

SIGLO Timeout Nr. 44

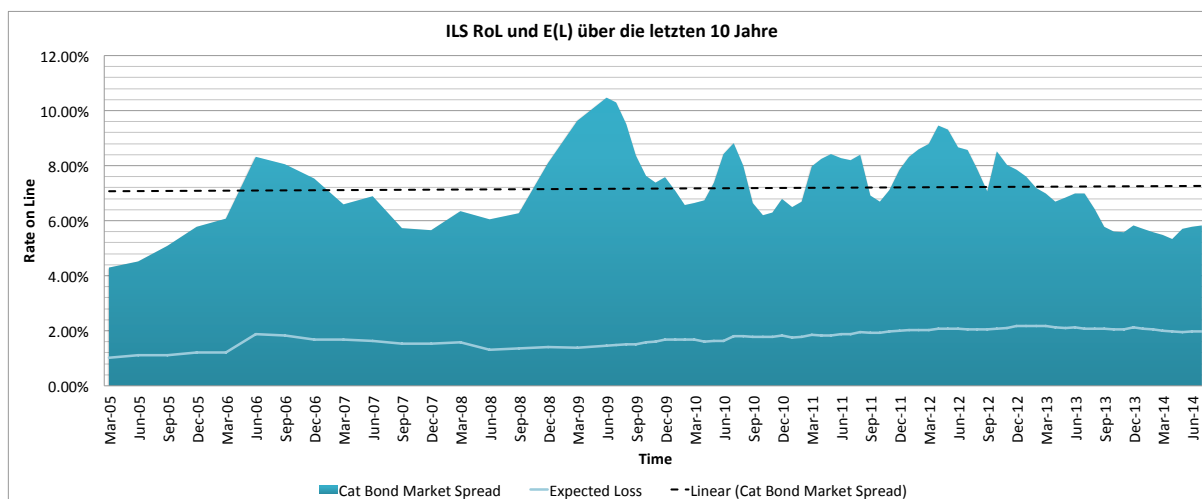
Insurance Linked Strategies - Revisted: Petri Heil? Petri Dank!

Die internationale Anlegergemeinschaft befindet sich nach der von den Nationalbanken verordneten finanztechnischen Tiefzins-Diät unverändert auf einer Mission: man fischt nach Renditen! Im November 2011 haben wir in unserem Timeout „Wer hat Angst vor dem schwarzen Schwan?“ eine Karte zu einem Weiher mit hohem Fischbestand und guten Fangchancen gezeichnet: ILS als Anlageklasse. Nicht wenige haben sich seither mit Booten und Angeln auf den Weg gemacht und über die vergangenen drei Jahre solide Erträge erwirtschaftet. In der letzten Zeit kommen aber vermehrt kritische Stimmen auf, wonach dem Weiher die Überfischung droht und sich die Reise nicht mehr auszahlt. Ist die traditionelle Grussformel der Fischer für ILS nicht mehr zeitgemäss? Im aktuellen Timeout nehmen wir uns kritisch dieser Frage an, vergleichen Fangchancen in unterschiedlichen Gewässern und schliessen mit einem Ausblick für das Jahr 2015.

Aktuelle Bestandesaufnahme im ILS-Markt

Wenn heute über das Thema ILS diskutiert wird, bedient man sich eigentlich hauptsächlich einer Masseinheit, welche ansonsten, historisch zumindest, einen schlechten Beigeschmack hat: Absolute Return. Wir hören viele Stimmen im Markt, die sagen, dass die Prämien für die Übernahme von Versicherungsrisiken gesunken sind und sich die erzielbare absolute Rendite nicht mehr lohnt. Folgende Abbildung erlaubt uns, dieser eindimensionalen Meinung mit harten Fakten auf den Grund zu gehen.

Abbildung 1: Preisstellung im ILS-Markt



Die Durchschnittsprämie aller ausstehender Cat Bonds per 30. Juli 2014 beträgt 5.97%. Dies liegt unter dem langfristigen Durchschnitt von 7.19%, ist aber historisch kein ungewöhnlicher Wert. In den vergangenen Jahren konnten immer wieder Perioden beobachtet werden, wo die Risikoaufschläge unter 6%, ja sogar unter 5% lagen. Interessant dabei ist die Feststellung, dass dies in einer Zeitperiode beobachtet werden konnte, wo vielen Anlegern der Begriff „ILS“ höchstens fragende Blicke entlockte, respektive das Segment deutlich weniger Popularität aufwies. Überkauft? Teuer? Basierend auf Abbildung

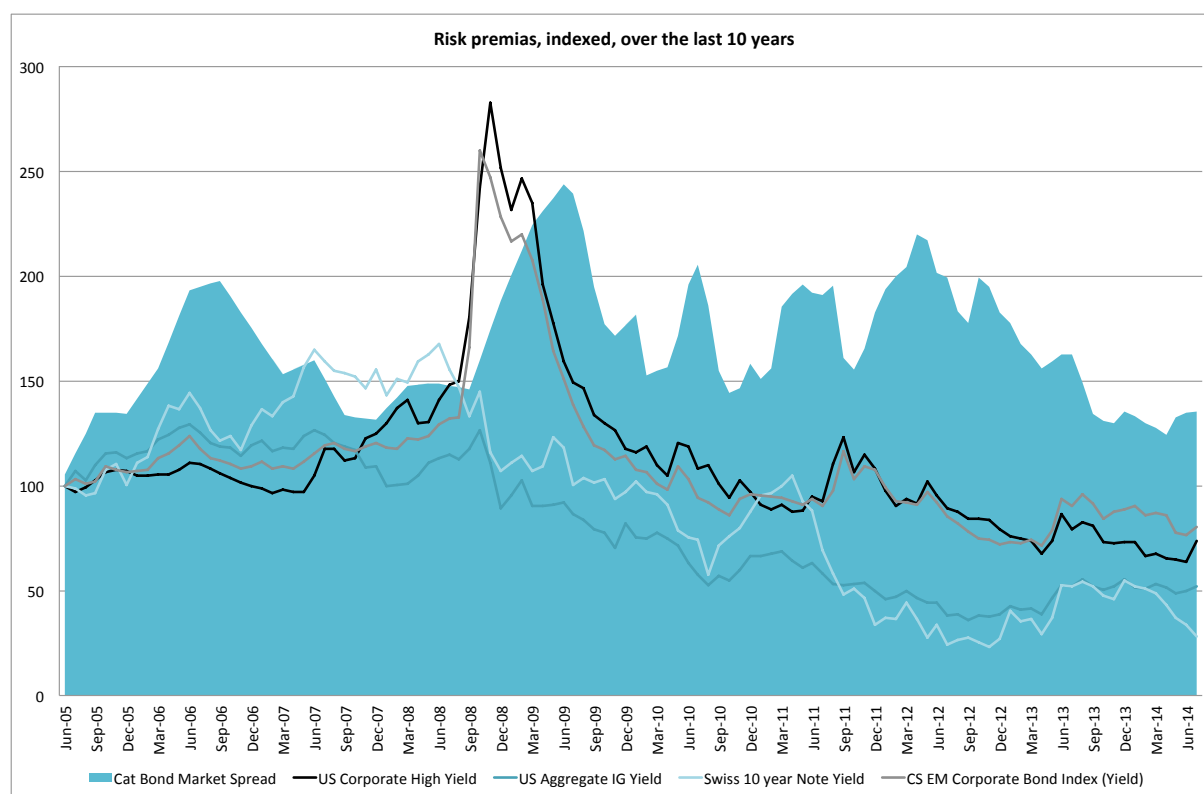
1 stellt die aktuelle Marktsituation nichts Aussergewöhnliches dar. Der ILS Weiher wirkt nach wie vor befischbar. Doch wie hält er sich im Vergleich zu anderen Fischgründen?

Das Gras beim Nachbar ist immer grüner. Immer?

Vergleichen ist populär. Wer erwischt sich nicht dabei, wie er sein Eigenes mit dem des anderen vergleicht. Im gesunden Masse ist es das Natürlichste der Welt. In der Finanzindustrie haben wir dazu eine Unmenge von Benchmarks kreiert, womit wir unsere Rendite relativ zu einem Index beurteilen.

In der Folge möchten wir uns anschauen, wie sich die Renditen von anderen Anlagen im Vergleich zu ILS über den gleichen Zeitraum hinweg entwickelt haben. Zu diesem Zweck haben wir die Renditen von US High Yield, Investment Grade Credit, Emerging Market Debt und dem 10-jährigen Eidgenossen auf 100 indexiert und deren Entwicklung gegen die Entwicklung am ILS Markt verglichen. Das Resultat ist vor dem Hintergrund der angeblich drohenden Überfischung des ILS Weihers überraschend.

Abbildung 2: Risikoaufschläge seit Juni 2005



Quelle: eigene Abbildung, Daten Elementum, Bloomberg

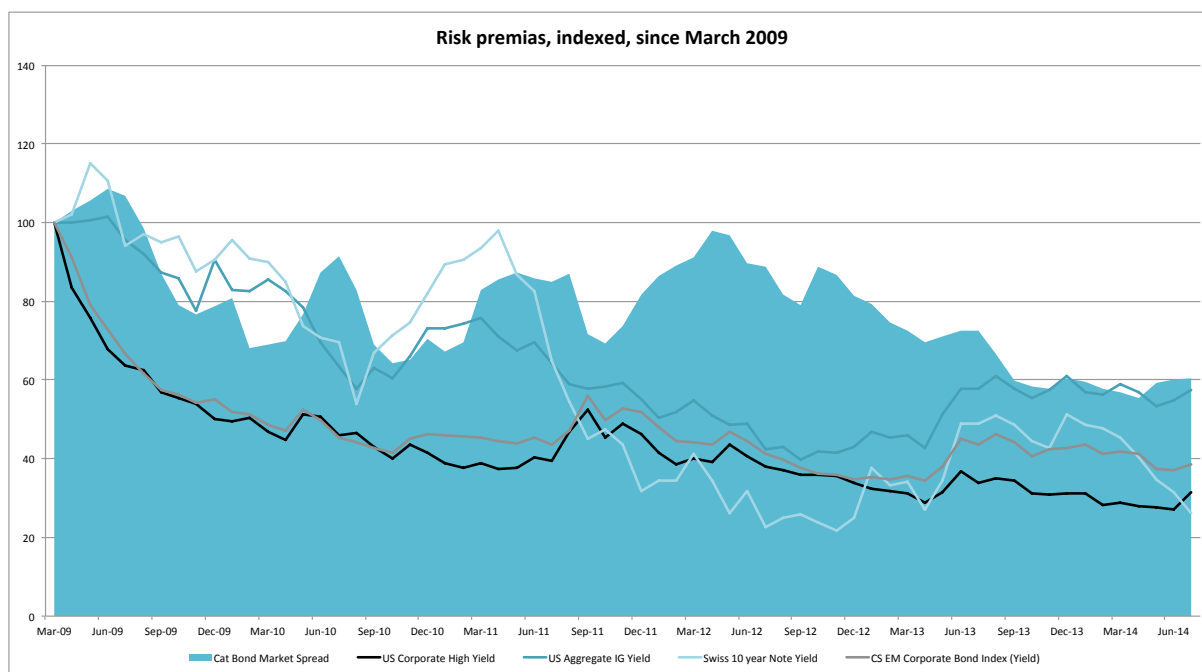
Wie aus obiger Abbildung ersichtlich ist, sind die Prämien von ILS einem anderen Pfad gefolgt als diejenigen der anderen Anlagen. Dies ist ein klares Indiz für das Diversifikationspotential des Segmentes. Aus der Sicht unseres heutigen Themas lassen sich aber folgende weit interessantere Beobachtungen machen:

- Über den Beobachtungszeitraum haben sich Renditen für Unternehmensanleihen mit einem Rating von besser als BB halbiert.

- Die Risikoprämien von Anleihen für Schwellenländer und High Yield weisen ebenfalls deutlich tiefere Prämien aus als zu Beginn der Beobachtungsperiode.
- Das Zinsänderungsrisiko für den 10-jährigen Eidgenossen wird mit weniger als einem Drittel der Prämie zu Beginn der Beobachtungsperiode entschädigt.
- Im Vergleich zu den anderen, oben beschriebenen Anlagen haben sich ILS Risikoprämien aber über den vollen Zyklus der letzten 10 Jahre auf einem stabilen Niveau gehalten.

Aus einer relativen Betrachtung erscheint uns die Attraktivität der ILS Anlagen im Vergleich zu anderen Anlagemöglichkeiten als ungebrochen hoch. Natürlich kann argumentiert werden, dass das Resultat der obigen Darstellung stark durch den Anfangszeitpunkt der Analyse geprägt ist. Wir haben deshalb in einem zweiten Schritt untersucht, wie sich die Risikoprämien seit dem März 2009 und der damaligen Stabilisierung der Finanzmärkte durch die Nationalbanken verhalten haben. Wenn wir ILS als riskante Anlage kategorisieren und den März 2009 als Start Punkt des aktuellen „Bullen“-Marktes identifizieren, erscheint uns dieser Vergleich aus dem Blickwinkel eines rationalen Investors nicht als unfair.

Abbildung 3: Risikoaufschläge seit März 2009



Quelle: eigene Abbildung, Daten Elementum, Bloomberg

Wie aus obiger Abbildung klar ersichtlich ist, haben alle beobachteten Anlagesegmente seit dem März 2009 an Attraktivität verloren. Die Renditen von High Yield und Emerging Market Debt haben sich seit dem März 2009 mehr als halbiert, die Prämie für 10-jährige CHF Zinsrisiken hat sich gedrittelt. In einem Umfeld, wo die Geldschwemme der Nationalbanken die internationalen Anleger in risikobehaftete Anlagen getrieben hat, kommen wir erneut zum Schluss, dass sich die relative Attraktivität von ILS nicht überproportional verschlechtert hat.

Spieglein Spieglein an der Wand, wer hat die schönste Rendite im ganzen Land?

Bei uns gilt das Motto, dass sich über Geschmack nicht streiten lässt. Dies gilt auch für physikalische Gesetze oder andere hergeleiteten Wahrheiten. Finance ist nun aber weder eine exakte Wissenschaft, respektive hat wenig mit Wahrheitsfindung zu tun, noch ist sie „reine Geschmackssache“. Die Realität ist vielmehr, dass wir anhand von Modellen versuchen, die Attraktivität von Anlagen unter bestimmten Annahmen zu vergleichen beziehungsweise die Wahrscheinlichkeit von unterschiedlichen Payoffs gegeneinander abzuschätzen. Eine Möglichkeit, die Attraktivität von ILS Anlagen mit anderen Anlagen zu vergleichen, ist die Anwendung des Prinzips von Loss Rates und Sicherheitsmargen, welche wir im Timeout Nr. 41 vorgestellt haben. Das folgende Beispiel basiert auf einer analogen Logik und kommt zu einem ähnlichen Schluss: ILS ist bei weitem nicht der hässlichste Karpfen im Tümpel.

- Der Swiss Re Cat Bond Index rentiert im aktuellen Umfeld mit einer Prämie von circa 5.9%. Mit dieser Prämie wird das Risiko entschädigt, dass mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit mit folgenden Verlusten gerechnet werden muss.

Tabelle 1: Loss Scenarios Swiss Re Cat Bond Index

Confidence interval:	Frequenz	Var:	CVar:
90.0%	alle 10 Jahre	0%	-10%
95.0%	alle 20 Jahre	-6%	-17%
97.5%	alle 40 Jahre	-15%	-24%
99.0%	alle 100 Jahre	-25%	-32%
99.5%	alle 200 Jahre	-29%	-37%
99.6%	alle 250 Jahre	-32%	-38%

Quelle: Secquaero

- Wie können wir nun die Attraktivität der obigen Renditeverteilung beispielsweise mit derjenigen des CHF 10 – jährigen Eidgenossen vergleichen? Wenn wir die Konvexität der Zinssensitivität mal grosszügig ignorieren, können wir obige Verlustszenarien anhand der Daumenregel „Duration * Zinsänderung = Änderung Preis“ nachbilden:

Tabelle 2: Zinsänderungen für obige Verlustszenarien

Bond Price Change	Change in Bond Yield needed	Probability?
-6%	- 60 BPS	?
-15%	-150 BPS	?
-25%	-250 BPS	?
-29%	-290 BPS	?
-32%	-320 BPS	?

Quelle: eigene Tabelle

- Was uns jetzt natürlich fehlt, ist die Wahrscheinlichkeit, obige Zinsänderungen effektiv zu beobachten¹. Für unseren folgenden Gedanken sind diese nicht unbedingt notwendig. Wenn wir bei einem aktuellen Rendite auf Verfall von 0.5% p.a. auf dem 10-jährigen Eidgenossen von der Annahme ausgehen, dass die Zinsen nicht unter 0% fallen und somit weitere Kapitalgewinne beschränkt sind, lässt sich aus obigen beiden Tabellen folgende Aussage ableiten:

¹ Der theoretisch richtige Weg, eine faire Markteinschätzung obiger Wahrscheinlichkeiten zu erhalten, wäre die Analyse von Swaptions. Aus Swaptions lassen sich die Wahrscheinlichkeiten, welche der Markt für bestimmte Szenarien impliziert, herausrechnen.

„Ein Investor, welcher einen 10-jährigen Eidgenossen der Anlage in den Swiss Re Cat Bond Index unter obigen Annahme vorzieht, geht davon aus, dass sprunghafte Zinsanstiege von 60 oder sogar 250 Basispunkten innerhalb eines Jahres deutlich unwahrscheinlicher sind als Wahrscheinlichkeiten von 5% (alle 20 Jahre) beziehungsweise 1% (alle 100 Jahre). Sonst würde er im Vergleich zum Swiss Re Cat Bond Index nicht eine um mehr als 10 mal kleinere Risikoprämie akzeptieren.“

Wenn wir unsere positive Position bezüglich ILS kritisch hinterfragen, kommen wir zum Schluss, dass wir bei Weitem nicht mehr alleine am Weiher stehen. Wir sind aber mit unserem erwarteten Fangerfolg nach wie vor zufrieden. Um unser einleitendes Bild der Fischerei weiterzuverwenden, könnte man sogar soweit gehen, dass gewisse alternative Gewässer im Vergleich zum ILS Markt nicht nur überfischt sondern sogar eher auf dem Trockenen liegen. Fangverbotszonen bieten sich aus der obigen Betrachtung eher bei Investment Grade-Krediten und Staatsanleihen an.

ILS V.2015 – Quo vadis?

Verschiedene Kräfte beeinflussen die Preisstellung am ILS Markt. Im Fokus steht dabei die Angebots- und Nachfragedynamik von Kapital einerseits und benötigter Versicherungsdeckung andererseits. Mit der Zunahme des Alternative Risk Transfers (ART) und dem vermehrten Zufluss von Kapital bei einer gleichzeitig starren Nachfragedynamik haben die Prämien wie beobachtet nachgegeben. Wie ist die aktuelle attraktive Situation vorausblickend einzuschätzen?

Wenn die aktuelle US Windsaison nach dem Hurrikan Kathrina zum neunten Mal in Folge ohne Grossereignis verstreichen sollte, argumentieren viele, dass die Preise für die Versicherungsdeckung erneut deutlich nachgeben werden. Wir haben uns intensiv mit dieser Thematik auseinandergesetzt und möchten folgende Gedanken teilen:

- **Der Gleichgewichtspreis von ILS im globalen Finanzmarkt kann noch tiefer liegen,** Wenn wir den Wert von ILS im Gesamtportfoliokontext (echte, kausale Diversifikation) beurteilen, kann man sich fragen, ob die historischen Prämien für die eingegangenen Risiken nicht schlicht und einfach zu hoch waren. Die durch den ART ausgelöste Konvergenzbewegung zwischen Versicherungs- und Finanzmarkt wird langfristig unweigerlich zu einer Neubewertung der Prämien führen. ILS Manager teilen deshalb die Meinung, dass der langfristige Gleichgewichtspreis tiefer liegen kann als das aktuelle beobachtete Preisniveau.
- **.... die Preisuntergrenze ist aber durch die Kapitalkosten der Versicherungsindustrie begrenzt:** Die Befürchtung, dass das Preisniveau für Versicherungen für die Saison 2015 ins Bodenlose fallen könnte, ist für uns sehr unwahrscheinlich. Die Preisuntergrenze wird nach wie vor durch das System selbst respektive die Produktionskosten der (Rück-)versicherungen gesetzt. Dies ist durch die Partizipation respektive den Selbstbehalt der Versicherungsindustrie gewährleistet. Somit ist die Zerteilung und Umteilung von Risiken durch den ART nicht losgelöst vom System.

Abschliessend stellt sich für den interessierten oder investierten Investor die Frage, ob und wie er sich im aktuellen Umfeld am ILS Markt platzieren soll. Für 2015 haben wir SIGLO intern folgende Aktionspunkte identifiziert:

- **Wahl der Instrumente - Näher zum Risiko:** eine Funktion der Versicherungsindustrie ist die Risikointermediation. Bei der Zerteilung und Umverteilung von Risiken fallen mehrere Schichten von Kosten an, welche nicht zu vernachlässigen sind (Broker, Diversifikationsgewinn, operationelle Kosten) . Umso näher wir an die ursprüngliche Versicherungspolice des Endkonsumenten rücken, desto höher der Anteil der ursprünglichen Prämie.
- **Peril – Wahl bei Naturkatastrophen:** In einem Soft Market-Zyklus zahlt es sich aus, dass Portfolio auf die Peak-Risiken (US Wind, US Erdbeben, EU Wind, JAP Erdbeben) zu konzentrieren. Die Diversifikation kann dann regional, zeitlich (second event, third event) oder mit dem Trigger Level innerhalb der Peak Risiken erreicht werden.
- **Kapitaleffizienz bei der Implementierung:** Wir sind laufend bemüht, die Kosten der Vermögensverwaltung im Rahmen der Kapitaleffizienz zu optimieren. Dabei versuchen wir, nicht nur auf die Kosten zu drücken, sondern durch innovative Lösungen Win-Win- Situationen mit beiden, unseren Kunden sowie den Managern, zu implementieren. Dabei ist es uns geglückt, Kosten auf einzelnen Portfolios durch Pooling und andere Massnahmen um bis zu 50 Basispunkte zu senken.
- **Leben:** Wir beschäftigen uns seit 18 Monaten intensiv mit dem Thema ART – Life. Die Opportunitäten, welche durch die demographischen (Überalterung) und politischen (Obama Care) Entwicklungen entstehen, erachten wir aktuell als attraktiv. Besonders interessant ist für uns der Aspekt, dass wir mit tiefer kausaler Korrelation zu den Anlagen sowie auch zu den Verbindlichkeiten unserer Kunden ein Anlagesegment identifiziert haben, welches noch mit Libor 6 – 7% p.a. rentiert.

Unter Anbetracht der Kündigungsfristen von ILS-Anlagen empfehlen wir dem Investor jetzt, seinen Manager-Mix kritisch zu hinterfragen, im Bedarfsfall entsprechend zu reagieren und sich für das kommende Jahr neu zu positionieren. Wir packen auf jeden Fall mal die Koffer mit Angel und Haken, um uns auf unserem Research-Trip im Oktober nach Bermuda und London, den grossen Versicherungszentren, vor Ort ein Bild zu machen. Petri Heil? Petri Dank.

SIGLO Capital Advisors AG

*ist eine Anlageberatungsfirma in Zürich,
berät Sie bei der Umsetzung Ihrer Anlagen,
unterstützt Sie bei der Selektion von Anlage-
produkten 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

