

ILS im 2024: «Zurück in die Zukunft II»

Der Ende der 80er Jahre erschienene Film «Zurück in die Zukunft II» erzählt die Geschichte von Marty McFly und «Doc» Brown, die per Zeitreise in die Zukunft gelangen (damals ins Jahr 2015). Einige legendäre Alltagszenen in der filmisch vorgestellten Zukunft waren damals für das Publikum noch absolut unvorstellbar. In unserem Timeout sprechen wir nicht nur über Realität gewordene filmische Zukunftsvisionen, sondern erläutern auch, was sich am ILS-Markt im Vergleich zu den Erwartungen von Ende 2022 heute schon verwirklicht hat. Zudem wagen wir uns selbst an eine Prognose à la «Zurück in die Zukunft» und schliessen basierend auf der aktuellen Situation auf die mögliche Marktentwicklung für die nächsten 6-18 Monate. Schliesslich stellen wir drei ILS-Anlageportfolios vor, die unterschiedliche Ziele verfolgen und verschiedene Anlegertypen ansprechen, aber alle die attraktive Ausgangslage ausnutzen.

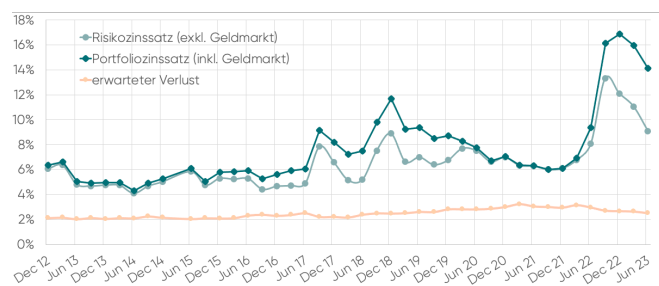
Rückblick auf den Rückversicherungsmarkt

Die ILS-Ausgangslage vor einem Jahr war offensichtlich: Die Inflation hatte in den USA voll zugeschlagen. Versicherungsfirmer benötigten inflationsbedingt für das Jahr 2023 deutlich mehr Risikokapital als zuvor. Hurrikan «Ian» (Sept 2022) mit seinem geschätzten Marktschaden von ca. USD 50 Mrd. erhöhte den Bedarf nach Risikokapital um weitere 10-15%. Gleichzeitig nahm der Risikoappetit bei traditionellen Rückversicherern signifikant ab. Die unzulänglichen Underwriting-Resultate der vergangenen Jahre hatten die Kapitalpuffer der Rückversicherungsindustrie erheblich aufgebraucht. Die volatile Finanzmarktlage, getrieben durch die zu Recht erwarteten und auch effektiv eingetretenen Zinsanstiege, mahnten zusätzlich zur Vorsicht. Das alles führte zu einer Kapitalknappheit im globalen Rückversicherungsmarkt, die sich per Ende Jahr 2022 in einem «Re-Pricing» über alle Geschäfts-Sparten und -Segmente hinweg manifestierte. Diese heftige Wende lässt sich auch am ILS-Markt über die vergangenen 12-18 Monate gut verfolgen.

Der Blick auf den Cat Bond-Markt

Ab 2022 bis Anfang 2023 fand bei Cat Bonds eine markante Prämiensteigerung statt. Die daraus resultierenden Renditeerwartungen führten zu einem starken Marktwachstum. Als Folge der Neugeldzuflüsse manifestierten sich in der ersten Jahreshälfte 2023 spürbare Wertanstiege in Form von «mark-to-market» Gewinnen. Andererseits haben sich erwartungsgemäss die Risikoaufläge wieder reduziert, wie Abbildung 1 veranschaulicht und Tabelle 1 darlegen.

Abbildung 1: Risikoauflage und modellierter erwarteter Verlust am Cat Bond-Markt (Dezember 2012 bis Juni 2023)



Quelle: SIGLO Capital Advisors; Datenquellen: PartnerRe Views (‘The Drivers of Catastrophe Bond Pricing’) bis Ende 2014, ILS Manager-Daten ab 2015.

Tabelle 1: Kennzahlen des Cat Bond-Marktes (in USD)

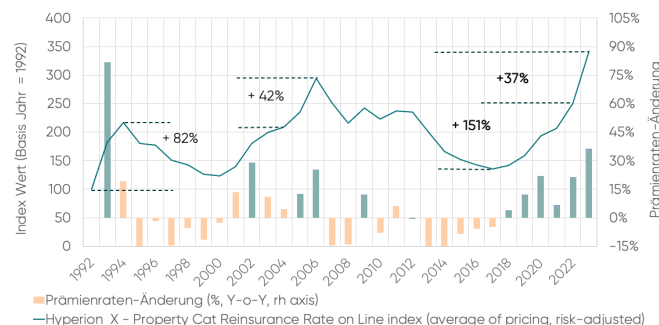
Schlüsselaspekte	Juni 2023	Dez 2022
Marktgrösse	37.9 Mrd.	33.4 Mrd.
Anzahl Cat Bonds	238	209
Geldmarktzins p.a.	5.0%	4.0%
Risikozinssatz ü. Geldmarkt p.a.	9.1%	12.1%
Bruttorendite p.a., schadenfrei	14.1%	16.1%
Erwarteter Verlust p.a.	-2.5%	-2.7%
Erwartete Bruttorendite p.a.	11.6%	13.4%
Maturität (Jahre)	1.9	1.8

Quelle: ILS Manager-Daten. Angaben zu erwarteten Renditen sind rein indikativ und stellen keine Garantie für zukünftige Ergebnisse dar.

Der Blick auf den privaten ILS-Markt

Auch am privaten ILS-Markt erhöhten sich Prämien stark. Seit dem Jahr 2017 wurde eine Prämiensteigerung von über 150% (risikobereinigt) erreicht, allein per 1. Jan. 2023 stiegen die Prämien um +37% an, wie die Abbildung 2 verdeutlicht.

Abbildung 2: Risiko-adjustierte Prämienentwicklung des Marktes für Naturkatastrophenrückversicherung (1992 – H1 2023)



Quelle: Howden, (Nova), Sept. 2023. Linke y-Achse zeigen die risikobereinigte Prämienentwicklung auf. Die rechte y-Achse zeigen die Zu- oder Abnahmerate der Prämienentwicklung im Vergleich zum Vorjahr.

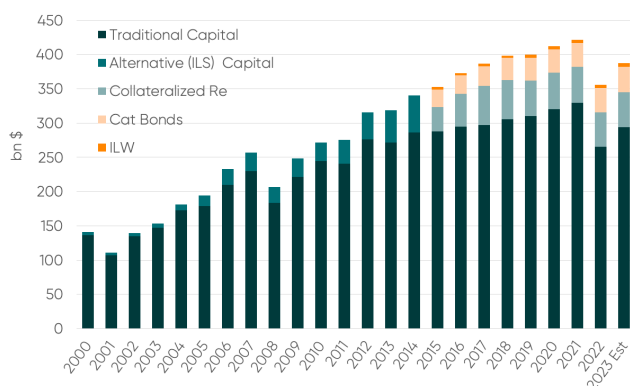
Diese Prämienentwicklung reflektiert die Turbulenzen, denen die Rückversicherungsindustrie in den letzten Jahren ausgesetzt war. Seit Mitte Jahr 2023 scheint der



Markt (gemäss den Aussagen einiger ILS-Manager) wieder in einigermaßen geordneten Bahnen zu verlaufen. Nach wie vor halten jedoch die Anbieter von Risikokapital bzw. die Anleger bei den Vertragsverhandlungen die Zügel in der Hand.

Das verfügbare Rückversicherungskapital reduzierte sich im Jahr 2022 um ca. 20%, wie die Abbildung 3 zeigt. Rund die Hälfte dieser Kapitallücke dürfte dank solider Underwriting-Resultate im Jahr 2023 sowie vereinzelter Aktienkapitalaufnahmen von Rückversicherern (vor allem auf Bermuda) bis Ende Jahr wieder geschlossen werden. Um das Kapitalvolumen von vor 2022 zu erreichen, besteht aber nach wie vor ein bedeutender Bedarf an Risikokapital. Und das noch ohne Berücksichtigung der seit 2021 stark erhöhten Inflationsraten und der damit verbundenen Steigerung der nominalen Versicherungswerte.

Abbildung 3: Entwicklung des Prämienvolumen und des Rückversicherungsmarktes für Naturkatastrophenrisiken (2000 – 2023)



Quelle: Howden (Nova), eigene Darstellung

Tabelle 2: Kennzahlen des privaten ILS-Marktes (in USD)

Schüsselaspekte	Juni 2023	Dez 2022
Geldmarktzins p.a.	5.0%	4.0%
Risikozinssatz ü. Geldmarkt p.a.	10%-20%	8%-18%
Bruttorendite p.a., schadenfrei	15%-25%	12%-22%
Erwarteter Verlust p.a.	-2.5% bis -5%	-2.5% bis -7.5%
Erwartete Bruttorendite p.a.	12.5%-20%	9.5%-14.5%
Tail-Risiko (CVaR 99%) p.a.*	-28% bis -36%	-30% bis -40%

Kennzahlen basieren auf Interviews mit diversen ILS-Managern bzw. ihren Erwartungen per Stand Juni 2023 für das Underwriting-Jahr 2024 und darüber hinaus. Angaben zu erwarteten Renditen sind rein indikativ und stellen keine Garantie für zukünftige Ergebnisse dar. *Das Tail-Risiko reflektiert den modellierten Einfluss mehrerer schwerer Versicherungsereignisse innerhalb desselben Jahres.

Die Attraktivität privater ILS-Anlagen hat folglich in den letzten 12 Monaten ebenfalls spürbar zugenommen, wie die Tabelle 2 beweist. Je nach Risikograd und -Toleranz erhöhte sich die erwartete Rendite in USD um 30% bis 35%. Gleichzeitig haben die Tail-Risiken der von uns erfassten ILS-Fonds um etwa 10% abgenommen.

Die Erwartungen wurden (mehr als) erfüllt

Die Filmszenen aus «Zurück in die Zukunft II» mit den fliegenden Autos, schwebenden Skateboards und automatisierten Schnürsenkeln sind uns allen noch in guter Erinnerung. Andere damalige Zukunftsvisionen haben sich – wer hätte es gedacht – im heutigen Alltagsleben quasi schon etabliert. Z.B. hat der Hersteller der futuristischen Sneaker von Michael J. Fox zum Jubiläumstag den Schuh filmnah als Sonderedition produziert. Heute werden jene Schuhe unter Sneaker-Fans zu stolzen Preisen gehandelt ([ZIZII Sneakers](#)). Gleichzeitig gibt es vom selben Hersteller in der Tat Turnschuhe, die sich ohne Handeinsatz anziehen lassen ([selbstschliessende Schuhe](#)). Mit der Sprachsteuerung elektronischer Geräte ist eine weitere eindrückliche Filmvision des Klassikers Realität geworden. Ähnlich wie Marty McFly in einer Filmszene nur mit seiner Stimme eine Fruchtschale aus der Küchendecke auf Zugriffshöhe steuert, gehören heute Befehle für «Siri» oder «Alexa» in unseren ganz normalen Alltag. Wer hätte das Ende 80er Jahre schon gedacht?!

Ähnlich wachgerüttelt dürften sich wohl die Beobachter des ILS-Marktes fühlen, denn die per Ende 2022 noch an Tollkühnheit grenzenden Prognosen für 2023 haben sich zu einem grossen Teil bereits heute schon erfüllt:

- Deutliche risikoadjustierte Prämienhöhung,
- Einengung der Definition von Versicherungsereignissen (gedeckte Gefahrenarten und -Regionen),
- umfangreiche Erhöhung der Selbstbehalte für Versicherungskäufer,
- signifikante Verkürzung der Auslaufzeit privater ILS-Verträge nach Ablauf der Risikoperiode.

Zusätzlich bleibt zu vermerken, dass diese Anpassungen schon jetzt auf den «Prüfstand» gestellt werden, und sich bisher als sehr effektiv erweisen. Denn auch das Jahr 2023 verlief ereignistechisch alles andere als ruhig. Gemäss dem Broker Gallagher Re ([Versicherungsjahr 2023](#)) haben sich bis Ende September 2023 insgesamt Versicherungsschäden in der Höhe von über USD 90 Mrd. ereignet. Der Löwenanteil dieser Marktschäden stammt aus Ereignissen in den USA, getrieben von einer aktiven Unwetter- und Hagelsaison (knapp 70%), sowie der schweren Waldbrandserie auf

Hawaii und dem Hurrikan Idalia in Florida. Erfreulich ist, dass das Ausmass dieser Ereignisse auf die Rendite der meisten ILS-Portfolios nur limitiert bzw. teilweise gar nicht spürbar war. Die höheren Selbstbehalte in den Rückversicherungsverträgen isolieren die ILS-Portfolios vor dem Einfluss kleinerer und mittelgrosser Ereignisse. Zudem fängt das hohe Prämieinkommen allfällige leichte Wertanpassungen mehr als nur auf. Die ILS-Anlageklasse hat somit bis Ende September 2023 jeden Monat eine deutlich positive Rendite erzielt - mit Ausnahme von Februar und Juli wurden in jedem Monat Renditen von über +1% erzielt. Mehr dazu gleich.

Ausblick für 2024

Die Ausgangslage basierend auf den vorliegenden Fakten präsentiert sich in unseren Augen heute nicht wesentlich anders als vor 12 Monaten. Die anhaltende, erhöhte Inflationserwartung in den USA sowie die damit verbundene Zinserwartung unter dem populären Motto «Higher for Longer» wird die Nachfrage von den Versicherungsgesellschaften nach Rückversicherungsschutz, besonders am oberen Ende der Kapitalstruktur, weiter vorantreiben. Zugleich verlangen Rating-Agenturen und Regulatoren für (Rück-)Versicherungsgesellschaften umfangreichere Kapitalanforderungen. Dies wird durch die zuletzt veröffentlichten Modell-Updates einiger Risikomodellierungsagenturen noch verstärkt. Traditionelle Rückversicherungsfirmen werden daher nicht ohne weiteres die Nachfrage nach Versicherungsschutz stillen können. Tabelle 3 bietet eine Übersicht der Argumente.

Tabelle 3: Treiber und Anforderungen der aktuellen Marktlage im breiteren Rückversicherungsmarkt

Steigerung des Risikokapitalbedarfs aus Käufersicht	Lösungsanforderungen der Rückversicherer / Investors
Kerninflation bleibt erhöht, vor allem in den USA.	Prämien sollen Inflationserwartungen angemessen abbilden.
Anpassung d. Risikomodelle, höhere Kapitalanforderungen v. Regulatoren und Rating-Agenturen.	Schäden d. letzten Jahre sollen die Prämienentwicklung langfristig prägen.
Rückläufiger Appetit bei Rückversicherern & ILS-Investoren f. risikoreiche Programme.	Volatilität d. Renditen soll reduziert werden für konsistentere Anlageresultate.
Unsicherheit bzgl. des heute schon spürbaren Einflusses des Klimawandels auf Gefahren wie Flut, Hagel und Waldbrand.	Schadenfrequenz v. Sekundärgefahren soll in der Risiko- und Pricing-Analyse besser reflektiert werden.

Allgemein ist zu erwarten, dass das Ungleichgewicht zwischen der Nachfrage und dem Angebot an Rückver-

sicherungskapital weiter anhalten wird, aber vermutlich nicht mehr ganz so akut wie noch vor einem Jahr. In dem Sinne ist der Marktkonsens, dass der Trend der positiven, risikoangepassten Prämienentwicklung sich im Jahr 2024 fortsetzen wird –aber nicht mehr so ausgeprägt wie noch im Jahr 2023.

Spezifisch für den Cat Bond-Markt erscheint uns in den kommenden Monaten eine Annäherung an ein Gleichgewicht von Nachfrage und Angebot wahrscheinlich. Cat Bonds tendieren jeweils dazu, die risikofernste (d.h. risikoärmste) Tranche in einer Kapitalstruktur der Versicherungskäufer zu besetzen. Das hohe absolute und risikoadjustierte Renditepotenzial dieser Tranchen dürfte die Nachfrage von Investoren hochhalten und auch ein erhöhtes Neuemissionsvolumen begünstigen. Die beschriebene Nachfrage nach Risikokapital von (Rück-)Versicherern spricht ebenfalls für Marktwachstum sowie für eine Annäherung an ein stabiles Gleichgewicht auf hohem Prämieniveau. Mit anderen Worten dürften sich die aktuellen Prämien auf einem historisch sehr attraktiven Niveau für das Jahr 2024 einpendeln.

Erkenntnisse

Die seit Jahresbeginn erzielten Renditen von verschiedenen ILS-Portfolios mit unterschiedlichem Risikoprofil bestätigen eindrücklich die vor 12 Monaten antizipierte (und damals von einigen Marktakteuren als «unrealistischer Zweckoptimismus» bezeichnete) hohe Attraktivität der ILS-Anlageklasse. Dass am ILS-Markt seit Anfang 2023 in praktisch jedem Monat über 1.0% Rendite erzielt wurde, untermalt einmal mehr die Unabhängigkeit von ILS von den meisten anderen Anlageklassen.

Zusätzlich kann man die qualitativen und strukturellen Marktveränderungen in der (Rück-)versicherungsindustrie am strategisch angepassten Risikoverhalten von marktführenden Versicherungsfirmen beobachten. Das Wall-Street Journal ([WSJ Okt 2023](#)) berichtet kürzlich von «Familienschicksalen» in Florida, welche aus dem Sonnenstaat wegziehen «müssen», weil sie sich die Versicherungsprämien für ihr Wohneigentum nicht mehr leisten können. Die New York Times ([NYT Juni 2023](#)) berichtet über die Tatsache, dass marktführende US-Versicherungsgesellschaften keine neuen Policen mehr für Waldbrandrisiken im ganzen Bundesstaat Kalifornien anbieten. Guy Carpenter (einer der beiden grössten Rückversicherungsmakler weltweit) sprach in der auf Bermuda jährlich stattfindenden «Convergence»-Konferenz von einer «Generationenwende» ([GC Convergence 2023](#)) in Bezug auf die allgemeine Erwartungshaltung der Rückversicherungsgesellschaften und der Investoren.



Vom Science Fiction-Film in die praktische Realität

Wir wagen nun einen kleinen Schritt vom Science Fiction-Film in die praktische Realität und skizzieren grob drei unterschiedliche Varianten, wie die attraktive Marktsituation in ILS heute je nach Risikoappetit und Anlageflexibilität eines Anlegers ausgenutzt werden könnte. Wie so oft führen verschiedene Wege nach Rom (riskantere und weniger riskante), weshalb es als Anleger sinnvoll erscheint, die individuell beste Route im Voraus zu bestimmen.

Man verzeihe uns an der Stelle den limitierten Gehalt dieser Skizzen. Als regulierte Firma sind uns in Bezug auf konkrete Rendite-Risiko-Daten und entsprechende Kommentare dazu sehr enge Grenzen gesetzt. Und da wir unsere Timeouts nicht mit Disclaimers überziehen möchten, halten wir uns strikt an alle Vorgaben. Selbstverständlich stehen wir für vertiefende und konkretere Gespräche jederzeit gerne zur Verfügung.

Das strategisch-ausgewogene ILS-Portfolio

Ein ILS-Portfolio, welches die aktuelle Marktsituation ausnutzt, aber in strategischer Hinsicht einem ausgewogenen Risikoappetit genügt. Mit diesem Ziel im Hinterkopf liegt der Fokus der Portfoliokonstruktion auf einer breiten Streuung über Gefahrenregionen und Ereignisrisiken. In Bezug auf Liquiditätsansprüche ist die Mischung von liquiden Cat Bonds und nicht handelbaren privaten ILS-Transaktionen zu beachten, die je nach Gewichtung mehr oder weniger Liquidität bietet.

Das aktive-ausgewogene ILS-Portfolio

Wenn das Ziel der ILS-Allokation die aktivere Nutzung aktueller Marktchancen ist, resultiert das in einem (leicht) höheren Rendite-Risiko-Profil als im des oben erwähnten «strategischen» Portfolio. Dies kann z.B. durch die Hinzunahme eines vierten Bausteins mit einem risikoreicheren Ertrags-Risikoprofil und gleichzeitiger Gewichtungsanpassung der anderen Elemente erreicht werden.

Das opportunistische ILS-Portfolio

Wenn die Anlageopportunität sehr zeitnah und opportunistisch (d.h. eventuell sogar zeitlich begrenzt) genutzt werden sollte, steht dagegen die Maximierung des Prämieinkommens im Vordergrund, um das erhöhte Verlustpotenzial abzufedern. Attraktive absolute Prämien können über eine hohe Konzentration auf US-basierte Ereignisrisiken erreicht werden. Zur Begrenzung des Tail-Risikos, d.h. des Extrem-Verlustrisikos, erscheint jedoch auch bei dieser Variante eine Beimischung von Risiken ausserhalb der USA sinnvoll.

Zurück in die Zukunft

Im Gegensatz zur Blockbuster-Trilogie «Zurück in die Zukunft» können wir als Anleger im realen Leben (noch) nicht durch die Zeit reisen und einzelne, möglicherweise unerfreuliche Erlebnisse ändern. Wir können nur vorausblicken und dabei einige verlässliche Fakten berücksichtigen.

Die Fakten bzw. Voraussetzungen, die bereits im Jahr 2023 zur Erfüllung der hohen Renditeprognosen geführt haben, sind auch für das Jahr 2024 intakt. Neben den attraktiven Risikoprämien haben sich auch die jeweils unterliegenden Marktstrukturen und -Exponierungen in qualitativer Hinsicht in den letzten Jahren stets im Sinne der Anleger entwickelt. Das verbessert das risiko-adjustierte Renditepotenzial.

Die im vorherigen Abschnitt gezeigten Skizzen für ILS-Portfolios unterscheiden sich in ihrem Risikobudget und natürlich auch ihrer damit verbundenen erwarteten Rendite. Aus Anlegersicht dürfte es sich auf jeden Fall lohnen, eine «Reise in die ILS-Zukunft» in Betracht zu ziehen – ganz im Sinne von «Zurück in die Zukunft- Teil III!»