Renditeerwartung halten wir unverändert fest. Für das Jahr 2019 erhalten wir aktuell sogar klare Signale für Prämienanstiege. Bei Fragen zur Umsetzung helfen wir gerne.

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

